

CONSTI

26.10.2026 06.30 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Tilaukannan lyhyt pää kaipaa täydennystä

Constin Q3 osui täysin ennusteisiimme tuloksen osalta. Kvartaalin tilauskertymä jäi vertailukauden maltilliselle tasolle, ja tilauskanta tukee loppuvuotta ja etenkin ensi vuotta aiempaa vähemmän. Arvioimme tästä huolimatta yhtiön yltävän ohjeistushaarukkaansa. Vaatimaton arvostus ja noin 7 %:n osinkotuotto pitävät osakkeen tuotto-odotuksen mielestämme yhä riittävänä. Pitkällä aikavälillä näemme osakkeessa edelleen merkittävää potentiaalia, kun markkinan elpyminen avaa tilaa tuloskasvulle. Elpymisen näkymä on kuitenkin yhä heikko, ja viimeaikainen korkokehitys heikentää sitä entisestään. Laskemme tavoitehintamme 11,00 euroon (aik. 11,50 euroa) ja toistamme Lisää-suosituksemme.

Liikevaihto ylitti odotukset, tulos osui ennusteeseen

Constin Q3-liikevaihto kasvoi hienoisesti 91 MEUR:oon ja ylitti selvästi 7 %:n liikevaihdon laskua odottaneen 85 MEUR:n ennusteemme. Kasvu tuli Taloyhtiöt- ja Talotekniikka-toimialoilta, kun taas Yritykset- ja Julkiset-toimialojen liikevaihto supistui. Alkuvuonna tilauskantaan kirjatut yhteistoiminnalliset hankkeet eivät vielä merkittävästi näkyneet volyymeissa odotustemme vastaisesti. Toisaalta taas etenkin Taloyhtiöt-toimialan pirteä vire pääsi yllättämään. Johdon mukaan taloyhtiöiden korjausmarkkina on pysynyt kohtuullisena ja tuotanto edennyt suunnitellusti.

Liikevoitto oli 2,9 MEUR, mikä vastasi täsmälleen ennustettamme. Liikevoittomarginaali jäi siten 3,2 %:iin (ennuste 3,4 %), ja sitä painoivat tutusti rakentamisen pitkittynyt matalasuhdanne sekä panostukset tarjous- ja neuvottelutoimintaan. Tilaukanta supistui kesäkuun lopusta 279 MEUR:oon, kun uusia tilauksia kertyi vain 42 MEUR (Q3'25 41 MEUR).

Tilaukanta tukee ensi vuotta vertailukautta vähemmän

Consti toisti ohjeistuksensa, jonka mukaan vuoden 2026

liiketulos on 8–11 MEUR. Kuluvin vuoden liikevoittoennusteemme on ennallaan 8,6 MEUR, joka edellyttää viimeiseltä neljännekseltä 3,6 MEUR:n liikevoittoa (Q4'25 3,9 MEUR). Nostimme koko vuoden liikevaihtoennustettamme 327 MEUR:oon (aik. 321 MEUR) karkeasti kolmannen neljänneksen ylityksen verran. Ennusteemme edellyttää viimeiseltä neljännekseltä noin 17 MEUR:n liikevaihtoa tilaukannan ulkopuolelta (Q4'25 noin 14 MEUR). Pidämme tätä saavutettavana, sillä käsityksemme mukaan vertailukauden lyhytsyklisiä, kvartaalin sisällä tuloutuvaa liikevaihtoa painoi palveluliiketoiminnan heikko vire, joka on tänä vuonna vakautunut.

Yhtiön arvion mukaan syyskuun lopun tilaukannasta tuloutuu ensi vuonna liikevaihdoksi noin 117 MEUR, kun vuosi sitten tilaukannasta arvioitiin tuloutuvan seuraavalle vuodelle 135 MEUR. Vaikka tilauskanta on absoluuttisesti 16 % vertailukautta suurempi, ensi vuoden pohja on silti aiempaa ohuempi. Johto ei odota kysyntänäkymän paranevan merkittävästi tämän vuoden aikana, ja kehitysvaiheen hankkeiden siirtyminen toteutukseen on yhä auki. Laskimme tämän vuoksi vuoden 2027 ennusteitamme myös hieman, ja odotamme nykyisellään vain 2 %:n liikevaihdon kasvua ensi vuodelle.

Hinnoittelu maltillinen etenkin ensi vuoden ennusteilla

Päivitetyillä ennusteillamme Constin EV/EBIT-kerroin on vuosille 2026–2027 noin 10–8x ja P/E-kerroin noin 13–11x. Kuluvin vuoden ennusteilla kertoimet ovat karkeasti neutraalilla tasolla, ja ne laskevat houkutteleviksi, kun tulos palautuu ensi vuonna suunnilleen vuoden 2025 tasolle. Lisäksi osake tarjoaa noin 7 %:n osinkotuottoa, mikä tukee tuotto-odotusta odotettua hitaamman tuloskasvun aikana. DCF-mallimme antaa osakkeelle noin 12,0 euron arvon (aik. 13,1 euroa). Arvoa painaa päivitettyjen ennusteiden lisäksi myös korkojen nousu, joka on kasvattanut tuottovaatimustamme.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehintaa:

11,00 EUR

(aik. 11,50 EUR)

Osakekurssi:

10,15 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	336	327	333	346
kasvu-%	3 %	-3 %	2 %	4 %
EBIT oik.	9,4	8,6	9,7	11,4
EBIT-% oik.	2,8 %	2,6 %	2,9 %	3,3 %
Nettotulos	6,8	6,3	7,3	8,7
EPS (oik.)	0,86	0,78	0,90	1,07

P/E (oik.)	12,4	13,0	11,3	9,5
P/B	1,9	1,8	1,7	1,7
Osinkotuotto-%	6,8 %	7,1 %	7,4 %	7,6 %
EV/EBIT (oik.)	8,5	9,7	8,4	7,1
EV/EBITDA	6,1	6,8	5,9	5,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,2	0,2

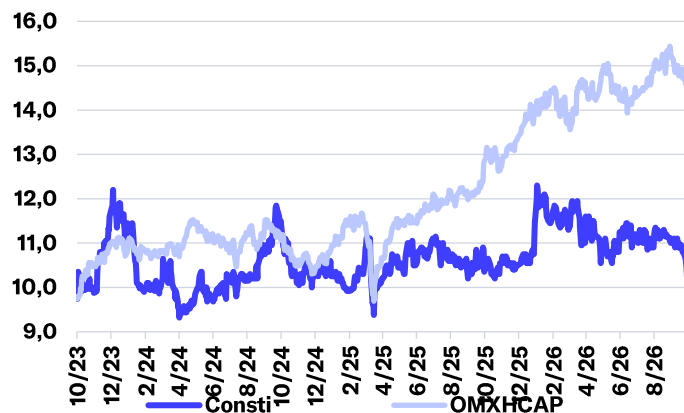
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

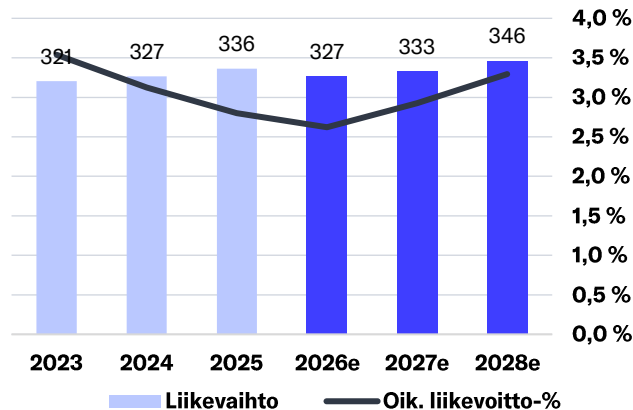
Consti arvioi, että sen koko vuoden 2026 liiketulos on 8-11 MEUR (2025: 9,4 MEUR).

Osakekurssi



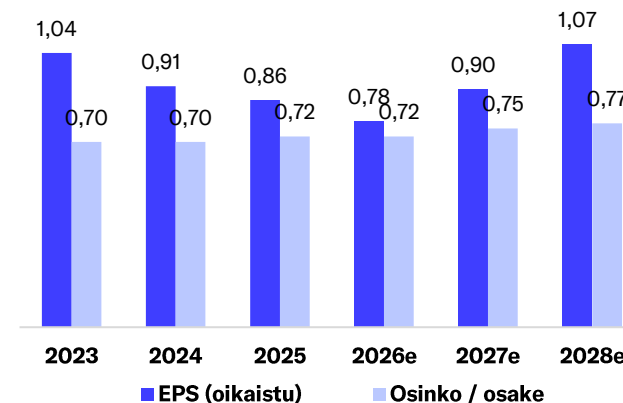
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Korjausrakentamisen vakaat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja sitä tukevat trendit
- Kannattavuuden vahvistaminen edelleen päivitetyn strategian mukaisesti
- Kasvun ja tehokkaan organisaatio- ja kulurakenteen mahdollistama tuloskasvu
- Uudisrakentamiseen ja muuhun rakentamisen arvoketjuun osallistuminen
- Markkina-aseman vahvistaminen niin rakentamisen kuin talotekniikan osalta

Riskitekijät

- Suhdanteen heikkouden ja kilpailun kireyden jatkuminen
- Kapasiteetin käyttöasteen vaihtelut
- Materiaalin ja työn kustannuspaineet
- Henkilöstön vaihtuvuus
- Kilpailuaseman muutokset
- Projektiriskit ja merkittävien projektiongelmien uusiutuminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10,2	10,2	10,2
Markkina-arvo	82	82	82
Yritysarvo (EV)	83	82	81
P/E (oik.)	13,0	11,3	9,5
P/B	1,8	1,7	1,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	6,8	5,9	5,1
EV/EBIT (oik.)	9,7	8,4	7,1
Osinko/tulos (%)	92,6 %	83,5 %	72,1 %
Osinkotuotto-%	7,1 %	7,4 %	7,6 %

Lähde: Inderes

Q3-tulos linjassa odotusten kanssa

Liikevaihto ylitti odotuksemme, tulos linjassa

Constin Q3-liikevaihto kasvoi 0,4 % vertailukaudesta 91,2 MEUR:oon, mikä ylitti selvästi 84,8 MEUR:n ennusteemme. Olimme odottaneet liikevaihdon laskevan 7 %, sillä tilauskannan tuloutuminen viittasi selvästi vertailukautta matalampaan volyymiin. Taloyhtiöt-toimialan liikevaihto kasvoi 7 % 34,5 MEUR:oon ja Talotekniikka-toimialan 12,5 % 25,0 MEUR:oon.

Johdon mukaan taloyhtiöiden korjausmarkkina on pysynyt kohtuullisena ja tuotanto edennyt suunnitellusti. Talotekniikka-toimialan liikevaihto on kasvanut tammi–syyskuussa 8 %. Yritykset-toimialan liikevaihto supistui 10,5 % 22,9 MEUR:oon, mikä heijastaa yksityisten kiinteistösijoittajien varovaisuutta uusien korjaushankkeiden käynnistämisessä. Julkiset-toimialan liikevaihto laski 16 % 11,5 MEUR:oon, sillä alkuvuonna tilauskantaan kirjatut yhteistoiminnalliset hankkeet eivät vielä tuottaneet merkittävästi liikevaihtoa. Julkiset-toimialan

henkilöstö on kuitenkin kasvanut vuodessa 62:sta 89:ään, mikä kertoo kehitysvaiheen hankkeiden sitovan resursseja jo ennen varsinaista tuotantoa.

Liikevoitto laski 2,9 MEUR:oon (Q3'25 3,1 MEUR) ja osui täsmälleen ennusteeseemme. Liikevoittomarginaali oli 3,2 % (ennuste 3,4 %). Yhtiön mukaan tuotannossa olevat hankkeet etenivät pääosin suunnitellusti ja niiden katetasot olivat odotusten mukaisia. Kannattavuutta painoivat rakentamisen pitkittynyt matalasuhdanne sekä panostukset tarjous- ja neuvottelutoimintaan, jota myös kehitysvaiheen hankkeet ovat vaatineet. Osakekohtainen tulos oli ennusteemme mukaisesti 0,27 euroa (Q3'25 0,30 euroa).

Uudet tilaukset karkeasti vertailukauden vaimealla tasolla

Uusia tilauksia kertyi 42,0 MEUR (Q3'25 41,2 MEUR), ja tilauskanta laski kesäkuun lopun 319,6 MEUR:sta 278,7 MEUR:oon. Vertailukauteen nähden tilauskanta oli silti 16 %

suurempi Valtioneuvoston linnan hankkeen ansiosta. Yhtiön mukaan kireä kilpailu ja heikko kysyntä painoivat tilauskertymää, ja johdon mukaan tilauksia kertyi vähemmän kuin kesällä odotettiin. Pitäjänmäen koulukokonaisuudessa on käynnissä erillisellä tilauksella tehtävä purku-urakka, mutta hankkeen päätyö ei ole vielä siirtynyt tilauskantaan.

Kassavirta heikkeni, tase on nettovelaton

Vapaa kassavirta heikkeni 1,8 MEUR:oon (Q3'25 3,4 MEUR), ja kassavirtasuhde jäi 48 %:iin. Käyttöpääomaa sitoutui kvartaalilla 1,5 MEUR. Projektiliiketoiminnassa käyttöpääoma vaihtelee kvartaalien välillä, joten emme tee yksittäisestä neljänneksestä pitkälle meneviä johtopäätöksiä. Korollinen nettovelka oli -0,6 MEUR, eli tase oli syyskuun lopussa nettovelaton, ja omavaraisuusaste oli 40,8 %.

Ennustetaulukko	Q3'25	Q3'26	Q3'26e	Erotus (%)	2026
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	90,8	91,2	84,8	7 %	327
Käyttökate	4,0	3,8	3,8	1 %	12,2
Liikevoitto (oik.)	3,1	2,9	2,9	1 %	8,6
Liikevoitto	3,1	2,9	2,9	1 %	8,6
Tulos ennen veroja	3,0	2,7	2,7	3 %	7,8
EPS (oik.)	0,30	0,27	0,27	1 %	0,78
EPS (raportoitu)	0,30	0,27	0,27	1 %	0,78
Liikevaihdon kasvu-%	5,6 %	0,4 %	-6,6 %	7 %-yks.	-2,9 %
Liikevoitto-%	3,5 %	3,2 %	3,4 %	-0,2 %-yks.	2,6 %

Laskimme tulevien vuosien ennusteitamme hieman

Odotamme nyt ensi vuonna tuloksen palaavan karkeasti vuoden 2025 tasolle

- Consti toisti ohjeistuksensa, jonka mukaan vuoden 2026 liike-tulos on 8–11 MEUR (2025 9,4 MEUR). Tammi–syyskuun liike-tulos oli 5,0 MEUR, joten ohjeistus edellyttää viimeiseltä neljännekseltä 3,0–6,0 MEUR:n liike-tulosta.
- Nostimme vuoden 2026 liikevaihtoennustemme 327 MEUR:oon (aik. 321 MEUR) kolmannen neljänneksen ylityksen myötä. Liikevoittoennustemme on ennallaan 8,6 MEUR, sillä kolmas neljännes osui ennusteeseemme emmekä muuttaneet viimeisen neljänneksen ennustettamme merkittävästi.
- Odotamme Q4:lle vertailukauden tasoista, noin 94 MEUR:n liikevaihtoa (Q4'25 95,0 MEUR) ja 3,6 MEUR:n liikevoittoa (Q4'25 3,9 MEUR). Yhtiön mukaan tilauskannasta tuloutuu loppuvuonna noin 77 MEUR (vertailukaudella 81 MEUR), joten ennustemme edellyttää noin 17 MEUR:n liikevaihtoa tilauskannan ulkopuolelta. Vertailukaudella vastaava summa oli noin 14 MEUR. Ennustettamme tukee vertailukauden palveluliiketoiminnan heikko vire. Yhtiö ei maininnut palveluliiketoimintaa tulokseen negatiivisesti vaikuttaneena tekijänä Q3:lla.
- Laskimme vuoden 2027 liikevaihtoennustemme 333 MEUR:oon (aik. 344 MEUR), mikä tarkoittaa 2 %:n kasvua (aik. 7 %). Syyskuun lopun tilauskannasta tuloutuu yhtiön arvion mukaan ensi vuonna noin 117 MEUR (vuotta aiemmin 135 MEUR). Kasvuennustettamme tukee silti kehitysvaiheen hankkeiden siirtyminen tilauskantaan. Liikevoittoennustemme vuosille 2027–2028 laskivat 9,7–11,4 MEUR:oon (aik. 10,2–11,9 MEUR).

Operatiiviset tulosajurit 2027-2029

- Rakennusteollisuus RT ennustaa korjausrakentamisen kasvavan tänä vuonna 0,5 % ja ensi vuonna 1,0 %. Johto ei odota merkittävää paranemista kysyntänäkymissä vuoden 2026 aikana, ja kilpailu korjausrakentamisen ja talotekniikan markkinassa jatkuu kireänä.
- Asuinrakennusten energiatehokkuusavustus tukee taloyhtiöiden korjauksia vuosina 2026–2027. Johdon kommenttien perusteella avustushaun avautumisen odottaminen on voinut lykätä taloyhtiöiden päätöksiä viime kvartaaleilla.
- Yksityisten toimitilojen korjausmarkkina on Constille tärkeä, ja kiinteistösijoittajien varovaisuus näkyy Yritykset-toimialan volyymeissa. Myös vuokra-asuntojen peruskorjaukset etenevät hitaasti. Uskomme myös viimeaikaisen korkokehityksen vaikuttavan kyseisiin sijoittajavetoisiin segmentteihin negatiivisesti.
- Valtioneuvoston linnan hankkeen rakennustyöt alkoivat elokuussa, ja odotamme hankkeen tuloutuvan verrattain tasaisesti vuosina 2026–2030. Julkisten allianssihankkeiden riski on pienempi, mutta katetaso maltillisempi. Odotamme myös Pitäjänmäen kouluhankkeen etenevän toteutukseen lähitulevaisuudessa.
- Volyymien kasvaessa näemme yhtiöllä tulosvipua, sillä nykyinen organisaatio pystyy arviomme mukaan tekemään korkeampia volyymeja.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2026 Vanha	2026 Uusi	Ero %	2027e Vanha	2027e Uusi	Ero %	2028e Vanha	2028e Uusi	Ero %
Liikevaihto	321	327	2 %	344	333	-3 %	358	346	-3 %
Käyttökate	12,2	12,2	0 %	14,4	14,0	-3 %	16,6	16,0	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,6	8,6	0 %	10,2	9,7	-4 %	11,9	11,4	-4 %
Liikevoitto	8,6	8,6	0 %	10,2	9,7	-4 %	11,9	11,4	-4 %
Tulos ennen veroja	7,8	7,8	0 %	9,3	8,9	-4 %	11,0	10,6	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,79	0,78	-1 %	0,95	0,90	-6 %	1,14	1,07	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,72	0,72	0 %	0,75	0,75	0 %	0,77	0,77	0 %

Lähde: Inderes

Osinko kantaa kunnes tulokasvu käynnistyy

Hinnoittelu neutraali kuluven vuoden ennusteilla

Kuluven vuoden ennusteillamme Constin osake on arvostettu noin 10x EV/EBIT-kertoimella ja 13x P/E-kertoimella. Ensi vuoden ennusteilla vastaavat kertoimet ovat 8,4x ja 11,3x. Kertoimet asettuvat karkeasti yhtiön viiden vuoden mediaanien tuntumaan (2021–2025 EV/EBIT noin 8,5x, P/E noin 11,5x). Emme pidä historiallisia kertoimia täysin vertailukelpoisina, sillä tuottovaateisiin vaikuttava korkotaso on vaihdellut tarkastelujaksolla poikkeuksellisen paljon. Markkinakäänteen ajoitukseen liittyvä epävarmuus rajoittaa mielestämme myös lähivuosien kertoimien nousuvaraa. Hyväksymämme arvostustaso (EV/EBIT 9x ja P/E 11x vuosien 2026–2027 ennusteilla) antaa osakkeelle noin 9–11 euron arvon. Osinkotuotto on ennusteillamme noin 7 % sekä tänä että ensi vuonna, mikä tukee tuotto-odotusta odotettua hitaamman tulokasvun aikana.

Verrokkeihin nähden alennus on selvä

Verrokkiryhmän EV/EBIT-mediaani on noin 13x vuodelle 2026 ja 11x vuodelle 2027, ja Constin alennus mediaaniin on noin 25 %. Historiallisesti Consti on arvostettu verrokkejaan matalammalle, mitä selittävät verrokkien suurempi koko, hajautuneempi liiketoiminta ja suurempi jatkuvaluonteisen liiketoiminnan osuus. Osan verrokeista tulostaso on lisäksi poikkeuksellisen matala, joten pidämme verrokkien painoarvoa arvonmäärityksessämme matalana.

DCF-arvo laski pääasiassa riskittömän koron muutoksen vuoksi

Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaalijaksolla 1,5 %:iin ja liikevoittomarginaali 3 %:iin, mikä jää yhtiön yli 5 %:n tavoitetasosta. Käytämme DCF-

mallissa 10,2 %:n tuottovaatimusta (WACC, aik. 9,8 %) ja 11,9 %:n oman pääoman kustannusta (aik. 11,4 %). DCF-mallin mukainen osakkeen arvo laski noin 12,0 euroon (aik. 13,1 euroa) laskeneiden ennusteiden ja korkeamman tuottovaatimuksen myötä. Tuottovaatimuksen osalta olemme nostaneet DCF-mallin riskittömän koron 3,0 %:iin (aik. 2,5 %) mukaillen viimeaikaista korkokehitystä.

Tuotto-odotus on riittävä

Osakkeen kokonaistuotto-odotus nojaa lähivuosina pitkälti noin 7 %:n osinkotuottoon ja maltilliseen tulokasvuun. Kertoimiin nähden näemme osakkeessa lievää nousuvaraa, ja DCF-arvo tukee tätä. Selvempi nousuvara edellyttää mielestämme kuitenkin näyttöä siitä, että kehitysvaiheen hankkeet siirtyvät tuotantoon ja tilauskertymä vahvistuu. Laskemme tavoitehintamme 11,00 euroon (aik. 11,50 euroa) ja toistamme Lisää-suosituksemme.

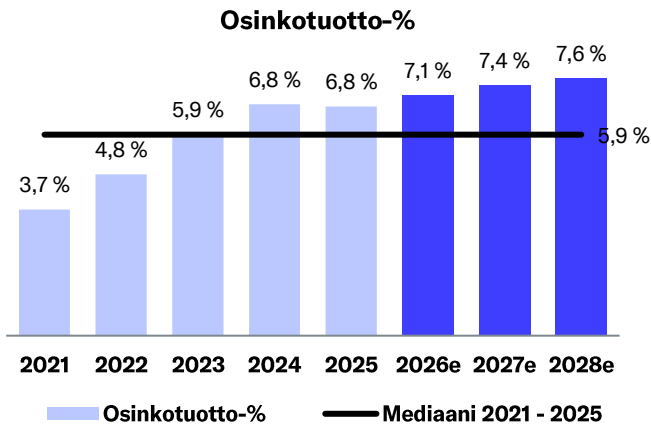
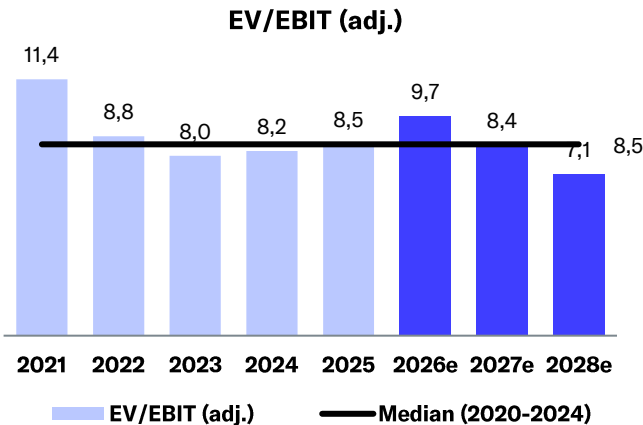
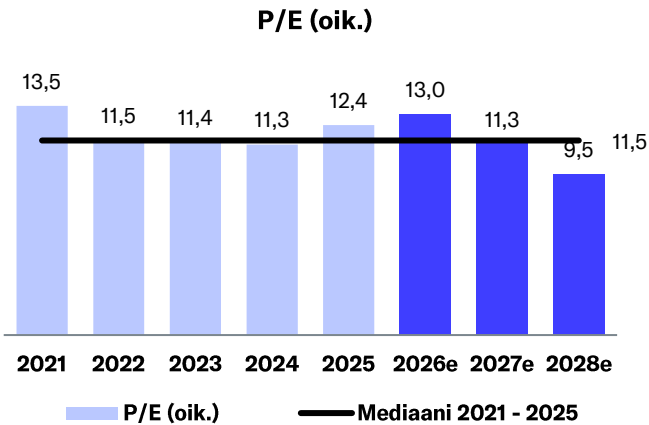
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10,2	10,2	10,2
Markkina-arvo	82	82	82
Yritysarvo (EV)	83	82	81
P/E (oik.)	13,0	11,3	9,5
P/B	1,8	1,7	1,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	6,8	5,9	5,1
EV/EBIT (oik.)	9,7	8,4	7,1
Osinko/tulos (%)	92,6 %	83,5 %	72,1 %
Osinkotuotto-%	7,1 %	7,4 %	7,6 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	12,1	12,6	11,8	10,3	10,7	10,2	10,2	10,2	10,2
Markkina-arvo	94	97	91	81	85	82	82	82	82
Yritysarvo (EV)	108	101	90	83	80	83	82	81	78
P/E (oik.)	13,5	11,5	11,4	11,3	12,4	13,0	11,3	9,5	8,6
P/B	2,9	2,7	2,2	1,8	1,9	1,8	1,7	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	11,7	6,8	5,7	5,8	6,1	6,8	5,9	5,1	4,5
EV/EBIT (oik.)	11,4	8,8	8,0	8,2	8,5	9,7	8,4	7,1	6,3
Osinko/tulos (%)	96,4 %	54,7 %	60,1 %	76,9 %	83,9 %	92,6 %	83,5 %	72,1 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,8 %	5,9 %	6,8 %	6,8 %	7,1 %	7,4 %	7,6 %	8,1 %

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	992	1762	24,3	14,6	19,9	12,4	0,9	0,8	285,0	20,6		0,4	1,5
SRV Yhtiot Oyj	133	204	15,3	8,0	12,9	6,8	0,3	0,2	37,4	10,3	-	2,2	-
Kreate Oyj	349	402	11,6	10,5	8,6	7,8	0,6	0,5	14,6	12,8	3,8	4,3	5,6
Peab AB	2460	3517	12,8	11,8	8,5	8,0	0,6	0,6	11,9	10,8	4,3	4,6	1,5
NCC AB	1581	1990	12,8	11,0	7,6	6,9	0,4	0,4	11,8	10,2	6,0	6,5	2,0
Instalco AB	1027	1391	16,2	12,6	10,4	8,7	1,0	0,9	18,7	13,2	1,6	2,1	3,1
Bravida Holding AB	2707	2998	16,7	14,5	12,8	11,3	1,1	1,0	20,6	17,1	2,8	3,0	3,1
Fasadgruppen Group AB	106	253	7,4	5,8	5,4	4,5	0,5	0,5	6,3	4,2			0,4
Iss A/S	6161	8402	13,3	12,1	9,8	9,1	0,7	0,7	14,9	12,7	1,4	1,7	4,8
Luotea Oyj	67	71	13,0	6,8	4,6	3,6	0,2	0,2	15,0	8,2	4,3	7,5	1,6
Consti (Inderes)	82	83	9,7	8,4	6,8	5,9	0,3	0,2	13,0	11,3	7,1	7,4	1,8
Keskiarvo			14,3	10,7	10,0	7,9	0,6	0,6	43,6	12,0	3,4	3,6	2,6
Mediaani			13,1	11,4	9,2	7,9	0,6	0,6	15,0	11,7	3,8	3,0	2,0
Erotus-% vrt. mediaani			-26 %	-26 %	-26 %	-25 %	-58 %	-56 %	-13 %	-4 %	88 %	148 %	-11 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	321	327	65,6	84,8	90,8	95,0	336	65,7	75,4	91,2	94,2	327	333	346	355
Käyttökate	15,9	14,3	0,8	3,4	4,1	4,8	13,0	1,1	2,8	3,8	4,5	12,2	14,0	16,0	17,3
Poistot ja arvonalennukset	-3,6	-4,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,6	-4,2	-4,6	-4,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,3	10,2	-0,1	2,5	3,1	3,9	9,4	0,2	1,9	2,9	3,6	8,6	9,7	11,4	12,4
Liikevoitto	12,3	10,2	-0,1	2,5	3,1	3,9	9,4	0,2	1,9	2,9	3,6	8,6	9,7	11,4	12,4
Nettorahoituskulut	-1,0	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8
Tulos ennen veroja	11,4	9,2	-0,4	2,2	3,0	3,7	8,5	0,1	1,7	2,7	3,3	7,8	8,9	10,6	11,6
Verot	-2,4	-2,0	0,1	-0,4	-0,6	-0,7	-1,7	0,0	-0,3	-0,5	-0,7	-1,5	-1,6	-1,9	-2,1
Nettotulos	9,0	7,2	-0,3	1,8	2,4	3,0	6,8	0,0	1,4	2,2	2,7	6,3	7,3	8,7	9,5
EPS (oikaistu)	1,17	0,91	-0,04	0,23	0,30	0,37	0,86	0,01	0,17	0,27	0,33	0,78	0,90	1,07	1,18
EPS (raportoitu)	1,17	0,91	-0,04	0,23	0,30	0,37	0,86	0,01	0,17	0,27	0,33	0,78	0,90	1,07	1,18

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	5,0 %	1,9 %	0,1 %	2,3 %	5,6 %	2,9 %	2,9 %	0,1 %	-11,0 %	0,4 %	-0,8 %	-2,9 %	2,0 %	4,0 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-	-10,0 %	-160,3 %	-17,4 %	-6,5 %	7,9 %	-7,8 %	-276,7 %	-25,0 %	-7,4 %	-9,1 %	-9,1 %	13,8 %	17,1 %	8,9 %
Käyttökate-%	5,0 %	4,4 %	1,2 %	4,0 %	4,5 %	5,1 %	3,9 %	1,7 %	3,6 %	4,2 %	4,7 %	3,7 %	4,2 %	4,6 %	4,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,5 %	3,1 %	-0,2 %	2,9 %	3,5 %	4,1 %	2,8 %	0,3 %	2,5 %	3,2 %	3,8 %	2,6 %	2,9 %	3,3 %	3,5 %
Nettotulos-%	2,8 %	2,2 %	-0,4 %	2,1 %	2,6 %	3,1 %	2,0 %	0,1 %	1,8 %	2,4 %	2,8 %	1,9 %	2,2 %	2,5 %	2,7 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	57,6	56,6	58,0	58,8	59,3
Liikearvo	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Aineelliset hyödykkeet	7,8	6,9	8,3	9,1	9,5
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	59,5	60,3	63,1	64,3	68,6
Vaihto-omaisuus	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset ja muut saamiset	44,7	40,7	44,1	45,0	48,5
Likvidit varat	14,2	19,0	18,5	18,8	19,6
Taseen loppusumma	117	117	121	123	128

Lähde: Inderes

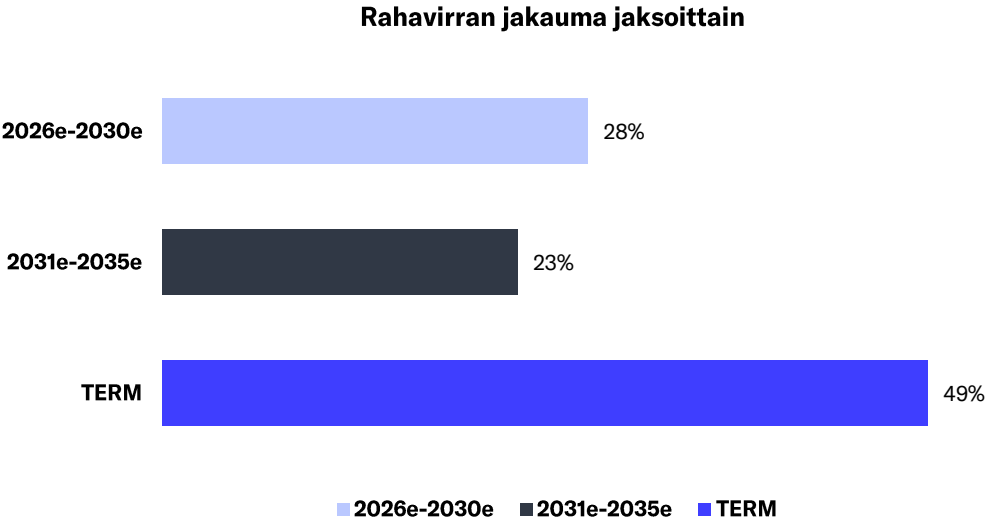
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	43,7	45,2	45,8	47,2	49,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	16,0	15,6	16,2	17,6	20,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	27,6	29,5	29,5	29,5	29,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	11,7	9,5	9,7	9,4	9,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	11,7	9,5	9,7	9,4	9,4
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	61,8	62,2	65,6	66,5	68,8
Korolliset velat	5,2	4,5	9,7	9,4	9,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	54,0	55,1	53,5	54,5	56,7
Muut lyhytaikaiset velat	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6
Taseen loppusumma	117	117	121	123	128

DCF-laskelma

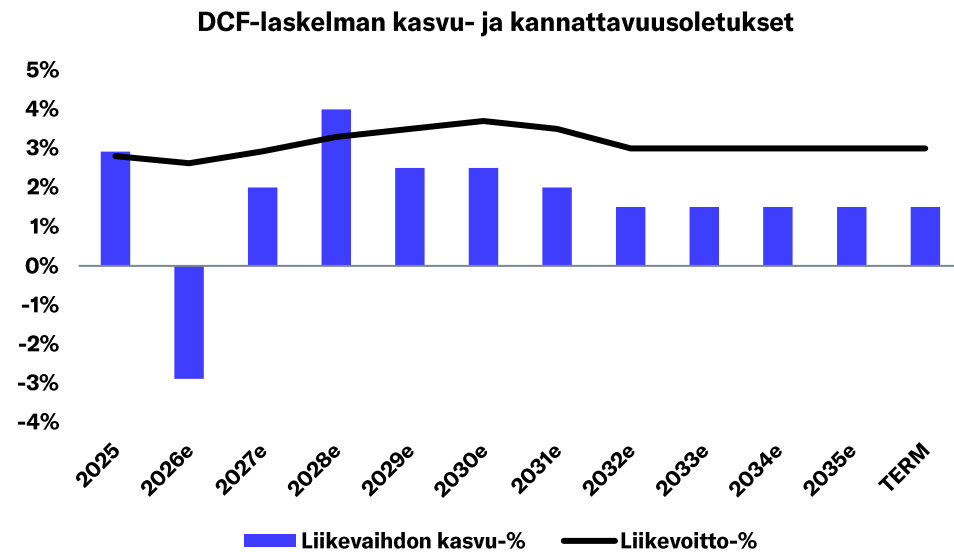
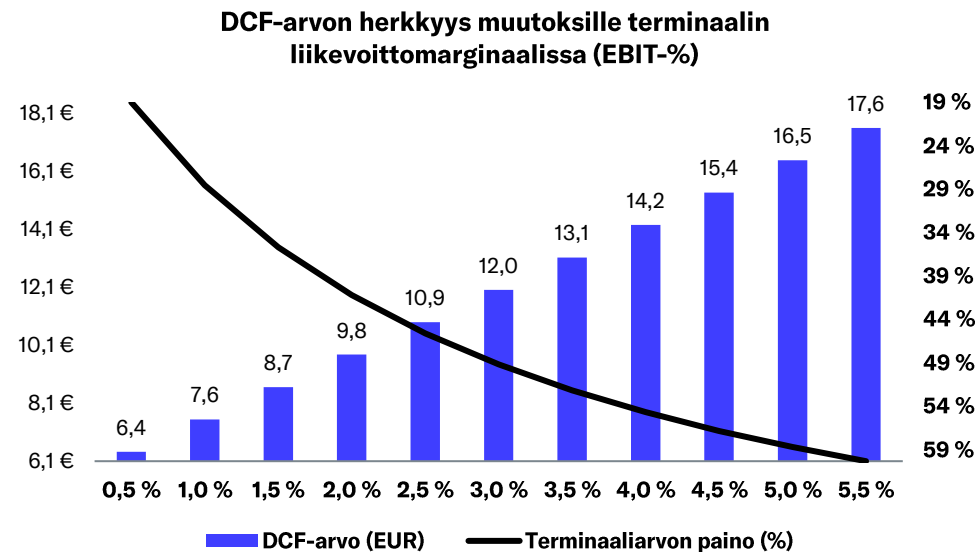
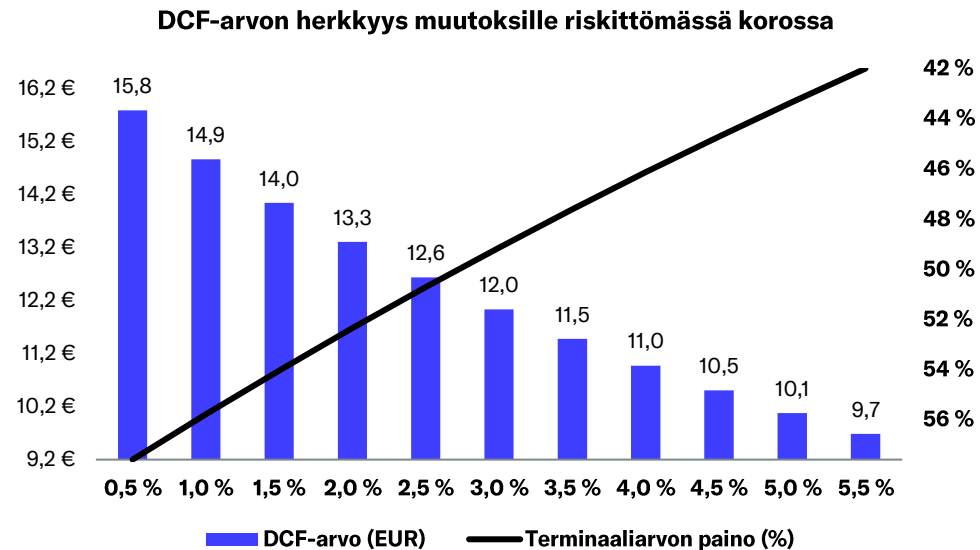
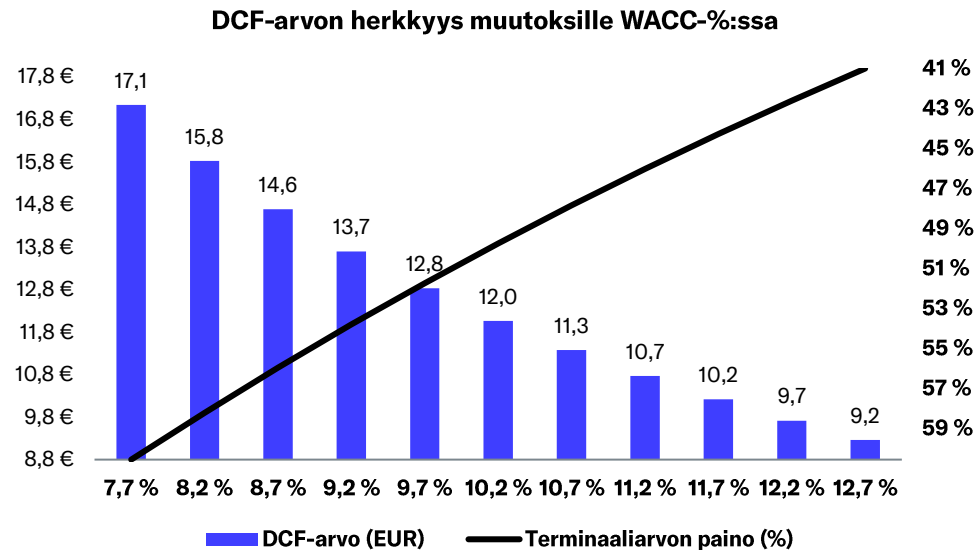
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,9 %	-2,9 %	2,0 %	4,0 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	2,8 %	2,6 %	2,9 %	3,3 %	3,5 %	3,7 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto	9,4	8,6	9,7	11,4	12,4	13,5	13,0	11,3	11,5	11,6	11,8	
+ Kokonaispoistot	3,6	3,6	4,2	4,6	4,9	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	
- Maksetut verot	-1,7	-1,5	-1,6	-1,9	-2,1	-2,3	-2,2	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ 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	5,1	-5,0	0,2	-1,3	0,3	-1,1	-2,8	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	16,3	5,5	12,5	12,7	15,3	15,0	13,0	14,7	14,9	15,2	15,4	
+ 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	-2,7	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6	-5,7	-5,8	-5,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,6	0,5	7,4	7,6	10,1	9,6	7,6	9,1	9,2	9,4	10,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	13,6	0,5	7,4	7,6	10,1	9,6	7,6	9,1	9,2	9,4	10,2	119
Diskontattu vapaa kassavirta		0,5	6,6	6,1	7,4	6,4	4,6	5,0	4,6	4,2	4,2	48,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		98,1	97,6	91,0	84,9	77,5	71,1	66,5	61,5	57,0	52,7	48,6
Velaton arvo DCF		98,1										
- Korolliset velat		-14,1										
+ Rahavarat		19,0										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,7										
Oman pääoman arvo DCF		97,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,0										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,2 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	320,6	326,7	336,2	326,5	333,0
Käyttökate	15,9	14,3	13,0	12,2	14,0
Liikevoitto	12,3	10,2	9,4	8,6	9,7
Voitto ennen veroja	11,4	9,2	8,5	7,8	8,9
Nettovoitto	9,0	7,2	6,8	6,3	7,3
Kertaluontoiset erät	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	121,3	117,2	116,9	121,1	123,1
Oma pääoma	41,1	43,7	45,2	45,8	47,2
Liikearvo	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
Nettovelat	-0,9	2,7	-4,9	0,9	0,0
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	15,9	14,3	13,0	12,2	14,0
Nettokäyttöpääoman muutos	1,0	-7,5	5,1	-5,0	0,2
Operatiivinen kassavirta	14,5	4,5	16,3	5,5	12,5
Investoinnit	-4,9	-2,7	-2,7	-5,0	-5,1
Vapaa kassavirta	9,7	1,8	13,6	0,5	7,4
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2
EV/EBITDA	5,7	5,8	6,1	6,8	5,9
EV/EBIT (oik.)	8,0	8,2	8,5	9,7	8,4
P/E (oik.)	11,4	11,3	12,4	13,0	11,3
P/B	2,2	1,8	1,9	1,8	1,7
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,8 %	6,8 %	7,1 %	7,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	1,17	0,91	0,86	0,78	0,90
EPS (oikaistu)	1,04	0,91	0,86	0,78	0,90
Operat. Kassavirta / osake	1,88	0,58	2,05	0,68	1,54
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,25	0,23	1,71	0,06	0,92
Omapääoma / osake	5,31	5,55	5,68	5,65	5,83
Osinko / osake	0,70	0,70	0,72	0,72	0,75
Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	5 %	2 %	3 %	-3 %	2 %
Käyttökateen kasvu-%	7 %	-10 %	-9 %	-7 %	15 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-1 %	-10 %	-8 %	-9 %	14 %
EPS oik. kasvu-%	-6 %	-12 %	-6 %	-9 %	16 %
Käyttökate-%	5,0 %	4,4 %	3,9 %	3,7 %	4,2 %
Oik. Liikevoitto-%	3,5 %	3,1 %	2,8 %	2,6 %	2,9 %
Liikevoitto-%	3,9 %	3,1 %	2,8 %	2,6 %	2,9 %
ROE-%	23,3 %	16,9 %	15,4 %	13,9 %	15,7 %
ROI-%	20,2 %	16,8 %	15,7 %	13,8 %	14,9 %
Omavaraisuusaste	38,6 %	41,3 %	43,0 %	42,0 %	42,6 %
Nettovelkaantumisaste	-2,3 %	6,1 %	-10,9 %	1,9 %	0,0 %
Nettovelka/käyttökate	-0,1	0,2	-0,4	0,1	0,0
EBITDA/nettorahoituskulut	16,3	13,5	14,7	16,0	16,2

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 latineilla analytikoilla 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 latineen analyttikon 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.

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23/11/2020	Lisää	10,70 €	9,70 €
07/02/2021	Lisää	13,00 €	11,70 €
03/05/2021	Lisää	13,50 €	13,05 €
14/06/2021	Lisää	13,50 €	12,15 €
25/07/2021	Lisää	14,00 €	13,00 €
28/10/2021	Osta	15,00 €	12,95 €
21/01/2022	Osta	15,00 €	12,10 €
06/02/2022	Lisää	13,50 €	11,95 €
02/05/2022	Osta	13,00 €	9,80 €
24/07/2022	Osta	13,00 €	9,96 €
28/10/2022	Osta	12,50 €	9,14 €
13/01/2023	Osta	13,00 €	10,70 €
06/02/2023	Lisää	14,20 €	12,30 €
28/04/2023	Lisää	14,20 €	11,85 €
24/07/2023	Osta	14,20 €	10,25 €
23/10/2023	Osta	13,80 €	9,76 €
30/10/2023	Osta	13,80 €	10,35 €
21/12/2023	Osta	14,00 €	11,35 €
05/02/2024	Lisää	12,50 €	11,30 €
26/04/2024	Lisää	11,00 €	9,32 €
22/07/2024	Lisää	11,50 €	10,30 €
28/10/2024	Vähennä	11,75 €	11,35 €
22/01/2025	Vähennä	11,00 €	10,60 €
10/02/2025	Vähennä	10,50 €	10,15 €
03/03/2025	Lisää	11,00 €	9,94 €
27/04/2025	Lisää	11,00 €	10,20 €
20/07/2025	Lisää	11,75 €	10,80 €
..... Analyttikko vaihtuu			
27/10/2025	Lisää	11,00 €	10,35 €
29/01/2026	Vähennä	12,50 €	12,20 €
09/02/2026	Vähennä	12,50 €	12,05 €
21/04/2026	Lisää	12,00 €	11,10 €
30/04/2026	Lisää	12,50 €	11,60 €
20/07/2026	Lisää	12,00 €	10,80 €
16/10/2026	Lisää	11,50 €	10,80 €
26/10/2026	Lisää	11,00 €	10,15 €



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.**