

CONSTI

26.10.2025 23.20 EET



Atte Jortikka
0400543725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Täysi potentiaali markkinakäänteeseen takana

Constin Q3-tulos jäi ennusteistamme, kun haasteet yhtiön palveluliiketoiminnassa heikensivät tulosta yhä ennakoitua vahvemmin. Lisäksi kilpailutilanne on pysynyt korjausrakentamisen markkinalla kireänä. Emme odota tilanteeseen parannusta loppuvuoden aikana ja ennustetarkistusten jäljiltä ennusteemme kuluvan vuoden liikevoitolle lähestyivät ohjeistushaarukan alalaitaa. Emme myöskään poissulje loppuvuonna tulosvaroituksen mahdollisuutta. Näkemyksemme mukaan selvempi tulosparannus ja osakkeen potentiaalin realisoituminen edellyttävät markkinatilanteen kääntymistä paremmaksi. Pysymme silti yhä osakkeen kelkassa huomioiden osakkeen maltillinen arvostus sekä tuotto-odotusta tukeva väkevä osinkotuotto. Toistamme lisää-suosituksemme ja laskemme tavoitehinnan takaisin 11,0 euroon (aik. 11,75 euroa).

Haastava markkina heikensi tulosta ennusteitamme vahvemmin

Constin Q3-liikevaihto kasvoi 5,6 % vertailukaudesta 90,8 MEUR:oon. Kasvu ylitti 87,9 MEUR:n ennusteemme marginaalisesti. Liikevaihto kasvoi voimakkaasti Taloyhtiötoimialalla (kasvua 21 %) ja kasvoi myös Yritykset-toimialalla (2 %). Sen sijaan Julkiset- ja Talotekniikka-toimialoilla liikevaihto supistui. Vahva kasvu Taloyhtiöissä oli odotustemme mukaista, toisaalta esimerkiksi Talotekniikassa liikevaihdon lasku oli odotuksiamme hitaampaa. Yhtiön Q3-liiketulos oli 3,1 MEUR eli 3,5 % liikevaihdosta. Tulos jäi selvästi 3,7 MEUR:n ennusteestamme (marginaaliennuste 4,2 %). Yhtiön mukaan projektit etenivät pääosin suunnitellusti, mutta kannattavuutta heikensivät pitkittynyt rakentamisen matalasuhdanne, panostukset tarjoustoimintaan tilauskannan turvaamiseksi sekä palveluliiketoiminnan matalana jatkunut kannattavuus. Ennakoimme heikkouden palveluliiketoiminnassa jatkuvan, joskin negatiivinen vaikutus oli vielä kvartaalilla tulokseen

merkittävä. Constin uusien tilausten määrä laski Q3:lla 41 MEUR:oon, mikä on selvä lasku vertailukauden 65 MEUR:sta. Toisaalta tilaukset ensimmäiseltä yhdeksältä kuukaudelta olivat yhä vertailukautta korkeammalla tasolla ja tilauskanta päätyi edelleen vahvalle 240 MEUR:n tasolle, vaikkakin jääden noin 4 % vertailukaudesta.

Tulosvaroitusta loppuvuonna ei tulisi täytenä yllätyksenä

Consti toisti ohjeistuksensa ja arvioi edelleen, että sen koko vuoden 2025 liiketulos on 9-12 MEUR. Olemme laskeneet ennusteitamme etenkin kannattavuuden osalta kuluvalla ja ensi vuodelle. Uskomme että palveluliiketoiminnan kannattavuuden nousu vaatii kysynnän elpymistä, mille ei näkemyksemme mukaan ole edellytyksiä loppuvuonna tai ensi vuoden alussa. Ennusteemme kuluvan vuoden liikevoiton osalta laskee 9,1 MEUR:oon (aik. 10,2 MEUR), mikä on lähellä ohjeistushaarukan alarajaa. Ennustemuutoksen taustalla on ennakoimaamme heikompana toteutunut Q3 sekä se, että olemme laskeneet odotuksiamme Q4:n kannattavuuden osalta. Näemme tulosvaroituksen loppuvuonna olevan mahdollinen, jos palveluliiketoiminnassa kannattavuus kehittyy yhä heikosti ja projektipuolella hankkeet eivät etene odotetusti.

Odotamme käännettä yhä kärsivällisesti

Kuluvan vuoden päivitettyillä ennusteillamme Constin arvostuskertoimet ovat 10x EV/EBIT ja 12x P/E. Vastaavat kertoimet ensi vuodelle putoavat 8x ja 10x tasoille. Aiempaa konservatiivisemmista ennusteistamme huolimatta kertoimet ensi vuodelle ovat jo kohtuullisella tasolla absoluuttisesti sekä suhteessa verrokkeihin. Pääomakevyyden liiketoimintamallin myötä odotamme osinkotuoton pysyvän vahvalla noin 7 % tasolla lähivuosina, mikä tukee myös tuotto-odotusta. Maltillista arvostuskuvaa tukee myös pidemmän aikavälin potentiaalia heijastava DCF-mallin mukainen käypä arvo (12,8 euroa).

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehintaa:

11,00 EUR

(aik. 11,75 EUR)

Osakekurssi:

10,35 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	327	332	339	353
kasvu-%	2 %	2 %	2 %	4 %
EBIT oik.	10.2	9.1	10.7	12.9
EBIT-% oik.	3.1 %	2.7 %	3.2 %	3.7 %
Nettotulos	7.2	6.6	7.9	10.1
EPS (oik.)	0.91	0.83	1.00	1.27
P/E (oik.)	11.3	12.4	10.3	8.1
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6
Osinkotuotto-%	6.8 %	7.0 %	7.1 %	7.3 %
EV/EBIT (oik.)	8.2	9.5	8.1	6.5
EV/EBITDA	5.8	6.8	6.1	4.9
EV/Liikevaihto	0.3	0.3	0.3	0.2

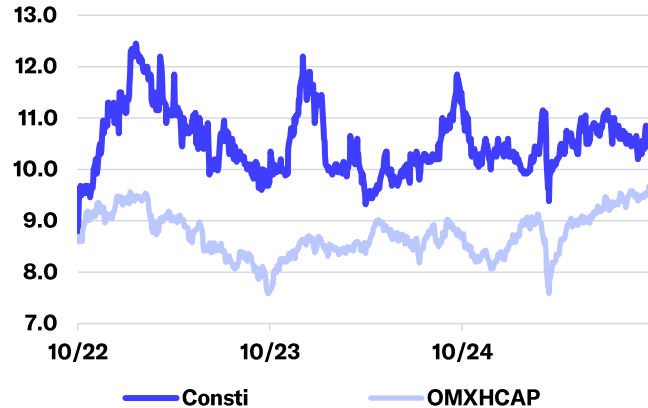
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

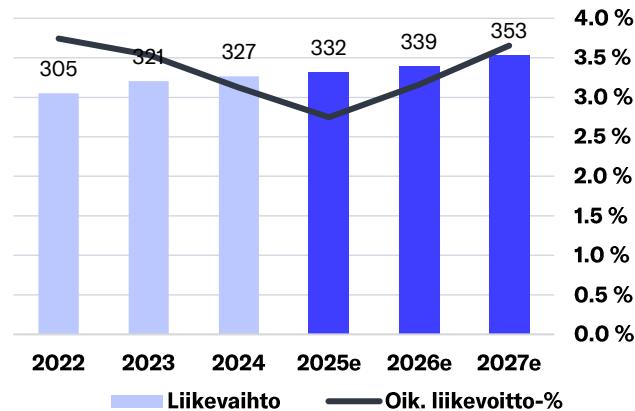
Consti arvioi, että sen koko vuoden 2025 liiketulos on 9-12 MEUR (2024: 10,2 MEUR).

Osakekurssi



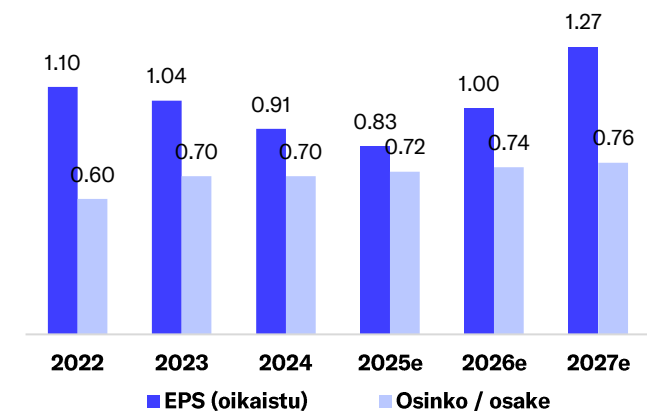
Lähde: Millistream Market Data AB

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	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10.4	10.4	10.4
Markkina-arvo	82	82	82
Yritysarvo (EV)	86	87	83
P/E (oik.)	12.4	10.3	8.1
P/B	1.8	1.7	1.6
EV/Liikevaihto	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	6.8	6.1	4.9
EV/EBIT (oik.)	9.5	8.1	6.5
Osinko/tulos (%)	86.4 %	73.8 %	59.6 %
Osinkotuotto-%	7.0 %	7.1 %	7.3 %

Lähde: Inderes

Markkinatilanne rokotti tulosta ennusteitamme vahvemmin

Liikevaihto kehittyi karkeasti ennusteidemme mukaisesti

Constin Q3-liikevaihto kasvoi 5,6 % vertailukaudesta 90,8 MEUR:oon. Kasvu ylitti 87,9 MEUR:n ennusteemme marginaalisesti. Yhtiön Taloyhtiöt-toimiala kasvoi 21 % vuodentakaisesta 32 MEUR:oon. Tämä oli odotettua toimialan vahvan lähiaikojen kehityksen sekä tilauskannan myötä. Lisäksi Yritykset-toimialan liikevaihto oli 2 % kasvussa vertailukaudesta 26 MEUR:ssa. Julkiset sekä Talotekniikka-toimialojen liikevaihto oli laskussa. Julkiset-toimialalla laskua kertyi 9 % vertailukauteen nähden kun taas Talotekniikan liikevaihto laski 8 %. Etenkin Talotekniikassa liikevaihdon lasku oli odotettua vahvan vertailukauden myötä, toisaalta toimialan liikevaihdon lasku oli odotuksiamme hitaampaa.

Kannattavuus paineessa kahdesta suunnasta

Yhtiön Q3-liiketulos oli 3,1 MEUR eli 3,5 % liikevaihdosta. Tulos jäi selvästi 3,7 MEUR:n ennusteestamme

(marginaaliennuste 4,2 %). Constin mukaan projektit etenivät kvartaalilla pääosin suunnitellusti. Toisaalta saavutettavissa olevat projektikatetasot säilyvät paineessa kireän kilpailutilanteen vuoksi. Etenkin uudisasuntorakentamisen jarruttaminen on luonut lisäkilpailua korjauskentässä. Projektipuolen tiukan kilpailutilanteen lisäksi kannattavuuden ongelmat yhtiön palveluliiketoiminnassa jatkuivat ja vaikuttivat tulostasoon yhä ennusteitamme vahvemmin. Uskomme kannattavuuden ongelmien olevan pääsääntöisesti kysyntävetoisia. Käsityksemme mukaan Constilla korostuu palveluliiketoiminnassa oma työvoima, joten kustannustaso ei jousta vastaamaan alempaa kysyntää yhtä ketterästi kuin esimerkiksi korjausrakentamisessa.

Uudet tilaukset sekä tilauskanta laskussa, joskin edelleen hyvällä tasolla

Constin uusien tilausten määrä laski Q3:lla 41 MEUR:oon, mikä on selvä lasku vertailukauden 65 MEUR:sta. Yhtiö on

jatkanut kurinalaista tarjoustoimintaa, lisäksi markkinalla kilpailutilanne pysyy kireänä. Kireän kilpailutilanteen myötä yhtiö on yhä jatkanut panostuksia tarjous- ja neuvottelutoimintaan. Emme näe kvartaalin tilausten laskussa suurta dramatiikkaa, tammi-syyskuun aikana yhtiö on saanut uusia tilauksia 206 MEUR:lla jossa kasvua 8 % vuodentakaisesta. Tilauskanta laski Q3:n lopussa 240 MEUR:oon (Q3'24 lopussa: 250 MEUR), mikä on 4,2 % vertailukauden alapuolella. Consti tiedotti kvartaalin aikana Töölön ala-asteen perusparannus- ja laajennushankkeesta (sopimuksen arvo noin 13 MEUR), joka kirjattiin yhtiön Q3 tilauksiin.

Kassavirta oli vertailukautta vahvempi

Constin vapaa kassavirta oli Q3:lla 3,4 MEUR (Q3'24 1,7 MEUR) pääosin käyttöpääomamuutosten myötä. Huomioitavaa on että vertailukaudella käyttöpääomaa sitoutui erityisen paljon johon vaikutti mm. myyntisaamisten määrän kasvu johtuen ajoitustekijöistä.

Ennustetaulukko	Q3'24	Q3'25	Q3'25e	Q3'25e	Konsensus		Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	86.0	90.8	87.9				3 %	332
Liikevoitto (oik.)	3.4	3.1	3.7				-15 %	9.1
Tulos ennen veroja	3.1	3.0	3.5				-15 %	8.2
EPS (raportoitu)	0.31	0.30	0.35				-15 %	0.83
Liikevaihdon kasvu-%	-4.3 %	5.6 %	2.2 %				3.4 %-yks.	0.5 %
Liikevoitto-%	3.9 %	3.5 %	4.2 %				-0.7 %-yks.	2.7 %

Lähde: Inderes

Emme odota tilanteeseen muutosta lyhyellä aikavälillä

Ennustemuutokset

- Consti toisti ohjeistuksensa kuluvalle vuodelle ja arvioi edelleen, että sen koko vuoden 2025 liike-tulos on 9-12 MEUR (2024: 10,2 MEUR). Rakennusteollisuus RT on laskenut ennusteitaan kautta linjan kuluvalle vuodelle pl. maa- ja vesirakentaminen. Korjausrakentamiselta RT ennustaa vuonna 2025 0,5 % volyymilaskua (aiemmin 1 % kasvua). Yleisesti heikon markkinatilanteen myötä kilpailu rakentamisen ja talotekniikan markkinassa on jatkunut kireänä. Yhtiö ei odota merkittävää muutosta parempaan rakentamisen kysyntänäkömissä seuraavan puolen vuoden aikana.
- Näkymä vastaa odotuksiamme hyvin, mutta haastavan markkinan vaikutukset yhtiön kannattavuuteen olivat ennusteitamme merkittävämät Q3:lla.
- Emme odota pääosin kysyntälähtöisen kannattavuuspaineen hellittävän loppuvuoden aikana. Päivitetty liikevoittoennusteemme on lähellä ennallaan pysyneen ohjeistushaarukan alareunaa. Täten emme poissulje loppuvuonna tulosvaroituksen riskiä, joka kuitenkin vaatisi näkemyksemme mukaan palveluliiketoiminnan jatkuneen pehmeiden lisäksi projektiliiketoiminnan oletettua heikomman suorituksen.
- Kuluvan vuoden lisäksi olemme leikanneet tulosennusteitamme etenkin vuodelle 2026 selvästi markkinanäkymän ollessa yhä vaisu.

Operatiiviset tulosajurit

- Yleinen rakentamisen markkinan piristymisen helpottaa kilpailutilannetta rakentamisen ja talotekniikan markkinassa.
- Kysynnän palautuessa yhtiön palveluliiketoiminnan organisaation käyttöaste nousee ja siten kannattavuus paranee. Uskomme tällä hetkellä merkittävän osan negatiivisesta tulosvaikutuksesta johtuvan palveluliiketoiminnan heikkoudesta.
- Volyymien noustessa uskomme yhtiöllä olevan lisäksi yleisesti tulosvipua. Arviomme mukaan Consti pystyy nykyisellä organisaatio- ja kulurakenteella tekemään korkeampia volyymeja, mikä on yksi tärkeimmistä tekijöistä Constin kannattavuuden parantumisen taustalla pidemmän aikavälin ennusteissamme.
- Arvioimme, että kannattavuuden paranemista edesauttaa myös tilauskannan katerakenteen parantuminen sitä mukaa, kun markkinoilla on tarjolla enemmän valinnanvaraa kohteiden suhteen.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Ero	2026e	2026e	Ero	2027e	2027e	Ero
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	328	332	1 %	336	339	1 %	349	353	1 %
Käyttökate	13.8	12.7	-8 %	15.8	14.4	-9 %	17.8	17.1	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	10.2	9.1	-11 %	12.2	10.7	-12 %	13.6	12.9	-5 %
Liikevoitto	10.2	9.1	-11 %	12.2	10.7	-12 %	13.6	12.9	-5 %
Tulos ennen veroja	9.3	8.2	-11 %	11.4	9.9	-13 %	12.9	12.3	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0.94	0.83	-11 %	1.15	1.00	-13 %	1.34	1.27	-5 %
Osakekohtainen osinko	0.72	0.72	0 %	0.74	0.74	0 %	0.76	0.76	0 %

Lähde: Inderes

Tuotto-odotus on edelleen houkutteleva

Kertoimet absoluuttisesti matalalla tasolla

Kuluvan vuoden ennusteillamme Constin osake arvostetaan EV/EBIT-kertoimella noin 10x ja vastaava P/E-kerroin on 12x. Hiljalleen piristyvän markkinan sekä positiivisen tulostrendin myötä Constin tulos kasvaa ennusteissamme vuonna 2026, jolloin vastaavat kertoimet ovat 8x ja 10x. Lähivuosien arvostuskertoimet asettuvat selvästi edellisen viiden vuoden mediaanitasojen alapuolelle (2020–2024 EV/EBIT: ~9x, P/E: ~12x). Emme kuitenkaan pidä historiallisten kertomien mukaista arvostustasoa nykyisessä markkinaympäristössä täysin perusteltuna, sillä tuottovaateisiin vaikuttava korkotaso on vaihdellut poikkeuksellisen voimakkaasti tarkastelujaksolla. Lisäksi markkinakäänteen ajoituksen epävarmuus sekä toimintaympäristön riskit huomioiden tuottovaateen tulee olla arviomme mukaan korkeampi, mikä rajoittaa lähivuosien arvostuskertomien nousuvaraa. Lähivuosien arvostuskertoimet ovat kuitenkin historiallisia tasoja selvästi matalammalla tasolla, eikä nykytasolta kohtuullinen tuotto-odotus edellytä kertomien venymistä historiallisille tasoilleen. Liiketoimintamallin normaalisti vahvan kassavirran mahdollistama noin 7 %:n osinkotuotto tukee myös hyvin osakkeen tuotto-odotusta lähivuosina.

Constia hinnoitellaan alennuksella verrokkeihin nähden

Constin verrokkien arvostustaso vuodelle 2025 katsottaessa on mielestämme joukon laatuun nähden korkea (2025e mediaani EV/EBIT: ~13x, P/E ~14x). Kertomien käyttökelpoisuutta heikentää osan yhtiöiden alhaiset tulosennusteet ja niin ikään korkeat kertoimet. Arviomme mukaan etenkin uudisrakentajien kertoimet ovat erityisesti kuluvana vuonna selvästi yli normaalin tason.

Historiallisesti Consti on arvostettu verrokkejaan matalammalle tasolle, mitä selittävät erityisesti verrokkien suurempi koko markkina-arvolla ja liikevaihdolla mitattuna, hajautuneempi liiketoimintarakenne, osittain paremmat kannattavuudet sekä suurempi jatkuvaluonteisen palveluliiketoiminnan osuus. Lisäksi Constin historialliset kannattavuushaasteet ovat painaneet markkinoiden luottamusta yhtiöön. Verrokkien alhaisen tulostason vuoksi korkeat kertoimet eivät mielestämme kuitenkaan heijasta tällä hetkellä täysin Constin arvoa, sillä Constin tulos ei haastavasta markkinatilanteesta huolimatta ole erityisen heikolla tasolla. Näin ollen pidämme arvonmäärittämissämme verrokkien painoarvoa matalana.

DCF-malli paljastaa pitkän aikavälin potentiaalin

Annamme arvonmäärittäksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 3 %:iin liikevaihdosta. Tämä on alle yhtiön yli 5 %:n EBIT-marginaalin tavoitetaso. Emme pidä ennustetaso nostamista tavoitetasolle perusteltuna ennen konkreettisia näyttöjä viime aikoja korkeammasta ja tavoitteiden mukaisesta kannattavuudesta. Käyttämämme tuottovaatimus (WACC) on 9,8 %, joka vastaa mielestämme sekä seurannassamme olevien yhtiöiden keskimääristä tasoa että Constin riskiprofiilia suhteessa koko seurantajoukon yhtiöihin. Oman pääoman kustannus Constilla on 11,4 %. DCF-mallin mukainen Constin osakkeen arvo on noin 12,8 euroa, joka on selvästi nykykurssia korkeammalla tasolla tukien suositustamme.

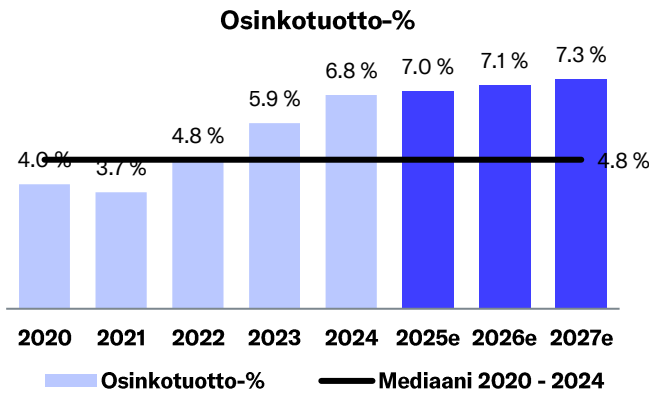
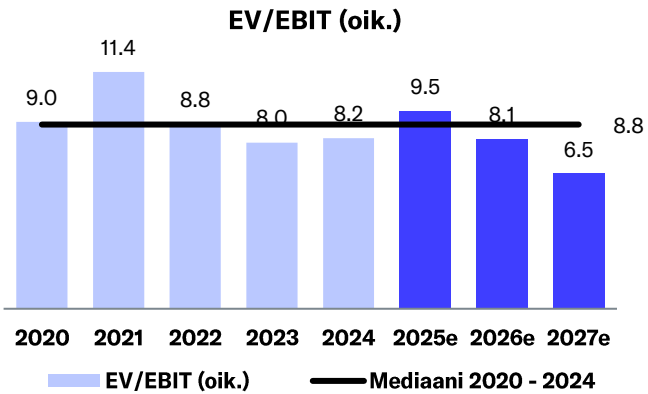
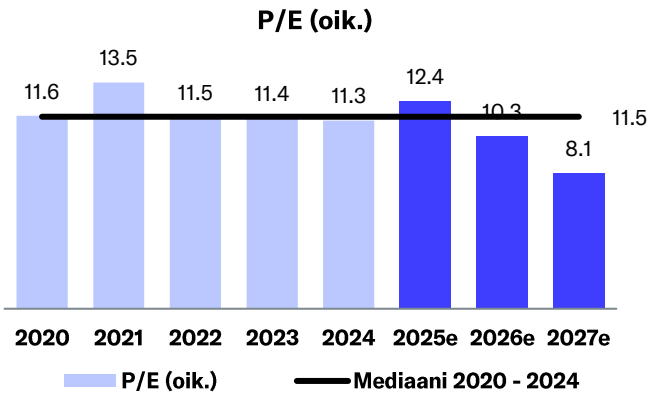
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10.4	10.4	10.4
Markkina-arvo	82	82	82
Yritysarvo (EV)	86	87	83
P/E (oik.)	12.4	10.3	8.1
P/B	1.8	1.7	1.6
EV/Liikevaihto	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	6.8	6.1	4.9
EV/EBIT (oik.)	9.5	8.1	6.5
Osinko/tulos (%)	86.4 %	73.8 %	59.6 %
Osinkotuotto-%	7.0 %	7.1 %	7.3 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10.1	12.1	12.6	11.8	10.3	10.4	10.4	10.4	10.4
Markkina-arvo	77	94	97	91	81	82	82	82	82
Yritysarvo (EV)	85	108	101	90	83	86	87	83	78
P/E (oik.)	11.6	13.5	11.5	11.4	11.3	12.4	10.3	8.1	6.8
P/B	2.5	2.9	2.7	2.2	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/Liikevaihto	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.4	11.7	6.8	5.7	5.8	6.8	6.1	4.9	4.0
EV/EBIT (oik.)	9.0	11.4	8.8	8.0	8.2	9.5	8.1	6.5	5.2
Osinko/tulos (%)	57.0 %	96.4 %	54.7 %	60.1 %	76.9 %	86.4 %	73.8 %	59.6 %	55.0 %
Osinkotuotto-%	4.0 %	3.7 %	4.8 %	5.9 %	6.8 %	7.0 %	7.1 %	7.3 %	8.0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
YIT Oyj	645	1544	30.4	19.3	22.0	15.0	0.9	0.8		44.8		0.4	0.9
SRV Yhtiot Oyj	85	217	48.3	18.9	21.7	12.8	0.3	0.3		12.8	-		-
Kreate Oyj	95	115	11.4	8.9	6.6	5.9	0.4	0.3	14.4	11.0	4.9	5.2	2.1
Peab AB	2090	3270	14.3	12.5	8.8	8.0	0.6	0.6	17.1	10.5	4.3	4.8	1.3
NCC AB	1984	2298	13.9	12.6	8.3	7.8	0.4	0.4	15.4	13.3	4.1	4.4	2.5
Instalco AB	610	1013	16.1	12.1	9.1	7.5	0.8	0.8	13.5	10.1	2.6	3.1	1.8
Bravida Holding AB	1582	1871	11.9	10.6	8.8	8.0	0.7	0.7	13.7	11.8	4.4	4.7	1.9
Fasadgruppen Group AB	148	353	8.0	6.1	5.2	5.0	0.7	0.6	5.7	3.7	6.0	8.0	0.6
Iss A/S	4851	6874	12.0	11.3	8.8	8.4	0.6	0.6	12.5	11.0	1.8	2.2	3.2
Lassila & Tikanoja Oyj	386	565	12.1	11.6	5.5	5.4	0.7	0.7	11.2	10.8	5.3	5.6	1.7
Consti (Inderes)	82	86	9.5	8.1	6.8	6.1	0.3	0.3	12.4	10.3	7.0	7.1	1.8
Keskiarvo			17.8	12.4	10.5	8.4	0.6	0.6	12.9	14.0	4.2	4.3	1.8
Mediaani			13.0	11.8	8.8	7.9	0.7	0.6	13.6	11.0	4.4	4.7	1.8
Erotus-% vrt. mediaani			-27 %	-31 %	-23 %	-23 %	-61 %	-58 %	-8 %	-6 %	59 %	52 %	1 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	305	321	65.5	82.9	86.0	92.3	327	65.6	84.8	90.8	90.9	332	339	353	364
Käyttökate	14.9	15.9	1.3	4.0	4.4	4.6	14.3	0.8	3.4	4.1	4.6	12.7	14.4	17.1	19.6
Poistot ja arvonalennukset	-3.5	-3.6	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0	-4.1	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-3.6	-3.7	-4.2	-4.6
Liikevoitto ilman kertaeriä	11.4	11.3	0.2	3.0	3.4	3.6	10.2	-0.1	2.5	3.1	3.6	9.1	10.7	12.9	15.1
Liikevoitto	11.4	12.3	0.2	3.0	3.4	3.6	10.2	-0.1	2.5	3.1	3.6	9.1	10.7	12.9	15.1
Nettorahoituskulut	-1.0	-1.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-1.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.9	-0.8	-0.6	-0.5
Tulos ennen veroja	10.4	11.4	0.0	2.7	3.1	3.4	9.2	-0.4	2.2	3.0	3.4	8.2	9.9	12.3	14.6
Verot	-1.9	-2.4	0.0	-0.5	-0.6	-0.8	-2.0	0.1	-0.4	-0.6	-0.7	-1.6	-2.0	-2.2	-2.6
Nettotulos	8.5	9.0	0.0	2.1	2.5	2.6	7.2	-0.3	1.8	2.4	2.7	6.6	7.9	10.1	12.0
EPS (oikaistu)	1.10	1.17	0.00	0.27	0.31	0.34	0.91	-0.04	0.23	0.30	0.34	0.83	1.00	1.27	1.51
EPS (raportoitu)	1.10	1.17	0.00	0.27	0.31	0.34	0.91	-0.04	0.23	0.30	0.34	0.83	1.00	1.27	1.51

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	5.7 %	5.0 %	-4.9 %	9.4 %	-4.3 %	7.2 %	1.9 %	0.1 %	2.3 %	5.6 %	-1.5 %	1.7 %	2.2 %	4.0 %	3.0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-	-0.7 %	-67.4 %	-0.8 %	-10.6 %	-6.9 %	-10.0 %	-160.3 %	-17.4 %	-6.5 %	0.0 %	-10.6 %	17.5 %	20.3 %	16.7 %
Käyttökate-%	4.9 %	5.0 %	2.0 %	4.8 %	5.1 %	5.0 %	4.4 %	1.2 %	4.0 %	4.5 %	5.0 %	3.8 %	4.2 %	4.9 %	5.4 %
Oikaistu liikevoitto-%	3.7 %	3.5 %	0.3 %	3.6 %	3.9 %	3.9 %	3.1 %	-0.2 %	2.9 %	3.5 %	4.0 %	2.7 %	3.2 %	3.7 %	4.1 %
Nettotulos-%	2.8 %	2.8 %	-0.1 %	2.6 %	2.9 %	2.8 %	2.2 %	-0.4 %	2.1 %	2.6 %	3.0 %	2.0 %	2.3 %	2.9 %	3.3 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	58.9	57.6	58.0	59.4	60.2
Liikearvo	49.4	49.4	49.4	49.4	49.4
Aineettomat hyödykkeet	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
Aineelliset hyödykkeet	8.8	7.8	8.3	9.7	10.5
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	62.4	59.5	60.5	63.5	66.0
Vaihto-omaisuus	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Muut lyhytaikaiset varat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Myyntisaamiset ja muut saamiset	40.6	44.7	46.5	49.2	51.2
Likvidit varat	21.0	14.2	13.3	13.6	14.1
Taseen loppusumma	121	117	118	123	126

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	41.1	43.7	44.8	47.0	51.2
Osakepääoma	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Kertyneet voittovarot	13.4	16.0	17.0	19.3	23.5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muu oma pääoma	27.6	27.6	27.6	27.6	27.6
Vähemmistöosuus	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pitkäaikaiset velat	14.8	11.7	8.9	9.4	7.8
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	14.8	11.7	8.9	9.4	7.8
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	65.4	61.8	64.8	66.5	67.2
Korolliset velat	5.3	5.2	8.9	9.4	7.8
Lyhytaikaiset korottomat velat	57.1	54.0	53.1	54.3	56.5
Muut lyhytaikaiset velat	3.0	2.7	2.7	2.8	2.9
Taseen loppusumma	121	117	118	123	126

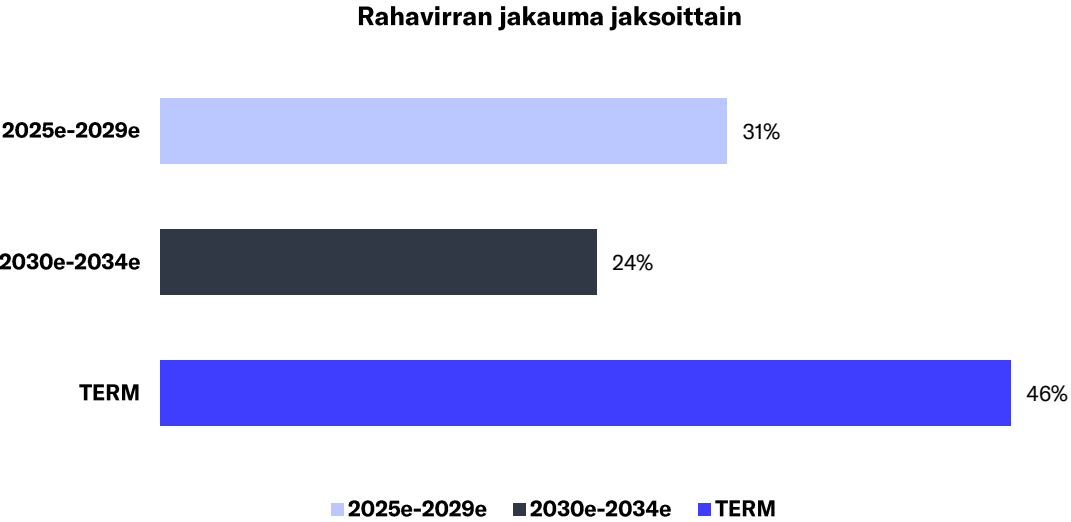
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	1.9 %	1.7 %	2.2 %	4.0 %	3.0 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %	1.5 %	1.5 %
Liikevoitto-%	3.1 %	2.7 %	3.2 %	3.7 %	4.1 %	3.5 %	3.5 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %
Liikevoitto	10.2	9.1	10.7	12.9	15.1	13.0	13.4	11.7	12.0	12.3	12.5	
+ Kokonaispoistot	4.1	3.6	3.7	4.2	4.6	4.8	5.0	5.2	5.3	5.4	5.5	
- Maksetut verot	-2.0	-1.6	-2.0	-2.2	-2.6	-2.3	-2.4	-2.1	-2.2	-2.2	-2.3	
- verot rahoituskuluista	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
+ 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	-7.5	-2.6	-1.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	
Operatiivinen kassavirta	4.5	8.3	10.7	15.1	17.1	15.7	16.2	15.0	15.4	15.7	15.9	
+ 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	-4.0	-5.1	-5.1	-5.2	-5.3	-5.4	-5.5	-5.6	-5.7	-6.2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1.8	4.3	5.7	10.0	12.0	10.5	10.8	9.5	9.8	10.1	9.8	
+/- 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	1.8	4.3	5.7	10.0	12.0	10.5	10.8	9.5	9.8	10.1	9.8	119
Diskontattu vapaa kassavirta		4.2	5.1	8.2	8.9	7.1	6.6	5.3	5.0	4.7	4.1	50.2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		109	105	100	91.9	83.0	76.0	69.3	64.0	59.0	54.3	50.2
Velaton arvo DCF		109										
- Korolliset velat		-16.9										
+ Rahavarat		14.2										
-Vähemmistöosuus		0.0										
-Osinko/pääomapalautus		-5.5										
Oman pääoman arvo DCF		101										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12.8										

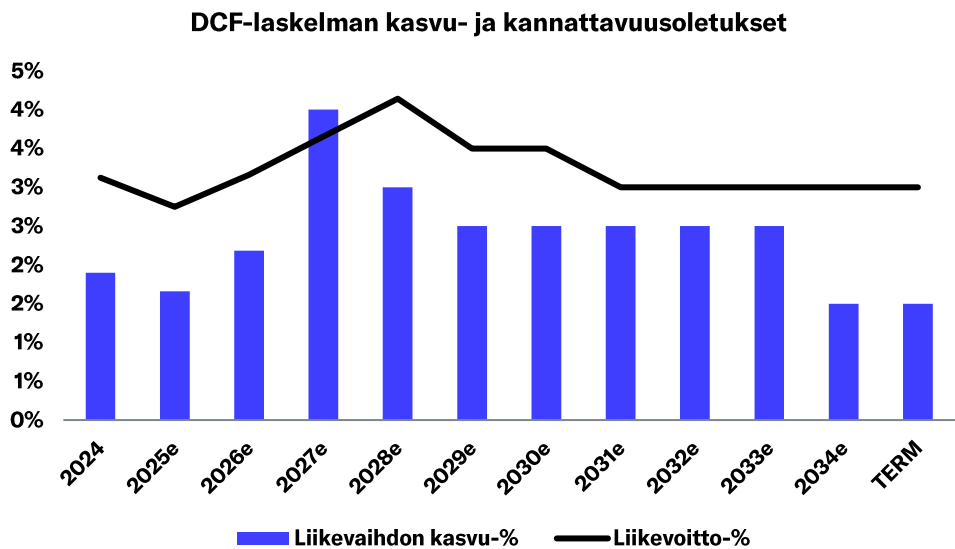
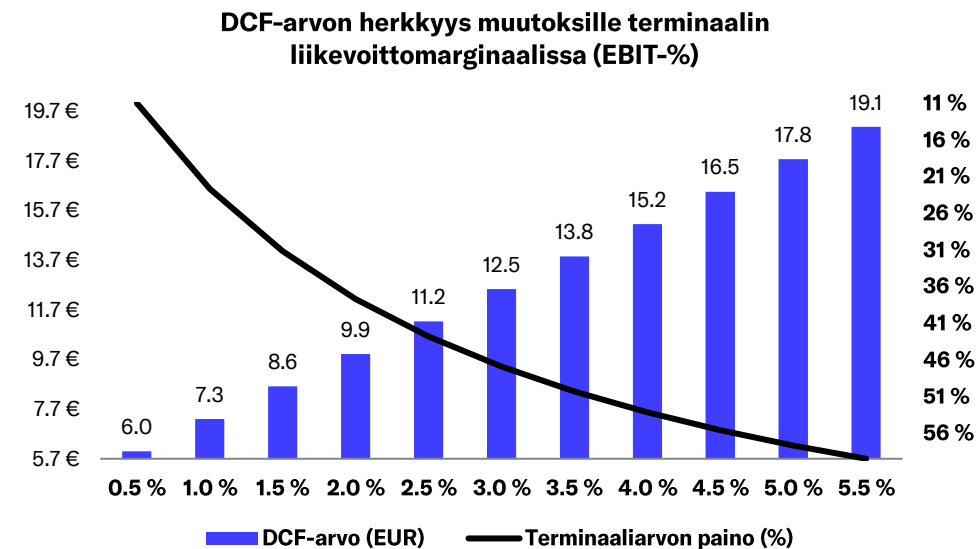
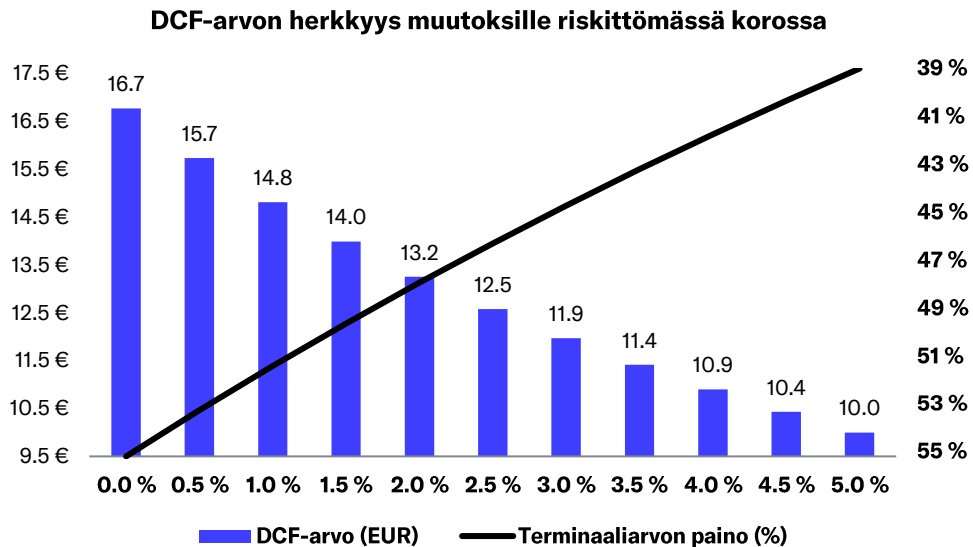
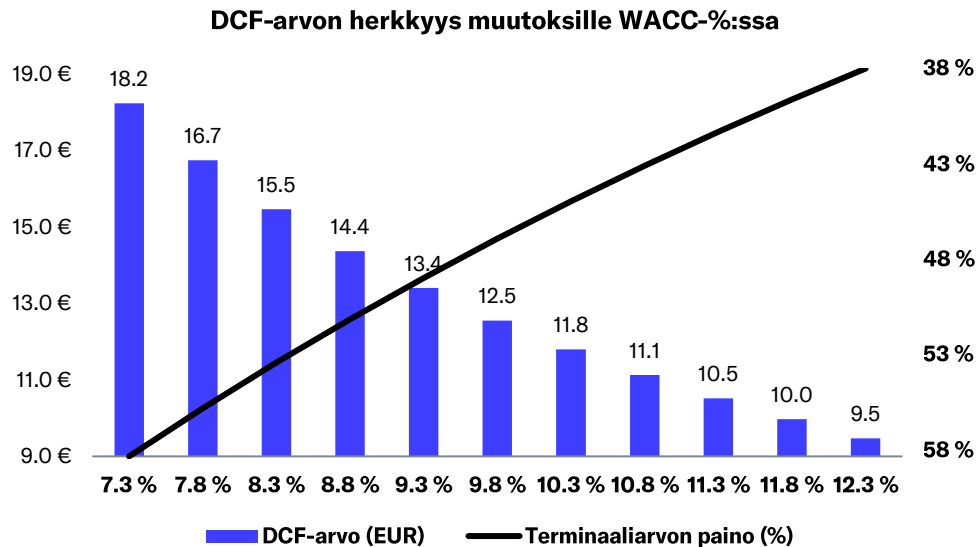
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	18.0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20.0 %
Vieraan pääoman kustannus	4.5 %
Yrityksen Beta	1.50
Markkinoiden riski-preemio	4.75 %
Likviditeettipreemio	1.75 %
Riskitön korko	2.5 %
Oman pääoman kustannus	11.4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9.8 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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	305.2	320.6	326.7	332.1	339.4	EPS (raportoitu)	1.10	1.17	0.91	0.83	1.00
Käyttökate	14.9	15.9	14.3	12.7	14.4	EPS (oikaistu)	1.10	1.04	0.91	0.83	1.00
Liikevoitto	11.4	12.3	10.2	9.1	10.7	Operat. Kassavirta / osake	2.34	1.88	0.58	1.05	1.35
Voitto ennen veroja	10.4	11.4	9.2	8.2	9.9	Operat. Vapaa kassavirta / osake	1.99	1.25	0.23	0.54	0.72
Nettovoitto	8.4	9.0	7.2	6.6	7.9	Omapääoma / osake	4.70	5.31	5.55	5.66	5.94
Kertaluontoiset erät	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	Osinko / osake	0.60	0.70	0.70	0.72	0.74
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	123.3	121.3	117.2	118.5	122.9	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	5 %	2 %	2 %	2 %
Oma pääoma	36.2	41.1	43.7	44.8	47.0	Käyttökatteen kasvu-%	62 %	7 %	-10 %	-11 %	13 %
Liikearvo	49.5	49.4	49.4	49.4	49.4	Liikevoiton oik. kasvu-%	20 %	-1 %	-10 %	-11 %	17 %
Nettovelat	3.9	-0.9	2.7	4.6	5.3	EPS oik. kasvu-%	23 %	-6 %	-12 %	-8 %	20 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	4.9 %	5.0 %	4.4 %	3.8 %	4.2 %
Käyttökate	14.9	15.9	14.3	12.7	14.4	Oik. Liikevoitto-%	3.7 %	3.5 %	3.1 %	2.7 %	3.2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	5.1	1.0	-7.5	-2.6	-1.5	Liikevoitto-%	3.7 %	3.9 %	3.1 %	2.7 %	3.2 %
Operatiivinen kassavirta	18.0	14.5	4.5	8.3	10.7	ROE-%	24.8 %	23.3 %	16.9 %	14.9 %	17.3 %
Investoinnit	-2.7	-4.9	-2.7	-4.0	-5.1	ROI-%	18.3 %	20.2 %	16.8 %	14.8 %	16.7 %
Vapaa kassavirta	15.3	9.7	1.8	4.3	5.7	Omavaraisuusaste	32.9 %	38.6 %	41.3 %	41.9 %	42.4 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e	Nettovelkaantumisaste	10.7 %	-2.3 %	6.1 %	10.3 %	11.2 %
EV/Liikevaihto	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3						
EV/EBITDA	6.8	5.7	5.8	6.8	6.1						
EV/EBIT (oik.)	8.8	8.0	8.2	9.5	8.1						
P/E (oik.)	11.5	11.4	11.3	12.4	10.3						
P/B	2.7	2.2	1.8	1.8	1.7						
Osinkotuotto-%	4.8 %	5.9 %	6.8 %	7.0 %	7.1 %						

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 tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 omistussuosituksia 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 laatiin 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
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 €
27/10/2025	Lisää	11.00 €	10.35 €



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.**