

CONSTI

10.02.2025 06.15 EET



Olli Koponen
+358 44 274 9560
olli.koponen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Kasvulle ei selkeitä ajureita

Laskimme Constin tavoitehintaa ennustemuutoksiamme peilaten 10,50 euroon (11,00 €) toistaen vähennä-suosituksemme Q4-raportin jälkeen. Consti jatkoi vuoden viimeisellä kvartaalilla vakaata suorittamista, mutta aavistuksen heikompi suhteellinen kannattavuus, maltillinen vuoden 2025 ohjeistus sekä laskuun kääntynyt tilauskanta johtivat tulosennusteidemme noin 5 %:n laskuun. Markkinanäkymä säilyy haastavana ainakin H1:n ajan ja kilpailu on alalla jatkunut kireänä, minkä vuoksi tulospääsyn mahdollisuudet ovat mielestämme rajalliset. Arvostuksen selkeämpi nousuvara vaatisi mielestämme positiivisen uutisvirran vahvistumista rakentamisen sektorilta lähikvartaalien aikana.

Hyvä suoritus vaativassa markkinassa

Constin liikevaihto kasvoi yllättäen vertailukaudesta 7 %:lla 92,3 MEUR:oon (ennuste: 83,1 MEUR). Liikevaihdon yllätys syntyi Taloyhtiöt-toimialalta, missä yhtiö sai kvartaalin aikana hyvin hankkeita käyntiin ja liikevaihto kasvoi jopa 14 %:lla 28,8 MEUR:oon. Tilauskanta kääntyi jälleen Q4:llä laskuun ollen 240 MEUR:ssa (-11 % v/v) ja taso huomioiden liikevaihdon kasvu kuluvana vuonna on haastavaa, mikäli markkina ei kevään aikana piristy. Constin oikaistu liikevoitto oli Q4:llä 3,6 MEUR (Q4’23: 3,9 MEUR) ollen 3,5 MEUR:n ennusteesemme kanssa linjassa. Marginaali oli kuitenkin vertailukauden hyvää tasoa (4,5 %) alempana 3,8 %:ssa (ennuste: 4,2 %). Arviolta heikommasta projektimixistä (matalakatteista liikevaihtoa) ja kiristyneestä kilpailusta huolimatta Consti teki jälleen kohtalaisen suorituksen. Kannattavuustaso kuitenkin osoittaa, että nykyisessä markkinassa on vaikea tulosta parantaa.

Markkina säilyy haastavana ja heikentää tulospääsynmahdollisuuksia

Consti ohjeistaa vuoden 2025 liike tuloksen olevan 9–12 MEUR (2024: 10,2 MEUR). Ohjeistus on sama kuin viime vuonna

odottaen näin kohtalaisen vakaata kehitystä tosin lavealla haarukalla. Eteenpäin katsoen näkymät eivät tällä hetkellä mielestämme tue merkittävää kasvua tänäkään vuonna. Alkuvuoden odotetaan olevan hiljainen rakentamisen piristymisen osalta ja toisen vuosipuoliskon varaan luodaan paljon toivoa. Kevään aikana tulisi kuitenkin jo tapahtua, jotta palautumista voitaisiin nähdä H2:lla. Odotamme nyt vuoden 2025 liikevaihdon laskevan 2 %:lla 319 MEUR:oon ja liikevoiton nousevan hieman paremman projektimixin myötä 3 %:lla 10,5 MEUR:oon. Vuosina 2026-2027 odotamme volyymien nousun ja kustannusten maltillistumisen tukevan tulospääsyn. Riskinä ennusteissamme on markkinan heikkouden jatkuminen, kilpailun jatkuva kiristyminen sekä mahdolliset odottamattomat projektihaasteet.

Tulospääsyn puute rajaa mielestämme osakkeen nousuvara

Constin arvostus on tälle vuodelle kohtalaisen neutraali (2025e: EV/EBIT: 9x, P/E: 10x) tulospääsyn ja hyväksymäämme arvostushaarukkaan (EV/EBIT: 10–14x, P/E: 10–14x) nähden. Lähivuosien noin 7 %:n osinkotuotto tukee osaketta nykytasolla, mutta ei yksistään tee tuotto-odotuksesta mielestämme riittävää. Ajurit osakkeen merkittävämmälle nousuvaralle löytyvät markkinan ja Constin tulospääsyn piristymisen aikataulusta sekä kulmakertoimesta. Riskinä on vielä markkinan alakulon pitkittyminen ja sen suurempi heijastuminen Constin lukuihin. DCF-laskelman arvo on osakekurssia ja tavoitehintaa korkeammalla (14,6 euroa), mutta 12 kuukauden aikajänteellä emme näe osakkeella selkeitä nousuajureita kohti pidemmän aikavälin potentiaalia heijastavaa arvoa.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

10,50 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

10,15

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	327	319	334	347
kasvu-%	2 %	-2 %	5 %	4 %
EBIT oik.	10,2	10,5	12,1	13,5
EBIT-% oik.	3,1 %	3,3 %	3,6 %	3,9 %
Nettotulos	7,1	7,7	8,8	10,0
EPS (oik.)	0,91	0,98	1,12	1,27

P/E (oik.)	11,3	10,4	9,1	8,0
P/B	1,8	1,7	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	6,8 %	7,1 %	7,3 %	7,5 %
EV/EBIT (oik.)	8,2	8,9	7,6	6,6
EV/EBITDA	5,8	6,6	5,8	5,0
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3

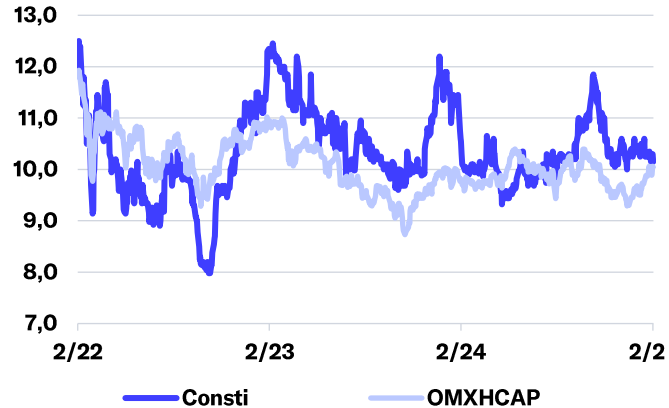
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

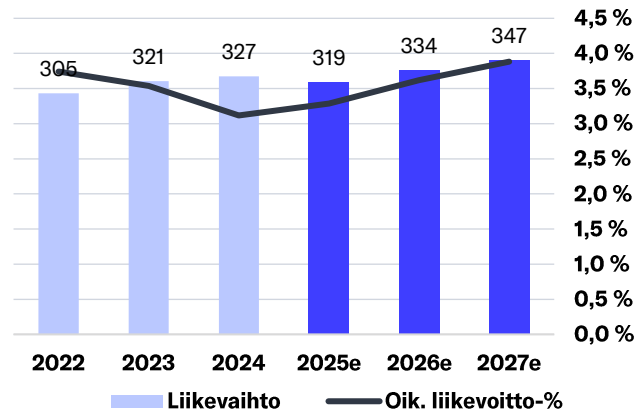
Consti arvioi, että vuoden 2024 liike tulos on 9-12 MEUR (2024: 10,2 MEUR).

Osakekurssi



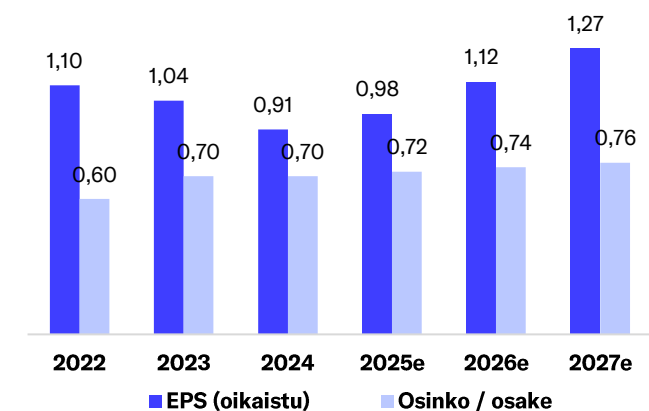
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Korjausrakentamisen vakaat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja sitä tukevat trendit
- Kannattavuuden vahvistaminen edelleen uudella organisaatorakenteella ja säästöohjelmalla
- Kasvun ja tehokkaan organisaatio- ja kulurakenteen mahdollistama tuloskasvu
- Uudisrakentamiseen ja muuhun rakentamisen arvoketjuun osallistuminen
- Markkina-aseman vahvistaminen

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	10,2	10,2	10,2
Markkina-arvo	80	80	80
Yritysarvo (EV)	93	92	88
P/E (oik.)	10,4	9,1	8,0
P/B	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,6	5,8	5,0
EV/EBIT (oik.)	8,9	7,6	6,6
Osinko/tulos (%)	73,7 %	66,1 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	7,1 %	7,3 %	7,5 %

Lähde: Inderes

Vakaa suoritus kokonaisuudessaan

Liikevaihto jälleen kasvussa

Constin liikevaihto kasvoi yllättäen vertailukaudesta 7 %:lla 92,3 MEUR:oon ja ylitti 83,1 MEUR:n ennusteesemme. Liikevaihdon yllätys syntyi Taloyhtiöt-toimialalta, missä yhtiö sai kvartaalin aikana hyvin hankkeita käyntiin ja liikevaihto kasvoi jopa 14 %:lla 28,8 MEUR:oon. Liikevaihto kasvoi Q4:llä myös Talotekniikka-toimialalla vahvasti 66 % 27,9 MEUR:oon, mutta oli laskussa Yritykset- ja Julkiset-toimialoilla. Talotekniikassa isot allianssihankkeet tukevat nyt Constia heikomman yksityisen kysynnän markkinassa. Positiivista oli myös, että Taloyhtiö-toimialan liikevaihto nousi, sillä se myös parantaa arviomme mukaan yhtiön projektimixiä kannattavuuden näkökulmasta.

Tilaukanta kääntyi jälleen Q4:llä laskuun ollen 240 MEUR:ssa (-11 % v/v), kun uudet tilaukset laskivat 67 MEUR:oon (Q4'23: 92 MEUR). Tilaukannan taso huomioiden liikevaihdon kasvu kuluvana vuonna on haastavaa, mikäli markkina ei kevään aikana piristy ja

tilauskertymä lähde kasvamaan.

Kannattavuus oli vertailukauden tasolla

Constin kannattavuus säilyi absoluuttisesti vakaana, mutta laski suhteellisesti vertailukaudesta. Oikaistu liikevoitto oli Q4:llä 3,6 MEUR (Q4'23: 3,9 MEUR) ollen 3,5 MEUR:n ennusteesemme kanssa linjassa. Marginaali oli kuitenkin vertailukauden hyvää tasoa (4,5 %) alempana 3,8 %:ssa (ennuste: 4,2 %). Arviolta heikommasta projektimixistä (matalakatteista liikevaihtoa) ja kiristyneestä kilpailusta huolimatta Consti teki jälleen kohtalaisen suorituksen. Kannattavuus kuitenkin osoittaa, että nykyisessä markkinassa on vaikea tulosta parantaa.

Alarivillä osakekohtainen tulos laski hieman vertailukaudesta 0,33 euroon (Q4'23: 0,37 euroa) ollen ennusteiden tasolla (0,33 euroa). Koko vuonna yhtiö teki 10,2 MEUR:n liikevoiton osuen ohjeistuksen (9–12 MEUR) keskitason alapuolelle. Koko vuoden osakekohtainen tulos

laski 20 %:lla 0,91 euroon. Osin varmasti tämän ansiosta osinkoehdotus jäi ennalleen 0,70 euroon (ennuste: 0,72 euroa).

Positiivista oli, että liiketoiminnan vapaa kassavirta parani Q4:llä (4,8 vs. 2,8 MEUR). Koko vuonna taso kuitenkin laski selvästi (7,2 vs. 13,1 MEUR). Constin taloudellinen tilanne on kuitenkin edelleen hyvin vahva ja yhtiö operoi vain 6 %:n velkaantumisasteella. Sijoitetun pääoman tuotto laski koko vuonna 17,4 %:iin (vs. 20,8 %), mutta on edelleen hyvällä tasolla.

Ennustetaulukko	Q4'23	Q4'24	Q4'24e	Q4'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Tot.
Liikevaihto	86,1	92,3	83,1				11 %	327
Liikevoitto (oik.)	3,9	3,6	3,5				3 %	10,2
Tulos ennen veroja	3,7	3,4	3,2				6 %	9,1
EPS (raportoitu)	0,37	0,33	0,33				1 %	0,91
Osinko/osake	0,70	0,70	0,72				-3 %	0,70
Liikevaihdon kasvu-%	-7,7 %	7,3 %	-3,4 %				10,7 %-yks.	1,9 %
Liikevoitto-%	4,5 %	3,9 %	4,2 %				-0,3 %-yks.	3,1 %

Lähde: Inderes

Ennusteissa maltillista laskua

Ohjeistus viittaa vakaaseen vuoteen

Consti ohjeistaa vuoden 2025 liiketuloksen olevan 9–12 MEUR (2024: 10,2 MEUR). Ohjeistus on sama kuin viime vuonna odottaen näin kohtalaisen vakaata kehitystä tosin lavealla haarukalla. Eteenpäin katsoen näkymät eivät tällä hetkellä mielestämme tue merkittävää kasvua tänäkään vuonna. Alkuvuoden odotetaan olevan hiljainen rakentamisen piristymisen osalta ja toisen vuosipuoliskon varaan luodaan paljon toivoa. Kevään aikana tulisi kuitenkin jo tapahtua, jotta palautumista voitaisiin nähdä H2:lla. Laskimme lähivuosien ennusteitamme noin 5 %:lla näkymien, ohjeistuksen, tilauskannan sekä kannattavuuden kehityksen perusteella.

Vuonna 2025 vaikea saavuttaa merkittävää tuloskasvua

Vuonna 2025 odotamme liikevaihdon olevan tilauskannan tasoon perustuen noin 2 %:n laskussa 319 MEUR:ssa. Arviomme mukaan markkina tulee olemaan vielä varsinkin

vuoden 2025 alkupuolella haastava ja parempaa kehitystä on odotuksissa H2:lla myös ennusteissamme. Kasvua alkuvuonna tukee Taloyhtiöt ja Talotekniikka, mutta yksityisen markkinan tulisi piristyä kevättä ja loppuvuotta kohden, jotta ennusteisiimme ylletään. Vakaan volyymin ja jatkuvan kireän kilpailun johdosta odotamme liikevoiton olevan 10,5 MEUR:ssa ja marginaalin asettuvan 3,3 %:iin. Pieni parannus syntyy projektimixin pienestä parantumisesta ja yleisestä kustannuspaineiden laskusta.

Ennusteissamme suurempi kasvu asettuu vuosille 2026–2027, jolloin odotamme markkinan olevan vahvempi usealla rintamalla ja liikevaihdon vahvistuvan noin 4–5 % vuosittain. Näemme Constin hyötyvän hyvästä asemastaan markkinoilla niin uudisrakentamisen kuin korjausrakentamisen hankkeissa ja yhtiön pystyvän kasvamaan nopeammin kuin korjausrakentamisen markkina yleisesti.

Kannattavuuden odotamme vahvistuvan kohti yhtiön yli 5

%:n tavoitteita kohoavien volyymien tuoman vivun, kustannuspaineiden hellittämisen ja projektikatteiden suunnitelmallisen kehityksen myötä (2026e ja 2027e EBIT-% keskiarvo: 3,8 %), mutta jäävän vielä selvästi tavoitteiden alapuolelle.

Riskeinä ennusteissamme on markkinan selkeämpi heikentyminen tai vielä selvästi kiristynvä kilpailu sekä odottamattomat projektihaasteet. Markkinan pidempi heikentyminen laskisi liikevaihtoomme ja heikentäisi myös tulospääsyn mahdollisuuksia. Yhtiöllä on kuitenkin nettovelaton tase (ilman IFRS 16 -vastuita), joten myös merkittävät epäorgaaniset kasvumahdollisuudet ovat pöydällä. Näissä toki Consti käyttää tässä markkinatilanteessa erityistä harkintaa.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024 Inderes	2024 Tot.	Ero %	2025e Vanha	2025e Uusi	Ero %	2026e Vanha	2026e Uusi	Ero %
Liikevaihto	318	327	3 %	323	319	-1 %	336	334	0 %
Käyttökate	14,2	14,3	0 %	15,0	14,2	-5 %	16,3	15,7	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,1	10,2	1 %	11,2	10,5	-6 %	12,6	12,1	-4 %
Liikevoitto	10,1	10,2	1 %	11,2	10,5	-6 %	12,6	12,1	-4 %
Tulos ennen veroja	9,0	9,1	2 %	10,3	9,6	-7 %	11,7	11,0	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,91	0,91	0 %	1,05	0,98	-7 %	1,19	1,12	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,72	0,70	-3 %	0,74	0,72	-3 %	0,75	0,74	-1 %

Lähde: Inderes

Arvostus ei tarjoa merkittävää nousuvaraa

Laskimme hieman tavoitehintaamme ennustemuutoksiamme peilaten ja säilytämme vähennä-suosituksemme Constille. Emme näe selkeitä ajureita suuremmalle osakkeen nousuvaralla ennen kuin markkinan sekä Constin kasvun piristymisestä alkaa olla merkkejä.

Absoluuttiset kertoimet eivät tarjoa merkittävää nousuvaraa

Constin arvostus kuluvalle vuodelle (2025e: EV/EBIT: 9x, P/E: 10x) on mielestämme kohtalaisen neutraalilla tasolla. Arvostuksessa ei olisi merkittävää nousuvaraa hyväksymämme arvostushaarukan alarajoilla (EV/EBIT: 10–14x, P/E: 10–14x). Arvostus laskee lähivuosille selkeästi (26-27e ka.: EV/EBIT: 7x, P/E: 8x), mutta markkinakäänteen aikataulun ja toimintaympäristön (kilpailun kireys) epävarmuudet huomioiden, on varauksetta lähivuosiin nojaaminen mielestämme ennenaikaista.

Osinkotuotto-% on ennusteillamme 6–7 %:n tasolla lähivuosien ajan tarjoten tukea tuotto-odotukselle. Hyvin kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli tukee osinkojen kasvavaa virtaa.

Verrokki korkeammalle hinnoiteltu

Verrokkiryhmän keskimääräinen 2025e EV/EBIT-kerroin on tällä hetkellä noin 12x ja vastaava P/E-kerroin noin 13x, ja mielestämme kertoimet ovat neutraalit tai jopa hieman koholla. Verrokkien arvostuskertoimien käyttökelpoisuutta vuonna 2025 hieman heikentää suhdanteen ja tulosennusteiden epävarmuus.

Consti on yllä olevilla arvostusmittareilla arvostettu noin 20 % alle verrokkien tason. Historiallisesti Consti on arvostettu jatkuvasti matalammalle tasolle kuin verrokkiryhmän

keskiarvo. Tämän taustalla ovat arviomme mukaan mm. se, että verrokki ovat markkina-arvoltaan suurempia, kannattavuudeltaan osin parempia sekä niillä on myös enemmän jatkuvaluonteista palveluliiketoimintaa. Ottaen huomioon yllä mainitut erot verrokkeihin, näemme noin 10 %:n alennuksen verrokkiryhmään perusteltuna lähivuosille. Suhteellisen arvostuksen perusteella osakkeessa olisi näin nousuvaraa.

DCF-laskelma peilaa pidemmän aikavälin potentiaalia

DCF-mallimme mukainen arvo Constin osakkeelle on 14,6 euroa ja antaa tukea osakkeelle nykytasolla. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaaliarvoksi 1,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali noin 3,5 %:iin liikevaihdosta. Marginaali pohjautuu yhtiön historialliseen sekä viimeaikaiseen suoritukseen ja kasvu nojaa markkinan sekä talouden oletettuun pitkän aikavälin kasvuun.

Kannattavuustaso on vielä alle yhtiön tavoitteiden ja omaa edelleen nousuvaraa, jos liiketoiminta etenee suunnitellusti. Yhtiö ylsi vuonna 2023 jo 3,5 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin (raportoitu: 3,9 %), minkä vuoksi arvioimme pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme (terminaali) olevan kestäväällä tasolla. DCF-mallissamme käyttämämme oman pääoman kustannus on 11,4 % ja keskimääräinen pääoman kustannus (WACC-%) on 9,0 %. DCF-laskelman arvo on osakekurssia ja tavoitehintaa korkeammalla (14,6 euroa), mutta 12 kuukauden aikajänteellä emme näe osakkeella selkeitä nousuajureita kohti pidemmän aikavälin potentiaalia heijastavaa arvoa.

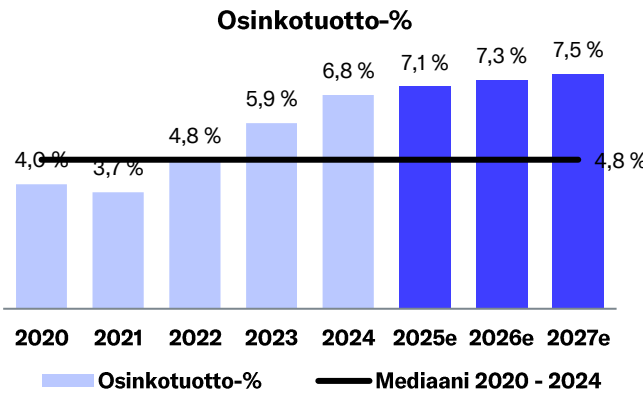
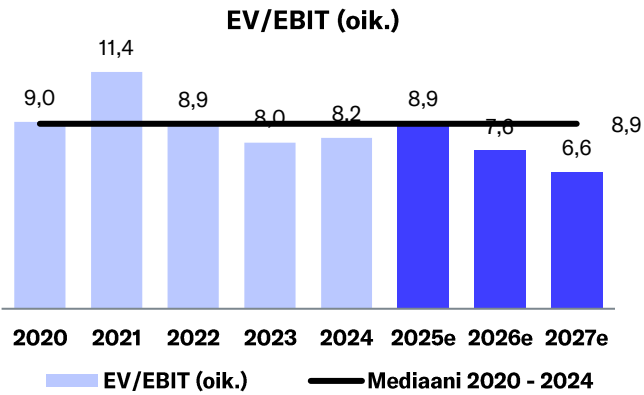
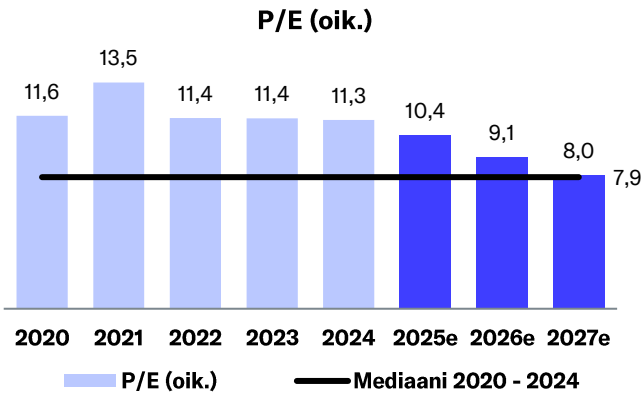
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,2	10,2	10,2
Markkina-arvo	80	80	80
Yritysarvo (EV)	93	92	88
P/E (oik.)	10,4	9,1	8,0
P/B	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,6	5,8	5,0
EV/EBIT (oik.)	8,9	7,6	6,6
Osinko/tulos (%)	73,7 %	66,1 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	7,1 %	7,3 %	7,5 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10,1	12,1	12,6	11,8	10,3	10,2	10,2	10,2	10,2
Markkina-arvo	77	94	97	91	81	80	80	80	80
Yritysarvo (EV)	85	108	101	90	83	93	92	88	84
P/E (oik.)	11,6	13,5	11,4	11,4	11,3	10,4	9,1	8,0	7,5
P/B	2,3	2,9	2,7	2,2	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	7,4	11,7	6,8	5,7	5,8	6,6	5,8	5,0	4,5
EV/EBIT (oik.)	9,0	11,4	8,9	8,0	8,2	8,9	7,6	6,6	5,9
Osinko/tulos (%)	57,0 %	96,4 %	54,4 %	60,1 %	77,2 %	73,7 %	66,1 %	60,0 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,7 %	4,8 %	5,9 %	6,8 %	7,1 %	7,3 %	7,5 %	7,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
YIT Oyj	584	1550	22,9	15,8	16,8	12,6	0,8	0,8	114,4	16,1	0,3	2,8	0,7
SRV Yhtiot Oyj	85	215	13,4	8,4	9,5	6,4	0,3	0,3	17,5	6,1	-	5,7	-
Kreate Oyj	69	97	9,0	8,3	5,6	5,2	0,3	0,3	11,2	8,9	6,9	7,1	1,5
Peab AB	2244	3386	15,5	13,7	9,6	8,8	0,7	0,6	14,1	12,1	3,8	4,4	1,4
NCC AB	1621	2121	13,1	12,5	7,8	7,7	0,4	0,4	12,5	11,9	4,5	4,6	2,1
Instalco AB	750	1106	14,9	11,8	9,2	8,0	0,9	0,9	15,0	11,1	2,3	2,8	2,2
Bravida Holding AB	1619	1846	11,3	10,5	8,4	8,0	0,7	0,7	13,5	12,3	4,1	4,4	2,0
Fasadgruppen Group AB	175	319	6,3	5,5	4,9	4,4	0,6	0,6	5,8	4,7	5,0	5,9	0,8
Iss A/S	3527	5312	9,1	8,6	6,7	6,4	0,5	0,4	8,7	8,1	2,9	3,3	2,0
Lassila & Tikanoja Oyj	333	512	12,0	10,9	5,3	5,0	0,7	0,6	10,4	9,3	6,0	6,2	1,4
Consti (Inderes)	80	93	8,9	7,6	6,6	5,8	0,3	0,3	10,4	9,1	7,1	7,3	1,7
Keskiarvo			12,7	10,6	8,4	7,2	0,6	0,6	22,3	10,1	4,0	4,7	1,6
Mediaani			12,5	10,7	8,1	7,0	0,6	0,6	13,0	10,2	4,1	4,5	1,5
Erotus-% vrt. mediaani			-29 %	-29 %	-19 %	-17 %	-54 %	-55 %	-20 %	-11 %	74 %	63 %	15 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	305	321	65,5	82,9	86,0	92,3	327	64,0	77,0	87,9	90,1	319	334	347	356
Käyttökate	14,9	15,9	1,3	4,0	4,4	4,6	14,3	1,1	3,4	4,6	5,1	14,2	15,7	17,7	18,9
Poistot ja arvonalennukset	-3,5	-3,6	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-4,1	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-3,7	-3,6	-4,2	-4,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,4	11,3	0,2	3,0	3,4	3,6	10,2	0,2	2,5	3,7	4,2	10,5	12,1	13,5	14,3
Liikevoitto	11,4	12,3	0,2	3,0	3,4	3,6	10,2	0,2	2,5	3,7	4,2	10,5	12,1	13,5	14,3
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	-1,1	-1,0	-0,9
Tulos ennen veroja	10,4	11,4	0,0	2,7	3,1	3,4	9,1	-0,1	2,2	3,5	3,9	9,6	11,0	12,5	13,4
Verot	-1,9	-2,4	0,0	-0,5	-0,6	-0,8	-2,0	0,0	-0,4	-0,7	-0,8	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7
Nettotulos	8,5	9,0	0,0	2,1	2,5	2,5	7,1	0,0	1,8	2,8	3,2	7,7	8,8	10,0	10,7
EPS (oikaistu)	1,10	1,17	0,00	0,27	0,32	0,32	0,91	-0,01	0,23	0,35	0,40	0,98	1,12	1,27	1,36
EPS (raportoitu)	1,10	1,17	0,00	0,27	0,32	0,32	0,91	-0,01	0,23	0,35	0,40	0,98	1,12	1,27	1,36

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	5,7 %	5,0 %	-4,9 %	9,4 %	-4,3 %	7,3 %	1,9 %	-2,3 %	-7,1 %	2,2 %	-2,4 %	-2,4 %	4,8 %	3,9 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-	-0,7 %	-67,4 %	-0,8 %	-9,8 %	-8,3 %	-10,2 %	-23,8 %	-17,8 %	9,0 %	16,1 %	2,9 %	15,4 %	11,5 %	5,9 %
Käyttökate-%	4,9 %	5,0 %	2,0 %	4,8 %	5,1 %	5,0 %	4,4 %	1,7 %	4,4 %	5,2 %	5,7 %	4,4 %	4,7 %	5,1 %	5,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,7 %	3,5 %	0,3 %	3,6 %	3,9 %	3,9 %	3,1 %	0,3 %	3,2 %	4,2 %	4,6 %	3,3 %	3,6 %	3,9 %	4,0 %
Nettotulos-%	2,8 %	2,8 %	-0,1 %	2,6 %	2,9 %	2,8 %	2,2 %	-0,1 %	2,3 %	3,2 %	3,5 %	2,4 %	2,6 %	2,9 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	58,9	57,6	57,9	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	8,2	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	64,5	67,6	70,2
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	47,9	50,1	52,1
Likvidit varat	21,0	14,2	16,0	16,7	17,4
Taseen loppusumma	121	117	122	127	130

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	41,1	43,7	45,9	49,0	53,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	13,4	16,0	18,1	21,3	25,4
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	14,6	14,2	12,9
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	14,6	14,2	12,9
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	61,9	63,7	64,3
Korolliset velat	5,3	5,2	14,6	14,2	12,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	57,1	54,0	44,7	46,8	48,6
Muut lyhytaikaiset velat	3,0	2,7	2,6	2,7	2,8
Taseen loppusumma	121	117	122	127	130

DCF-laskelma

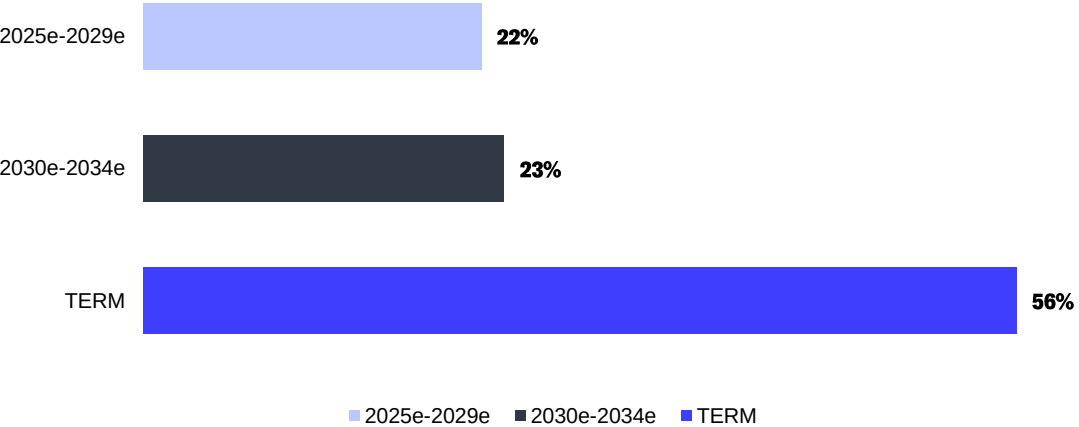
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	1,9 %	-2,4 %	4,8 %	3,9 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	3,1 %	3,3 %	3,6 %	3,9 %	4,0 %	3,8 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Liikevoitto	10,2	10,5	12,1	13,5	14,3	13,9	13,1	13,4	13,6	13,9	14,1	
+ Kokonaispoistot	4,1	3,7	3,6	4,2	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5	
- Maksetut verot	-2,0	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7	-2,6	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	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	-12,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	4,5	-0,4	13,2	15,0	16,0	15,9	15,4	15,9	16,1	16,5	16,8	
+ 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	-2,7	-4,0	-5,1	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6	-5,7	-5,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,8	-4,4	8,2	9,9	10,8	10,6	10,1	10,4	10,5	10,8	11,2	
+/- 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	1,8	-4,4	8,2	9,9	10,8	10,6	10,1	10,4	10,5	10,8	11,2	153
Diskontattu vapaa kassavirta		-4,1	7,0	7,7	7,8	7,0	6,1	5,8	5,3	5,0	4,8	65,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		118	122	115	107	99,5	92,5	86,4	80,6	75,3	70,2	65,4
Velaton arvo DCF		118										
- Korolliset velat		-16,9										
+ Rahavarat		14,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		115										
Oman pääoman arvo DCF per osake		14,6										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

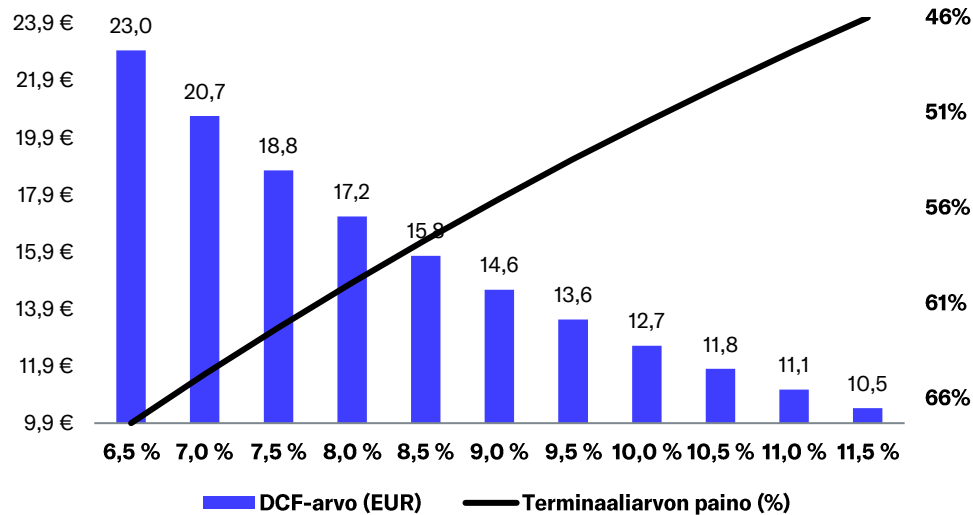
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

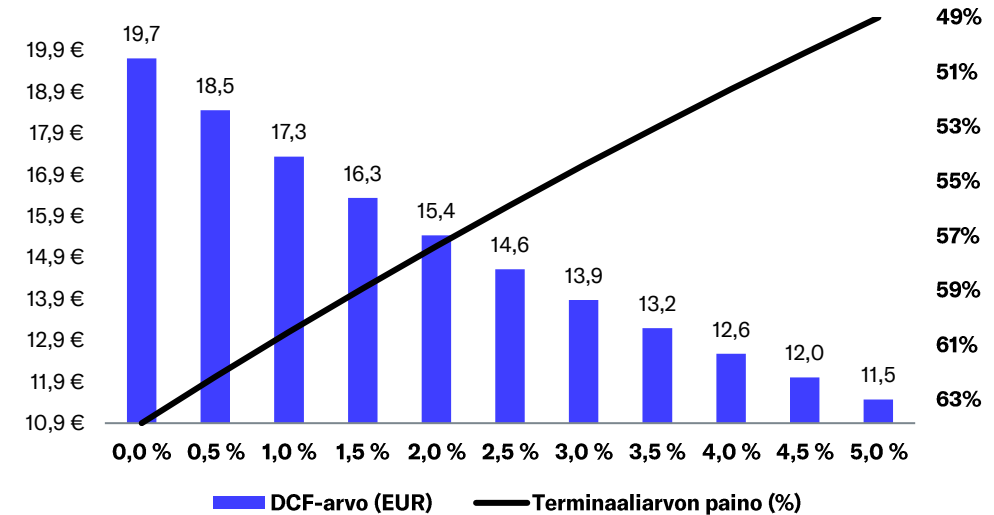


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

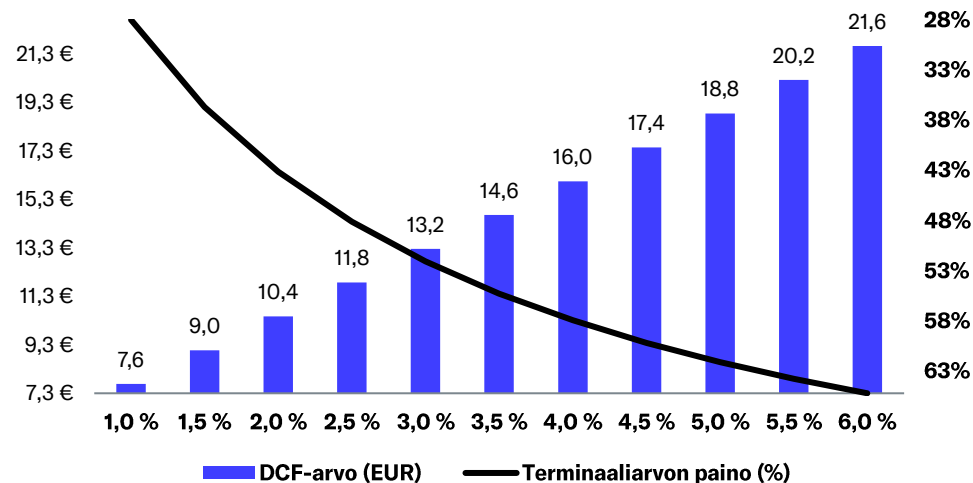
DCF-arvon herkkyyys muutoksille WACC-%:ssa



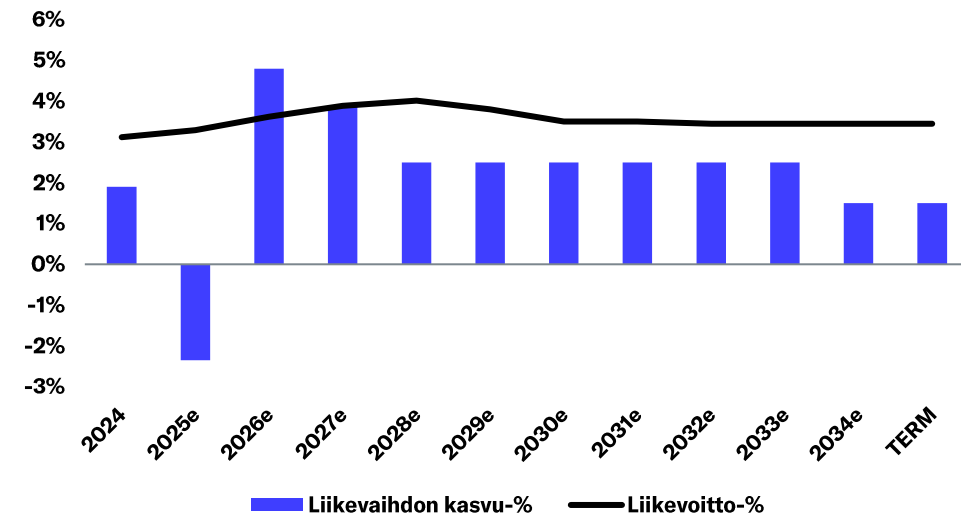
DCF-arvon herkkyyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	305,2	320,6	326,7	319,0	334,3	EPS (raportoitu)	1,10	1,17	0,91	0,98	1,12
Käyttökate	14,9	15,9	14,3	14,2	15,7	EPS (oikaistu)	1,10	1,04	0,91	0,98	1,12
Liikevoitto	11,4	12,3	10,2	10,5	12,1	Operat. kassavirta / osake	2,33	1,88	0,57	-0,06	1,68
Voitto ennen veroja	10,4	11,4	9,1	9,6	11,0	Vapaa kassavirta / osake	1,99	1,25	0,23	-0,56	1,04
Nettovoitto	8,5	9,0	7,1	7,7	8,8	Omapääoma / osake	4,68	5,31	5,55	5,82	6,22
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	122,4	126,9	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	5 %	2 %	-2 %	5 %
Oma pääoma	36,2	41,1	43,7	45,9	49,0	Käyttökatteen kasvu-%	62 %	7 %	-10 %	-1 %	11 %
Liikearvo	49,5	49,4	49,4	49,4	49,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	20 %	-1 %	-10 %	3 %	15 %
Nettovelat	3,9	-0,9	2,7	13,3	11,7	EPS oik. kasvu-%	23 %	-6 %	-12 %	8 %	15 %
						Käyttökate-%	4,9 %	5,0 %	4,4 %	4,4 %	4,7 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	3,7 %	3,5 %	3,1 %	3,3 %	3,6 %
Käyttökate	14,9	15,9	14,3	14,2	15,7	Liikevoitto-%	3,7 %	3,9 %	3,1 %	3,3 %	3,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	5,1	1,0	-7,5	-12,5	-0,1	ROE-%	25,0 %	23,3 %	16,8 %	17,2 %	18,6 %
Operatiivinen kassavirta	18,0	14,5	4,5	-0,4	13,2	ROI-%	18,3 %	20,2 %	16,7 %	15,5 %	15,9 %
Investoinnit	-2,7	-4,9	-2,7	-4,0	-5,1	Omavaraisuusaste	32,9 %	38,6 %	41,3 %	41,4 %	42,7 %
Vapaa kassavirta	15,4	9,7	1,8	-4,4	8,2	Nettovelkaantumisaste	10,7 %	-2,3 %	6,1 %	29,0 %	23,8 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3						
EV/EBITDA	6,8	5,7	5,8	6,6	5,8						
EV/EBIT (oik.)	8,9	8,0	8,2	8,9	7,6						
P/E (oik.)	11,4	11,4	11,3	10,4	9,1						
P/B	2,7	2,2	1,8	1,7	1,6						
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	6,8 %	7,1 %	7,3 %						

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 suositus 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 yhtiökohtaisia 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 laatiineen 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 €
7.2.2021	Lisää	13,00 €	11,70 €
3.5.2021	Lisää	13,50 €	13,05 €
14.6.2021	Lisää	13,50 €	12,15 €
25.7.2021	Lisää	14,00 €	13,00 €
28.10.2021	Osta	15,00 €	12,95 €
21.1.2022	Osta	15,00 €	12,10 €
6.2.2022	Lisää	13,50 €	11,95 €
2.5.2022	Osta	13,00 €	9,80 €
24.7.2022	Osta	13,00 €	9,96 €
28.10.2022	Osta	12,50 €	9,14 €
13.1.2023	Osta	13,00 €	10,70 €
6.2.2023	Lisää	14,20 €	12,30 €
28.4.2023	Lisää	14,20 €	11,85 €
24.7.2023	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 €
5.2.2024	Lisää	12,50 €	11,30 €
26.4.2024	Lisää	11,00 €	9,32 €
22.7.2024	Lisää	11,50 €	10,30 €
28.10.2024	Vähennä	11,75 €	11,35 €
22.1.2025	Vähennä	11,00 €	10,60 €
10.2.2025	Vähennä	10,50 €	10,15 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**