

# HUHTAMAKI

22.04.2026 07.15 EEST



Antti Viljakainen, Pääanalyttikko  
+358 44 591 2216  
antti.viljakainen@inderes.fi

# YHTIÖRAPORTTI



# Tämän vuoden tulokasvu on lipsumassa käsistä

Toistamme Huhtamäen osta-suosituksemme ja tarkastamme yhtiön tavoitehintamme 36,00 euroon (aik. 37,00 €) kuluvan vuoden ennusteiden laskettua Iranin sodan kuluttajasektoriin ja raaka-ainemarkkinoihin aiheuttamien negatiivisten heijasteiden myötä. Huhtamäen tulokasvunäkymä onkin siirtymässä jälleen, mutta matalan arvostuksen (2026e: P/E 12x) nousuvara ja osinko kannustavat mielestämme edelleen kärsivällisyyteen. Huhtamäki julkistaa Q1-raporttinsa ke 29.4.

## Vertailulukuihin on tuskin ollut alkuvuodesta asiaa

Iranin sota ja sen luoma inflaatiouhka ovat olleet uusi isku jo pitkään alamaissa olleelle globaalille kulutuskysynnälle. Arvioimme Huhtamäen kysynnän pysyneen tämän takia alueellisista ja tuoteryhmäkohtaisista vaihteluista huolimatta pääosin nihkeänä Q1:llä. Lisäksi yhtiön asiakaskuntaan kuuluvat amerikkalaiset brändit ovat luultavasti kärsineet yhä USA:n politiikan aiheuttamasta ärtymyksestä muilla alueilla. Q1:lle on osunut myös tuotannollisia haasteita, sillä Pohjois-Amerikan rankka talvi sotki yhtiön operaatioita kvartaalin alkupuolella ja loppupuolella Arabiemiraattien tehtailta oli tuotantokatkoja vihollisuuksien takia. Q1:llä luvassa on myös vielä vastatuulta valuutoista vertailukauteen nähden.

Odotamme Huhtamäen liikevaihdon laskeneen mainittuja tekijöitä peilaten Q1:llä 4 % 964 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton pudonneen niin ikään 4 % 94 MEUR:oon. Olemme laskeneet Q1:n ennusteitamme lievästi. Tulospudotus tulee etenkin North Americasta, jossa marginaali on todennäköisesti ollut alkuvuodesta paineessa mainittujen tekijöiden ja kireän hintakilpailun takia. Ennustamme myös Flexible Packagingin parannuksen jatkuneen vertailukauden vielä vaisulta tasolta etenkin tehostustoimien myötä. Food Service E-A-O:n ja Fiber Packagingin ennusteemme ovat suunnilleen vertailulukujen tasolla, joskin ensin mainitun yksikön tulos on luultavasti jäänyt H2:n tavoin vaisuksi. Ennusteemme ovat hieman konsensuksen yläpuolella. Alempien rivien tulosrasituksissa emme usko olleen

Q1:llä isoja poikkeamia suhteessa yhtiön viimeaikaisiin tasoihin (sis. pienet kertaerät).

## Kuluvan vuoden tulosparannusodotukset ovat hiipuneet

Huhtamäki kommentoi näkymissään odottavansa liiketoimintaedellytystensä säilyvän suhteellisen vakaina tänä vuonna. Emme odota yhtiön tekevän muutoksia näkymiinsä Q1-raportin yhteydessä inflaatioon sekä kuluttajien käyttäytymiseen liittyvistä epävarmuuksista huolimatta. Leikkasimme Huhtamäen kuluvan vuoden oikaistun liikevoiton ennusteitamme noin 5 % kysyntänäkymän lievän heikentymisen sekä odotettavissa olevan raaka-ainekulujen nousun (etenkin muoviraaka-aineet Q2:lla Flexible Packagingissa) vuoksi. Lähivuosille teimme vain marginaalista negatiivista hienosäätöä volyyymiennusteisiimme. Leikkausten myötä kuluvan vuoden tulosparannusodotukset käytännössä haihtuivat ja odotamme yhtiön tuloksen pysyvän suunnilleen vakaana tänä vuonna. Tämäkin voi vaatia toimintaympäristön lievää piristymistä H2:lla. Lähivuosina odotamme yhtiön EPS-kasvun elpyvän noin 8 %:n tasolle asteittain toipuvan liikevaihdon kasvun, jatkuvien tehostustoimien sekä rahoituskulujen lievän laskun ajamana. Ennusteidemme pääriskit liittyvät kuluttajien ostovoimaan ja luottamukseen, raaka-ainehintoihin, valuuttoihin ja regulaatioon.

## Arvostus antaa kärsivällisyyttä

Huhtamäen ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2026 ja 2027 ovat 12x ja 10x sekä vastaavat EV/EBITDA-kertoimet noin 7x ja 6x. Lähivuosien osinkotuotot ovat 4 %:n tasolla. Jo tämän vuoden kertoimet ovat valuneet noin 10-15 % alle yhtiön 5 vuoden mediaanien. Pidämme näitä arvostustasoja maltillisina Huhtamäelle yhtiön kohtuullinen pidemmän ajan kasvunäkymä ja melko defensiivinen liiketoimintaportfolio huomioiden. Arvostuksen nousuvarasta ja osingosta muodostuva osakkeen vuoden tuotto-odotus ylittää tuottovaatuksemme yhä selvästi. Osakkeesta selvästi positiivista näkemystä puoltaa myös DCF-arvo.

## Suositus

### Osta

(aik. Osta)

## Tavoitehinta:

**36,00 EUR**

(aik. 37,00 EUR)

## Osakekurssi:

28,32 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Liikevaihto</b>	3960	4088	4340	4578
<b>kasvu-%</b>	-4 %	3 %	6 %	5 %
<b>EBIT oik.</b>	405	411	461	493
<b>EBIT-% oik.</b>	10,2 %	10,0 %	10,6 %	10,8 %
<b>Nettotulos</b>	192	238	281	308
<b>EPS (oik.)</b>	2,48	2,45	2,79	3,02
<b>P/E (oik.)</b>	12,0	11,6	10,1	9,4
<b>P/B</b>	1,7	1,5	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,8 %	4,1 %	4,2 %	4,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,0	10,2	8,8	7,9
<b>EV/EBITDA</b>	7,3	6,9	6,2	5,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,1	1,0	0,9	0,9

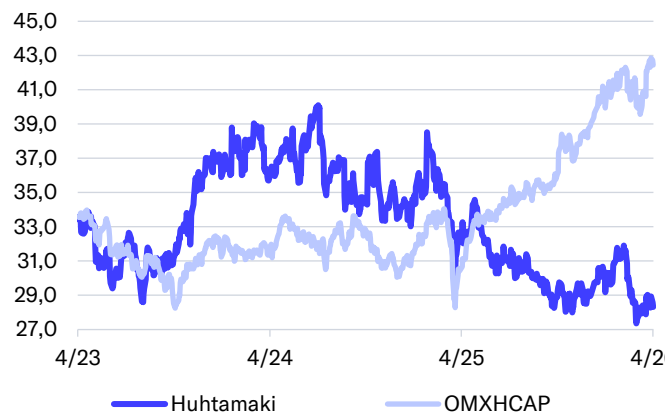
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

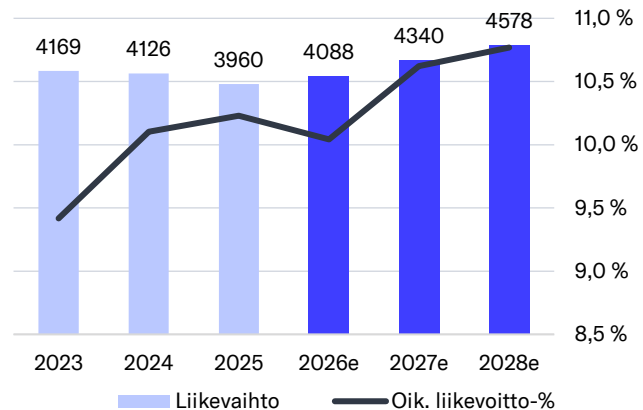
Konsernin liiketoimintaedellytysten odotetaan säilyvän suhteellisen vakaina vuonna 2026. Konsernin hyvä taloudellinen asema mahdollistaa kannattavien kasvumahdollisuuksien hyödyntämisen.

## Osakekurssi



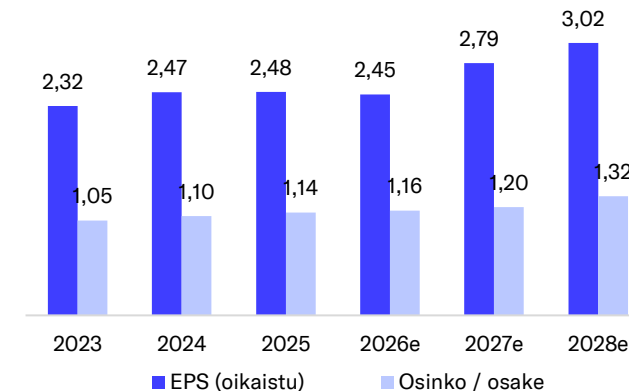
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Markkinat kasvavat orgaanisesti yli BKT:n kasvun
- Hajanainen toimialarakenne tukee yritysjärjestelyitä
- Kannattavuus ei ole vielä potentiaalissaan
- Kestävä kehitys (muovin korvaaminen) tukee yhä enevissä määrin kuitupakkausten kysyntää
- Uudet tehostamistoimet

## Riskitekijät

- Raaka-aineiden hintojen nousu
- Kilpailun kiristyminen
- Valuuttakurssit
- Sääntelyn kiristyminen
- Kuluttajien luottamuksen heikentyminen ja kulutuksen varovaisuuden pitkittyminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
<b>Osakekurssi</b>	28,3	28,3	28,3
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	105,0	105,0	105,0
<b>Markkina-arvo</b>	2973	2973	2973
<b>Yritysarvo (EV)</b>	4206	4073	3916
<b>P/E (oik.)</b>	11,6	10,1	9,4
<b>P/E</b>	12,5	10,6	9,7
<b>P/B</b>	1,5	1,4	1,3
<b>P/S</b>	0,7	0,7	0,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	0,9	0,9
<b>EV/EBITDA</b>	6,9	6,2	5,7
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	10,2	8,8	7,9
<b>Osinko/tulos (%)</b>	51,1 %	44,8 %	45,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,1 %	4,2 %	4,7 %

Lähde: Inderes

# Odotamme tuloksen joustaneen hieman Q1:llä

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'25	Q1'26	Q1'26e	Q1'26e	Konsensus		2026e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	1002		964	945	0,0	- 0,0	4088
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	98		94	92	0	- 0	411
<b>Liikevoitto</b>	94		88	90	0	- 0	387
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,54		0,51	0,56	0,00	- 0,00	2,27
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-0,2 %		-3,8 %	-5,7 %	-100,0 %	- -100,0 %	3,2 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	9,8 %		9,8 %	9,7 %	-	-	10,0 %

Lähde: Inderes & Modular Finance, 10 ennustetta (konsensus)

# Leikkasimme ennusteitamme makromuutoksia heijastellen

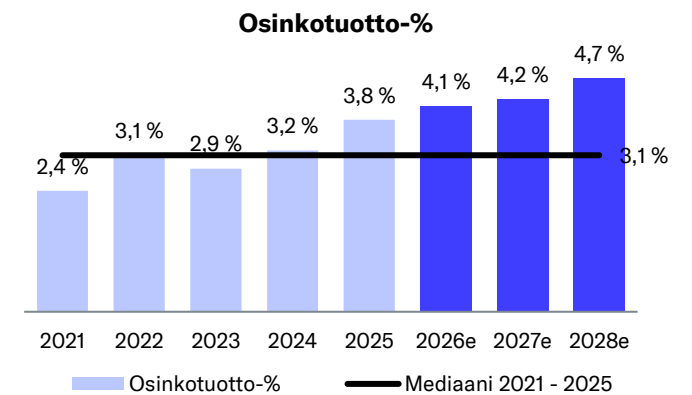
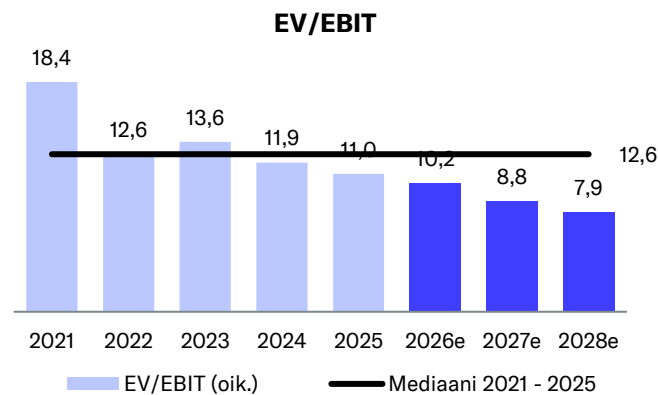
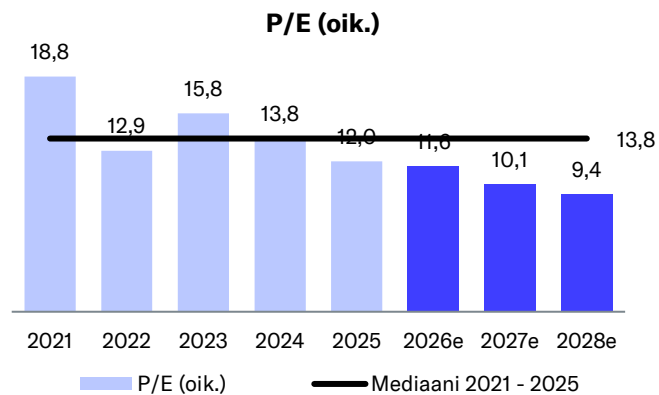
<b>Ennustemuutokset</b>	<b>2026e</b>	<b>2026e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2027e</b>	<b>2027e</b>	<b>Muutos</b>	<b>2028e</b>	<b>2028e</b>	<b>Muutos</b>
<b>Liikevaihto</b>	4134	4088	-1 %	4370	4340	-1 %	4598	4578	0 %
<b>Käyttökate</b>	626	608	-3 %	662	655	-1 %	698	692	-1 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	429	411	-4 %	468	461	-1 %	499	493	-1 %
<b>Liikevoitto</b>	405	387	-5 %	452	445	-2 %	487	481	-1 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	349	330	-5 %	400	393	-2 %	437	430	-2 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	2,58	2,45	-5 %	2,84	2,79	-2 %	3,07	3,02	-2 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	1,16	1,16	0 %	1,20	1,20	0 %	0,00	0,00	

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	38,9	32,0	36,7	34,2	29,7	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>
Osakemäärä, milj. kpl	104,3	104,4	104,5	104,5	105,0	<b>105,0</b>	<b>105,0</b>	<b>105,0</b>	<b>105,0</b>
Markkina-arvo	4058	3340	3838	3573	3122	<b>2973</b>	<b>2973</b>	<b>2973</b>	<b>2973</b>
Yritysarvo (EV)	5786	4971	5325	4970	4466	<b>4206</b>	<b>4073</b>	<b>3916</b>	<b>3737</b>
P/E (oik.)	18,8	12,9	15,8	13,8	12,0	<b>11,6</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>8,8</b>
P/E	20,4	12,1	18,6	15,9	16,3	<b>12,5</b>	<b>10,6</b>	<b>9,7</b>	<b>9,0</b>
P/B	2,7	1,8	2,1	1,8	1,7	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
P/S	1,1	0,7	0,9	0,9	0,8	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
EV/Liikevaihto	1,6	1,1	1,3	1,2	1,1	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
EV/EBITDA	12,3	8,1	8,5	8,2	7,3	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,2</b>
EV/EBIT (oik.)	18,4	12,6	13,6	11,9	11,0	<b>10,2</b>	<b>8,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>
Osinko/tulos (%)	49,3 %	37,8 %	53,2 %	51,3 %	62,4 %	<b>51,1 %</b>	<b>44,8 %</b>	<b>45,0 %</b>	<b>50,0 %</b>
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,1 %	2,9 %	3,2 %	3,8 %	<b>4,1 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>5,6 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Sonoco	4759	8129	9,9	10,4	7,3	7,3	1,3	1,3	10,0	9,6	3,7	3,8	1,8
Amcor	16349	16349	11,3	6,8	8,8	5,1	1,3	0,8	11,5	10,4	6,2	6,1	2,0
Mayr-Melnhof	1830	2746	8,9	11,6	5,1	6,0	0,7	0,7	9,4	13,0	2,7	2,9	0,8
Gerresheimer	725	2714	17,3	15,8	6,8	6,2	1,2	1,2	9,9	8,5	2,1	2,6	0,5
<b>Huhtamaki (Inderes)</b>	<b>2973</b>	<b>4206</b>	<b>10,2</b>	<b>8,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>11,6</b>	<b>10,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>1,5</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>11,9</b>	<b>11,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>10,2</b>	<b>10,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>1,3</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,6</b>	<b>11,0</b>	<b>7,1</b>	<b>6,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-3 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>2 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>16 %</b>	<b>2 %</b>	<b>28 %</b>	<b>27 %</b>	<b>15 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihto</b>	<b>4126</b>	<b>1002</b>	<b>1008</b>	<b>971</b>	<b>980</b>	<b>3960</b>	<b>964</b>	<b>1043</b>	<b>1031</b>	<b>1051</b>	<b>4088</b>	<b>4340</b>	<b>4578</b>	<b>4747</b>
Foodservice Packaging	990	234	239	240	223	936	230	240	245	247	962	1010	1055	1085
North America	1460	346	366	331	362	1405	320	375	360	370	1425	1520	1600	1650
Flexible Packaging	1323	329	311	310	300	1250	320	335	335	335	1325	1420	1520	1595
Fiber Packaging	363	96	94	92	97	380	98	97	95	103	393	407	420	435
Muut ja eliminoinnit	-9	-3	-3	-3	-2	-11	-4	-4	-4	-4	-17	-17	-17	-18
Kertaluonteiset erät	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Käyttökate</b>	<b>605</b>	<b>150</b>	<b>176</b>	<b>145</b>	<b>142</b>	<b>613</b>	<b>144</b>	<b>149</b>	<b>156</b>	<b>160</b>	<b>608</b>	<b>655</b>	<b>692</b>	<b>717</b>
Poistot ja arvonalennukset	-232	-56	-130	-54	-53	-293	-55	-55	-55	-55	-221	-210	-211	-213
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>417</b>	<b>98</b>	<b>103</b>	<b>100</b>	<b>103</b>	<b>405</b>	<b>94</b>	<b>99</b>	<b>106</b>	<b>111</b>	<b>411</b>	<b>461</b>	<b>493</b>	<b>514</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>372</b>	<b>94</b>	<b>46</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>321</b>	<b>88</b>	<b>93</b>	<b>100</b>	<b>105</b>	<b>387</b>	<b>445</b>	<b>481</b>	<b>504</b>
Foodservice Packaging	91	20	23	22	22	87	21	22	23	24	90	100	106	112
North America	203	41	45	34	44	163	31	42	42	44	158	178	191	197
Flexible Packaging	94	27	26	31	31	115	32	26	32	32	122	142	153	160
Fiber Packaging	44	12	11	12	15	50	13	12	13	14	52	53	55	57
Muut ja eliminoinnit	-15	-1	-2	1	-9	-10	-3	-3	-3	-3	-11	-12	-12	-12
Kertaluonteiset erät	-45	-5	-57	-9	-14	-85	-6	-6	-6	-6	-24	-16	-12	-10
Nettorahituskulut	-72	-14	-15	-13	-17	-60	-15	-14	-14	-14	-57	-52	-51	-44
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>301</b>	<b>80</b>	<b>31</b>	<b>79</b>	<b>72</b>	<b>261</b>	<b>73</b>	<b>79</b>	<b>86</b>	<b>91</b>	<b>330</b>	<b>393</b>	<b>430</b>	<b>460</b>
Verot	-69	-21	-8	-18	-15	-62	-18	-19	-21	-22	-79	-98	-108	-115
Vähemmistöosuudet	-8	-2	-2	-2	-1	-7	-3	-3	-3	-4	-12	-14	-15	-15
<b>Nettotulos</b>	<b>224</b>	<b>57</b>	<b>21</b>	<b>58</b>	<b>55</b>	<b>192</b>	<b>53</b>	<b>57</b>	<b>63</b>	<b>65</b>	<b>238</b>	<b>281</b>	<b>308</b>	<b>330</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>2,47</b>	<b>0,58</b>	<b>0,61</b>	<b>0,63</b>	<b>0,65</b>	<b>2,48</b>	<b>0,55</b>	<b>0,59</b>	<b>0,64</b>	<b>0,67</b>	<b>2,45</b>	<b>2,79</b>	<b>3,02</b>	<b>3,22</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>2,14</b>	<b>0,54</b>	<b>0,20</b>	<b>0,56</b>	<b>0,53</b>	<b>1,83</b>	<b>0,51</b>	<b>0,55</b>	<b>0,60</b>	<b>0,62</b>	<b>2,27</b>	<b>2,68</b>	<b>2,93</b>	<b>3,14</b>

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	<b>-1,0 %</b>	<b>-0,2 %</b>	<b>-2,9 %</b>	<b>-5,4 %</b>	<b>-7,4 %</b>	<b>-4,0 %</b>	<b>-3,8 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>3,7 %</b>
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	<b>6,2 %</b>	<b>-0,4 %</b>	<b>-2,3 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>-6,3 %</b>	<b>-2,8 %</b>	<b>-4,3 %</b>	<b>-3,7 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>1,3 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>6,9 %</b>	<b>4,3 %</b>
<b>Käyttökate-%</b>	<b>14,6 %</b>	<b>15,0 %</b>	<b>17,5 %</b>	<b>14,9 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>15,5 %</b>	<b>14,9 %</b>	<b>14,2 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>15,2 %</b>	<b>14,9 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>15,1 %</b>
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	<b>10,1 %</b>	<b>9,8 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>10,5 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>9,8 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>10,5 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>10,6 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>10,8 %</b>
<b>Nettotulos-%</b>	<b>5,4 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>7,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>3175</b>	<b>2921</b>	<b>2902</b>	<b>2903</b>	<b>2903</b>
Liikearvo	1024	955	955	955	955
Aineettomat hyödykkeet	93,7	77,1	68,9	61,6	54,3
Käyttöomaisuus	1914	1757	1755	1763	1770
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	7,0	3,7	3,7	3,7	3,7
Muut pitkäaikaiset varat	72,5	68,0	68,0	68,0	68,0
Laskennalliset verosaamiset	63,8	60,3	52,1	52,1	52,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>1719</b>	<b>1645</b>	<b>1650</b>	<b>1705</b>	<b>1795</b>
Vaihto-omaisuus	667	600	654	694	732
Muut lyhytaikaiset varat	56,7	55,6	55,6	55,6	55,6
Myyntisaamiset	678	611	695	738	778
Likvidit varat	317	379	245	217	229
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>4894</b>	<b>4566</b>	<b>4552</b>	<b>4608</b>	<b>4699</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Oma pääoma</b>	<b>2124</b>	<b>1930</b>	<b>2049</b>	<b>2208</b>	<b>2390</b>
Osakepääoma	366	366	366	366	366
Kertyneet voittovarot	1647	1482	1600	1760	1941
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	24,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	86,8	82,2	82,2	82,2	82,2
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>1639</b>	<b>1604</b>	<b>1375</b>	<b>1254</b>	<b>1145</b>
Laskennalliset verovelat	138	144	144	144	144
Varaukset	13,4	10,2	10,2	10,2	10,2
Korolliset velat	1329	1320	1091	970	861
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	158	130	130	130	130
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>1130</b>	<b>1032</b>	<b>1128</b>	<b>1146</b>	<b>1163</b>
Korolliset velat	233	264	263	233	205
Lyhytaikaiset korottomat velat	816	679	777	825	870
Muut lyhytaikaiset velat	81,5	88,4	88,4	88,4	88,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>4894</b>	<b>4566</b>	<b>4552</b>	<b>4608</b>	<b>4699</b>

# DCF-laskelma

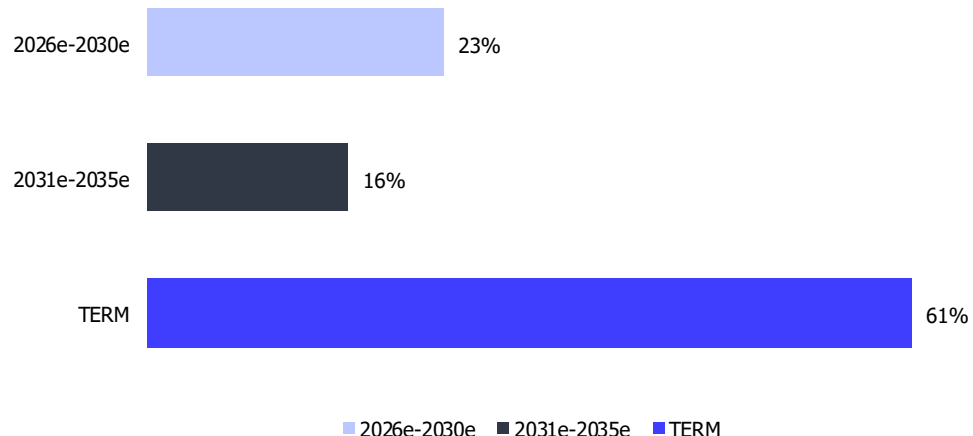
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-4,0 %	3,2 %	6,2 %	5,5 %	3,7 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,1 %	9,5 %	10,3 %	10,5 %	10,6 %	9,2 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>321</b>	<b>387</b>	<b>445</b>	<b>481</b>	<b>504</b>	<b>452</b>	<b>458</b>	<b>474</b>	<b>490</b>	<b>507</b>	<b>518</b>	
+ Kokonaispoistot	293	221	210	211	213	215	213	220	226	231	236	
- Maksetut verot	-53	-71	-98	-108	-115	-103	-105	-110	-114	-119	-122	
- verot rahoituskuluista	-15	-15	-14	-14	-12	-11	-10	-10	-9	-9	-9	
+ verot rahoitustuotoista	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
- Käyttöpääoman muutos	5	-41	-35	-33	-24	-23	-24	-25	-26	-27	-16	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>551</b>	<b>482</b>	<b>509</b>	<b>538</b>	<b>568</b>	<b>530</b>	<b>532</b>	<b>550</b>	<b>568</b>	<b>585</b>	<b>608</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-42	-211	-211	-211	-211	-251	-271	-271	-271	-271	-240	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>478</b>	<b>271</b>	<b>298</b>	<b>327</b>	<b>357</b>	<b>279</b>	<b>261</b>	<b>279</b>	<b>297</b>	<b>314</b>	<b>368</b>	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	478	271	298	327	357	279	261	279	297	314	368	6643
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>258</b>	<b>262</b>	<b>268</b>	<b>271</b>	<b>197</b>	<b>171</b>	<b>170</b>	<b>168</b>	<b>165</b>	<b>179</b>	<b>3239</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		5349	5091	4829	4561	4289	4092	3921	3751	3583	3418	3239
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>5349</b>										
- Korolliset velat		-1584										
+ Rahavarat		379										
+ Osakkuusyhtiöt		0										
-Vähemmistöosuus		-124										
-Osinko/pääomapalautus		0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>4019</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>38,3</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,32
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,8 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,7 %</b>

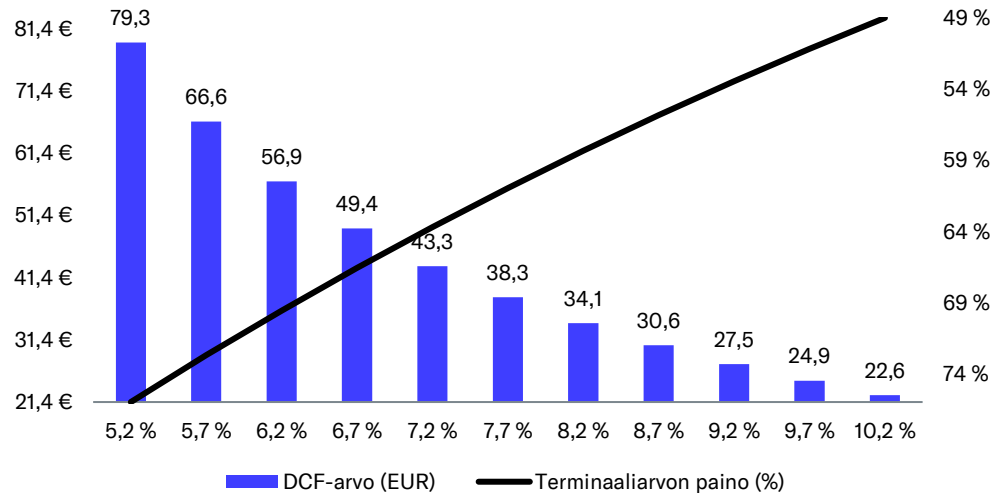
Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain

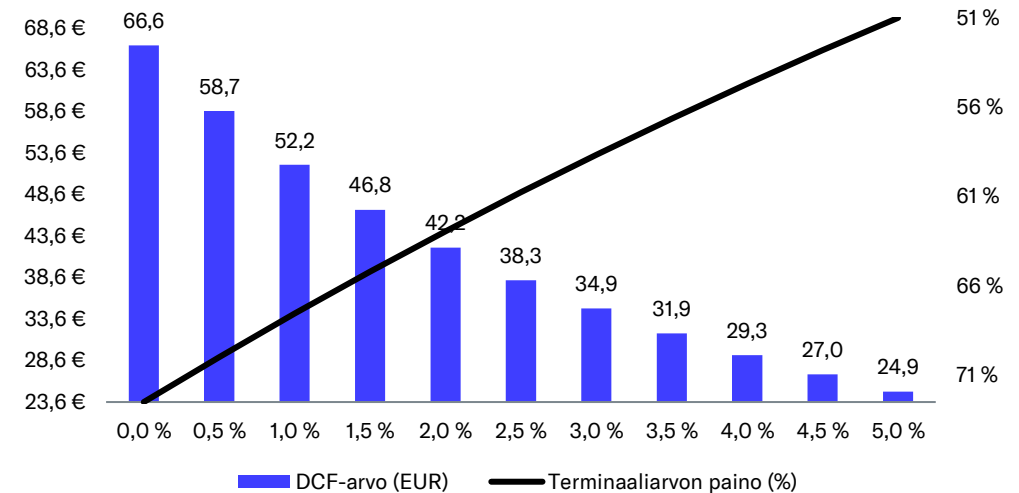


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

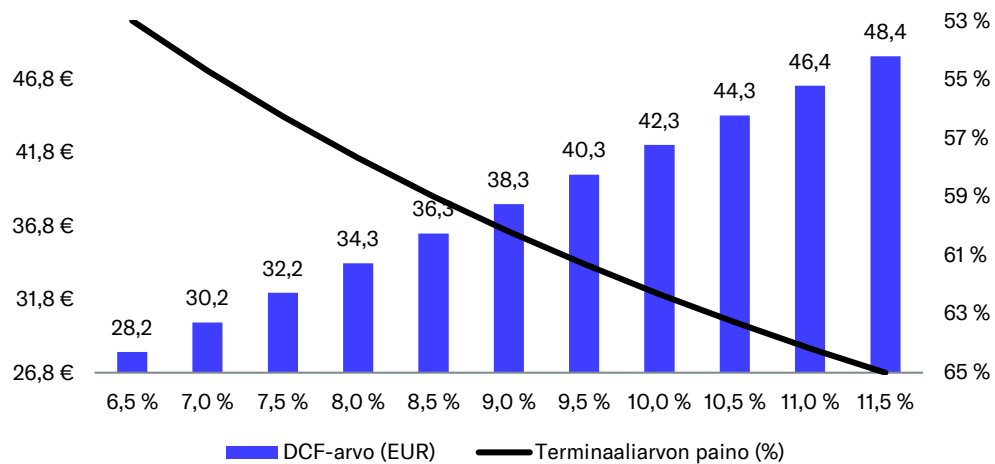
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



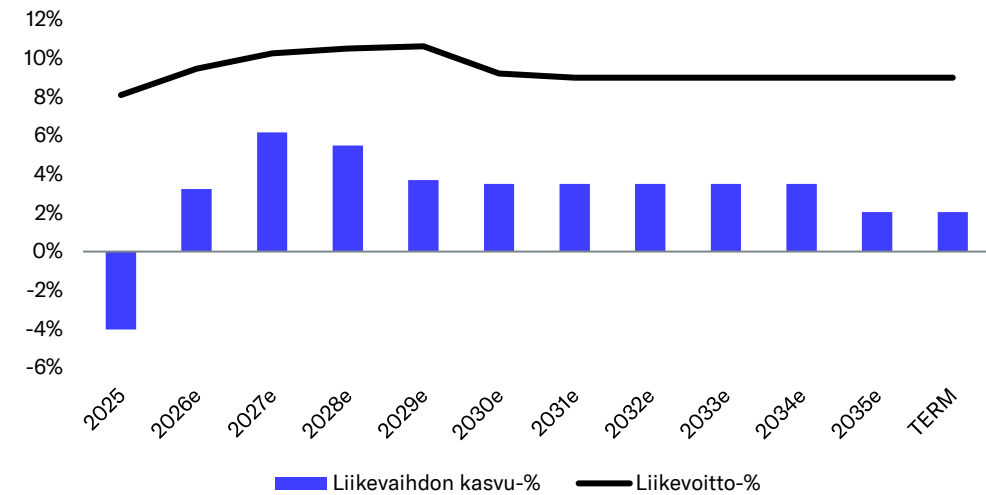
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e	Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	4169	4126	3960	<b>4088</b>	<b>4340</b>	<b>EPS (raportoitu)</b>	1,97	2,14	1,83	<b>2,27</b>	<b>2,68</b>
<b>Käyttökate</b>	630	605	613	<b>608</b>	<b>655</b>	<b>EPS (oikaistu)</b>	2,32	2,47	2,48	<b>2,45</b>	<b>2,79</b>
<b>Liikevoitto</b>	381	372	321	<b>387</b>	<b>445</b>	<b>Operat. Kassavirta / osake</b>	6,63	5,03	5,25	<b>4,60</b>	<b>4,84</b>
<b>Voitto ennen veroja</b>	312	301	261	<b>330</b>	<b>393</b>	<b>Operat. Vapaa kassavirta / osake</b>	4,33	1,43	4,55	<b>2,59</b>	<b>2,83</b>
<b>Nettovoitto</b>	206	224	192	<b>238</b>	<b>281</b>	<b>Omapääoma / osake</b>	17,59	19,49	17,61	<b>18,74</b>	<b>20,25</b>
<b>Kertaluontoiset erät</b>	-12	-45	-85	<b>-24</b>	<b>-16</b>	<b>Osinko / osake</b>	1,05	1,10	1,14	<b>1,16</b>	<b>1,20</b>
<b>Tase</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Taseen loppusumma</b>	4665	4894	4566	<b>4552</b>	<b>4608</b>	<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-7 %	-1 %	-4 %	<b>3 %</b>	<b>6 %</b>
<b>Oma pääoma</b>	1925	2124	1930	<b>2049</b>	<b>2208</b>	<b>Käyttökateen kasvu-%</b>	2 %	-4 %	1 %	<b>-1 %</b>	<b>8 %</b>
<b>Liikearvo</b>	995	1024	955	<b>955</b>	<b>955</b>	<b>Liikevoiton oik. kasvu-%</b>	-1 %	6 %	-3 %	<b>1 %</b>	<b>12 %</b>
<b>Nettovelat</b>	1306	1245	1205	<b>1109</b>	<b>986</b>	<b>EPS oik. kasvu-%</b>	-7 %	7 %	0 %	<b>-1 %</b>	<b>14 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>Käyttökate-%</b>	15,1 %	14,6 %	15,5 %	<b>14,9 %</b>	<b>15,1 %</b>
<b>Käyttökate</b>	630	605	613	<b>608</b>	<b>655</b>	<b>Oik. Liikevoitto-%</b>	9,4 %	10,1 %	10,2 %	<b>10,0 %</b>	<b>10,6 %</b>
<b>Nettokäyttöpääoman muutos</b>	168	16	5	<b>-41</b>	<b>-35</b>	<b>Liikevoitto-%</b>	9,1 %	9,0 %	8,1 %	<b>9,5 %</b>	<b>10,3 %</b>
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	693	525	551	<b>482</b>	<b>509</b>	<b>ROE-%</b>	11,2 %	11,6 %	9,9 %	<b>12,5 %</b>	<b>13,7 %</b>
<b>Investoinnit</b>	-252	-381	-42	<b>-211</b>	<b>-211</b>	<b>ROI-%</b>	10,4 %	10,4 %	9,0 %	<b>11,3 %</b>	<b>13,2 %</b>
<b>Vapaa kassavirta</b>	453	149	478	<b>271</b>	<b>298</b>	<b>Omavaraisuusaste</b>	41,3 %	43,4 %	42,3 %	<b>45,0 %</b>	<b>47,9 %</b>
						<b>Nettovelkaantumisaste</b>	67,8 %	58,6 %	62,4 %	<b>54,1 %</b>	<b>44,6 %</b>
						<b>Nettovelka/käyttökate</b>	2,1	2,1	2,0	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
						<b>EBITDA/nettorahoituskulut</b>	9,1	8,4	10,3	<b>10,7</b>	<b>12,7</b>

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 esittäjensä 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätösten tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin 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 arvonmäärittämissuunnitelmia: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissuunnitelmat ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatuinen 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 sijoitavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10/04/2018	Vähennä	35,00 €	36,33 €
02/05/2018	Vähennä	35,00 €	34,11 €
23/07/2018	Lisää	32,00 €	28,68 €
30/10/2018	Lisää	27,00 €	23,45 €
17/01/2019	Vähennä	27,00 €	28,07 €
20/02/2019	Vähennä	31,00 €	32,12 €
30/04/2019	Vähennä	33,00 €	34,50 €
22/07/2019	Vähennä	34,00 €	35,76 €
23/10/2019	Vähennä	37,50 €	40,30 €
19/02/2020	Vähennä	40,00 €	42,96 €
25/03/2020	Lisää	28,00 €	25,85 €
05/05/2020	Vähennä	33,00 €	34,08 €
27/07/2020	Vähennä	38,00 €	40,70 €
23/10/2020	Vähennä	41,00 €	43,04 €
12/02/2021	Lisää	43,00 €	40,62 €
23/04/2021	Lisää	44,00 €	41,58 €
23/07/2021	Lisää	45,00 €	42,96 €
18/10/2021	Lisää	42,00 €	39,42 €
08/02/2022	Lisää	39,00 €	33,77 €
29/03/2022	Osta	39,00 €	32,05 €
28/04/2022	Osta	40,00 €	34,37 €
14/07/2022	Lisää	40,00 €	37,03 €
21/07/2022	Lisää	40,00 €	37,38 €
19/10/2022	Lisää	39,00 €	34,00 €
24/10/2022	Lisää	39,00 €	36,10 €
10/02/2023	Osta	39,00 €	32,41 €
29/03/2023	Osta	39,00 €	33,57 €
28/04/2023	Osta	39,00 €	32,69 €
18/07/2023	Osta	39,00 €	31,40 €
21/07/2023	Osta	39,00 €	32,00 €
23/10/2023	Osta	39,00 €	31,16 €
08/12/2023	Lisää	40,00 €	36,18 €
09/02/2024	Lisää	41,00 €	38,80 €
26/04/2024	Lisää	41,00 €	36,24 €
26/07/2024	Lisää	41,00 €	37,90 €
18/10/2024	Lisää	40,00 €	34,38 €
25/10/2024	Lisää	40,00 €	36,76 €
15/02/2025	Lisää	41,00 €	38,52 €
09/04/2025	Osta	38,00 €	30,34 €
25/04/2025	Osta	38,00 €	32,04 €
17/07/2025	Osta	37,00 €	31,06 €
25/07/2025	Osta	37,00 €	31,66 €
24/10/2025	Osta	37,00 €	29,52 €
16/02/2026	Osta	37,00 €	31,66 €
22/04/2026	Osta	36,00 €	28,32 €