

SRV YHTIÖT OYJ

12.02.2026 07.50 EET



Atte Jortikka
+358400543725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Portfoliomuutos alkaa konkretisoitumaan hiljalleen

SRV julkaisi Q4-raportin, joka ei aiheuttanut yllätyksiä yhtiön tammikuun positiivisen tulosvaroituksen jäljiltä. Myös kuluvan vuoden ohjeistus oli linjassa aiempaan ennusteeseemme, ja olemme tehneet ennusteisiin vain maltillisia muutoksia. Näkemyksemme mukaan asuntorakentamisen asteittain käynnistyvät hankkeet alkavat tukea jo kuluvana vuonna volyymia ja tulosta, mikä kompensoi SRV Infran myynnin jättämää aukkoa. Yhtiöllä on yhä hyvät lähtökohdat kääntää tulostasonsa merkittävämmiin kasvu-uralle vuodesta 2027 eteenpäin, kun toimitilarakentamisen vahva hankeputki (ml. Taysin suurhanke) ja asuntorakentamisen kasvavat volyymit alkavat realisoitua vahvemmin tulokseen. Arvostus nojaa kuitenkin yhä tukevasti tulevaan, eikä osakkeen tuotto-riskisuhde nouse houkuttelevaksi, kun huomioidaan tuloskäänteen ajoitukseen ja toteutumiseen liittyvät epävarmuudet. Säilytämme tavoitehinnan 5,0 eurossa ja suosituksen vähennä-tasolla.

Luvut oli tiedossa, SRV Infran myynti tuki raportoitua tulosta

SRV:n Q4:n liikevaihto nousi 216 MEUR:oon (Q4'24: 209 MEUR). Operatiivinen liikevoitto oli 3,6 MEUR (Q4'24: 3,0 MEUR). Tulostaso oli linjassa yhtiön tammikuussa päivittämän ohjeistuksen kanssa. Operatiivista tulosta paransi toimitila- ja infrarakentamisen vertailukautta korkeampi volyymi, kun taas asuntorakentamisen matalampi volyymi ja painottuminen urakointiin vaikuttivat tulostasoon edelleen negatiivisesti. Raportoitua liikevoittoa (24,8 MEUR) tuki merkittävästi SRV Infra Oy:n myynnistä kirjattu noin 22 MEUR:n myyntivoitto. Myyntivoitto oli karkeasti ennusteidemme tasolla.

Asuntorakentamisen volyymikasvu paikkaamaan infraa

SRV ennustaa kuluvan vuoden liikevaihdon asettuvan 650-750 MEUR:n tasolle ja operatiivisen liikevoiton olevan positiivinen. Koska ohjeistus oli linjassa odotustemme kanssa, olemme tehneet ennusteisiin vain pieniä tarkennuksia. SRV:n infraliiketoiminta kehittyi viime vuonna erittäin vahvasti

liikevaihdon noustessa 88,5 MEUR:oon (+ 70 % v/v) ja liikevoiton (EBITA) 7,8 MEUR:n tasolle. Ennusteemme yhtiön liikevaihdoiksi säilyy karkeasti ohjeistushaarukan keskivaiheilla, joka tarkoittaa noin 5-6 %:n liikevaihdon kasvua vertailukaudesta (oletuksemme SRV Infran ulkoisesta liikevaihdesta 2025 n. 50 MEUR). Odotamme liikevaihdon kääntyvän vertailukelpoisesti kasvuun toimitilarakentamisen hankkeiden realisoituessa tilauskantaan sekä etenkin omakehitteisten asuntohankkeiden käynnistyessä ensimmäisellä vuosipuoliskolla.

Vaikka toimitilarakentamisen tilauskanta on viimeisen vuoden aikana laskenut, odotamme putkessa olevien mittavien hankkeiden siirtyvän vuoden mittaan tilauskantaan, mikä tukee volyymia etenkin toisella vuosipuoliskolla. Asuntorakentamisessa SRV on tiedottanut aloittavansa kahden omakehitteisen asuntokohteen rakentamisen alkuvuodesta, mutta johdon kommenttien perusteella odotamme vielä useamman hankkeen käynnistyvän seuraavien kvartaalien aikana. Lisäksi tänä vuonna valmistuu kaksi omaperusteista kohdetta jotka maltillisesta koosta huolimatta tukevat tulosta. Jotta ennustettu tuloskasvu konkretisoituisi vuonna 2027, yhtiön tulee käynnistää tänä vuonna viime vuotta enemmän myös omaperusteisia asuntohankkeita.

Ensi vuoden tulospaannus jo kurssissa

SRV:n tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat kuluvan vuoden ennusteellamme kireät. Ennustamamme tuloskasvun turvin arvostuskertoimet painuvat neutraalimmalle tasolle vuonna 2027. Markkinakäänteen epävarmuus huomioiden nykyhinnoittelu ei tarjoa näkemyksemme mukaan vielä tarvittavaa turvamarginaalia. Myös tavoitehintamme tienoilla oleva DCF-mallin arvo tukee näkemystämme siitä, että osaketta on syytä seurata vielä toistaiseksi sivusta. Toisaalta yhtiön vahvistunut tase mahdollistaa aiempien hybridilainojen lunastuksen ensi kesänä, mikä poistaa näkemyksemme mukaan osakkeen merkittävimmän riskitekijän.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

5,00 EUR

(aik. 5,00 EUR)

Osakekurssi:

5,22 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	706	698	795	875
kasvu-%	-5 %	-1 %	14 %	10 %
EBIT oik.	6,8	9,6	18,3	22,5
EBIT-% oik.	1,0 %	1,4 %	2,3 %	2,6 %
Nettotulos	15,5	2,2	9,6	12,0
EPS (oik.)	-0,44	-0,03	0,43	0,58
P/E (oik.)	neg.	neg.	12,1	9,0
P/B (oik.)	0,7	0,8	0,8	0,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,9 %	3,8 %
EV/EBIT (oik.)	27,0	22,3	12,0	10,1
EV/EBITDA	5,5	14,6	9,5	8,0
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3

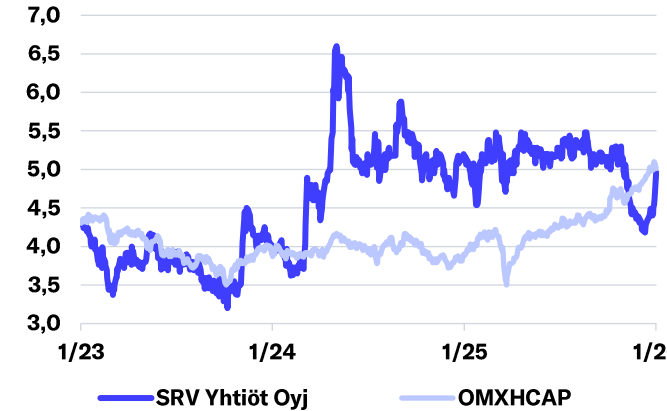
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

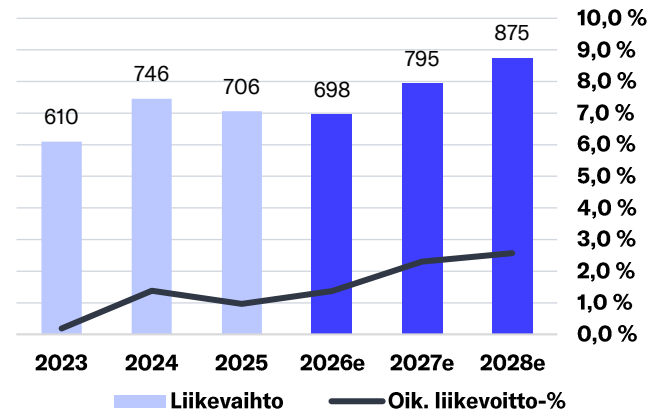
Vuoden 2026 liikevaihdon arvioidaan olevan 650-750 MEUR (vuonna 2025: 705,6 MEUR) ja operatiivisen liikevoiton arvioidaan olevan positiivinen (operatiivinen liikevoitto vuonna 2025: 6,8 MEUR).

Osakekurssi



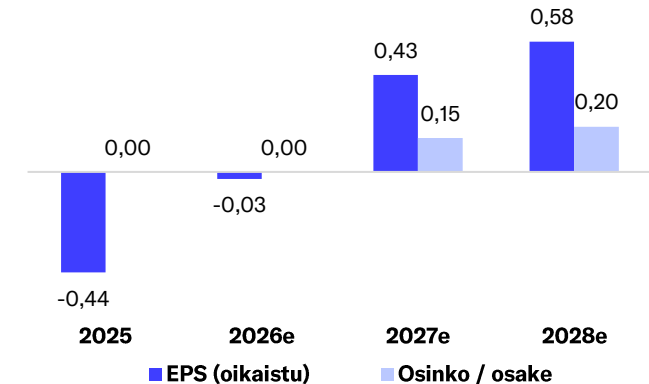
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Tuloskasvu omaperusteisten asuntojen volyymikasvun ja toimitilarakentamisen katerakenteen parantumisen myötä
- Projektien hallinnan parantuminen
- Pääoman käytön tehostuminen
- Syklisen markkinan käänne parempaan
- Strateginen keskittyminen pääkaupunkiseudulle ja kasvukeskuksiin

Riskitekijät

- Markkinoiden suhdanneriskit
- Asuntomarkkinoiden ja yksityisen toimitilamarkkinan pitkäkestoinen heikentyminen
- Kustannusten hallinnassa epäonnistuminen
- Projektihaasteiden uusiutuminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	5,22	5,22	5,22
Markkina-arvo	89	89	89
Yritysarvo (EV)	214	220	227
P/E (oik.)	neg.	12,1	9,0
P/B (oik.)	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	14,6	9,5	8,0
EV/EBIT (oik.)	22,3	12,0	10,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	26,7 %	28,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,9 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Tulos oli tiedossa

Pitkälti tiedossa ollut tulos ei aiheuttanut värinää

SRV:n Q4:n liikevaihto nousi 215,8 MEUR:oon (Q4'24: 209,1 MEUR). Operatiivinen liikevoitto oli 3,6 MEUR (Q4'24: 3,0 MEUR). Tulostaso oli linjassa yhtiön tammikuussa antaman positiivisen tulosvaroituksen ja päivitetyn ohjeistuksen kanssa. Operatiivista tulosta paransi toimitila- ja infrarakentamisen vertailukautta korkeampi volyymi, kun taas asuntorakentamisen matalampi volyymi ja painottuminen urakointiin vaikuttivat negatiivisesti. Raportoitua liikevoittoa (24,8 MEUR) tuki merkittävästi SRV Infra Oy:n myynnistä kirjattu 21,7 MEUR:n myyntivoitto. Myös myyntivoiton taso oli karkeasti ennusteidemme tasolla.

Tilaukanta johtaa harhaan

Yhtiön tilaukanta jatkoi laskutrendiään ollen 772 MEUR:n tasolla kvartaalin lopulla. Vertailukauteen tilaukanta laski 27 % ja minkä lisäksi tilaukanta laski myös Q3:n lopun 931

MEUR:n tasoilta noin 17 %.

SRV:n osalta korostuu yhä vahvemmin se, että tilaukantaan ei ole vielä merkitty kaikkia tänä vuonna todennäköisesti toteutukseen siirtyviä hankkeita. SRV:llä oli voitettuja ja esi- tai kehityssopimuksin sidottuja hankkeita noin 1,3 miljardin euron edestä. Tilaukantaan vielä kirjaamaton hankemassa kasvoi edelleen edellisen kvartaalin 1,1 miljardin euron tasosta ja etenkin vertailukauden 600 MEUR:n tasolta. Huomattavan kasvun taustalla on erityisesti Tampereen yliopistollisen sairaalan uudistamisohjelman loppuvaiheen rakennushanke, joka kirjataan tilaukantaan vaihteittain vuosina 2025-2032.

Tasejärjestelyiden kvartaali

SRV:n liiketoiminnan ja investointien rahavirta oli erittäin vahva 51 MEUR kvartaalilla. Kreate ja SRV saattoivat vuoden lopussa päätökseen SRV Infra Oy:n yrityskaupan, mikä vaikutti positiivisesti kvartaalin kassavirtaan. Lisäksi

urakointiliiketoiminnan ennakkomaksut tukivat kassavirtakehitystä. Rahoitusasemaa vahvisti kvartaalin aikana myös liikkeeseen laskettu 22,5 MEUR:n hybridilaina, jonka myötä yhtiö lunasti samanaikaisesti 15 MEUR aiempia hybridilainoja. Edellä mainittujen ajureiden myötä SRV:n rahoitusreservit nousivat kvartaalin lopussa 145 MEUR:oon, kun luku oli vertailukaudella 80 MEUR. Yhtiö on kuitenkin varautunut lunastamaan jäljellä olevat aiemmat hybridilainat (ulkona oleva määrä 41 MEUR) kuluvan vuoden kesäkuussa, ja odotamme myös käyttöpääoman heilunnan normalisoituvan ensimmäisen vuosipuoliskon aikana.

Ennustetaulukko	Q4'24	Q4'25	Q4'25e	Q4'25e	Konsensus	Erotus (%)	2025
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Liikevaihto	209	216	218			-1 %	706
Liikevoitto (oik.)	3,0	3,6	3,8			-5 %	6,8
Liikevoitto	4,7	24,8	25,8			-4 %	27,5
Tulos ennen veroja	3,3	22,8	23,8			-4 %	19,4
Liikevaihdon kasvu-%	15,1 %	3,2 %	4,3 %			-1,1 %-yks.	-5,4 %
Liikevoitto-% (oik.)	1,5 %	1,7 %	1,7 %			-0,1 %-yks.	1,0 %

Lähde: Inderes

SRV Q4'25: Hyvistä lähtökohdista vuoteen 2026



Odotamme lisää omakehitteisiä asuntohankelähtöjä H1:llä

Ennustemuutokset

- SRV ohjeistaa vuoden 2026 liikevaihdon olevan 650-750 MEUR (vuonna 2025: 705,6 MEUR) ja operatiivisen liikevoiton olevan positiivinen (operatiivinen liikevoitto vuonna 2025: 6,8 MEUR). Liikevaihdon ohjeistuksen laaja haarukka vuoden alussa oli odotettavissa vielä epävarman markkinatilanteen vuoksi. Uskomme yhtiön täsmentävän ohjeistustaan vuoden edetessä, kuten se on aiemminkin tehnyt.
- Ennustamme vuoden 2026 liikevaihdon olevan 698 MEUR (aiemmin 703 MEUR). Odotamme liikevaihdon painottuvan toiselle vuosipuoliskolle aiempia vuosia hieman vahvemmin. Ennustamme yhtiön tilauskantaan kirjautuvan ensimmäisen vuosipuoliskon aikana merkittäviä hankkeita, minkä lisäksi odotamme jo tiedotettujen omakehitteisten asuntokohteiden lisäksi aloitettavan joitakin kohteita lisää ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Nämä hankkeet näkyvät volyymeissä ja tuloksessa ennusteissamme selvemmin toisella vuosipuoliskolla.
- Liikevoitto jää kuluvana vuonna ennusteissamme vielä vaatimattomalle 9,6 MEUR:n tasolle (aiemmin 10,1 MEUR). Ennustamme kuitenkin asuntorakentamisen asteittaisen pirstymisen korvaavan Infran myynnistä tulevaa lovea liikevaihtoon sekä tulokseen. Olemme lisäksi tehneet teknisen korjauksen kuluven vuoden poistoennusteeseen. Tämä vaikuttaa ainoastaan vuoden 2026 käyttökatteen ennusteeseemme.

Operatiiviset tulosajurit 2026-2028

- Toimitilarakentamisen liikevaihto pysyy hyvällä tasolla nykyisen tilauskannan sekä jo voitettujen, mutta tilauskantaan vielä kirjaamattomien hankkeiden myötä.
- Markkinan elpyessä vähitellen yhtiön omaan hankekehitykseen perustuvien omakehitteisten sekä omaperusteisten hankkeiden volyymit lisääntyvät, mikä mahdollistaa organisaation resurssien tehokkaamman hyödyntämisen. Lisäksi kilpailutilanne toimitilarakentamisessa helpottaa ja saavutettavat projektikatteet nousevat.
- Yhtiö siirsi odotetusti kvartaalin aikana pitkän aikavälin taloudellisten tavoitteiden tavoiteaikataulua vuodesta 2027 vuosiin 2029-2030. Sisällöllisesti tavoitteet pysyvät ennallaan, yhtiö tavoittelee edelleen vähintään 50 MEUR:n operatiivista liikevoittoa sekä yli 900 MEUR:n liikevaihtoa. Tavoitteet perustuvat edelleen samoihin oletuksiin: omakehitteisten ja omaperusteisten hankkeiden sekä asuntohankkeiden osuus kasvaa yhteensä 30–40 prosenttiin liikevaihdosta.
- Ennustamme vuonna 2030 yhtiön saavuttavan tavoitellun tason liikevaihdossa joskin liikevoittoennusteemme on yhä huomattavasti tavoitetasoa alempana. Tavoiteltu kannattavuustaso vaatisi näkemyksemme mukaan tavoitellun projektiportfolion rakenteen lisäksi yhtiön historiaan nähden erittäin vahvaa suoritusta sekä urakoinnissa, että omaperusteisissa ja omakehitteisissä hankkeissa.

Ennustemuutokset	2025	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	708	706	0 %	703	698	-1 %	787	795	1 %
Käyttökate	34,4	33,4	-3 %	12,7	14,6	14 %	23,0	23,2	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,0	6,8	-3 %	10,1	9,6	-5 %	18,0	18,3	2 %
Liikevoitto	28,5	27,5	-4 %	10,1	9,6	-5 %	18,0	18,3	2 %
Tulos ennen veroja	20,3	19,4	-5 %	3,3	2,8	-16 %	11,4	11,6	3 %
EPS (ilman kertaeriä)				-0,03	-0,03	-2 %	0,42	0,43	3 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,15	0,15	0 %

Lähde: Inderes

SRV, Webcast, Q4'25



Arvostus nojaa tulevaan

Kuluvan vuoden ennusteilla arvostus yhä kireä

Kuluvan vuoden ennusteillamme SRV:n osake arvostetaan oikaistulla EV/EBIT-kertoimella 22x ja vastaava P/E-kerroin on negatiivisella tasolla. Arvostus on edelleen tänä vuonna korkea johtuen yhtiön heikosta tulostasosta. Hiljalleen piristyvän markkinan myötä SRV:n tulos kasvaa ennusteissamme vuonna 2027, jolloin vastaavat kertoimet ovat noin 12x tasolla. Vaikka SRV on hyvässä asemassa hyötymään rakennusmarkkinan palautumisesta, markkinakäänteen ajoituksen epävarmuus ja toimintaympäristön riskit huomioiden tämä ei kuitenkaan mielestämme tarjoa osakkeeseen nousuvaraa. Näin ollen osakkeen arvostus on mielestämme toistaiseksi vielä haastava, eikä osingostakaan saada tällä hetkellä tukea osakkeen tuotto-odotukselle.

Verrokkeihin nähden osakkeessa ei nousuvaraa

SRV:lle on saatavissa kohtuullisen hyvä verrokkiryhmä. Markkinatilanteen eroavaisuudet eri toimialoilla (esim. infra vs. asunto) heikentävät kuitenkin etenkin lyhyellä tähtäimellä suhteellisen arvostuksen käyttökelpoisuutta. Verrokkiryhmän historiallinen arvostustaso on ollut 10-12x EV/EBIT ja 10-13x P/E, mikä edustaa näkemyksemme mukaan myös neutraalia pitkän aikavälin arvostusta sektorille. SRV:n verrokkien arvostustaso vuodelle 2026 katsoessa on jo näkemyksemme mukaan suurimmaksi osaksi neutralisoitunut (2026e mediaani EV/EBIT: ~11x, P/E ~14x). Verrokkeihin nähden SRV on arvostettu kuluvalle vuodelle selvällä preemiolla yhtiön tulostason ollessa alhainen. Vuoden 2027 ennusteillamme yhtiön hinnoittelu on karkeasti linjassa verrokkiyhtiöihin nähden. Toisaalta ottaen huomioon SRV:n heikon historiallisen suorituksen ja

epävarmuudet tuloskehitykseen liittyen, yhtiölle tulisi mielestämme hyväksyä alennus verrokkeihin nähden. Suhteellisen arvonmäärittelyn perusteella osakkeessa ei siten olisi nousuvaraa. Toisaalta huomioiden verrokkiyhtiöiden liiketoimintamallien eroavaisuudet pidämme arvonmäärittelyksessämme verrokkien painoarvoa matalana.

DCF-malli tukee suositusta

Annamme arvonmäärittelyksessämme rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 3 %:iin liikevaihdosta (2010–2025 ka. oik. EBIT-%: ~1 %). Tämä on alle yhtiön noin 5,5 %:n EBIT-marginaalin tavoitetaso, joka on laskettu SRV:n taloudellisista tavoitteista vuosille 2029-2030. Olemme käyttäneet DCF-mallissa 9,7 %:n tuottovaatimusta (WACC) ja oman pääoman kustannus SRV:llä on 12,1 %. DCF-mallin mukainen SRV:n osakkeen arvo on noin 5,0 euroa, joka on nykykurssia alemmalla tasolla tukien suositustamme.

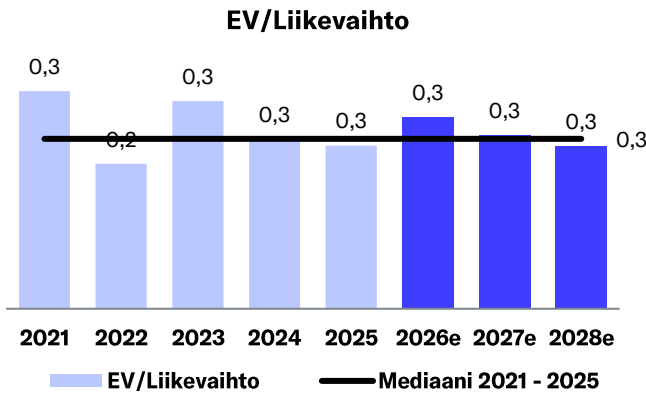
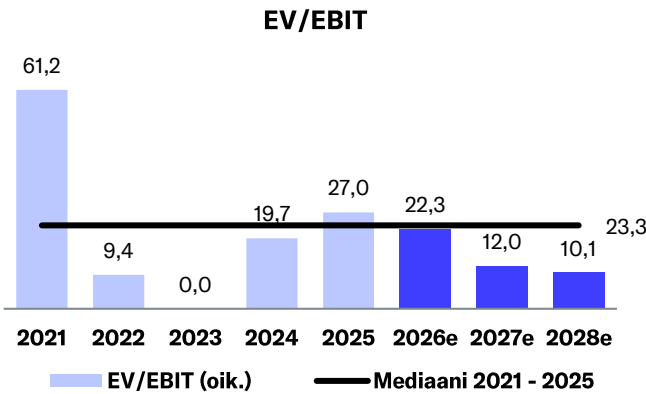
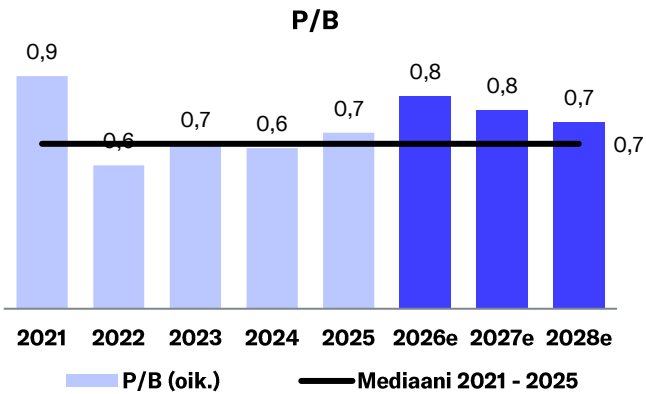
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	5,22	5,22	5,22
Markkina-arvo	89	89	89
Yritysarvo (EV)	214	220	227
P/E (oik.)	neg.	12,1	9,0
P/B (oik.)	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	14,6	9,5	8,0
EV/EBIT (oik.)	22,3	12,0	10,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	26,7 %	28,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,9 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	21,2	3,80	4,08	4,28	4,96	5,22	5,22	5,22	5,22
Markkina-arvo	139	65	69	73	84	89	89	89	89
Yritysarvo (EV)	324	178	202	202	184	214	220	227	225
P/E (oik.)	neg.	6,5	neg.	56,8	neg.	neg.	12,1	9,0	4,5
P/B (oik.)	0,9	0,6	0,7	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	69,7	neg.	neg.	9,8	5,5	14,6	9,5	8,0	5,8
EV/EBIT (oik.)	61,2	9,4	>100	19,7	27,0	22,3	12,0	10,1	6,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	26,7 %	28,2 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,9 %	3,8 %	7,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Bonava	391	715	9,3	6,9	0,7	0,6	11,6	7,3			0,5
Consti	95	90	9,1	7,0	0,3	0,3	13,2	8,8	6,2	6,3	2,0
Kreate	126	162	9,7	8,3	0,4	0,3	16,1	9,6	5,1	5,5	2,5
YIT	661	1453	17,2	13,0	0,8	0,7	47,5	18,0	0,4		0,9
JM AB	831	1795	37,5	21,8	1,7	1,5	29,5	14,8	2,3	4,0	1,1
Skanska	10488	9260	11,3	10,6	0,5	0,5	14,7	13,9	3,7	3,9	1,7
NCC	2105	2329	11,5	10,7	0,4	0,4	12,9	11,8	4,7	5,1	2,4
Peab	2885	3690	12,9	11,8	0,6	0,6	12,9	11,7	3,9	4,3	1,6
SRV Yhtiöt Oyj (Inderes)	89	214	22,3	12,0	0,3	0,3	neg.	12,1	0,0	2,9	0,8
Keskiarvo			14,8	11,3	0,7	0,6	19,8	12,0	3,7	4,9	1,6
Mediaani			11,4	10,7	0,6	0,6	14,0	11,8	3,9	4,7	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			95 %	13 %	-47 %	-50 %		3 %	-100 %	-38 %	-49 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	610	746	161	169	160	216	706	152	160	177	209	698	795	875	928
Käyttökate	-1,1	20,7	1,9	2,2	2,9	26,3	33,4	1,3	2,6	5,5	5,1	14,6	23,2	28,2	38,8
Poistot ja arvonalennukset	-5,7	-8,7	-1,2	-1,5	-1,6	-1,5	-5,8	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-5,0	-4,9	-5,7	-6,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,1	10,3	1,1	0,8	1,3	3,6	6,8	0,0	1,4	4,2	3,9	9,6	18,3	22,5	32,5
Liikevoitto	-6,8	12,0	0,7	0,7	1,3	24,8	27,5	0,0	1,4	4,2	3,9	9,6	18,3	22,5	32,5
Nettorahoituskulut	-9,0	-6,3	-1,2	-2,0	-2,9	-1,9	-8,1	-1,0	-2,0	-2,3	-1,5	-6,8	-6,7	-7,8	-8,6
Tulos ennen veroja	-15,7	5,7	-0,5	-1,3	-1,6	22,8	19,4	-1,0	-0,6	1,9	2,4	2,8	11,6	14,7	23,8
Verot	0,6	-0,4	0,3	0,5	0,5	-5,2	-3,9	0,2	0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-2,1	-2,6	-4,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-15,1	5,3	-0,2	-0,8	-1,1	17,6	15,5	-0,8	-0,5	1,6	1,9	2,2	9,6	12,0	19,5
EPS (oikaistu)	-0,42	0,08	-0,03	-0,06	-0,11	-0,25	-0,44	-0,09	-0,08	0,06	0,08	-0,03	0,43	0,58	1,15
EPS (raportoitu)	-0,89	0,18	-0,05	-0,06	-0,11	0,99	0,77	-0,09	-0,08	0,06	0,08	-0,03	0,43	0,58	1,15

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-20,8 %	22,3 %	-3,4 %	-9,4 %	-13,0 %	3,2 %	-5,4 %	-5,8 %	-5,0 %	10,5 %	-3,1 %	-1,1 %	13,9 %	10,1 %	6,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		803,5 %	-12,7 %	-45,5 %	-71,4 %	20,9 %	-33,8 %	-95,5 %	66,3 %	226,3 %	8,8 %	40,5 %	91,3 %	22,7 %	44,4 %
Käyttökate-%	-0,2 %	2,8 %	1,2 %	1,3 %	1,8 %	12,2 %	4,7 %	0,9 %	1,7 %	3,1 %	2,5 %	2,1 %	2,9 %	3,2 %	4,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,2 %	1,4 %	0,7 %	0,5 %	0,8 %	1,7 %	1,0 %	0,0 %	0,9 %	2,4 %	1,9 %	1,4 %	2,3 %	2,6 %	3,5 %
Nettotulos-%	-2,5 %	0,7 %	-0,1 %	-0,5 %	-0,7 %	8,2 %	2,2 %	-0,5 %	-0,3 %	0,9 %	0,9 %	0,3 %	1,2 %	1,4 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	60,6	61,1	59,5	61,8	63,6
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aineettomat hyödykkeet	0,5	1,9	2,0	2,1	2,2
Käyttöomaisuus	9,8	13,6	10,5	12,7	14,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3,1	1,5	1,5	1,5	1,5
Muut sijoitukset	7,1	6,3	6,3	6,3	6,3
Muut pitkäaikaiset varat	1,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Laskennalliset verosaamiset	36,9	33,6	35,0	35,0	35,0
Vaihtuvat vastaavat	390	437	380	417	460
Vaihto-omaisuus	255	281	265	294	324
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	94,3	52,1	73,3	83,4	91,9
Likvidit varat	40,5	104	41,9	39,7	43,8
Taseen loppusumma	451	498	440	479	523

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	147	166	127	134	141
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	-193,3	-186,7	-201,9	-194,6	-187,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	33,5	46,0	22,0	22,0	22,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	304	304	304	304	304
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	147	166	163	166	176
Laskennalliset verovelat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	10,0	8,3	8,3	8,3	8,3
Korolliset velat	134	148	145	148	158
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,1	9,2	9,2	9,2	9,2
Lyhytaikaiset velat	157	166	150	179	206
Korolliset velat	2,8	12,3	0,9	2,3	3,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	146	148	143	171	197
Muut lyhytaikaiset velat	7,5	5,9	5,9	5,9	5,9
Taseen loppusumma	451	498	440	479	523

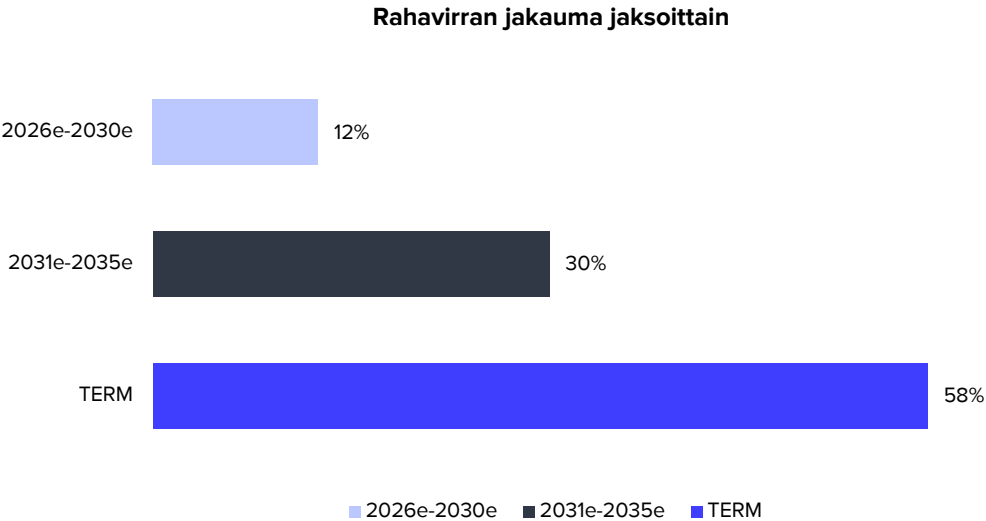
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-5,4 %	-1,1 %	13,9 %	10,1 %	6,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	3,9 %	1,4 %	2,3 %	2,6 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto	27,5	9,6	18,3	22,5	32,5	33,1	33,8	29,9	30,5	31,1	31,5	
+ Kokonaispoistot	5,8	5,0	4,9	5,7	6,4	6,8	7,0	7,3	7,7	8,1	8,3	
- Maksetut verot	-0,6	-2,0	-2,1	-2,6	-4,3	-4,3	-4,5	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2	
- verot rahoituskuluista	-1,7	-1,4	-1,2	-1,4	-1,6	-1,7	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	
+ 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	16,5	-10,1	-11,3	-12,2	-13,1	-9,4	0,0	0,1	-4,8	-4,9	-2,5	
Operatiivinen kassavirta	25,5	1,2	8,7	12,0	19,9	24,6	34,7	31,9	27,9	28,8	31,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	21,3	-2,0	-7,3	-7,5	-7,8	-7,7	-8,0	-8,2	-8,9	-8,6	-8,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	51,2	-0,8	1,4	4,4	12,1	16,9	26,8	23,7	18,9	20,1	23,2	
+/- 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	51,2	-0,8	1,4	4,4	12,1	16,9	26,8	23,7	18,9	20,1	23,2	270
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,7	1,2	3,4	8,4	10,8	15,6	12,5	9,1	8,9	9,3	108
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		187	187	186	183	174	164	148	135	126	117	108
Velaton arvo DCF		187										
- Korolliset velat		-206,6										
+ Rahavarat		104										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		85,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,0										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e	Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	610,0	745,9	705,6	697,8	794,8	EPS (raportoitu)	-0,89	0,18	0,77	-0,03	0,43
Käyttökate	-1,1	20,7	33,4	14,6	23,2	EPS (oikaistu)	-0,42	0,08	-0,44	-0,03	0,43
Liikevoitto	-6,8	12,0	27,5	9,6	18,3	Operat. Kassavirta / osake	-0,74	0,29	1,50	0,07	0,51
Voitto ennen veroja	-15,7	5,7	19,4	2,8	11,6	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,37	0,32	3,02	-0,05	0,08
Nettovoitto	-15,1	5,3	15,5	2,2	9,6	Omapääoma / osake	8,17	8,65	9,77	7,46	7,89
Kertaluontoiset erät	-7,9	1,7	20,7	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e	Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	438,6	450,8	498,1	439,8	479,1	Liikevaihdon kasvu-%	-21 %	22 %	-5 %	-1 %	14 %
Oma pääoma	138,8	146,8	166,0	126,7	134,1	Käyttökatteen kasvu-%	-99 %	-2048 %	62 %	-56 %	59 %
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-94 %	804 %	-34 %	41 %	91 %
Nettovelat	99,5	96,3	56,8	104,5	110,8	EPS oik. kasvu-%	-173 %	-118 %	-690 %	-93 %	-1493 %
						Käyttökate-%	-0,2 %	2,8 %	4,7 %	2,1 %	2,9 %
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e	Oik. Liikevoitto-%	0,2 %	1,4 %	1,0 %	1,4 %	2,3 %
Käyttökate	-1,1	20,7	33,4	14,6	23,2	Liikevoitto-%	-1,1 %	1,6 %	3,9 %	1,4 %	2,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-11,6	-14,9	16,5	-10,1	-11,3	ROE-%	-10,6 %	3,7 %	9,9 %	1,5 %	7,3 %
Operatiivinen kassavirta	-12,6	4,8	25,5	1,2	8,7	ROI-%	-2,5 %	4,3 %	9,0 %	3,2 %	6,6 %
Investoinnit	1,3	1,1	21,3	-2,0	-7,3	Omavaraisuusaste	40,7 %	41,8 %	41,6 %	37,3 %	35,5 %
Vapaa kassavirta	-6,3	5,5	51,2	-0,8	1,4	Nettovelkaantumisaste	71,7 %	65,6 %	34,2 %	82,4 %	82,7 %
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3						
EV/EBITDA	neg.	9,8	5,5	14,6	9,5						
EV/EBIT (oik.)	>100	19,7	27,0	22,3	12,0						
P/E (oik.)	neg.	56,8	neg.	neg.	12,1						
P/B	0,7	0,6	0,7	0,8	0,8						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,9 %						

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 tulevast. 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 sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuoksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
03/04/2019	Vähennä	70,00 €	69,60 €
24/04/2019	Vähennä	70,00 €	69,20 €
29/04/2019	Vähennä	68,00 €	70,80 €
17/05/2019	Vähennä	68,00 €	67,60 €
18/07/2019	Vähennä	64,00 €	67,60 €
11/10/2019	Vähennä	56,00 €	55,20 €
18/10/2019	Vähennä	50,00 €	52,00 €
01/11/2019	Vähennä	50,00 €	52,40 €
07/02/2020	Vähennä	50,00 €	52,00 €
07/04/2020	Vähennä	34,00 €	35,28 €
30/04/2020	Vähennä	42,00 €	43,20 €
25/05/2020	Vähennä	26,00 €	32,40 €
22/07/2020	Lisää	24,00 €	21,60 €
30/10/2020	Vähennä	23,20 €	22,08 €
16/11/2020	Vähennä	23,20 €	22,80 €
05/02/2021	Vähennä	23,20 €	22,40 €
30/04/2021	Vähennä	28,00 €	28,00 €
22/07/2021	Vähennä	28,00 €	26,80 €
06/10/2021	Lisää	25,20 €	23,20 €
29/10/2021	Vähennä	22,00 €	22,80 €
14/12/2021	Vähennä	20,00 €	20,00 €
04/02/2022	Vähennä	20,00 €	20,00 €
09/03/2022	Vähennä	16,00 €	16,00 €
29/04/2022	Vähennä	14,00 €	15,20 €
01/06/2022	Vähennä	8,40 €	11,60 €
22/07/2022	Lisää	5,30 €	4,77 €
28/10/2022	Lisää	4,60 €	4,03 €
31/01/2023	Lisää	4,60 €	4,20 €
03/02/2023	Vähennä	4,40 €	4,20 €
27/03/2023	Lisää	4,00 €	3,50 €
28/04/2023	Vähennä	4,00 €	3,90 €
21/07/2023	Vähennä	4,00 €	3,85 €
20/10/2023	Vähennä	3,20 €	3,30 €
27/10/2023	Lisää	3,70 €	3,33 €
22/11/2023	Lisää	4,00 €	3,70 €
02/02/2024	Vähennä	4,00 €	3,99 €
19/03/2024	Lisää	4,00 €	3,71 €
26/04/2024	Vähennä	4,90 €	4,70 €
18/07/2024	Vähennä	5,00 €	5,20 €
25/10/2024	Vähennä	5,00 €	5,38 €
07/02/2025	Vähennä	4,90 €	4,99 €
02/05/2025	Vähennä	5,00 €	5,24 €
11/08/2025	Vähennä	4,90 €	5,20 €
24/10/2025	Vähennä	4,90 €	5,06 €
29/10/2025	Vähennä	5,00 €	5,20 €
20/01/2026	Vähennä	5,00 €	4,96 €
12/02/2026	Vähennä	5,00 €	5,22 €



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.**