

TEKOVA OYJ

15.10.2026 08.30 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Tuloskasvua vailla

Laskemme Tekovan tavoitehinnan 1,3 euroon (aik. 1,4 euroa) ja toistamme Lisää-suosituksemme. Osake on viime vuoden kasvuloikan jäljiltä lähes kaikilla mittareilla halpa, mutta ennusteistamme puuttuu tuloskasvu, jota selvempi nousuvara nykytasolta mielestämme edellyttäisi. Odotamme yksityisen toimitilamarkkinan säilyvän datakeskusrakentamisen ulkopuolella vaisuna, ja datakeskusurakat näemme tässä vaiheessa yhtiölle pelkästään positiivisena optiona.

Suomalainen toimitilarakentaja

Tekova on suomalainen toimitilarakentamiseen erikoistunut rakennusliike, joka kehittää, rakentaa, myy ja harkitusti omistaa toimitiloja. Tekovan tarjoama keskittyy hallimaisiin ja yksinkertaisiin rakennuksiin. Tarjoama käsittää mm. tuotanto-, logistiikka- ja liikuntatiloja sekä yksinkertaisia liike- ja toimistorakennuksia. Tekova toimii Suomen markkinoilla asiakkainaan kiinteistösijoittajat, loppukäyttäjät sekä julkinen sektori.

Tekovan liiketoimintamalli perustuu omaan hankekehitykseen ja suunnitteluratkaisuuun, joiden pohjalta yhtiö toteuttaa kohteet kokonaisvastuurakentamisena. Asiakkaan valmiilla suunnitelmilla yhtiö rakentaa vain harvoin, ja näkemyksemme mukaan kilpailuetu syntyykin pikemmin hankkeen alkupäässä kuin itse rakentamisessa. Oman suunnitteluratkaisun ansiosta yhtiö pystyy käsityksemme mukaan karsimaan kohteen kustannuksia suhteessa viitesuunnitelmien pohjalta tarjoaviin kilpailijoihin. Lisäksi yli puolet hankkeista on tavalla tai toisella toisteisia, joten yhtiö tuntee kohteiden kustannustason aiemmista toteutuksista. Uskomme, että tarkasti rajattu liiketoimintamalli ja tiukka kiinteiden kustannusten hallinta mahdollistavat yhtiölle paremman kannattavuuden kuin tyyppillisillä pörssilistatuilla rakennusliikkeillä.

Yhtiö kasvoi viime vuonna uuteen kokoluokkaan

Yhtiö nousi viime vuonna täysin uuteen kokoluokkaan, kun liikevaihto kasvoi 69 % 111 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun

taustalla oli etenkin yhtiön historian suurin yksittäinen tilaus, kun se rakensi Mäntsälään datakeskuksen laajennuksen Nebiukselle. Kuluvalle vuodelle yhtiö ohjeistaa 95-115 MEUR:n liikevaihtoa ja 7,5-11,0 MEUR:n liikevoittoa. Ennusteemme on nykyisellään liikevoiton osalta hieman ohjeistushaarukan keskikohtaa alempana.

Rakennusteollisuus (RT) ennustaa vuodelle 2027 toimitilarakentamiselle vahvaa kasvua (+9 %). Uskomme suuren osan ennustetusta kasvusta tulevan datakeskusrakentamisesta, sillä Tekovan kannalta merkittävässä segmenteissä eli logistiikka-, tuotanto- ja liiketiloissa lupa- ja aloitusdata on ollut pehmeää. Vaisun markkinanäkymän sekä odotuksiamme heikomman Q3:n tilauskertymän myötä ennustamme nyt liikevaihdon laskun jatkuvan ensi vuonna. Ennustamme nykyisellään tuloksen palaavan lähemmäs viime vuoden ennätystasoa vuosikymmenen loppupuolella. Lähivuodet ovat siten ennusteissamme pitkälti viime vuoden kasvuloikan sulattelua, sillä arviomme mukaan toiminnan vakiinnuttaminen uuteen kokoluokkaan vie aikaa erityisesti pehmeä markkina (pl. datakeskukset) huomioiden. Tuloskasvu voisi kuitenkin olla ennusteitamme vahvempaa etenkin yksittäisten suurempien urakkavoittojen myötä. Toistaiseksi käsittelemme mm. datakeskusrakentamista lähinnä optiona, sillä hankkeet ovat yhtiön kokoluokkaan nähden suuria.

Osaketta ei voi kalliiksi luonnehtia

Tekovan P/E on vuosien 2026–2027e ennusteillamme 7–8x ja EV/EBIT 3–4x. Pidämme hinnoittelua matalana sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiyhtiöihin. Painotamme nykyisellään P/E-kerrointa, sillä se huomioi vähemmistöosuudet. Myös ennakoilla varustetut rahavarat ja taseen ulkopuoliset sitoumukset heikentävät EV-pohjaisten kertomien käyttöä. Tuloskasvu ei ennusteillamme tue tuottoa, joten tuotto-odotus nojaa noin 7 %:n osinkotuottoon ja arvostuksen nousuvaraan yhtiön todistaessa tulostason kestävyuden.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

1,30 EUR

(aik. 1,40 EUR)

Osakekurssi:

1,14 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	110,7	105,8	101,1	108,1
kasvu-%	69 %	-4 %	-4 %	7 %
EBIT oik.	10,3	8,9	7,8	8,6
EBIT-% oik.	9,3 %	8,4 %	7,7 %	7,9 %
Nettotulos	8,2	6,9	6,3	6,9
EPS (oik.)	0,19	0,16	0,14	0,16

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

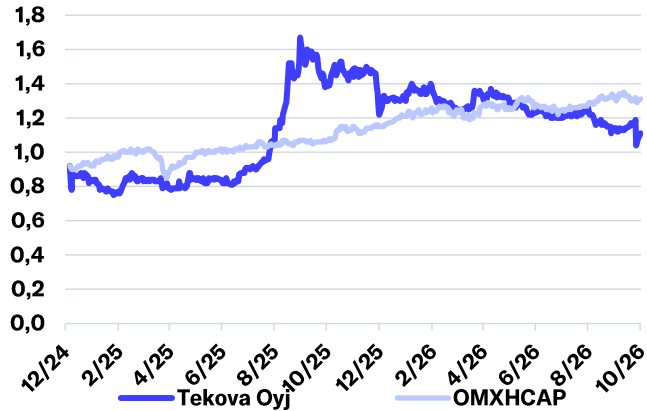
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

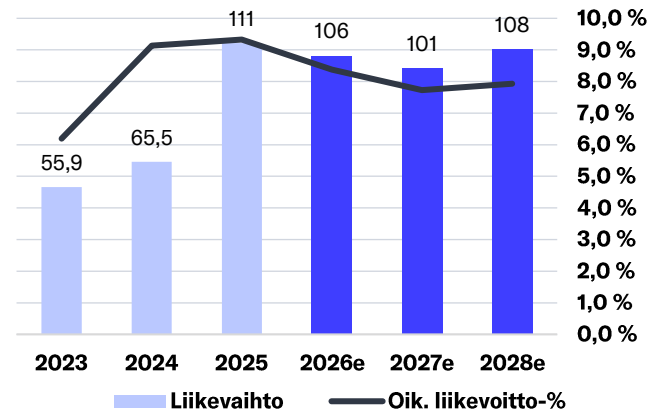
Vuonna 2026 liikevaihto on välillä 95-115 MEUR (2025: 111 MEUR) ja liikevoitto 7,5-11,0 MEUR:n välillä (2025: 10,3 MEUR).

Osakekurssi



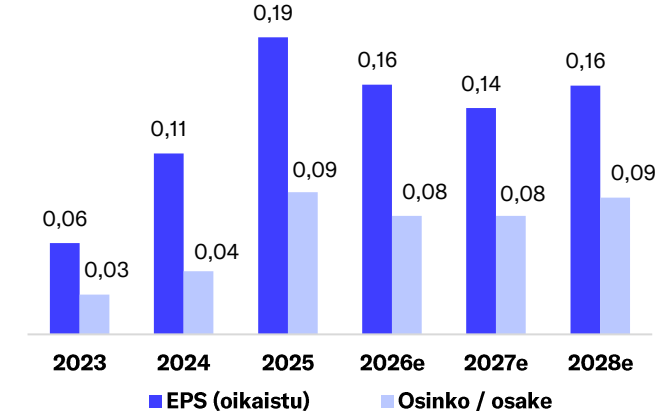
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Hankekehitys, tehokas rakentamisprosessi ja yksinkertaiset hankkeet mahdollistavat vahvan kannattavuuden
- Omakehitteiset hankkeet nostavat hankekohtaista tuottopotentialia
- Maltillisia investointeja vaativa liiketoiminta ja vahva taloudellinen tilanne
- Kevyen taseen vuoksi pääomien tuottopotentialia on hyvä

Riskitekijät

- Toimiala on hyvin riippuvainen talouden suhdanteista ja on syklistä
- Projektiriskit ovat vahvasti läsnä liiketoiminnassa
- Kasvunhallinta kriittisessä osassa liiketoimintaa
- Täysi riippuvuus Suomen markkinoiden kehityksestä
- Aliurakoitsijoiden resurssit, saatavuus sekä hinta voivat toimia pullonkaulana
- Pääomamarkkinoiden muutokset vaikuttavat yhtiön kysyntään ja kiinteistöjen myyntimahdollisuuksiin

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,14	1,14	1,14
Osakemäärä, milj. kpl	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo	50	50	50
Yritysarvo (EV)	31	30	27
P/E (oik.)	7,2	8,0	7,2
P/B	2,7	2,3	2,0
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,4	3,7	3,1
EV/EBIT (oik.)	3,5	3,8	3,2
Osinko/tulos (%)	47,5 %	52,4 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	6,6 %	7,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-17
Strategia	18-19
Toimiala ja kilpailu	20-25
Taloudellinen tilanne	26
Ennusteet	27-30
Arvonmääritys ja suositus	31-35
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	36-44

Tekova lyhyesti

Tekova on suomalainen toimitilarakentaja. Tekova keskittyy rakentamisessa yksinkertaisiin hallimaisiin toimitilahankkeisiin, jotka ovat sen ydinosaamista.

2018

Tekova perustettiin

12/2024

Tekninen listautuminen Nasdaq First North

116 MEUR

Liikevaihto H1'26 LTM

10,1 MEUR (8,7 % liikevaihdosta)

Liikevoitto H1'26 LTM

69 MEUR (-12 % v/v)

Tilaukanta Q2'26 lopussa

n. 70

Henkilöstö tällä hetkellä

2018–2021

Tekova perustettiin kahden kaverin voimin, alkuun muutamia hankkeita oman työllisyyden varmistamiseksi

Avaimet käteen -toimitilahankkeiden kysyntä yllätti positiivisesti ja toimintaa alettiin kasvattamaan

Kannattavuus erittäin hyvällä tasolla

2020–2023

Korona kiihdytti Tekovan tuotteiden kysyntää mm. logistiikkatilojen osalta

Tilaukanta kolminkertaistui koronavuosien aikana

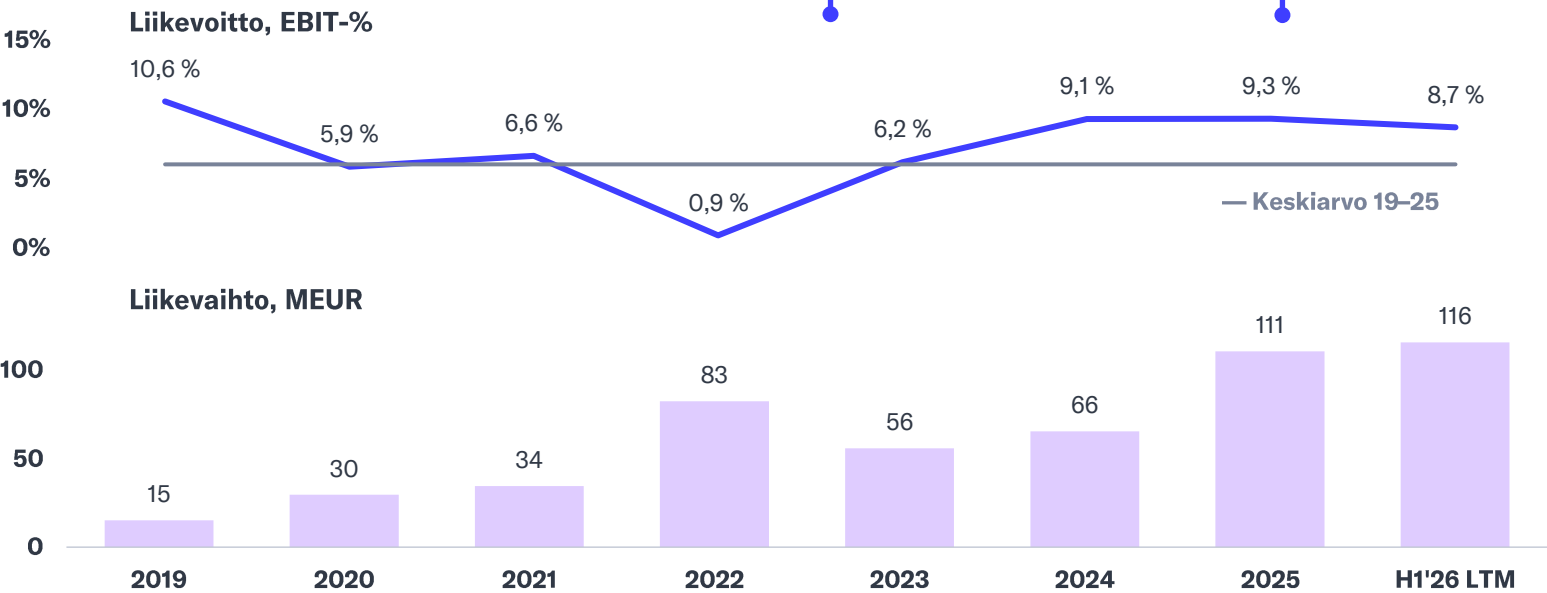
Kannattavuus heikentyä kasvun ja kuumen suhdanteen vuoksi

Yhtiö perusti alueyhtiöt vuonna 2021 kasvustrategiaa varten

2024–2026

Kannattavuus nousi erinomaiselle tasolle projektikannan tervehtymisen myötä

Yhtiö voitti historiansa suurimman datakeskusurakan Mäntsälässä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/9

Suomalainen toimitilarakentaja

Tekova on suomalainen toimitilarakentamiseen erikoistunut rakennusyhtiö. Yhtiö on perustettu vuonna 2018, mutta sen työntekijöillä, operatiivisella johdolla, hallituksella ja omistajilla on vuosikymmenten kokemus rakentamisesta. Tekovan pääkonttori sijaitsee Vantaalla, ja yhtiössä työskentelee tällä hetkellä noin 70 henkilöä.

Tekova keskittyy rakentamisessa yksinkertaisiin hallimaisiin rakennuksiin, joissa kustannukset ja rakennusprosessi ovat helposti hallittavissa. Tekova rakentaa muun muassa liike-, logistiikka-, tuotanto- ja liikuntatiloja, ja yhtiö on toteuttanut reilut 140 toimitilahanketta. Asiakkaina ovat sijoittajat, julkinen sektori, loppukäyttäjät ja yksityishenkilöt.

Yhtiö kehittää, suunnittelee ja rakentaa toimitiloja kattaen näin laajan osan rakentamisen arvoketjusta. Suunnittelu ja suunnittelunohjaus ovat yhtiön rakennusprosessille kriittinen tekijä, sillä tässä vaiheessa suurin osa rakentamisen kustannuksista määräytyy. Tekova haluaa pitää rakentamisen ohjat itsellään eikä juurikaan osallistu perinteiseen kilpailu-urakointiin, jossa tilaaja/rakennuttaja on usein tehnyt suunnitelmat ja ohjaa rakennusprosessia. Yksinkertaistettuna Tekovan liiketoimintaprosessissa yhtiö kartoittaa asiakkaan tarpeen ja sen pohjalta kehittää, suunnittelee ja rakentaa hankkeen asiakkaalle usein avaimet käteen -periaatteella.

Tekova toimii markkinoilla toimitilahankkeiden urakoitsijana. Tekova tekee myös hankkeita omakehitteisesti ja erittäin valikoidusti omaperusteisesti omaan taseeseensa. Tekova ei kuitenkaan ole kiinteistösijoitusyhtiö, eikä suunnitteilla ole kiinteistöjen omistaminen rakentamisen jälkeen kuin harkitusti. Yhtiö

toimii Suomen markkinoilla, eikä lähitulevaisuudessa ole laajentumissuunnitelmia ulkomaille. Yhtiö toimii alueyhtiömallilla Etelä-Suomessa, Länsi-Suomessa, Lounais-Suomessa ja Pohjois-Suomessa. Sen lisäksi Tekovalla on hankekehitysorganisaatio ja hallinto-organisaatio, mutta yleisesti ottaen yhtiön organisaatorakenne on kevyt. Alueyhtiöt takaavat paikallisen osaamisen, vahvat asiakassuhteet ja motivoituneet tekijät. Tekova omistaa alue- ja tytäryhtiöistä 90–100 %, ja vähemmistöosuuksilla on pyritty luomaan kannusteet toimivalle johdolle liiketoiminnan kasvattamiseen ja kehittämiseen. Omistus toimii myös kannusteena avainhenkilöiden rekrytoinnissa. Käsitksemme mukaan alueyhtiöt toimivat pitkälti itseohjautuvasti ja vastaavat esimerkiksi hankevalinnasta ja hinnoittelusta konsernin määrittämän toimintamallin ja päätösvaltuuksien puitteissa.

Tekova on kasvanut vauhdilla vuodesta 2018 tähän päivään. Yhtiön liikevaihto vuonna 2019 oli 15 MEUR ja oli vuoden 2025 lopussa noussut jo 111 MEUR:oon. Vuosittainen kasvu tällä aikavälillä on ollut noin 40 %. Kannattavuus on parhaimmillaan ollut lähes 10 % (liiketulos, 2025: 9,3 %), mutta heikoimmillaan 0,9 %, mikä kertoo Tekovan projektiliiketoiminnan luonteesta. Ala on lisäksi suhdanneherkkä, mikä altistaa liiketoiminnan suurille vaihteluille vuosien välillä.

Viimeisimpänä liikevaihdon 69 %:n kasvua vuonna 2025 tuki erityisesti Mäntsälän datakeskuksen laajennus, josta Tekova solmi helmikuussa historiansa suurimman urakkasopimuksen. Alun perin 17,2 MEUR:n urakka laajeni kokonaislaajuudeltaan yli 30 MEUR:oon, ja hanke nosti yhtiön liikevaihdon kertaheitolla uuteen kokoluokkaan.

Tekova® Tilaa toimia	
 Yhtiö	Toimitilarakentaja
	Hallimaiset yksinkertaiset toimitilat omilla suunnitelmilla
 Prosessi	Asiakkaan tarve
	Hankekehitys ja suunnittelu
	Rakentaminen
	UrakointikohdeOmakehitteinen kohde
 Kohde-esimerkkejä	Liiketilat
	Logistiikkatilat
	Tuotantotilat
	Liikuntatilat
 Asiakasryhmiä	Sijoittajat
	Loppukäyttäjät
	Julkinen sektori

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/9

Toimintamalli

Tekova rakentaa toimitiloja kokonaisvastuu-urakoinnin (KVR) periaatteella, jossa se ottaa vastuun koko rakennusprosessista hankekehityksestä ja suunnittelusta aina rakentamiseen ja mahdollisesti myös myyntiin. Tekova pyrkii valitsemaan hankkeensa niin, että se voi hyödyntää omaa ydinosaamistaan sekä suunnittelussa että rakentamisessa. Tekovan liiketoimintamalli voidaan jakaa neljään selkeään vaiheeseen:

- Hankekehitys
- Suunnittelu
- Rakentaminen
- Käyttöönotto ja luovutus

Hankekehitys

Hankekehitysvaiheessa luodaan perusta koko rakennushankkeen onnistumiselle. Tekova pyrkii yhdessä asiakkaan (kiinteistösijoittajan tai loppukäyttäjän) kanssa löytämään ratkaisun asiakkaan tarpeita vastaavalle rakennukselle. Tontti voi olla asiakkaan omistama tai se voidaan etsiä yhdessä asiakkaan tarpeiden mukaisesti. Tonttia kehitetään (kaavamuutokset ym.) yhdessä asiakkaan kanssa ja tehdään muut tarvittavat selvitykset ennen suunnittelun aloittamista. Hankekehityksessä mukanaolo varmistaa Tekovalle, että hanke voidaan toteuttaa sen rakennus- ja suunnitteluprosessien mukaisesti. Tämä parantaa rakennushankkeen onnistumisen todennäköisyyttä ja varmistaa eri sidosryhmien tavoitteiden huomioimisen.

Suunnittelu omissa käsissä

Suunnittelun ja toteutuksen integrointi on rakennushankkeen haastavimpia osa-alueita, ja Tekova haluaa pitää sen omissa käsissä. Kustannustietoinen suunnitteluosaaminen ja rakentamisen aikainen suunnittelun ohjaus mahdollistavat tehokkaamman rakennusprojektin. Suunnittelun avulla voidaan myös parhaiten vaikuttaa projektin kokonaiskustannuksiin, kun materiaaleja ja ratkaisuja harkitaan. Tekovalla on omia suunnittelijoita, mutta se hyödyntää myös vahvasti kumppaniverkostoaan. Tekova luo suunnittelullaan raamit rakenteille ja tärkeimmille komponenteille, joiden pohjalta koko hankkeen suunnittelu valmistuu. Omat suunnittelijat varmistavat yhtiön prosesseille sopivien rakenteiden ja materiaalien käytön. He pystyvät myös hoitamaan suunnittelunohjausta rakentamisen eri sidosryhmien kanssa paremmin kuin kokonaan ulkoistettu suunnittelutoiminto. Suunnittelijoiden käyttöasteen optimointi on kuitenkin tärkeää, ja kumppaniverkosto tuo joustavuutta heikomman kysynnän ja väliaikaisten kysyntäpiikkien aikana.

Rakentaminen ja luovutus

Tekova rakentaa hankkeensa sopimuksen mukaan, jos kyseessä on asiakkaalle tai sijoittajalle tehtävä hanke. Omakehitteisten hankkeiden rakentaminen tapahtuu omaan laskuun. Tekova pyrkii siihen, että sopimuksissa on tarkasti urakan sisältö kuvattuna, jotta jälkikäteen ei olisi tarvetta tehdä muutoksia sovittuun urakkaan tai sen sisältöön (esim. tehdä merkittävästi lisätöitä).

Tekovan rooli rakennushankkeen elinkaaressa



Hankekehitys

Tekova tekee hankekehityksen yhdessä asiakkaan kanssa



Suunnittelu

Tekova vahvasti mukana suunnittelussa omilla suunnittelijoilla



Rakentaminen

Rakentaminen projektinjohtomallilla aliurakointia hyödyntäen



Käyttöönotto ja takuu aika

Rakennuksen luovutus ajallaan, virheettömästi ja takuuajasta huolehtien

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/9

Rakentaminen perustuu projektinjohtomalliin

Tekova rakentaa projektinjohtomallilla, jossa oma henkilöstö on työmaan projektinjohtohenkilöstöä, mutta suorittava työ tehdään aliurakointina kumppaneita käyttäen. Tämä tuo joustavuutta liiketoimintaan huonoina aikoina, mutta kuumimman suhdanteen aikana resursseille voi olla merkittävästi enemmän kysyntää, mikä voi heijastua hintoihin sekä saatavuuteen. Tällä hetkellä liiketoimintamalli toimii hyvin, sillä aliurakoitsijoiden resursseja on hyvin saatavilla ja hinnat yleisesti laskevat. Tekovan rakentamisprosessi pyritään pitämään yksinkertaisena hyödyntäen seinäelementtejä tai -paneeleja sekä kattoelementtejä, joita voidaan nopeasti asentaa usein pilarimaisen rakennelman ulkokuoriin. Rakennuksen luovutus ja käyttöönotto pyritään tekemään ajallaan ja virheettömästi. Tästä esimerkkinä ovat Tekovan useat nollavirheluovutukset. Nollavirheluovutus tarkoittaa, että luovutustarkastuksessa ei ole havaittu puutteita tai virheitä, joita pitäisi korjata jälkikäteen. Suuri määrä nollavirheluovutuksia kertoo Tekovan rakentamisen laadusta, ja arvioimme mukaan hankkeiden yksinkertaisuus avittaa myös virheiden välttämistä. Arvioimme myös, että kohteiden käyttötarkoitus (ts. varastohalleja ja työtiloja) ei vaadi viimeistelyltä samaa tasoa kuin esimerkiksi kuluttaja-asunnoissa tai prime-toimistoissa.

Kiinteistökehitys

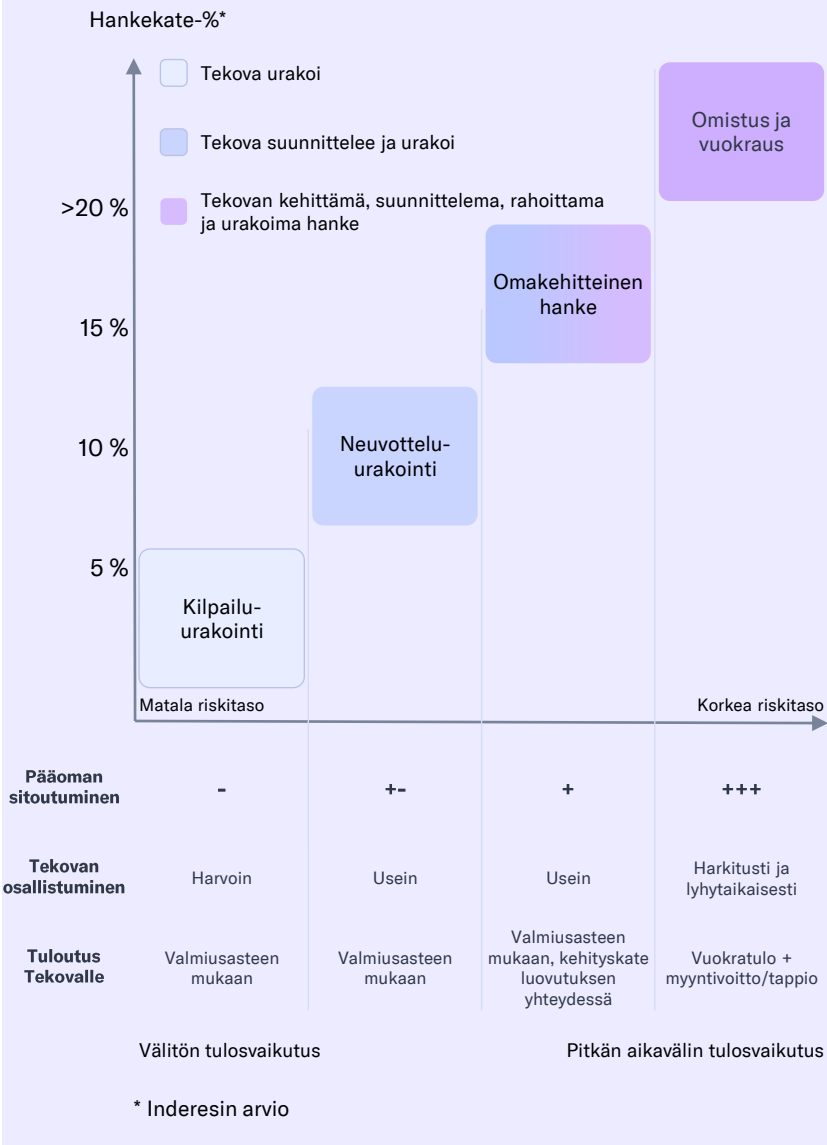
Tekovan projektit ovat lähtökohtaisesti joko neuvottelu-urakoita tai omakehitteisiä hankkeita. Neuvottelu-urakassa tilaaja luo raamit hankkeelle, johon Tekova tarjoaa heidän prosesseilleen sopivan ratkaisun. Hankkeet voivat sisältää myös hankekehitystä. Omakehitteisissä ja -perusteisissa hankkeissa riskitasot ovat urakointihankkeita korkeammat ja pääomaa sitoutuu enemmän, mutta samalla tuottopotentiaali on selvästi suurempi. Tämä on nähtävillä myös seuraavan

sivun kuviosta.

Omakehitteisellä hankkeella tarkoitamme Tekovan hankekehittämää ja suunnittelemaa hanketta (usein asiakkaan kanssa), jossa kohde on myyty ennen rakentamisen aloittamista tai se on jo lähtökohtaisesti asiakkaan rahoittama. Omakehitteinen hanke voi sitoa rakentamisen aikana myös Tekovan pääomaa. Tekova on perustanut viisi kiinteistöosakeyhtiötä omakehitteisiä hankkeita varten. Kiinteistöyhtiöt jätetään yhdistelemättä konserniin, sillä niiden omistus on tarkoitettu lyhytaikaiseksi ja edelleen luovutettavaksi. Tilikaudella 2025 perustettiin kolme yhtiötä ja alkuvuonna 2026 kaksi. Yhdistelemättömien kiinteistöyhtiöiden korollinen velka oli H1/26:n lopussa 8 MEUR, ja emoyhtiö toimii lainoissa takaajana. Rakennusurakan osalta omakehitteinen hanke tuloutuu tasaisesti valmiusasteen mukaisesti Tekovalle liikevaihdoksi ja tulokseksi. Kun omakehitteinen hanke valmistuu ja luovutetaan, kiinteistökauppa pannaan toimeen, jolloin Tekovalle tuloutuu kehityskate kerralla osakkeiden myyntihinnan ja hankintamenon erotuksena.

Hankkeiden lyhytaikainen omistaminen mahdollista

Tekova voi myös harkiten omistaa kohteita, mikäli se kokoaa hankkeista portfoliota myyntiä varten tai hankkeen osalta on nähtävissä merkittävää arvonnousupotentiaalia. Mielestämme omistaminen lisää pääoman sitoutumisen lisäksi Tekovan riskiä tuottovaatimusten ja markkinaolosuhteiden muutoksille. Korkotason tai sijoittajien kiinnostuksen vaihtelut voivat aiheuttaa myös alaskirjauksia taseessa olevista omaisuuseristä. Suhtaudumme näin varauksella Tekovan suunnitelmiin jäädä omistajiksi omissa hankkeissaan, sillä se luo liiketoimintaan riskielementtejä eikä ole näkemyksemme mukaan yhtiön ydinliiketoimintaa.

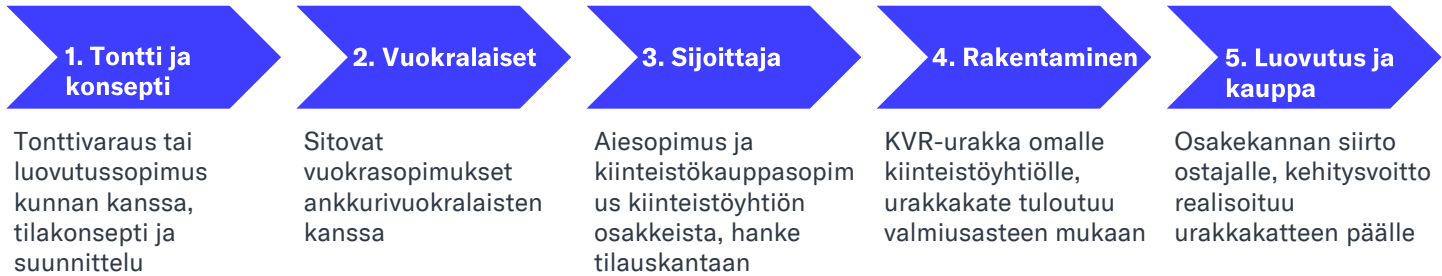


Lähde: Tekova, Inderes

Omakehittiset hankkeet

Omakehittisen hankkeen kehitysvaiheet

Tuotot Tekovalle muodostuvat omakehittisessä hankkeessa rakentamisen urakkakatteesta ja kiinteistökaupan kehityskatteesta. Hanke siirtyy tilauskantaan vasta kiinteistökauppasopimuksen myötä. Omakehittisellä hankkeella ei ole myyntiriskiä, toisin kuin omaperusteisella.



Tekovan nykyiset omakehittiset hankkeet

Hanke	Tyyppi	Koko	Sijoittaja	Arvo	Hankevaihe
Tuusula	Liikerakennus	n. 10 000 m ²	Ei tiedotettu	12–20 MEUR*	Tontin luovutussopimus ja kaksi ankkurivuokralaista, sijoittajaa ei tiedotettu, rakentaminen H2/26, valmis 2027
Riihimäki	Tuotanto ja varasto	n. 9 000 m ²	Nordisk Renting	n. 17 MEUR	Kauppa- ja vuokrasopimukset 2/26, rakentaminen alkoi Q2/26, valmis H2/27
Raasepori	Liikekiinteistö	yli 5 000 m ²	Prisma Properties	7 MEUR	Rakenteilla, valmistuu syksyllä 2026
Kuopio	Neljä käyttäjää	n. 8 800 m ²	Kielo	14 MEUR	Rakenteilla, valmistuu syyskuussa 2026
Iisalmi	Kolme käyttäjää	n. 5 000 m ²	Prisma Properties	6 MEUR	Valmistui 8/26, omistus siirtyi Prisma Propertiesille 1.9.2026

* Inderesin arvio, arvoa ei ole tiedotettu

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/9

Projektiliiketoimintaa

Tekovan liikevaihto syntyy projekteista. Kasvaakseen tai edes pitääkseen liiketoiminnan volyymien ennallaan yhtiön on löydettävä koko ajan uusia, nykyisiä hankkeita korvaavia projekteja. Projektiliiketoiminnassa on myös suuri tulosriski projektihallinnan pettäessä. Projektissa voidaan epäonnistua jokaisessa rakentamisen vaiheessa, mutta usein itse rakentamisen prosessi lopulta virheen paljastaa, mikä usein johtaa viivästyksiin tai ylimää räisiin kustannuksiin. Tekova rakentaa hankkeensa KVR-urakoina, joissa vastuu projektiongelmista jää usein myös Tekovan harteille. Tekovan projektit ovat historiassa olleet keskimäärin 4–5 MEUR:n kokoluokkaa.

Viime vuonna voittiin yhtiön historian suurin, lopulta yli 30 MEUR:n datakeskushanke Mäntsälässä, jonka kokoluokka kertoo, että yksittäisellä projektilla ja asiakkaalla voi olla lyhyellä aikavälillä Tekovan kehitykseen merkittävä vaikutus. Yhtiön tapauksessa keski suuret tai suuremmat hankkeet ovat usein kannattavampia kuin aivan pienet, sillä pienissä on paljon kilpailua ja hankkeen skaala edut ovat vähäisiä. Hieman isommissa hankkeissa on monistettavuutta ja kuitenkin maanrakennus ja esimerkiksi työmaalogistiikka vievät lähes yhtä paljon resursseja kuin pienemmässä hankkeessa. Yhtiön mukaan keski suurissa tai sille suurissa hankkeissa kilpailutilanne on myös parempi, sillä isommat yhtiöt eivät hankkeista kiinnostu ja pienemmillä toimijoilla ei ole niihin resursseja tai osaamista. Arviomme mukaan kilpailua kuitenkin tulee keski suurilta rakentajilta ja myös isoimmat yhtiöt tekevät >10 MEUR:n toimitilahankkeita. Lisää kilpailijoista myöhemmin raportissa (Toimiala ja kilpailu -osio).

Tekovalla on ollut historiassa projektihaasteita etenkin vuoden 2022 kovan kasvun aikana. Näiden projektien häntiä oli nähtävissä vielä vuonna 2023, mutta käsityksemme mukaan tämän jälkeen suuremmilta projektiriskien realisoitumisilta on välttytty. Korostamme kuitenkin, että projektihaasteet ja -ongelmat tulevat olemaan myös jatkossa osa yhtiön liiketoimintaa. Avainasia on välttää merkittävien projektiongelmien syntyminen. Mielestämme tätä tavoitetta auttaa keskittyminen ydinosaamiseen ja myös se, että yhtiö on tehnyt tietoisien valinnan strategisesti keskittyä liikevaihdon kasvun sijaan tuloksen kasvattamiseen. Näin vältetään ainakin liian kovan kasvun aiheuttamat haasteet.

Tekovan projektit valmistuvat suhteellisen nopeasti ja tuotantoaika on kohtalaisen lyhyt. Rakennusaika Tekovalle on historiassa keskimäärin ollut 8 kuukautta, mikä varmistaa tilauskannan nopean tuloutuksen, mutta myös alentaa hankeriskejä. Nopeamman läpimenoajan hanke altistuu lähtökohtaisesti vähemmän esimerkiksi kustannusvaihteluille tai muutoksille markkinaolosuhteissa. Arviomme mukaan, kun yhtiön projektien koot väistämättä kasvavat, kasvaa myös läpimenoaika hieman. Toistaiseksi tilauskanta juoksee kohtalaisen nopeasti, mikä toisaalta luo painetta löytää uusia hankkeita.

Yhtiöllä on käsityksemme mukaan tyypillisesti noin 20 hanketta käynnissä, joista 16-17 on työmaavaiheessa. Keskimääräinen hankekoko on muutaman prosentin luokkaa vuosiliikevaihdosta, joten yksittäisen hankkeen epäonnistuminen ei tyypillisesti uhkaa koko vuoden tulosta. Toisaalta yhtiön voittaessa suuremman kokoluokan urakoita (kuten Mäntsälän datakeskushankkeen), korostuu yksittäisen hankkeen rooli yhtiön tuloksenteossa.

Isot projektit

Koko +8 MEUR

Kesto arviolta 10–12 kuukautta

- Yhtiön koon kasvaessa isommat projektit tulevat arviomme mukaan yleistymään
- Vielä pienemmässä roolissa yhtiöllä
- Resurssi- ja skaalaetuja hankkeiden ollessa monistettavia

Keskikokoiset projektit

Koko 3–8 MEUR

Kesto arviolta 8–10 kuukautta

- Merkittävin osa yhtiön projekteista on keski suuria hankkeita
- Esimerkiksi yksinkertaisia logistiikka- tai liiketiloja

Pienet projektit

Koko 0–3 MEUR

Kesto noin 6–8 kuukautta

- Yleensä kilpailtuja
- Vievät resursseja paljon suhteessa projektin kokoon

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/9

Yhtiö ei ole immuuni suhdanteille

Rakennusalaan ja toimitilarakentamiseen vaikuttavat talouden suhdanteet. Näin ollen Tekovan liiketoiminta on syklistä. Toimitilarakentaminen on syklistä etenkin liiketiloissa ja toimistotiloissa, joissa yksityinen sijoituskysyntä on merkittävä kysynnän lähde. Logistiikka- ja teollisuus- sekä tuotantotilat ovat mielestämme vähemmän alttiita suhdanteille tai ainakin ne voivat pärjätä myös heikomman rakentamisen suhdanteen aikana, mistä Tekovan suoritus viime vuosina on mielestämme hyvä esimerkki.

Tekovalla syklisyyttä lisää se, että yhtiön asiakkaat ovat suurelta osin yksityiseltä sektorilta. Julkinen sektori on Tekovalla mukana esimerkiksi liikuntahalleissa, mutta liiketiloissa, logistiikkatiloissa ja tuotantotiloissa asiakkaana on usein sijoittaja.

Tekovan mukaan valtaosa yhtiön asiakkaista on sijoittajia ja loput ovat julkista sektoria ja loppukäyttäjiä. Yhtiöllä on kertomansa mukaan toistuvia asiakkaita, jotka tuovat vakautta yhtiön liiketoimintaan, mutta toisaalta ne ovat näkemyksemme mukaan myös riski tilanteen muuttuessa.

Arviomme mukaan vahvan sijoittajapainon vuoksi riskinä ovat myös erittäin nopeat kysynnän vaihtelut kiinnostuksen tai tuottomahdollisuuksien vähentyessä. Näin kävi muun muassa hyvinvointi- tai hoivatiloille 2020-luvun taitteen hoivatilabuumissa. Tekovan toimitilat jakautuvat kuitenkin monen eri alan toimintaan eivätkä ole niin riippuvaisia yhdestä kohde- tai hanketyypistä.

Liiketoiminnassa rakentamiselle normaalia kausivaihtelua

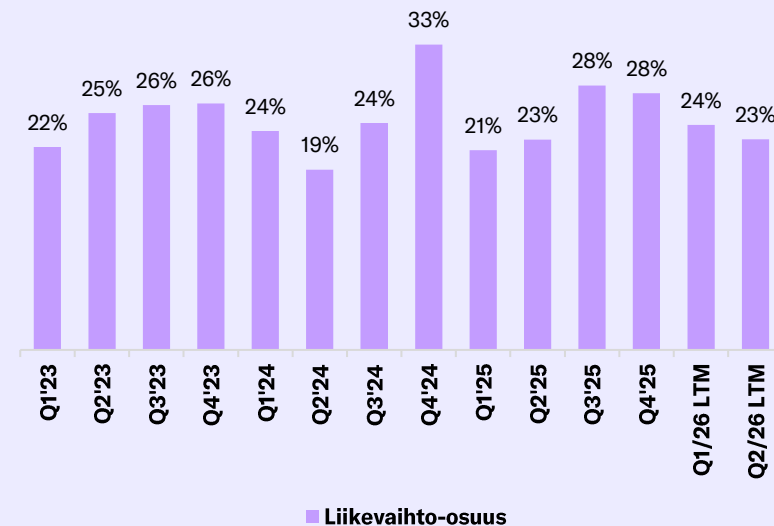
Tekovan liiketoiminnan kausivaihtelut seuraavat

rakentamisen kausivaihteluita, mutta ne eroavat hieman esimerkiksi asuntorakentamisesta, jossa Q4 on usein selvästi paras kvartaali. Tekova on pyrkinyt tasaisuuteen liiketoiminnassaan ja usein kvartaalien liikevaihdot ovat asettuneet 20–30 %:iin koko vuoden liikevaihdosta. Muutaman vuoden aikajaksolta olemme havainneet, että H2 on hieman vahvempi kuin H1. Tämä on tyypillistä rakentamisessa, sillä usein hankkeita valmistuu loppuvuotta kohden ja urakoinnissakin isoimpia osakokonaisuuksia voi tällöin hankkeista tuloutua.

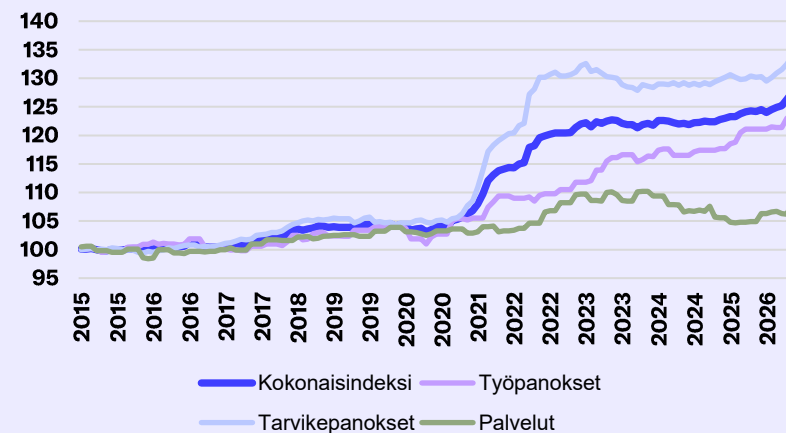
Resursseina työvoima ja materiaalit

Tekovan projekteissa tarvitaan tuotantopanoksina työntekijöitä, työkoneita ja materiaaleja. Tekova on erityisen riippuvainen teräksestä, betonista, seinä- ja kattoelementeistä, puutavarasta sekä muista rakentamisen perusmateriaaleista. Näiden hinnanvaihteluilla voi olla vaikutuksia yhtiön liiketoimintaan, mutta Tekova pienentää vaikutuksia hankkeiden nopealla läpimenoajalla ja kustannusten indeksoinnilla. Työvoima on myös tärkeä resurssi. Arviomme mukaan suurin osa Tekovan työvoimasta on alihankkijoita ja verkoston kestävyys Tekovan koon kasvaessa on riskitekijä. Yhtiö on kuitenkin pystynyt tähän mennessä todistamaan alihankkijaverkostonsa kestävyuden, vaikka liikevaihto on kasvanut poikkeuksellisen nopeasti. Toisaalta samanlaista joustoa ei varmasti ole saavutettavissa tilanteessa, jossa rakentamisen markkinan kysyntä olisi yleisesti paremmissa kantimissa.

Liikevaihdon kertymä vuoden sisällä on vaihdellut, mutta on rakentamiselle tyypillisesti takapainoista



Rakennuskustannusindeksi, 2015 = 100



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/9

Kassavirta on tyypillisesti painottunut loppuvuoteen

Tekovan operatiivinen kassavirta on urakkahankkeissa tyypillisesti tasaista. Arviomme mukaan se on tyypillisenä vuotena kuitenkin jokseenkin vahvempaa vuoden toisella puoliskolla, kun projekteja usein valmistuu ja isompia maksueriä maksetaan. Kassavirran vaihtelu syntyy, kun hankkeita käynnistetään ja pääomia sidotaan kaluston ja materiaalin hankintaan. Omaperusteisissa hankkeissa kassavirta tuloutuu hankkeen myynnin yhteydessä. Näillä hankkeilla on negatiivinen vaikutus kassavirtaan ennen myyntiä, kun rakennuskuluja investoidaan taseeseen. Lisäksi hankkeen rahoituksesta riippuen myös omakehittainen hanke voi sitoa yhtiön pääomaa rakentamisen aikana.

Tekova toimii pääosin urakkaliiketoiminnassa eikä valmista tuotteita varastoon myyntiä varten. Tämän vuoksi Tekovan nettokäyttöpääoma on pitkälti negatiivinen. Kasvun aikana negatiivinen nettokäyttöpääoma on positiivinen asia sijoittajille, sillä liiketoimintaa voidaan kasvattaa ilman lisärahoitustarvetta. Käytännössä se tarkoittaa, että yhtiön ostovelat ovat myyntisaamisia suurempia ja että yhtiön maksuehdot asiakkaisiin nähden ovat etupainotteiset. Urakkahankkeessa asiakkaalta saadaan usein maksusuoritus ennen merkittäviä hankintoja. Tämä tuo taseeseen rahaa ennakkoon ja paisuttaa Tekovan kassaa, vaikka raha onkin merkitty hankkeelle. Laskevan liikevaihdon aikana negatiivinen nettokäyttöpääoma aiheuttaa kuitenkin negatiivista painetta kassavirtaan. Tämä tarkoittaa, että Tekova ei mielestämme voi käyttää liiketoiminnassa merkittävää velkavipua, mikä taas heikentää mahdollisuuksia kasvattaa oman taseen hankekantaa. Tekovan velaton konsernitase ja noin 10 MEUR:n kassa antavat yhtiölle kokoluokkaansa nähden

hyvän kyvyn kantaa yksittäisten hankkeiden käynnistysvaiheen pääomasitoutumista, joskin taseen ulkopuoliset takausvastuut ja käyttöpääoman kausivaihtelu kaventavat todellista liikkumavaraa. Emme usko yhtiön pystyvän nykyisellä taseella rahoittamaan merkittävässä määrin uusia omakehittisiä hankkeita, joissa yhtiön pääomaa sitoutuu rakentamisen ajalle. Toisaalta nykyisistä hankkeista vapautuu pääomaa niiden valmistuessa.

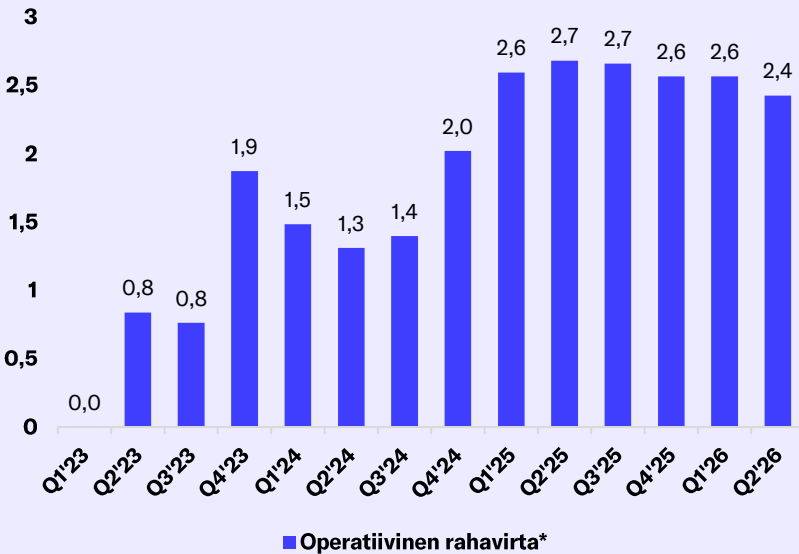
Ei merkittäviä investointeja

Tekovan operatiivinen liiketoiminta ei sido merkittävästi pääomaa investointeihin, sillä yhtiön investoinnit rajoittuvat normaalioloissa koneiden ja kaluston ylläpito- ja uudisinvestointeihin. Arvioimme näiden jäävän tyypillisesti 0–1 %:iin liikevaihdosta. Kevyt taserakenne tukee tätä kuvaa, sillä pysyvien vastaavien määrä on viime vuosina supistunut selvästi.

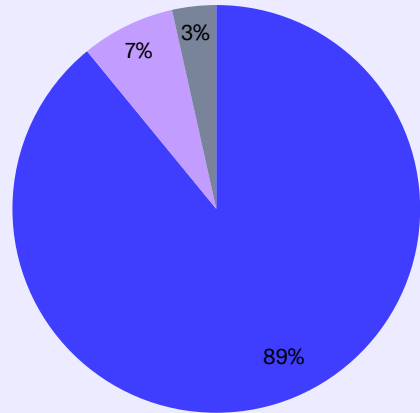
Investointien vuosivaihtelua selittävät käytännössä yksinomaan omakehittiset hankkeet. Isompia kertaeriä syntyy hankkeiden käynnistyessä ja etenkin silloin, kun maa-alueita hankitaan taseeseen.

Huomautamme kuitenkin, että omakehittisten hankkeiden pääomasitoutuminen ei kirjaudu yhdenmukaisesti, vaan kirjaustapa riippuu hankkeen toteutusmallista. Osa sitoutumisesta näkyy investointien rahavirrassa, osa käyttöpääomassa ja osa konserniin yhdistelemättömien kiinteistöyhtiöiden taseissa, jolloin emoyhtiön rooli jää takaajaksi. Pelkkä investointien rahavirta antaa siten vaillinaisen kuvan hankekehityksen todellisesta pääomatarpeesta.

Kassavirta loppuvuosipainotteinen



Kulurakenne yksinkertainen ja muuttuva



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/9

Kustannukset pääosin muuttuvia

Tekovan kustannuksissa on hyvin joustavuutta. Suurin osa kustannuksista on muuttuvia, ja kiinteinä kuluina ovat oikeastaan vain konsernin tehtävät. Muut kustannukset syntyvät projekteille, kun niihin lasketaan mukaan myös hankekehitys ja hankkeen mahdollinen myynti.

Isossa osassa kustannuksia ovat materiaalit ja palvelut, joiden osuus kokonaiskuluista oli vuonna 2025 noin 89 %. Tämä osuus liikkuu hyvin pitkälti myös liikevaihdon mukana, mutta vaihtelee vuosittain resurssien hintojen ja niiden hallinnan onnistumisen mukaan.

Materiaali- ja palvelukulujen lisäksi yhtiöllä on henkilöstökuluja, jotka pysyvät kohtuullisen kiinteinä. Niiden osuus kokonaiskuluista oli vuonna 2025 noin 7 %. Liiketoiminnan muut kulut (noin 3 %:n osuus) ovat pääosin kiinteitä kuluja ja niiden osuus kokonaisuudesta on hyvin pieni. Poistoja on vähäisen omaisuuden vuoksi erittäin vähän (2025: 149 tuhatta euroa eli 0,1 % kokonaiskuluista). Liiketoiminta skaalautuu mielestämme vain rajallisesti, sillä samaa projektia ei voi myydä uudestaan, vaan uusi projekti vaatii aina uudet resurssit. Arviomme mukaan kuitenkin nykyorganisaatio ja kulurakenne mahdollistavat korkeamman liikevaihdon tekemisen ja kiinteissä kuluissa on hieman skaalautumisen varaa.

Pysyvää kilpailuetua haastava muodostaa

Tekova keskittyy hankkeissaan yksinkertaisuuteen eikä teknisessä mielessä hankkeissa ole mitään erikoista, mikä tekisi mielestämme Tekovan tuotteesta markkinoilla ainutlaatuisen. Siinä mielessä yhtiön tuote ei toimi merkittävänä kilpailutekijänä.

Yhtiö on toteuttanut useita projekteja niin sanottuna nollavirheluovutuksena, joten yhtiön laadun ja prosessin tehokkuuden sekä virheettömyyden voi nähdä kilpailukykyä tukevana tekijänä yhtiölle. Yhtiön vakioidut konseptit sekä tapa toteuttaa hankkeita johtavat projektien nopeaan läpimenoaikaan ja alaan nähden hyviin projektikatteisiin.

Yhtiöllä on lisäksi vahvat asiakassuhteet tärkeimpiin asiakkaisiinsa. Investointisyklin aikana hankkeissa voi olla toistuvuutta useaksi vuodeksi, mikäli asiakkaalla on laajentumismahdollisuuksia ja -haluja. Nämä tukevat mielestämme kilpailukykyä yhtiön kokoluokassa ja tietyn tyyppisissä hankkeissa, mutta kestäväksi kilpailueduksi tätä ei voi lukea.

Arviomme mukaan yhtiön hankekehitysosaaminen voi muodostua markkinoilla korkeintaan pieneksi kilpailueduksi. Hankekehityksellä on alalla vaikea erottautua edukseen, sillä lopulta kyse on tontista, sen sijainnista ja siitä, millaisen hankkeen kaava mahdollistaa. Lisäksi hankekehitysosaaminen on tyypillisesti sidoksissa henkilöstöön eikä yhtiön omaan prosessiin, joten se ei ole yhtiölle ainutlaatuista eikä siten muodosta pysyvää kilpailuetua.

Mielestämme alalle on myös kohtalaisen helppo tulla (vertaa Tekovan oma historia), sillä liiketoiminnan aloittaminen ei vaadi merkittäviä investointeja. Tämä johtaa myös siihen, että mielestämme kestävien kilpailuetujen saavuttaminen alalla on haastavaa. Alan tekijöillä ei ole mielestämme yliverstaista tuotantoprosessia tai muuta tapaa toimia, jota muut eivät voisi kopioida.

Tekovan esimerkkikohteita

Datakeskus (Nebius DC), Mäntsälä



Hanketyyppi: Datakeskus
Urakkatyyppi: KVR
Koko: 20 000 m²

Akun Tehdas, Tampere



Hanketyyppi: Tuotanto- ja varastotila
Urakkatyyppi: KVR
Koko: 5 300 m²

Puulo, Jämsä



Hanketyyppi: Liiketila
Urakkatyyppi: KVR
Koko: 3 000 m²

Kerava-Sipoon Energia-areena



Hanketyyppi: Liikuntatila
Urakkatyyppi: KVR
Koko: 16 600 m²

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/9

Alueyhtiömalli

Tekovan alla toimii tällä hetkellä useita operatiivisia yhtiöitä, jotka jakautuvat useisiin maantieteellisiin alueisiin. Näiden voi sanoa olevan alueyhtiöitä, joissa on oma organisaatio paikallisesti palvelemaan kyseisen alueen rakentamisen tarpeita. Vuoden 2026 alusta alueyhtiöitä on viisi. Lisäksi yhtiöllä on hankekehityksen kautta syntyneitä kiinteistöyhtiöitä, jotka on tarkoitus myydä tulevaisuudessa.

Käsityksemme mukaan yhtiöt pääsevät keskittymään operatiiviseen tekemiseen, kun nykyaikaisilla toiminnanohjausjärjestelmillä muu työ on minimoitu, sitä on helpotettu huomattavasti tai viety ylemmäs konsernitasolle. Tämä mahdollistaa ketterän ja kustannustehokkaan toiminnan alueyhtiötasolla.

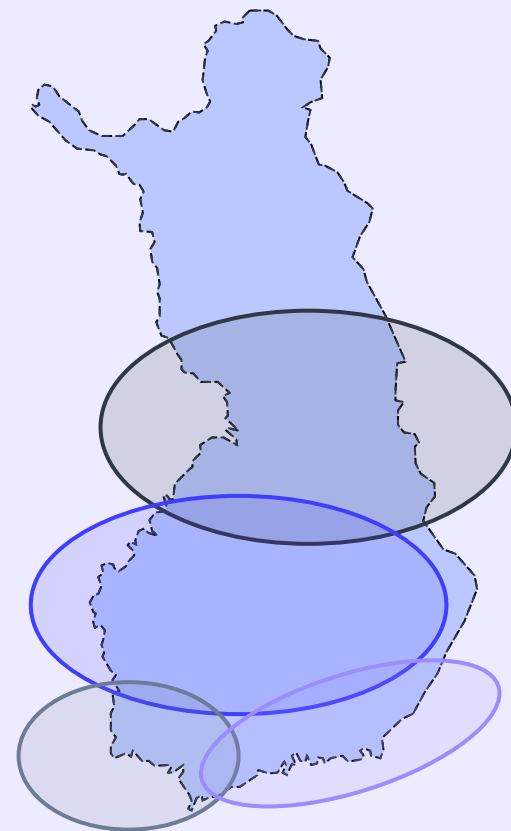
Yksiköiden välillä on havaittavissa arviomme mukaan pieniä etuja mm. yhteisten hankintojen ja resurssien joustavuuden sekä liikkuvuuden näkökulmasta. Paikallistuntemuksen, asiakaskontaktien säilymisen ja muutoksiin reagoinnin kannalta rakenteelle löytyy myös mielestämme hyviä perusteluita.

Yhtiön organisaatorakenne voi vaikuttaa raskaalta monine yhtiöineen ja paikallisine johtoineen, mutta se myös alentaa emoyhtiön taakkaa, joka pystyy toimimaan kevyemmällä organisaatiolla. Lisäksi paikallinen läsnäolo ja päätösvalta ovat liiketoiminnassa tärkeitä. Mielestämme paikallinen tiimi tuntee sijainnit, tontit, viranomaiset, sijoittajat, asiakkaat sekä loppukäyttäjät paremmin kuin keskushallinto ja pystyy näin myös tekemään rakennusinvestointien kannalta parempia päätöksiä.

Organisaatiomallin avulla on luotu myös kannustimia.

Tytäryhtiöiden avainhenkilöstö on pyritty sitouttamaan yhtiön taloudelliseen kehitykseen tytäryhtiöiden osaomistuksen muodossa. Tekova omistaa nykyisin tytäryhtiöistään 94–100 %. Tämä tarkoittaa kannustimien lisäksi sitä, että kaikki voitot tytäryhtiöistä eivät valu suoraan Tekovan osakkeenomistajille, vaan ne vähennetään ennen nettotulosta vähemmistöosuuksina. Vähemmistöosuus oli vuonna 2025 noin 2 % tuloksesta ennen veroja (0,2 MEUR) yhtiön lunastettua osuuksia tytäryhtiöistä listautumisen yhteydessä. Arvioimme, että mahdollisen uuden alueyhtiön perustamisvaiheessa avainhenkilöstön omistusosuus voi olla suurempi (10–20 %), mutta liiketoiminnan edetessä suunnitelmallisesti Tekova voi usein lisätä omistustaan tytäryhtiössä.

Alueyhtiöiden valtakunnallinen peitto



- Tekova Pohjois-Suomi Oy
- Tekova Länsi-Suomi Oy
- Tekova Lounais-Suomi Oy
- Tekova Etelä-Suomi Oy ja Grand Oy

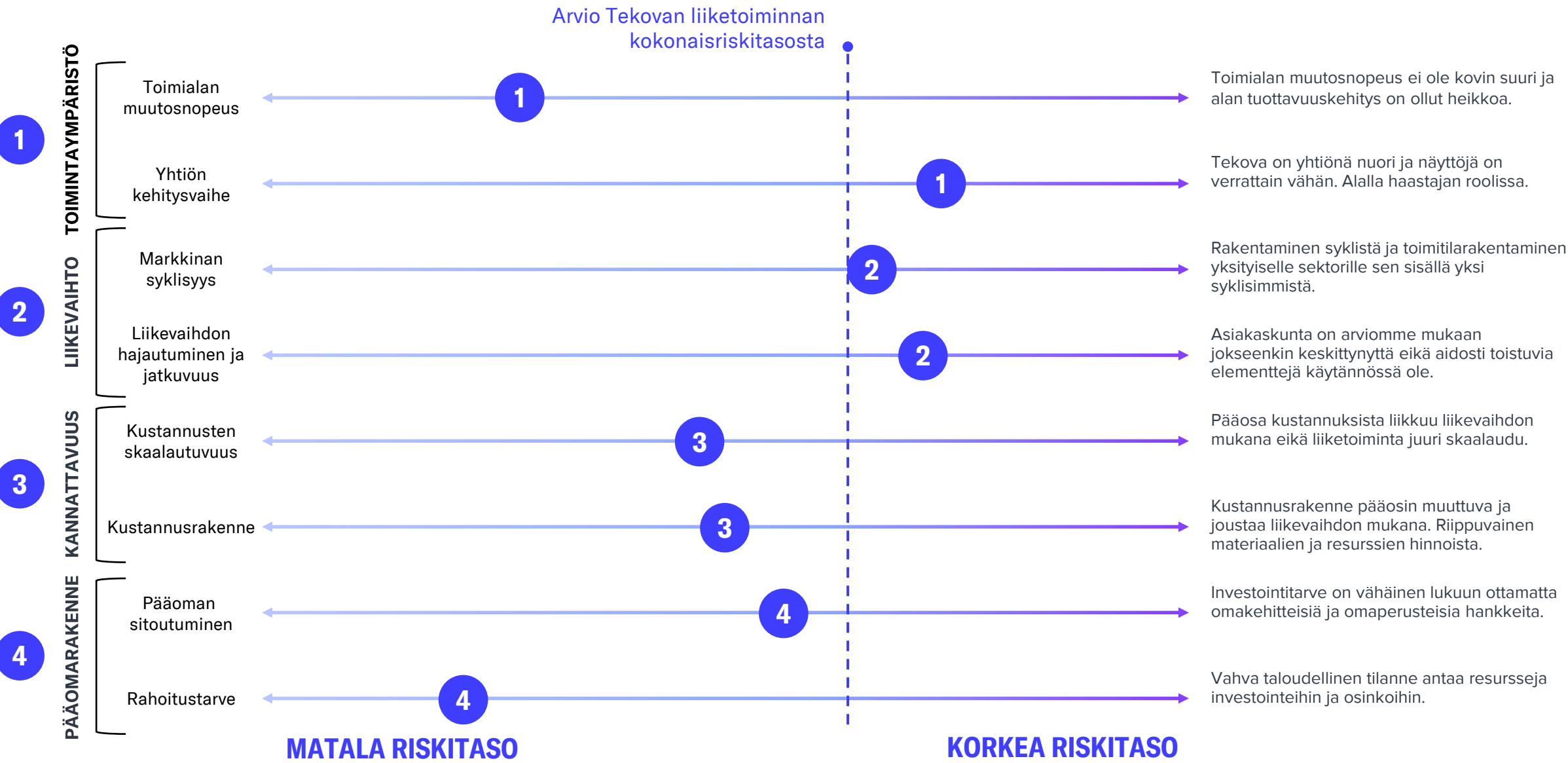
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/9



Omistusosuudet

- + Alueyhtiöiden 1–6 %:n vähemmistöosuudet ovat avainhenkilöillä. Osakassopimus sitouttaa alueen johdon oman yhtiönsä tulokseen.
- + Kolmea omakehitteisiin hankkeisiin liittyvää KKOY:tä ei yhdistellä konserniin. Omistus on lyhytaikainen ja osakekaupat toimeenpannaan kohteiden valmistuessa.
 - + H1/26:n lopussa konserniin yhdistelemättömillä kiinteistöyhtiöillä oli korollista velkaa 8 MEUR, jonka takaajana emoyhtiö toimii.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Tekovan voi mieltää tässä vaiheessa kasvuyhtiöksi. Lyhyellä aikavälillä liikevaihdon kasvukulma on arviomme mukaan kuitenkin hieman aiempaa maltillisempi, kun viime vuoden kasvuloikka vaatii kasvutahdin näkökulmasta sulattelua. Lisäksi pidemmällä aikavälillä Tekova selkeästi haluaa kuitenkin profiloitua ennemmin tuloskasvua hakevaksi yhtiöksi kuin liikevaihdon kasvua hakevaksi yhtiöksi.

Rakennusalan yhtiöille liikevaihdon kasvun tavoittelu ja saavuttaminen on jokseenkin helppoa, sillä hankkeita voidaan haalia nollakatteella tai jopa tappioilla. Tuloksen kasvattaminen on kuitenkin vaikeampaa, sillä usein koon kasvaessa myös yhtiön kannattavuus laskee. Tällöin usein yhtiön ketteryys kärsii, kevyt organisaatio tarvitsee lisää resursseja ja hankkeiden koko/vaativuus kasvavat. Myös kilpailu isoimmista kasvua tuovista hankkeista voi olla kireämpää.

Liikevaihdon kasvua kuitenkin tarvitaan, sillä loputtomasti suhteellista kannattavuutta ei voi parantaa. Tekovalla riskisimpien, mutta parempikatteisten omakehitteisten hankkeiden lisäys tuo tuloksen kasvuun ajurin ilman liikevaihdon kasvua, mutta pidemmällä tähtäimellä maltillinen liikevaihdon kasvu on myös tuloskasvun jatkuvuudelle tärkeä elementti.

Tekova toimii syklisellä alalla ja sen kannattavuusvaihtelut ovat historiassa olleet suuria. Pienen koonsa vuoksi myös yksittäisillä hankkeilla on erittäin suuri merkitys yhtiön tulosehdetykselle. Tekovan osake sopiikin mielestämme hyvin riskinsietokykyiselle sijoittajalle.

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Hankekehitys, suunnitteluosaaminen ja tehokas rakentamisprosessi mahdollistavat yksinkertaisten hallimaisten hankkeiden rakentamisen hyvin kannattavasti.

Omakehitteiset hankkeet nostavat hankekohtaista tuottopotentialia.

Hyvä markkina-asema omassa niche-segmentissä, jossa Tekovalla on vahvoja toistuvia asiakassuhteita.

Markkinakasvua tukevat vahvasti trendit liittyen mm. tekoälyyn (datakeskukset), verkkokauppaan (logistiikkatilat), vihreään siirtymään (teollisuustilat) ja kaupan alan kasvuun (myymälätilat).

Vahva taloudellinen tilanne antaa liikkumavaraa kasvuinvestointeihin sekä osinkoihin.

Hyvä pääomien tuottopotentiali yhtiön pääosin kevyen taseen vuoksi.

Riskit ja uhat

Liiketoiminta on suhdanneherkkää. Tekovan yksityiseen sektoriin painottuva toimitilarakentaminen on asuntorakentamisen ohella yksi syklisimmistä osa-alueista rakentamisen alalla.

Projektiriskit. Projektiliiketoiminnassa kustannukset voivat nousta nopeasti ja ongelmia projektien hallinnassa voi tulla esiin. Yhtiöllä projektiriskit realisoituivat viimeksi vuonna 2022. Projektiriskeihin liittyen yksittäisen hankkeen merkitys voi olla Tekovalle merkittävä.

Kasvun hallinta. Kasvun hallinnassa voidaan epäonnistua ja

tehottomuutta voi alkaa esiintyä. Tämä voi olla seurausta mm. huonoista investoinneista tai rekrytoinneista.

Aliurakoitsijoiden skaalautuminen ja resurssien riittävyys.

Projektinjohtomallilla operoiva Tekova on riippuvainen alihankkijoista ja niiden resursseista kasvaakseen. Markkinan kuumentuminen voi myös altistaa resurssien hintojen nousulle ja saatavuushaasteille.

Alttius pääomamarkkinan muutoksille. Tekova rakentaa kohteita mm. sijoittajille sekä myös itselleen myytäväksi ja altistuu näin tuottovaatimusten sekä korkonäkymän aiheuttamille muutoksille. Sijoittajien mielenkiinto Tekovan tarjoamaa kohtaan voi myös muuttua esimerkiksi muuhun kiinteistösiioittamiseen (asunnot, toimistot) verrattuna.

Riippuvuus Suomen markkinasta. Tekova toimii vain Suomessa ja on näin hyvin riippuvainen Suomen taloudesta sekä investointien houkuttelevuudesta.

Henkilöriskit. Avainhenkilöt ovat tärkeässä osassa yhtiön liiketoimintaa etenkin alueyhtiömallin vuoksi. Osaavan henkilöstön menetys voi johtaa liiketoimintahaasteisiin ja huonoihin investointeihin, jotka lopulta voivat aiheuttaa merkittäviä kustannuksia konsernitasolla. Tämän vuoksi henkilöstön kannusteiden toimivuus ja kasvun mahdollisesti luomien haasteiden sekä kulttuurinmuutosten käsittely ovat avainasemassa.

Strategia 1/2

Kannattavuus keskiössä

Strategian perustana on kannattavuus ja asiakaslisäarvo, jotka syntyvät näkemyksemme mukaan ennen kaikkea yhtiön erikoistuneesta ja vakioidusta toimintakonseptista. Tekova toteuttaa toistuvasti samantyyppisiä kohteita samalla mallilla, jolloin hankekehitys, kustannuslaskenta ja toteutus ovat pitkälti vakioituneita. Asiakkaalle tämä näkyy avaimet käteen -periaatteena, yhtenä sopimuskumppanina, selkeinä kustannuksina ja asiakastarvelähtöisenä hankekehityksenä. Uskomme juuri konseptin vakioitumisen selittävän valtaosan Tekovan pitkäkestoisista asiakassuhteista ja siitä, että sama asiakas palaa yhtiön luo yhä uudestaan.

Tekovan konseptissa panostus on omassa hankekehityksessä ja suunnittelussa, jotta voidaan varmistaa, että rakentaminen onnistuu yhtiön hyväksi havaituilla tavoilla ja konsepteilla. Tässä mielessä rakennusprosessi pysyy koko ajan Tekovan omissa käsissä ja kustannuksia sekä tuottoja on helpompi ennustaa ja saavuttaa.

Omakehitteisten osuus kasvussa

Yhtiön toiminta on ollut lähihistoriassa vahvasti urakointivetoista. Tekova nojaa kuitenkin nykyisellään ja tulevaisuudessa vahvemmin myös omakehitteisiin hankkeisiin. Näemme painopisteen siirtymisen osittain vastauksena urakointimarkkinan kireään kilpailuun, joka on painanut projektikatteita alalla laajemmin. Puhtaassa tarjouskilpailussa yhtiön kilpailuedut ovat mielestämme rajalliset, sillä yksinkertaiset hallimaiset kohteet ovat myös kilpailijoiden ulottuvilla. Omassa hankekehityksessä Tekova sen sijaan määrittelee itse kohteen konseptin, aikataulun ja

hinnoittelun, jolloin katetaso ei määräydy yksin urakkakilpailussa.

Vaikka Tekovan liiketoimintamalli on perinteisesti ollut pääomakevyt ja asiakasennakoiden rahoittama, omakehitteinen malli sitoo aiempaa enemmän pääomia. Q2:lla liiketoiminnan rahavirta painui negatiiviseksi (–1,9 MEUR) juuri käyttöpääoman sitoutumisen vuoksi, ja pääomia sitoutui käsityksemme mukaan etenkin rakenteilla oleviin omakehitteisiin hankkeisiin.

Yhtiön on myös mahdollista rakentaa omaperusteisia kohteita myyntiriskillä, joskin näemme yhtiön lähtevän tämänkaltaisiin hankkeisiin erittäin harkiten, eikä niitä ole lähihistoriassa tehty. Odotammekin yhtiön hankekannan koostuvan seuraavien vuosien aikana neuvottelu-urakoista ja omakehitteisistä hankkeista suunnilleen yhtä suurina osuuksina, ja pidämme tätä painotusta perusteltuna yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa.

Strategiset toimenpiteet

Erikoistuminen

- Panostus hankekehitykseen ja vain Tekovalle soveltuviin hallimaisiin hankkeisiin
- Toimii yksityisellä sektorilla hankkeissa, joiden rakennusprosessi on selkeä ja yksinkertainen

Vakioitu toiminta

- Vahva osaaminen ja toistuvat konseptit suunnittelun ja rakentamisen osalta
- Liiketoimintaa vakiokumppaneiden kanssa
- Olennaiset asiat toimivuuden, kustannusten ja laadun kannalta

Aktiivisuus

- Valtakunnallinen toimija aktiivisella myyntiorganisaatiolla
- Tuntee alueelliset mahdollisuudet ja ketjuasiakkaat
- Asiakkaiden ja sidosryhmien haluttu kumppani

Yrittäjähenkisyys

- Toimii ketterästi ja tehokkaasti
- Matala hierarkia ja maltillinen kulurakenne
- Luotto yksilöön ja kannusteet toimia yhteisen edun hyväksi

Osaajat

- Osaava, sitoutunut ja motivoitunut henkilöstö
- Henkilöstön kehittyminen, hyvinvointi ja intohimo tekemiseen

Strategia 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Tulos

Vuosittain kasvava liikevoitto

- Tekova tavoittelee liikevoiton vuosittaista kasvua
- Liikevaihdon kasvun ja hyvänä säilyvän suhteellisen kannattavuuden yhdistelmänä tavoite on realistinen
- 2019–H1/2026 kasvu 31 % vuosittain (CAGR)
- Kovassa kasvuvaiheessa kannattavuuden kestävykseen ja projektien hallintaan liittyviä riskejä
- Vuosi 2022 esimerkkinä tuloksen vaihtelusta

Liiketoimintamix

Omakehiteisten hankkeiden lisäys

- Tavoitteena nostaa omakehiteisten hankkeiden osuus liikevoitosta merkittäväksi
- Arviomme mukaan tavoitetaso on 30–50 % liikevoitosta yli suhdanteen
- Mix parantaa tulosta sekä suhteellisesti että absoluuttisesti

Liikevaihdon kasvu

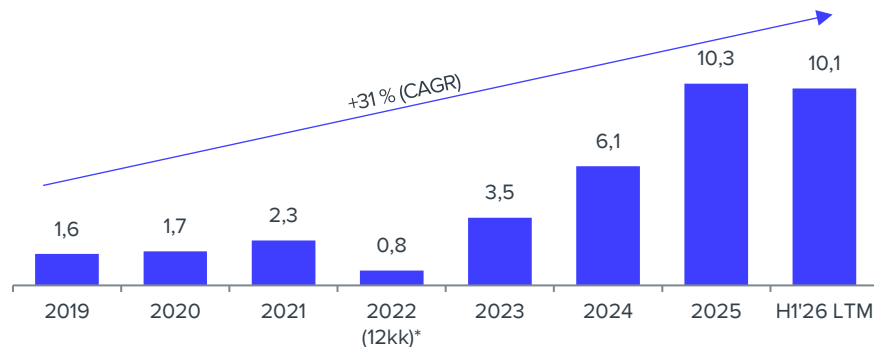
Kannattavuus ja projektihallinta edellä

- Kasvu on ollut poikkeuksellisen vahvaa: liikevaihto +69 % vuonna 2025 (110,7 MEUR)
- H1'26 LTM: liikevaihto 115,9 MEUR ja liikevoitto 10,1 MEUR
- Kasvunopeus määräytyy kannattavuuden ja projektihallinnan ehdoilla, ei volyymitavoitteiden mukaan
- Odotamme kasvun jatkuvan, joskin lähihistoriassa nähtyä maltillisemmalla kulmakertoimella

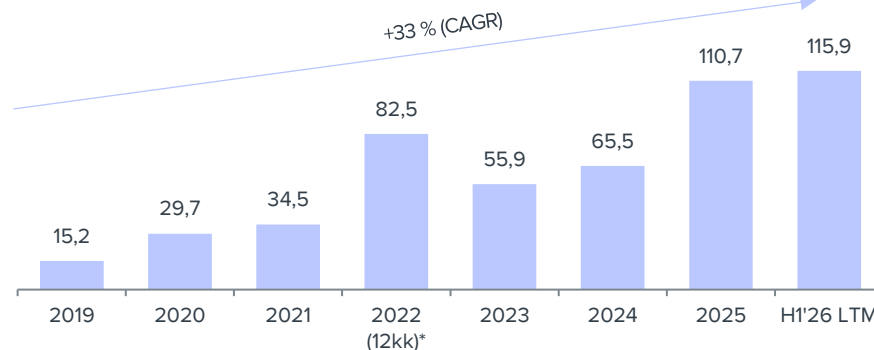
Osinkopolitiikka ja velkaantuneisuus

- Tekova tavoittelee vuosittain kasvavaa osinkoa
- Vahva rahavirta, maltillinen investointitarve ja nettokassa huomioiden Tekovan osingonmaksukyky on hyvä
- Kasvuvaiheessa osinko ei kuitenkaan arviomme mukaan ole yhtiön ykkösprioriteetti
- Velan osalta ei virallista tavoitetta
- Mielestämme tukeva kassapuskuri sekä maltillisena pysyvä velkavipu ovat perusteltuja huomioiden kysynnän syklisyys, käyttöpääoman kausivaihtelu sekä taseen ulkopuoliset sitoumukset

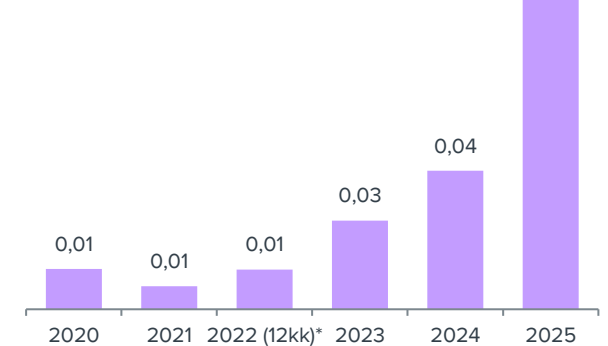
Liikevoitto kasvanut pääosin johdonmukaisesti



Liikevaihto hyppäsi yli 100 MEUR:n kokoluokkaan 2025



Osinko/osake



Toimiala ja kilpailu 1/4

Suomen taloudesta orastavia piristymisen merkkejä

Rakentaminen seuraa hyvin pitkälti yleistä taloudellista tilannetta ja rahoituksen hinnan eli korkojen kehitystä. Tekova toimii Suomen markkinoilla toimitilarakentamisessa, ja muutokset talouden sekä korkojen kehityksessä heijastuvat voimakkaasti yhtiön toimintaympäristöön. Tekovan kasvuhakuisuus, pieni koko ja kasvutrendien tukema niche-markkina hallimaisissa toimitiloissa voivat kuitenkin tarjota markkinaa parempaa kasvua. Tekovan tarjoama sekä strategiakappaleessa esittämämme asiakaslisäarvo mahdollistavat myös markkinaosuuksien kasvattamisen. Suomen talouden näkymät ovat vuoden 2026 aikana vaihdelleet selvästi. Keväällä Lähi-idän konflikti ja sen nostamat energiahinnat leikkasivat kasvuennusteita. Suomen Pankki ennusti vielä kesäkuussa kuluvalle vuodelle 0,7 %:n kasvua. Toteutunut kehitys on kuitenkin yllättänyt positiivisesti. BKT kasvoi vuoden ensimmäisellä neljänneksellä 0,9 % ja toisella 0,4 % viennin ja yksityisten investointien vetämänä. Pankit ovat korottaneet kuluvan vuoden kasvuennusteitaan noin 2 %:iin (OP-Pohjola 2,0 %, Aktia 2,1 %, Säästöpankkiryhmä 2,2 %), kun ennusteet olivat ennen kesää noin prosentin luokkaa.

Rakentamisen osalta käänne näkyy jo tilastoissa. Rakennusalan liikevaihto on kasvanut selvästi koko alkuvuoden ajan, ja alan luottamus nousi heinäkuussa euroalueen keskiarvon yläpuolelle. Rakli arvioi syyskuun alussa julkaistussa suhdannekatsauksessaan rakentamisen kasvavan tänä vuonna noin 2–3 %, ja kasvua ajaa erityisesti toimitilarakentaminen datakeskusten ja palvelurakentamisen siivittämänä.

Korot ovat viime aikoina liikkuneet rakentamiselle epäsuotuisaan suuntaan

Korkokehitys on vuoden 2026 aikana kääntynyt selvästi aiempaa epäedullisempaan suuntaan. Lähi-idän konfliktin nostamat energiahinnat levittivät hintapaineita laajemmin talouteen, ja EKP nosti kesäkuussa ohjauskorkojaan ensimmäistä kertaa lähes kolmeen vuoteen. Syyskuun kokouksessa korkoja nostettiin toisen kerran 0,25 prosenttiyksikköä, minkä myötä talletuskorko on nyt 2,50 %:n tasolla. EKP arvioi inflaation palaavan kahden prosentin tavoitteeseen vasta loppuvuonna 2027. Vastaavasti 12 kuukauden euribor on noussut alkuvuoden runsaan kahden prosentin tasolta lähes kolmeen prosenttiin. Kevään perusskenaario korkojen laskun jatkumisesta on siten vaihtunut skenaarioon, jossa korkotaso pysyy koholla.

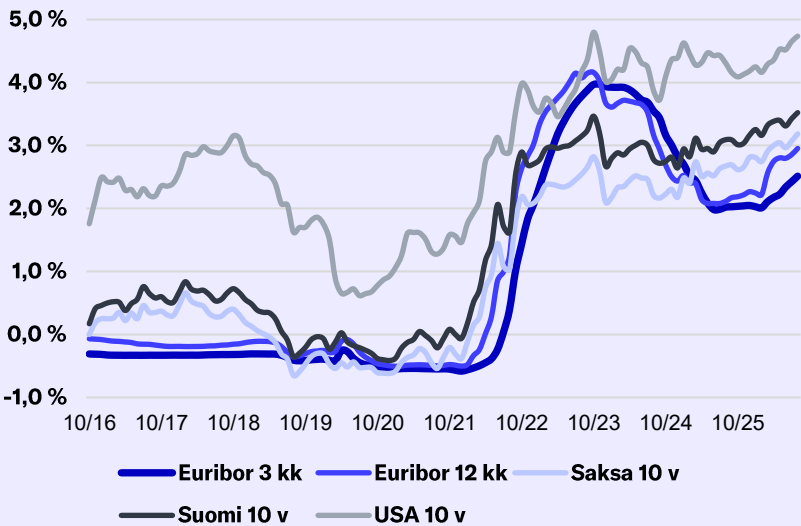
Suomen rakentamisen ennusteet

Rakennusteollisuuden (RT) lokakuussa 2026 julkaistun syksyn suhdannekatsauksen mukaan Suomen rakennusmarkkinat olivat viime vuonna kokoluokaltaan noin 34 miljardia euroa. Rakennusteollisuus ennustaa rakentamisen kasvavan tänä vuonna 2 % ja ensi vuonna 4 %, kun määrä kasvoi viime vuonna 2,2 %. Sykli on siten kääntynyt, mutta elpyminen on epätasaista. Asuntorakentaminen on markkinan heikoin lenkki, ja sen volyymin ennustetaan laskevan tänä vuonna 4 % ja ensi vuonna 1 %. Asuntoaloitusten pohja noin 15 000 asunnossa saavutetaan Rakennusteollisuuden mukaan tänä vuonna. Korjausrakentamisen kasvu jää hitaaksi (0,5 % ja 1 %), kun taas infrarakentamisen odotetaan kasvavan molempina vuosina 4 % energian, datan ja turvallisuuden vetämänä. Infran vahvasta kasvusta huolimatta toimitilarakentaminen on ennusteen selkein kasvuveturi, ja käsittelemme sen näkymää tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Suomen talouden kasvuennusteet (Bkt, muutos-%)

	2026e	2027e	2028e
Danske Bank	1,8 %	1,4 %	-
Nordea	1,7 %	2,0 %	2,0 %
Swedbank	2,2 %	1,8 %	1,8 %
Säästöpankkiryhmä	2,2 %	1,6 %	-
OP Ryhmä	2,0 %	2,0 %	1,3 %
Aktia	2,1 %	1,8 %	1,5 %
Hypo	1,5 %	1,7 %	-
POP Pankki -ryhmä	0,9 %	1,3 %	-
S-Pankki	1,1 %	1,4 %	-
PTT	1,4 %	1,5 %	-
Kuntarahoitus	1,8 %	2,0 %	2,0 %
VM	0,8 %	1,6 %	1,7 %
Suomen Pankki	0,7 %	1,2 %	1,4 %
Labore	0,9 %	1,2 %	1,5 %
Etlä	1,0 %	1,5 %	1,6 %
Euroopan komissio	0,8 %	1,4 %	-
IMF	1,0 %	1,5 %	-
Mediaani	1,4 %	1,5 %	1,6 %
Keskiarvo	1,4 %	1,6 %	1,6 %

Korot, % – Euribor ja 10 vuoden valtionlainat



Toimiala ja kilpailu 2/4

Markkinasta ei olla viime vuosina saatu tukea

Toimitilarakentaminen on kehittynyt viime vuosina heikosti, mutta markkina on selvinnyt syklistä kuivemmin jaloin kuin asuntorakentaminen. Rakennusteollisuuden datan mukaan muun kuin asuinrakentamisen uudistuotannon volyymi laski kolmen vuoden ajan 2023–2025, viimeksi 11 % vuonna 2024 ja 7,5 % vuonna 2025, ja sen arvo oli viime vuonna noin 8,2 miljardia euroa. Asuntorakentamisessa pudotus oli kuitenkin huomattavasti syvempi, sillä uudisasuntorakentamisen volyymi supistui pelkästään vuonna 2024 noin kolmanneksen ja sen arvo putosi noin 8,5 miljardista eurosta noin 4 miljardiin euroon. Syksyn katsauksessa Rakennusteollisuus ennustaa toimitilarakentamisen kääntyvän kuluvana vuonna noin 5 prosentin ja vuonna 2027 noin 9 prosentin kasvuun (kevään katsauksessa 6 % ja 4,5 %). Kasvua vetävät etenkin datakeskukset ja julkinen rakentaminen, ja ensi vuonna myös teollisuus- ja varastorakentamisen odotetaan liittyvän kasvuun.

Datakeskusrakentamisessa painottuvat näkemyksemme mukaan tällä hetkellä sekä lähitulevaisuudessa suuret yksittäiset hankkeet, joissa pääurakoitsijan urakkasumma voi nousta kymmenistä miljoonista jopa satoihin miljooniin euroihin. Tämä rajaa näkemyksemme mukaan Tekovan mahdollisuuksia hyötyä trendistä, joka tällä hetkellä toimitilarakentamista ajaa. Toimitilarakentamisen laaja-alaisempi kasvu edellyttäisi arviomme mukaan talouskasvun laajempaa elpymistä.

Rakennusluvista pääosin heikkoa kehitystä

Liiketiloihin luvat ovat toipuneet vuoden 2023 pohjalta (n. 1,6 milj. m³) noin 2,7–3,2 milj. kuutiioon eli pitkän aikavälin keskiarvon yläpuolelle, ja aloitukset ovat seuranneet lupia

viiveellä. Aivan viimeisimmissä havainnoissa lupakehitys on kuitenkin taantunut hieman alaspäin.

Liikuntatiloissa (kokoontumisrakennukset) kehitys pohjasi 2023–24 ja luvat ovat palautuneet noin 1,2 milj. kuutiioon eli lähelle keskiarvoa. Vuoden 2022 huipuista (n. 2,0–2,5 milj. m³) ollaan yhä jäljessä, mutta aloitukset ovat viimeisissä havainnoissa lupia korkeammalla.

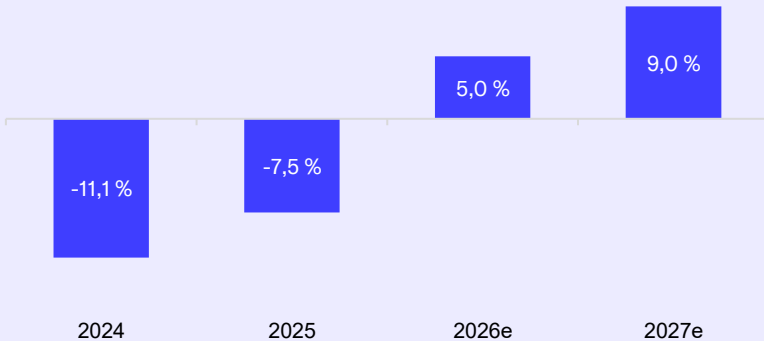
Logistiikkatiloissa lupakanta on painunut vuosien 2022–23 huipuista (n. 8 milj. m³) noin 3,5–4,5 milj. kuutiioon eli selvästi keskiarvon alle, eikä käännettä ole vielä näkyvissä. Tuotantotiloissa taso pysyi pitkään 6–7 milj. kuutiossa, mutta viimeisen vuoden aikana luvat ovat pudonneet noin 4 milj. kuutiioon. Yksittäiset suurhankkeet heiluttavat molempia sarjoja voimakkaasti.

Tekovan kannalta keskeisissä liike- ja liikuntatiloissa lupakanta antaa tilaa kasvuille erittäin heikoista vertailukausista, kun taas logistiikka- ja tuotantotiloissa suunta on alaspäin. Palautuminen on arviomme mukaan hidasta investointien pysyessä maltillisina. Vuoden 2021 tasolle emme näe paluuta lähivuosina, sillä hankkeet etenevät hitaasti eikä suurille toimitiloille (kauppakeskukset, toimistot) ole vastaavaa tarvetta.

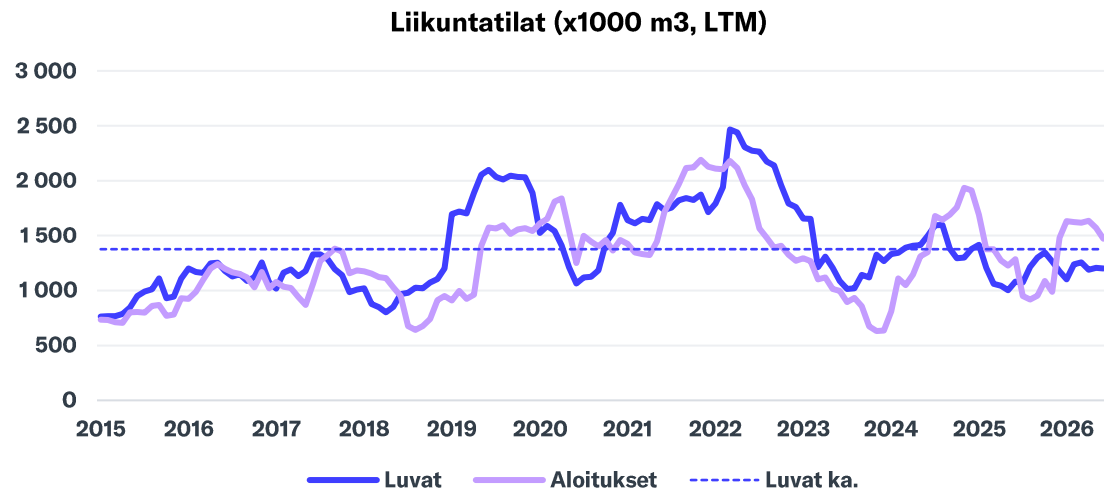
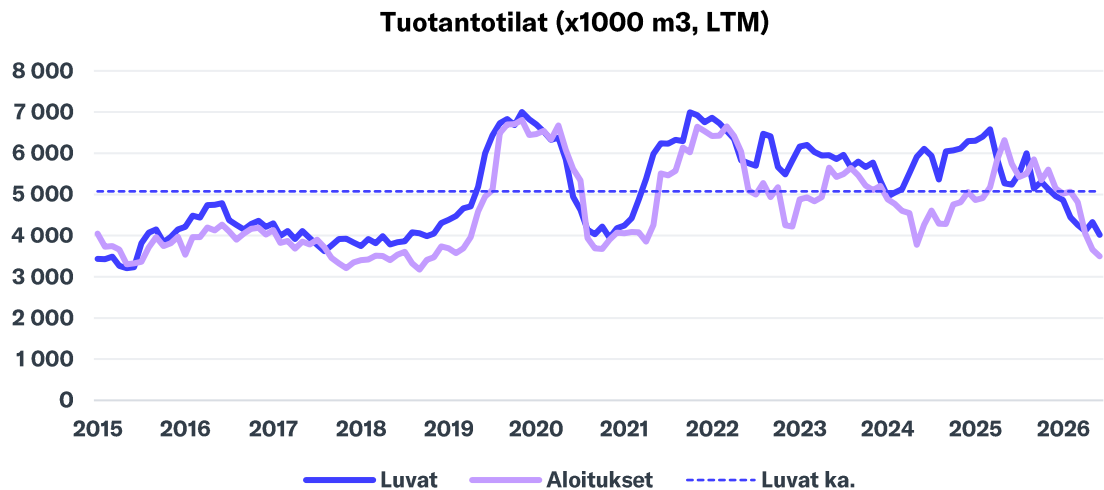
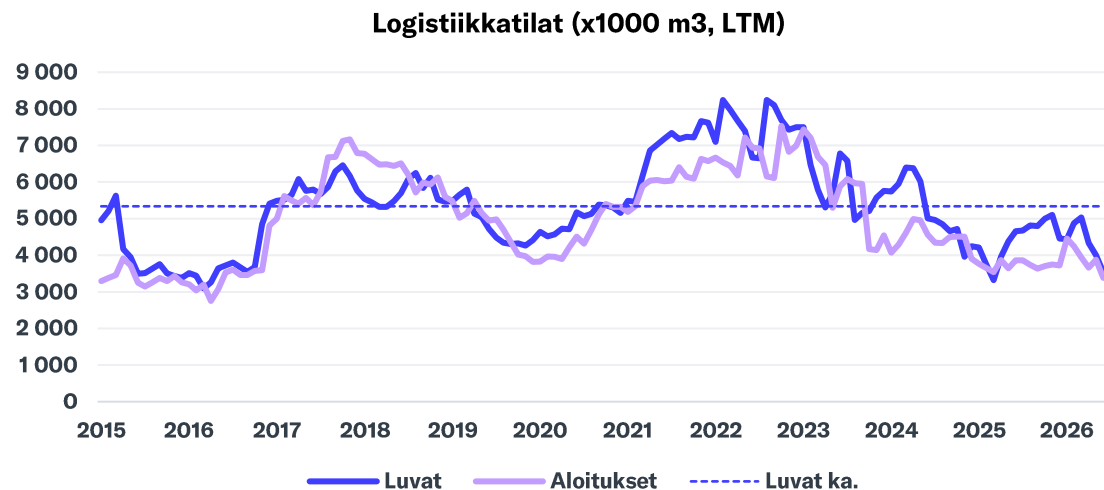
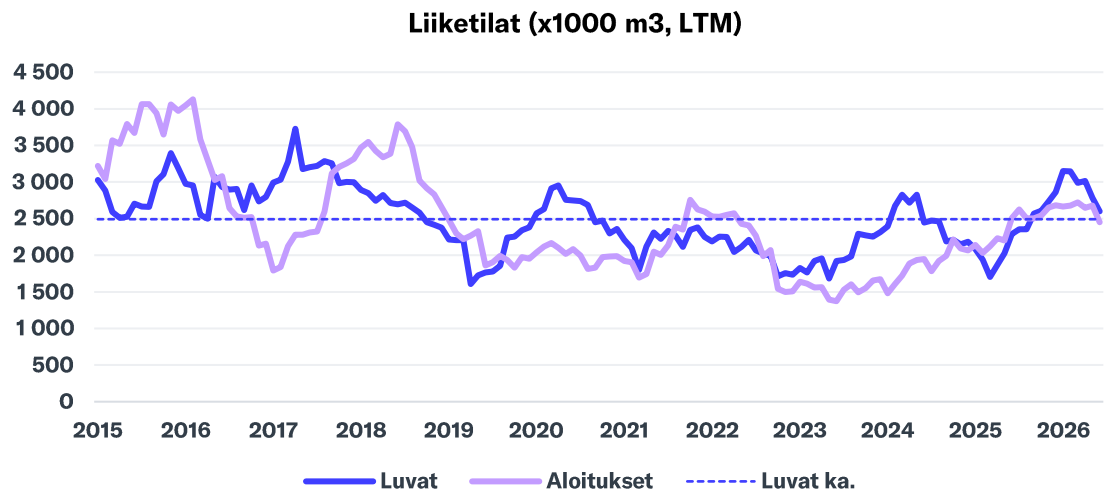
Merkittävien kiinteistökauppojen volyymi, mrd. €



Toimitilarakentamisen (muu uudisrakentaminen) ennuste (RT, syksy 2026)



Rakennushankkeiden aloitus- ja lupakehitys Tekovan hanketyypeissä



Lähde: Tilastokeskus, Inderes, Tilastoluokat: Liiketilat = 03 Liikerakennukset, Logistiikkatilat = 12 Varastorakennukset, Tuotantotilat = 09 Teollisuuden ja kaivannaistoiminnan rakennukset, Liikuntatilat = 07 Kokoontumisrakennukset

Toimiala ja kilpailu 3/4

Datakeskusrakentaminen käy kuumana

Tilastokeskuksen tilastossa datakeskukset kirjautuvat luokkaan Liikenteen rakennukset, mikä tekee luokasta hyödyllisen mittarin datakeskusrakentamisen etenemisen seuraamiseen. Kehitys on ollut etenkin viimeisen vuoden aikana päättä huimaavaa. Liikenteen rakennusten myönnetyt rakennusluvut ovat viimeisen 12 kuukauden aikana yli kaksinkertaistuneet edellisvuoteen nähden.

Kuten mainitsimme aiemmin, Tekova voitti historiansa ensimmäisen sekä suurimman datakeskusurakan viime vuonna. Yhtiö rakensi pääosin viime vuoden aikana Nebiuksen datakeskuksen laajennuksen Mäntsälään. Urakan arvo oli sopimuksen kirjoituksen hetkellä noin 17 MEUR, mutta laajuus kasvoi hankkeen edetessä ja oli lopulta käsittääksemme yli 30 MEUR. Täten arvioimme sen muodostaneen erittäin merkittävän osan vuoden 2025 liikevaihdosta. Nykyisellään Tekova ei rakenna datakeskusurakoita. Uskomme Tekovan potentiaalia datakeskusrakentamisessa rajaavan yhtiön koko ja toisaalta datakeskushankkeiden kasvava kokoluokka. Näemme kuitenkin mahdollisena, että Tekova voisi myös jatkossa voittaa urakoita esimerkiksi pienemmissä datakeskushankkeissa tai Mäntsälän hanketta vastaavissa laajennusurakoissa.

Kiinteistökauppavolyymit ovat palautuneet hieman

Nousseet korot ja tuottovaatimukset ympäri maailmaa ovat vähentäneet kiinteistösijoittamisen suhteellista houkuttelevuutta viime vuosina. Tilanne on jokseenkin samankaltainen edelleen koko Suomen kiinteistömarkkinan osalta. Kiinteistötieto KTI:n tilastojen mukaan merkittävien

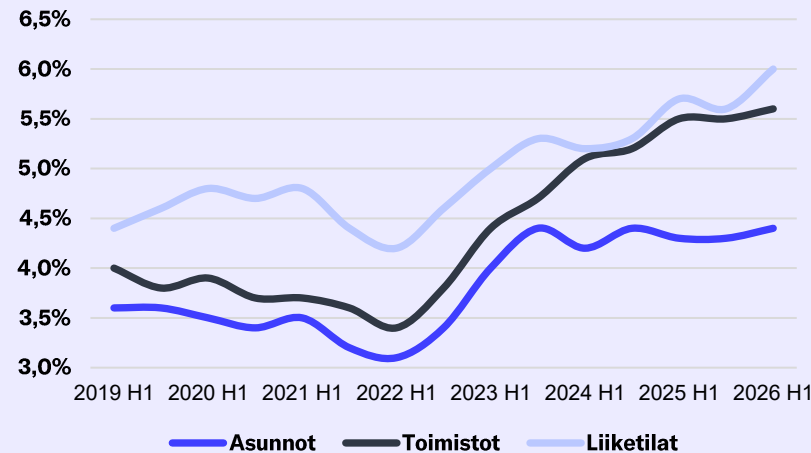
kiinteistökauppojen volyymit ovat edelleen alhaisella tasolla, joskin vuosien 2023–2024 erittäin matalista kauppavolyymeista on noustu hieman.

Toimisto- ja liikekiinteistöjen sijoittajakysyntä on KTI:n kevään 2026 markkinakatsauksen mukaan edelleen vaisua. Toimistokiinteistöjen kauppavolyymi jäi vuonna 2025 alle puoleen miljardiin euroon ja vuoden 2026 ensimmäisellä neljänneksellä vain noin 40 MEUR:oon, eli volyymit ovat jopa finanssikriisin jälkeisiä vuosia matalammat.

Tekovalle tärkeämmällä liiketilapuolella tilanne on selvästi parempi. Liikekiinteistöjen kauppavolyymi nousi vuonna 2025 lähes 800 MEUR:oon, ja vuoden 2026 ensimmäisellä neljänneksellä kauppaa tehtiin reilulla 200 MEUR:lla painottuen pääkaupunkiseudun ulkopuolisiin päivittäistavarakohteisiin. Positiivista on, että käyttöasteet ovat pysyneet haastavassa markkinassa korkeina, sillä KTI:n mukaan kauppakeskusten liiketilojen käyttöaste oli vuoden 2025 lopussa yli 96 %. Tulkintamme mukaan liiketilamarkkina on siten toimistoja paremmassa asemassa, jota tukee myös barometrin tulos, jossa yli 70 % vastaajista odottaa liikekiinteistöjen kauppavolyymien kasvavan.

Myös varasto-, logistiikka- ja tuotantotilojen sijoittajakysyntä on pysynyt vahvana. Tuotannolliset kiinteistöt olivat vuonna 2025 KTI:n kiinteistöindeksin parhaiten tuottanut sektori ja ainoa pääsektori, jonka arvot nousivat.

Prime-kohteiden nettotuottovaatimukset, Helsinki



Toimiala ja kilpailu 4/4

Tekovan keskeisenä kilpailuetuna on hankkeiden kustannustehokas toteutus.

Tekovan kilpailutekijät liittyvät näkemyksemme mukaan hintaan, suoritusvarmuuteen ja laatuun. Projektissa hinnalla on asiakkaalle luonnollisesti väliä, jotta investoinnista tulee mahdollisimman kannattava. Suoritusvarmuudella tarkoitamme mutkattomasti ja aikataulun mukaisesti eteneviä hankkeita. Laatu taas liittyy suunnittelun ja rakentamisen laatuun sekä lopputuloksen kestävyyyteen (vaikutus asiakkaan ylläpito- ja korjauskuluihin).

Tekova on panostanut jokaiseen kilpailutekijään. Hinta on kilpailukykyinen ja perustuu usein yhteen sopimukseen, jossa suunnitelmat on lukittu jo kaupanteossa. Käsityksemme mukaan kilpailuetu ei synny niinkään itse rakentamisesta vaan hankkeen alkupäästä eli myynnistä, hankekehityksestä ja ketjuasiakkuuksista. Perinteisesti Tekova tekee aina oman tarjouksen, ja kertyneen kokemuksen ansiosta yhtiö pystyy usein tarjoamaan asiakkaalle vaihtoehtotarjouksen, joka on selvästi edullisempi kuin viitesuunnitelmien pohjalta laskevien

kilpailijoiden tarjous. Läpimenoaika on alaan nähden nopea ja laatu on nollavirheluovutusten perusteella ollut kohdallaan. Hankkeiden pitkäkestoisesta laadusta on vielä vaikea antaa arviota, mutta käsityksemme mukaan yhtiöllä ei ole ollut merkittäviä takuuajan ongelmia. Aliurakoinnissa emme näe lyhyellä aikavälillä kapasiteettiriskiä. Datakeskusvetoinen rakentamisen kasvu sitoo kuitenkin aliurakoitsijakapasiteettia hankkeisiin, jotka eivät suoraan valu Tekovalle urakoiksi.

Keskeiset kilpailijat vaihtelevat hankekoon mukaan

Tekova kilpailee suurten pohjoismaisten rakennusyritysten, keskisuurten toimijoiden ja alueellisesti vahvojen pienempien toimijoiden kanssa. Tekova ei itse näe markkinalla valtakunnallista kilpailijaa, joka olisi vastaavalla tavalla fokusoitunut yksinkertaisiin hallimaisiin toimitiloihin ja toimisi samankaltaisella myyntiin ja hankekehitykseen perustuvalla prosessilla. Muutaman miljoonan euron tyypillinen hankekoko rajaa yhtiön mukaan kilpailupainetta, sillä hankkeet ovat isommille liian pieniä ja pienemmille resursseiltaan liian suuria. Käytännön kilpailija tarjouskilpailussa on kuitenkin tyypillisesti

paikallinen sekarakentaja, joka on kokoluokaltaan Tekovan alueyhtiöiden veroinen. Etenkin kasvukeskuksissa (pääkaupunkiseutu, Turku, Tampere) tällaisia vahvoja paikallisia toimijoita on käsityksemme mukaan useampia.

Analyysimme perusteella näemme Tekovan kilpailevan etenkin keskisuurten ja pienempien toimijoiden kanssa, sillä moni niistä rakentaa aivan samankaltaisia hallimaisia tiloja. Puhtaassa urakoinnissa markkina on tällä hetkellä haastava, kun osa toimijoista hakee lähinnä kassavirtaa ja häiritsee tämän kautta hinnoittelua. Tämän vuoksi Tekova on siirtänyt painopistettä neuvottelu-urakoihin ja omaan hankekehitykseen. Kilpailijat ovat usein hajautuneet myös muille rakentamisen aloille, toimivat erityyppisissä urakkamuodoissa ja rakentavat tilaajan suunnitelmien mukaan, eikä niillä välttämättä ole vastaavaa omakehitteistä tai omaperusteista toimitilatuotantoa. Kilpailuetu on siten nähdäksemme aidoin hankekehityksessä ja asiakkuuksissa, kun taas puhtaassa urakkakilpailussa se on ohuempi.

Suuret

SKANSKA

PEAB

NCC

YIT

SRV

Liikevaihto n. 0,5–2 mrd. €

- Suuret pohjoismaiset yleisrakentajat
- Tekovan noin 5 MEUR:n tyypillinen hankekoko rajaa kilpailupainetta suurimmilta kilpailijoilta.

Keskisuuret

Lujatalo Oy

JATKE

Fira

HARTELA

LAPTI

VARTE

Liikevaihto n. 150–500 MEUR

- Suomalaisia keskisuuria sekarakentajia
- Usein hajautuneet muille rakentamisen aloille ja rakentavat tilaajan suunnitelmien mukaan.

Pienet

BRAND
toimitilat

KYMPPIRAKENNE

TrutecOy

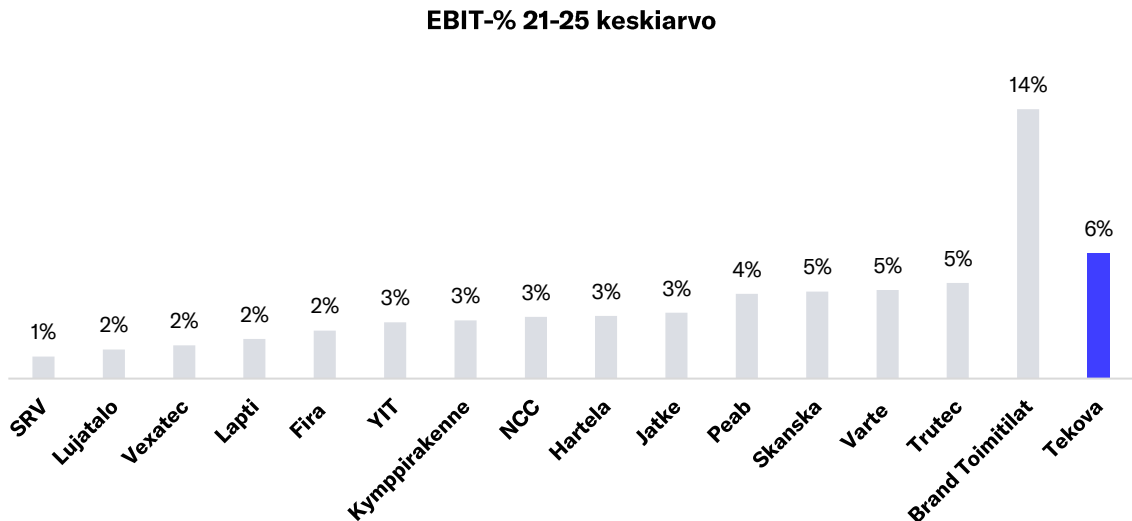
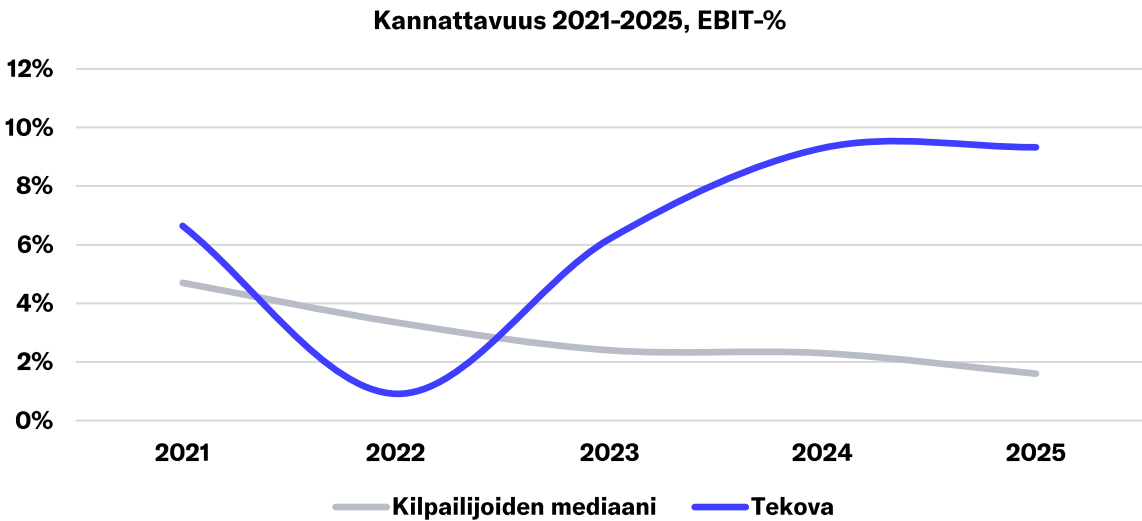
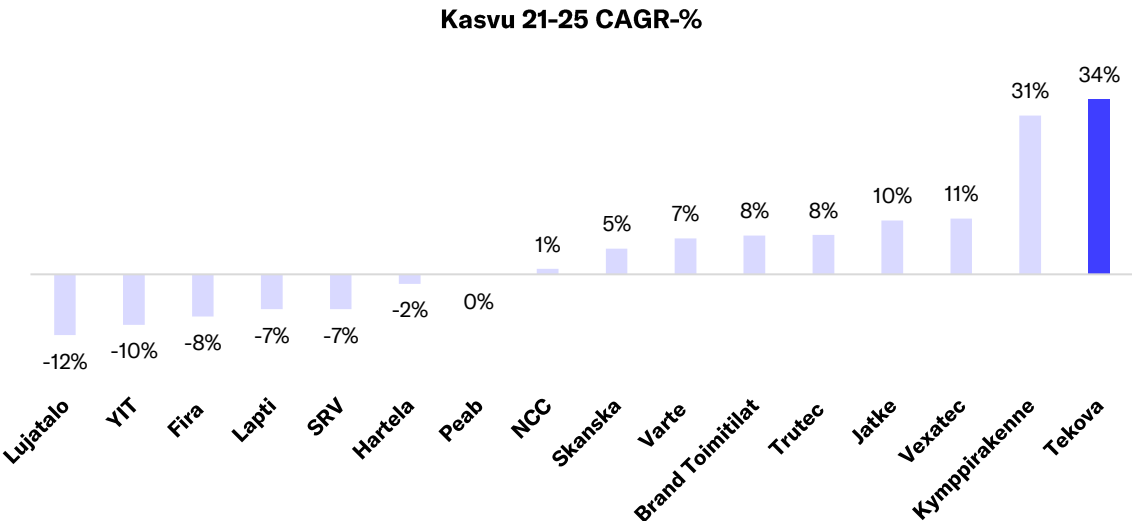
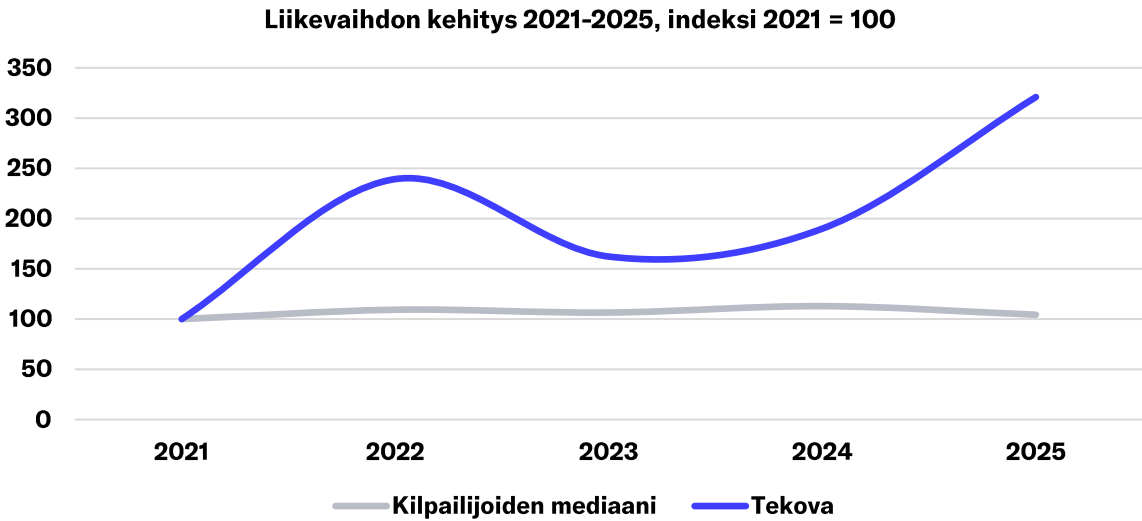
VEXATEC

MEIJOU

Liikevaihto 10–30 MEUR

- Tekovan alueyhtiöiden kokoisia toimijoita
- Myös täysin toimitilarakentamiseen fokusoituneita toimijoita, kuten Brand Toimitilat.

Tekova on pystynyt kasvamaan kannattavasti haastavassa markkinassa



Taloudellinen asema

Tase yksinkertainen

Tekovan taloudellinen tilanne on näkemyksemme mukaan kokonaisuudessaan hyvä. Tunnusluvut ovat vahvalla tasolla (omavaraisuusaste Q2'26: 49 %, 2025: 46 %), yhtiö operoi nettokassalla ja tase on kevyt. Huomioitava on, että yhtiö raportoi FAS-kirjanpidossa, joten taseessa ei ole vuokravelkoja. Aineettomat hyödykkeet ovat vähäiset (Q2'26: 0,3 MEUR) ja koostuvat käytännössä kokonaan konserniliikearvosta, joka on käsityksemme mukaan syntynyt alueyhtiöiden vähemmistöosuuksien lunastuksista ja poistetaan viidessä vuodessa.

Tarkasteltaessa Q2'26 lopun tilannetta vastaavaa-puolella aineelliset hyödykkeet olivat vain 1,4 MEUR eli noin 4 % taseen loppusummasta (38,4 MEUR). Vaihto-omaisuus oli 1,1 MEUR ja laski selvästi vuodenvaihteesta (2025: 3,0 MEUR). Erä koostuu pitkäaikaishankkeiden toteutuneista menoista siltä osin kuin ne ylittävät hankkeiden valmiusasteen. Poistot ovat liiketoiminnan luonteen vuoksi vähäisiä (2025: 0,1 MEUR), ja niistäkin yli puolet on konserniliikearvon poistoa. Pitkäaikaisista saamisista nousee esiin 0,2 MEUR:n erä, joka koostuu käsityksemme mukaan pääosin henkilöstöanteihin liittyvistä maksamattomista osakkeista. Avainhenkilöille osakkeiden hankintaan annetut lainat (2025: 0,3 MEUR, 2024: 0,6 MEUR) erääntyvät viimeistään tämän vuoden aikana ja ovat siksi siirtyneet pääosin lyhytaikaisiin saamisiin. Osakerahoitukseen liittyvät erät ovat yhteensä noin puolittuneet (2025: 0,5 MEUR, 2024: 0,9 MEUR), joten tähän liittyvä mahdollinen osakkeiden myyntipaine on arviomme mukaan pienentynyt selvästi.

Lyhytaikaisissa saamisissa korostuvat myyntisaamiset (Q2'26: 15,1 MEUR), jotka ovat kasvaneet selvästi liikevaihtoa nopeammin (2025: 8,5 MEUR). Myös muut lyhytaikaiset saamiset ovat kasvaneet (Q2'26: 9,9 MEUR, 2025: 6,5 MEUR), ja niihin sisältyi vuodenvaihteessa 3,4 MEUR lainasaamisia yhtiön omilta kiinteistöyhtiöiltä. Kassaa oli 10,4 MEUR eli 27 %

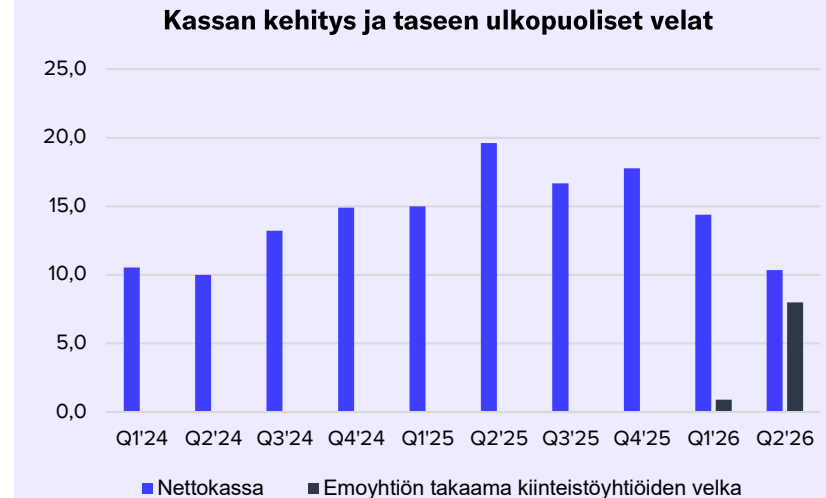
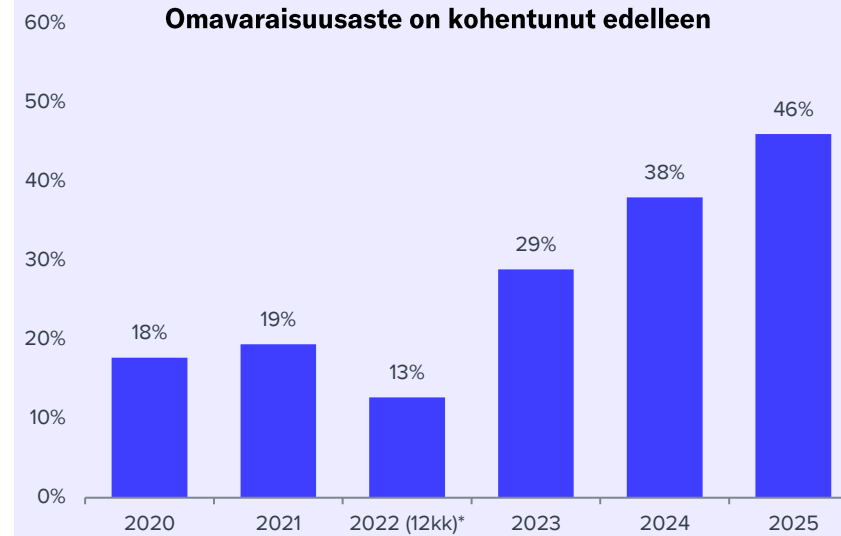
taseesta (2025: 17,8 MEUR), sillä etenkin rakenteilla oleviin omakehitteisiin hankkeisiin sitoutunut käyttöpääoma painoi H1'26:n liiketoiminnan rahavirran negatiiviseksi (-5,0 MEUR). Vastattavaa-puolella oma pääoma oli 17,1 MEUR eli noin 45 % taseesta, korollista velkaa konsernilla ei ole ja veloissa korostuvat 8,9 MEUR:n ostovelat sekä 4,9 MEUR:n siirtovelat. Saadut ennakot olivat 2,9 MEUR.

Vahva tase tarvitaan

Tasetilanne vaikuttaa kassa huomioiden vahvalta, mutta on otettava huomioon, että Tekovan rahat sisältävät asiakkailta saadut ennakot hankkeisiin. Tekovan urakointiliiketoiminta perustuu ennakkomaksuihin, jolloin asiakkaat käytännössä rahoittavat omat projektinsa.

Tase ei myöskään kerro koko vastuukuvaa. Taseen näkökulmasta omakehitteisten hankkeiden olennaisin piirre on, että ne jäävät konsernitaseen ulkopuolelle. Tekova perustaa hankkeille keskinäisiä kiinteistöosakeyhtiöitä, joita ei kirjanpitolain nojalla yhdistellä konserniin, koska omistus on lyhytaikainen ja tarkoitettu yksinomaan edelleen luovutettavaksi kohteen valmistuttua. Käytäntöä on noudatettu vuoden 2025 alusta, ja H1'26 aikana yhtiö perusti kaksi uutta kiinteistöosakeyhtiötä omakehitteisiä hankkeita varten (2025: kolme). Hankkeiden tontit, keskeneräiset rakennukset ja rahoitus eivät siis näy 30.6.2026 taseessa. Ero konsernin ja hankekannan välillä näkyy selvästi rahoituksessa, sillä konsernilla itsellään ei ollut katsauskauden päättyessä lainkaan korollista velkaa, kun taas yhdistelemättömillä kiinteistöyhtiöillä oli korollista velkaa 8,0 MEUR omakehitteisten hankkeiden rahoittamiseen ja emoyhtiö toimii näissä lainoissa takaajana. Velka ja sen takaukset eivät siis näy taseessa, mutta ne sitovat yhtiön riskinkantokykyä.

Mielestämme Tekova tarvitseekin vahvan taseen, sillä saadut ennakot eivät ole yhtiön omaa rahaa, takausvastuut ovat hankekantaan nähden merkittäviä ja kysyntä on syklistä.



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Ennustamme Tekovan liikevaihdon kehitystä keskipitkällä aikavälillä tilauskannan, markkinakehityksen sekä yhtiön tavoitteiden ja ohjeistuksen perusteella. Pidemmällä aikavälillä nojaamme markkinakasvun ja arvioimme markkinaosuuskehityksen yhdistelmään.

Kannattavuudessa mallinamme liiketuloksen kehitystä historiallisen suorituksen, liiketoimintamallin (kulurakenne) sekä markkinatilanteen (resurssien hinta ja saatavuus sekä kilpailu) perusteella.

Omakehitteisiä hankkeita ennustamme hankekohtaisesti. Pidemmällä aikavälillä emme kuitenkaan erottele urakointia ja omakehitteisiä hankkeita ennusteissamme. Koska jakoa urakkakatteen ja kehityskatteen välillä ei voi päätellä yhtiön ulkopuolelta, mallinamme omakehitteiset hankkeet kokonaiskatteen kautta ja ajoitamme katteen lyhyellä aikavälillä pääosin rakentamisen ajalle valmiusasteen mukaan. Toimeenpanossa kirjattavan kehityskatteen suuruutta emme pysty arvioimaan tarkasti, minkä vuoksi yksittäisten kvartaalien tulos voi poiketa ennusteistamme kauppojen toimeenpanon ajoituksen mukaan.

Varsinaisia omaperusteisia hankkeita, jotka tuloutuvat kokonaisuudessaan myynnin yhteydessä, emme ennusta ennusteperiodille. Emme kuitenkaan sulje näitä hankkeita pois, mutta odotamme yhtiön fokuksen olevan ainakin keskipitkällä aikavälillä urakoinnissa ja omakehitteisissä hankkeissa, joihin ei liity vastaavaa myyntiriskiä.

Kolmannen kvartaalin tilauskertymä laskee lyhyen aikavälin ennusteita

Tilaukannalla on Tekovan tapauksessa hyvä ennustearvo yhtiön lyhyen ja keskipitkän aikavälin kehityksestä. Tilaukanta kertoo urakointi- ja omakehitteisten hankkeiden

sopimusten mukaisen arvon yhtiölle.

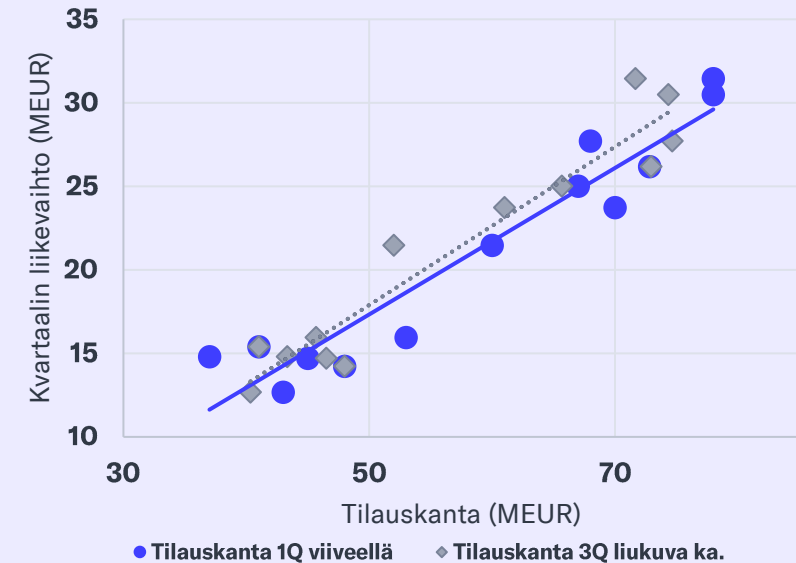
Q2/2026 lopussa tilaukanta oli 69 MEUR, mikä oli noin 12 % matalampi kuin vertailukautena (Q2/2025 78 MEUR) ja 5 % matalampi kuin edellisellä kvartaalilla (Q1/2026 73 MEUR). Tilaukanta saavutti huippunsa 78 MEUR tasolla Q2–Q3/2025 ja on sen jälkeen kääntynyt laskuun. Merkittävin yksittäinen syy laskuun oli keväällä valmistunut datakeskushanke, joka oli yhtiön historian suurin urakka.

Q3/2026 tilauskertymä jäi vaatimattomaksi. Tekova teki kvartaalin aikana sopimukset neljästä hankkeesta, joiden yhteisarvo oli noin 11 MEUR, kun edellisellä kvartaalilla uusia tilauksia kertyi 24 MEUR (nettomääräisesti 22 MEUR, kun Q1-kaudella saatu noin 2 MEUR tilaus peruuntui) ja aiempi odotuksemme oli noin 25 MEUR. Alitusta selittää pitkälti Tuusulan Sulan liikerakennushanke, joka ei odotuksistamme poiketen käynnistynyt vielä kolmannella kvartaalilla. Taustalla on arviomme mukaan myös datakeskusten ulkopuolisen toimitilarakentamisen väistyminen, joka kiristää kilpailua harvemmistä urakoista. Heikompien tilauslukujen valossa arviomme mukaan tilaukanta supistui kolmannen kvartaalin aikana selvästi.

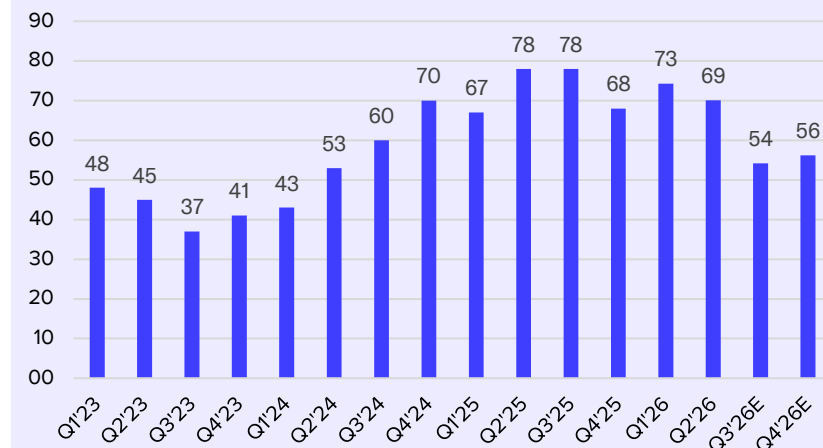
Suhteutettuna viimeisen 12 kuukauden liikevaihtoon (116 MEUR) tilaukanta vastasi Q2/2026 lopussa noin 7 kuukauden liikevaihtoa (vuosi sitten noin 11 kuukautta). Ennusteillamme tilaukanta vastaa vuoden 2026 lopussa noin 6 kuukauden ja vuoden 2027 lopussa noin 7 kuukauden liikevaihtoa.

Historiallisesti tilaukanta on selittänyt seuraavan kvartaalin liikevaihtoa erittäin hyvin, mutta ennustevoima heikkenee viiveen kasvaessa. Tilaukanta antaa kuitenkin laskelmiemme perusteella verrattain luotettavan kuvan lyhyellä aikavälillä (kts. graafi oikealla).

Tilaukannan ja liikevaihdon suhde



Tilaukanta kvartaalittain



Ennusteet 2/4

Ohjeistushaarukka on kuluvalle vuodelle yhä varsin leveä

Tekova ohjeistaa kuluvalle vuodelle 95–115 MEUR liikevaihtoa ja 7,5–11,0 MEUR liikevoittoa. Yhtiö tarkensi ohjeistusta kesäkuussa nostamalla liikevaihtohaarukan alarajan 90 MEUR tasolta 95 MEUR tasolle ja liikevoittohaarukan alarajan 6,5 MEUR tasolta 7,5 MEUR tasolle. Haarukka on silti näkemyksemme mukaan varsin leveä. H1-toteuman (liikevaihto 54 MEUR, liikevoitto 5,0 MEUR) jälkeen ohjeistus jättää toiselle vuosipuoliskolle 41–61 MEUR liikevaihdon ja 2,5–6,0 MEUR liikevoiton. Suhteessa vertailukauteen (H2/25 liikevaihto 62 MEUR ja liikevoitto 5,1 MEUR) haarukan alalaita edellyttäisi noin kolmanneksen laskua liikevaihdossa ja liikevoiton puolittumista, kun taas ylälaita tarkoittaisi liikevaihdon säilymistä käytännössä vertailukauden tasolla ja noin 18 % korkeampaa liikevoittoa. Implisiittinen liikevoittomarginaali asettuu näin H2-kaudella 6,2–9,9 %:n välille (H2/25 8,3 %), eli ohjeistus sallii yhä selvästi vertailukautta heikomman tuloksen ohella myös lievän paranemisen.

Ennustamme liikevaihdon kääntyvän H2-kaudella selvään laskuun

Tekovan liikevaihto kehittyi ensimmäisellä vuosipuoliskolla odotuksiamme paremmin, ja yhtiö kasvoi noin 11 % varsin pirteää vertailukautta vasten (H1/25 liikevaihto 49 MEUR, kasvua 74 %). Vertailukautta matalamman tilauskannan, heikoksi jääneen Q3-tilauskertymän sekä erittäin vahvan vertailukauden myötä odotamme liikevaihdon kuitenkin kääntyvän laskuun toisella vuosipuoliskolla. Vuoden 2025 toisen vuosipuoliskon liikevaihtoa tuki käsityksemme mukaan vahvasti Mäntsälän datakeskushanke, eikä vastaavaa hanketta ole nyt yhtiön tilauskannassa.

Odotamme H2-liikevaihdon laskevan noin 16 % 52 MEUR tasolle (Q3/26e 27 MEUR, Q4/26e 25 MEUR) ja koko vuoden liikevaihdon päätyvän 106 MEUR tasolle (–4 % v/v, 2025 111 MEUR).

Matalamman liikevaihdon myötä odotamme suhteellisen kannattavuuden heikkenevän vertailukaudesta (H2/26e EBIT-marginaali 7,5 % vs. H2/25 8,3 %). H2-liikevoittoennustemme on 3,9 MEUR, ja koko vuoden ennustemme liikevoitolle asettuu 8,9 MEUR tasolle (8,4 % liikevaihdosta, 2025 10,3 MEUR), mikä on hieman ohjeistushaarukan keskikohdan alapuolella.

Alariveillä Tekovalla ei ole juuri ihmeellisyyksiä. Poistot ovat erittäin pienet (2026e 0,2 MEUR eli noin 0,2 % liikevaihdosta) ja nettorahoituserät päätyvät ennusteissamme lievästi positiivisiksi (2026e +0,2 MEUR) korkotuottojen ansiosta. Veroasteen odotamme olevan Suomen yhteisöveroastetta heijastelevalla noin 20 %:n tasolla. Alariveiltä tärkeä erä on vähemmistöosuudet, jotka vähentävät osakkeenomistajille kuuluvaa voittoa, kuten aikaisemmillä sivuilla kerroimme. Arvioimme alueyhtiöille eli vähemmistöomistajille valuvan noin 0,3 MEUR eli noin 3 % tuloksesta ennen veroja.

Nettotuloksen odotamme laskevan kuluvana vuonna noin 15 % 7,0 MEUR tasolle (2025 8,2 MEUR) ja osakekohtaisen tuloksen 0,16 euroon (2025 0,19). Tästä odotamme osinkoja 0,075 euroa/osake (2025 0,09), mikä tekee osingonjakosuhteesta noin 47 %.

Laskennallinen ohjeistushaarukka H2/26*

Liikevaihto H2/26, MEUR

52

62

41

61

Liikevoitto H2/26, MEUR

3,9

5,1

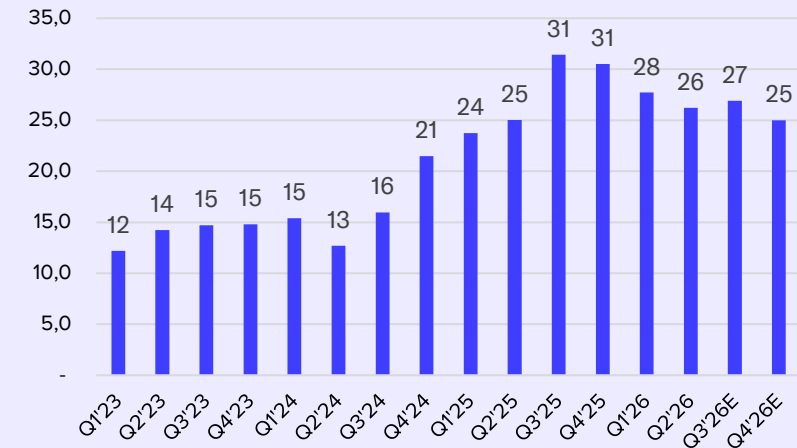
2,5

6,0

● Ennuste

◆ Toteuma H2/25

Liikevaihto kvartaaleittain



* Laskettu ohjeistushaarukan ja H1/26-toteuman erotuksena

Lähde: Tekova, Inderes

Ennusteet 3/4

Ohentunut tilauskanta painaa ensi vuoden liikevaihtoa

Rakennusteollisuus ennustaa vuodelle 2027 toimitilarakentamisen volyymin kasvavan 9,0 %. Uskomme suuren osan kasvusta tulevan datakeskusrakentamisesta, sillä Tekovan kannalta merkittävässä segmenteissä eli logistiikka-, tuotanto- ja liiketiloissa lupa- ja aloitusdata on ollut pehmeää. Logistiikkatiloissa liukuva 12 kuukauden lupakertymä on painunut noin 3,5 miljoonaan kuutioon eli noin kolmanneksen pitkän aikavälin keskiarvon alle, ja tuotantotiloissa noin 4,0 miljoonaan kuutioon eli noin viidenneksen keskiarvoa matalammalle. Liiketiloissa taso on keskiarvon tuntumassa noin 2,6 miljoonassa kuutiossa, mutta sekin on kääntynyt laskuun. Ainoa selvästi piristynyt segmentti on liikuntatilat, joissa aloitukset ovat nousseet noin 1,5 miljoonaan kuutioon. Tekovan tarjoamaa lähellä olevissa hallimaisissa kohteissa kasvu ei siten ole näkemyksemme mukaan yhtä laaja-alaista kuin koko toimitilarakentamisen ennuste antaa ymmärtää, joskin yksittäinen iso datakeskushanke muuttaisi kuvaa nopeasti.

Heikoksi jääneen Q3-tilauskertymän (11 MEUR) jälkeen ennustamme tilauskertymän jäävän toisella vuosipuoliskolla noin 38 MEUR tasolle eli noin 13 % vertailukautta (H2/25 44 MEUR) matalammaksi. Odotamme Q4-kertymän nousevan noin 27 MEUR tasolle Tuusulan Sulan hankkeen (arviomme mukaan yli 10 MEUR) kirjautuessa vuoden loppuun mennessä. Tilausten ajoitus voi kuitenkin heiluttaa kertymää kvartaalitasolla merkittävästi, kuten Q3 osoitti. Koko vuoden tilauskertymäennusteemme on 94 MEUR (2025 100 MEUR).

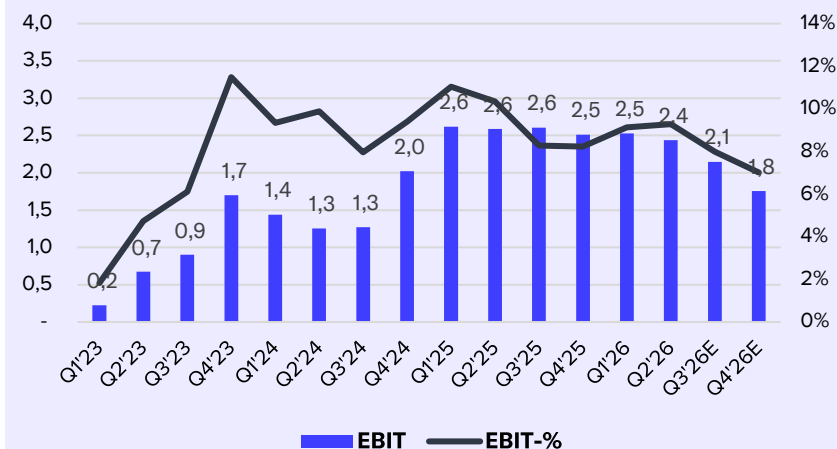
Tilausennusteidemme myötä tilauskanta supistuu vuoden lopussa noin 56 MEUR tasolle eli noin 17 % vuodentakaista

(68 MEUR) matalammaksi. Ohuemman lähtötilauskannan vuoksi odotamme liikevaihdon laskevan myös ensi vuonna noin 4 % 101 MEUR tasolle, vaikka ennustamme tilauskertymän elpyvän kuluvan vuoden tasosta. Liikevoiton odotamme laskevan noin 12 % 7,8 MEUR tasolle ja marginaalin painuvan 7,7 %:iin (2026e 8,9 MEUR ja 8,4 %), kun operatiivinen vipu toimii väärään suuntaan.

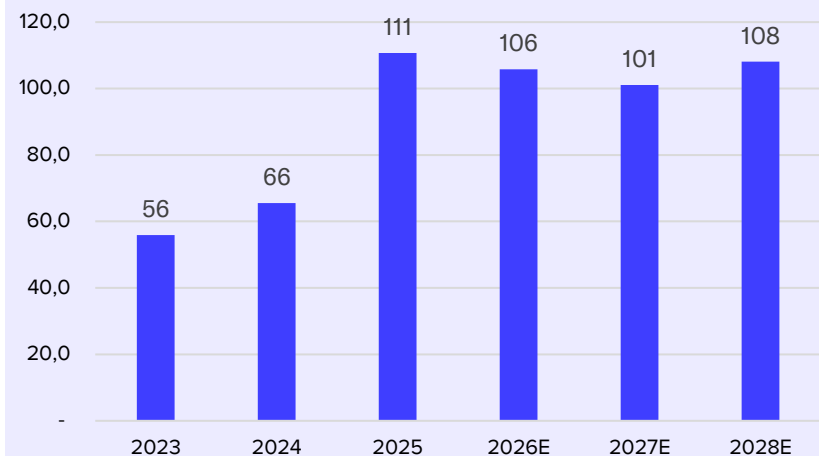
Vuodelle 2028 ennustamme yhtiön pääsevän takaisin kasvuun markkinan ja etenkin yksityisen kysynnän asteittaisen elpymisen myötä. Odotamme kasvun jäävän kuitenkin maltilliseksi, sillä vahvempi käänne edellyttäisi korkotason laskua sekä kiinteistösijoittajien palaavaa riskinottohalua, eikä konkreettisia merkkejä tästä toistaiseksi ole. Ennustamme vuodelle 2028 yhtiölle 108 MEUR liikevaihtoa (+7 % v/v) ja 8,6 MEUR liikevoittoa (7,9 %:n marginaali).

Huomioon otettavaa ennusteissamme on, että ne olettavat Tekovan selviävän seuraavista vuosista ilman merkittäviä projektihaasteita, joita nähtiin esimerkiksi vuonna 2022. Merkittävien projektiongelmien ilmaantuessa voisi yksittäisen tai muutaman vuoden tuloskehitys jälleen laskea romahdusmaisesti ennustamastamme tasosta. Projektiriskejä huomioimme kuitenkin ensisijaisesti tuottovaatimuksen kautta osana osakkeen yleistä riskiprofiilia.

Liikevoitto kvartaaleittain



Liikevaihto vuosittain



Ennusteet 4/4

Lisäksi mielestämme olennainen riski on, että Tekovan alaan nähden korkeampi kannattavuus ei ole kestävä ja se laskee yli syklin noin 5 %:n tasolle tai jopa sen alle, jolla moni toimitilarakentaja toimii. Ajureina tähän voivat toimia kasvun myötä monimutkaistuvat sekä suuremmat hankkeet, joissa nykyiset pienempien projektien prosessit eivät enää toimi yhtä kannattavasti.

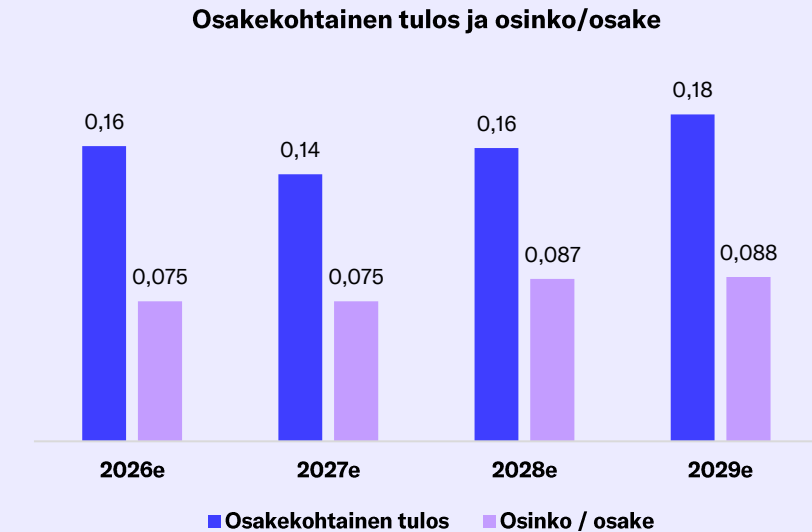
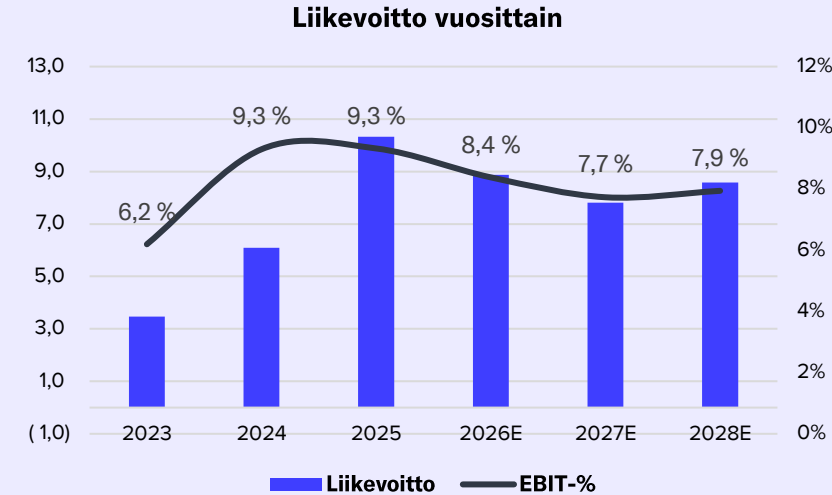
Positiivisessa skenaariossa, jossa yhtiö saa pidettyä urakoinnin kannattavuuden nykyisellä hyvällä tasolla ja jopa hieman nostettua konsernin liikevoittoa omakehitteisten hankkeiden avulla, yhtiöllä on mahdollisuudet tuloskasvuun. Tämä kuitenkin mielestämme vaatii myös parantuvaa markkinatilannetta (ml. hallimaisten tuotantotilojen kysyntä sekä resurssien jatkuva hyvä saatavuus) sekä kasvavaa kiinnostusta yhtiön tuotetarjoamaa kohtaan. Arvioimme kuitenkin tässä skenaariossa myös kilpailun kiristyvän, mikäli merkkejä sijoittajien jatkuvasta kiinnostuksesta olisi pitkäkestoisesti esimerkiksi hallimaisia tuotantotiloja kohtaan.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä näemme yhtiön kasvun hidastuvan hiljalleen vuosikymmenen vaihteen tienoilla noin 1,5 %:iin. Näemme yhtiön kasvun olevan suurin piirtein Suomen talouskasvun tasolla tai hieman sen päällä pitkällä aikavälillä suotuisten trendien ansiosta.

Ennustamme Tekovan liikevoittomarginaalin nousevan vuosina 2029–2030 noin 8,5 %:iin eli karkeasti takaisin vuoden 2026e tasolle minkä jälkeen odotamme sen laskevan asteittain 5,5 %:iin vuoteen 2034 mennessä. Terminaalissa marginaali on 5,5 %, mikä on hieman yhtiön historiallista kannattavuustasoa (2019–2024 keskimäärin 6

%) matalampi ja toimitilarakentajien normaalin tason (3–6 %) yläpäässä. Mielestämme nykyistä suoritustasoa, kannattavuudessa nähtyä isoa vaihtelua ja yhtiön lyhyttä historiaa huomioiden korkeampaa kannattavuutta ennusteissamme ei voi selkeästi perustella.



Arvostus 1/4

Arvostuksen perustelut

Hinnoittelimme Tekovaa ensisijaisesti tulospohjaisilla arvostuskertoimilla, joita vertaamme myös pääosin suomalaisista rakennusyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään. Verrokkien arvostustaso tarjoaa mielestämme kohtuullisen viitekehysten yhtiön arvostukselle. Kertoimien rinnalla hyödynnämme DCF-mallia sekä skenaarioita, joilla arvioimme Tekovan potentiaalia yli syklin.

Suosimme arvostuskertoimissa erityisesti P/E-kerrointa. Tekovan kohdalla EV/EBIT-kertoimessa on otettava huomioon, että vähemmistöosuudet eivät heijastu liikevoittoon, joten hyväksyttävän arvostuskertoimen pitää lähtökohtaisesti olla alhaisempi. Lisäksi yhtiön ennakoilla varustetut rahavarat ja taseen ulkopuoliset sitoumukset heikentävät EV-pohjaisten kertoimien käyttöä. Omakehitteisten hankkeiden kiinteistöyhtiöitä ei yhdistellä konserniin, joten niiden korollinen velka jää raportoidun nettovelan ulkopuolelle, vaikka emoyhtiö on lainojen takaajana. Raportoitu nettokassa antaa siten mielestämme taseasemasta todellisuutta vahvemman kuvan. Tämä tekee Tekovan kassasta tällä hetkellä suuren ja samalla myös laskee merkittävästi yritysarvoa. Muista kertoimista tasepohjainen (P/B) ei ole kevyehkön taserakenteen vuoksi mielestämme kovinkaan relevantti Tekovalle, mutta tulosneutraaleista vaihtoehdoista liikevaihtopohjainen (P/S) arvostus voi toimia arvostusta tukevana kertoimena.

Hyväksyttävä arvostus

Tekovan historiallinen kehitys on ollut ailahtelevaa. Tekova on pystynyt kasvamaan voimakkaasti viime vuosien aikana, mutta ennusteissamme (seuraavat viisi vuotta) liikevaihto pysyy karkeasti nykytasolla. Kannattavuus on keskimäärin ollut verrokkeja paremmalla tasolla, mutta tulostason vaihtelu on

lyhyen historian aikana ollut jokseenkin suurta eikä tuloskasvua ole lähivuosille ennusteissa. Tekova on lisäksi vielä pieni yhtiö, joka toimii niche-segmentissä, jonka loppukysyntä on syklistä. Yllämainittujen syiden vuoksi hyväksyttävän arvostustason tulisi mielestämme heijastella sektorin pitkän aikavälin arvostukseen selkeää alennusta.

Muodostamamme verrokkiryhmän hinnoittelukertoimien keskiarvot ennen suhdanteen heikkoutta ovat sekä EV/EBIT-kertoimen että P/E-kertoimen osalta olleet noin 10–12x-tasolla. Kertoimia ovat nostaneet viime vuosina usean yhtiön kannattavuushaasteet, jotka ovat arviomme mukaan johtuneet ainakin osin Pohjoismaiden asuntorakentamisen alhosta. Tasaisemmat suorittajat on lähtökohtaisesti arvostettu pitkällä aikavälillä alle 10x-tasolle.

Historiallisten kertoimien taso, niiden yllä mainitut haasteet ja Tekovan ominaisuudet huomioiden hyväksyttävä arvostushaarukkamme Tekovalle on P/E 8–10x ja EV/EBIT 6–8x.

Hyväksyttävässä arvostuksessa on kuitenkin nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu todistetusti pitämään sekä kasvustaan että kannattavuudestaan yhtä aikaa kiinni. Tämä vahvistaisi myös yhtiön pitkän aikavälin kestäväää kannattavuuspotentiaalia. Mielestämme myös pääomamarkkinoiden arvostukseen vaikuttavien tekijöiden (korot, tuottovaatimukset) tulisi helpottua, jotta nykyistä korkeampaa arvostusta voisi hyväksyä.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,14	1,14	1,14
Osakemäärä, milj. kpl	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo	50	50	50
Yritysarvo (EV)	31	30	27
P/E (oik.)	7,2	8,0	7,2
P/B	2,7	2,3	2,0
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,4	3,7	3,1
EV/EBIT (oik.)	3,5	3,8	3,2
Osinko/tulos (%)	47,5 %	52,4 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	6,6 %	7,6 %

Lähde: Inderes

Arvostus 2/4

Verrokkiryhmän soveltuvuus on kohtuullinen

Tekovalle on saatavilla jokseenkin sopiva verrokkiryhmä toimialan pohjoismaisista listatuista yhtiöistä. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat suomalaiset rakennusyhtiöt samaisen markkinan myötä. Toisaalta Tekova erottautuu verrokkiyhtiöistä pienemmän kokoluokkansa sekä selvän toimitilarakentamisen painotuksen osalta.

Verrokkiryhmän arvostustaso on vuoden 2026 ennusteilla mielestämme kokonaisuudessaan historiaan nähden hieman koholla. Arviomme mukaan kertoimet heijastelevat ennen kaikkea lähivuosien tuloskasvuodotuksia, jotka nojaavat muun muassa datakeskusrakentamisen vetämään markkinan elpymiseen. Verrokkiryhmään nähden Tekovan EV-pohjaiset kertoimet ovat selkeällä alennuksella, mutta seuraamme vertailukelpoisempaa P/E-lukua, missä tasepositiolla, vähemmistöosuuksilla tai kirjanpidolla (IFRS vs. FAS) ei ole yhtä suurta merkitystä.

Verrokkiryhmän vuoden 2026e mediaaneihin P/E-kertoimiin nähden Tekova on arvostettu myös selvästi alle verrokkien tason (n. -55 %). Vakaampaa tulosta vakaammalla markkinalla tekevilla yhtiöillä arvostustasot ovat mediaania alhaisemmalla tasolla (Consti), kun taas esimerkiksi isoimmilla, osin asuntorakentamiseen liitännäisillä yhtiöillä kertoimet ovat selvästi mediaania korkeammalla (YIT, SRV).

Alennus verrokkeihin nähden on mielestämme perusteltu

Mielestämme on perusteltua hinnoitella Tekova vielä tällä hetkellä selkeällä alennuksella verrokkiryhmään (n. 20-30 %). Yhtiön kehitysvaihe, lyhyt historia ja riskisyys laskevat mielestämme hyväksyttävää tasoa. Suhdanteen heilahteluista johtuen (volatiilit tulosennusteet) lyhyen aikavälin

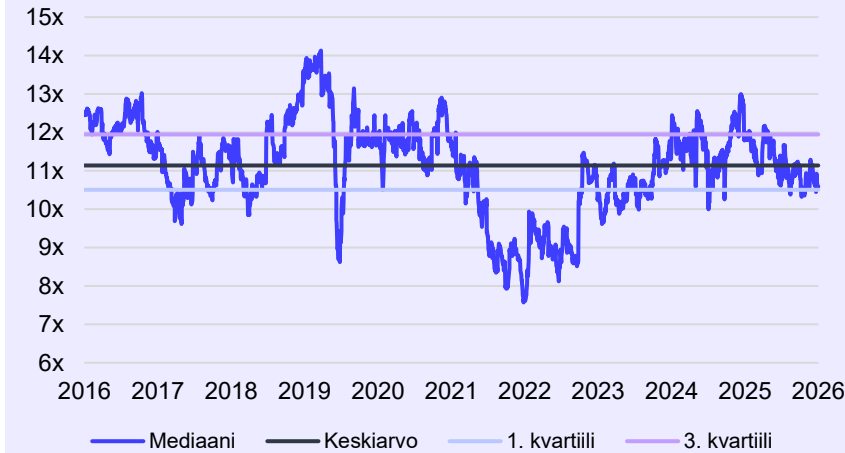
suhteellisessa arvostuksessa tulee olla nyt varovainen emmekä anna sille merkittävää painoarvoa. Lisäksi Tekovan vuotuinen hankemäärä on pieni, minkä vuoksi yksittäisten hankkeiden ongelmat näkyvät tuloksessa monia verrokkeja selvemmin.

Pääoman tuotot perustelevat korkeaa tasearvostusta

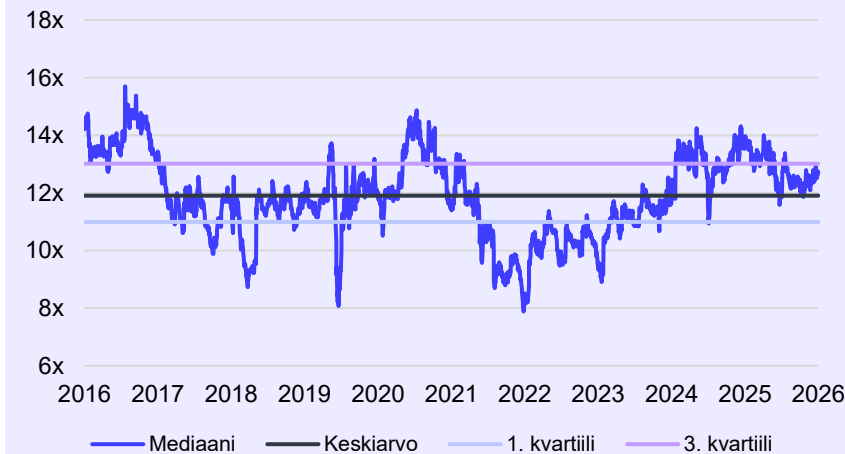
Tekovan P/B-kerroin on vuoden 2026 ennusteellamme 2,7x, mikä ylittää selvästi verrokkiryhmän tason (1,9x). Premio selittyy mielestämme yhtiön erittäin korkealla oman pääoman tuotolla, joka on seurausta kevyestä taseesta. Omaa pääomaa yhtiöllä on nykyisellään vain noin 17 MEUR, joten liiketoimintaan sitoutunut pääoma on hyvin pieni. Sama pieni pääomapohja tekee tunnusluvusta kuitenkin herkän, sillä jo maltillinen pääoman sitoutuminen laskee tuottoa nopeasti.

Odotamme pääoman tuoton laskevan lähivuosina. Yhtiö tavoittelee kasvavaa liikevoittoa, josta merkittävä osa on tarkoitus tehdä omalla hankekehityksellä, mutta nykyisessä markkinaympäristössä hankekehityksen kate jää arviomme mukaan rajalliseksi. Sitoutunut pääoma kasvaa siten matalalta lähtötasolta tulosta nopeammin, ja ennustamme ROE:n laskevan noin 30 %:n tasolle vuosina 2027-2029. Suhteessa oman pääoman kustannukseen tämäkin tuottotaso perustelisi arviomme mukaan nykyisen tasoista P/B kerrointa. Kerroin laskee ennusteillamme oman pääoman kasvun myötä noin 1,9x tasolle vuoteen 2028 mennessä, eli verrokkien tasolle.

Sektorin FWD EV/EBIT



Sektorin FWD P/E



Arvostus 3/4

Absoluuttiset kertoimet

Vaikka Tekovan tulos laskee ennusteissamme vuosina 2026–2027, arvostuskertoimet pysyvät nykykurssilla lähes ennallaan. Viime vuoden toteutuneella tuloksella osake on edullinen (2025 oik. P/E 7x ja oik. EV/EBIT 4x). Kuluvaan vuoden ennusteilla kertoimet ovat samaa luokkaa (2026e oik. P/E 7x ja oik. EV/EBIT 3x), ja vuonna 2027 ne nousevat hieman (oik. P/E 8x ja oik. EV/EBIT 4x) matalamman tulostason myötä. Tästä huolimatta kertoimet ovat myös ensi vuodelle houkuttelevalla tasolla suhteessa yhtiölle hyväksymäämme arvostushaarukkaan (P/E 8–10x).

Liikevaihtopohjainen P/S-kerroin on Tekovan kasvunäkymään nähden neutraalilla tasolla (0,5x vuoden 2025 liikevaihdolla). Yhtiön suomalaiset verrokkiyhtiöt on arvostettu 2010-luvulta alkaen noin 0,5x-tasolle, ja verrokkiryhmän P/S-mediaani vuoden 2027 ennusteilla on täsmälleen samalla 0,5x-tasolla kuin Tekovan. Tekovan kannattavuusprofiili on kuitenkin verrokkeja selvästi vahvempi. Yhtiön liikevoittomarginaali oli vuonna 2025 9,3 % ja ennustamme sen pysyvän lähivuosina noin 8 %:ssa, kun moni rakentaja toimii 3–6 %:n tasolla. Sama 0,5x-kerroin tarkoittaa siten Tekovalle selvästi matalampaa tuloskerrointa kuin verrokeille (P/E 8x vs. mediaani 12x). Jos nykyinen kannattavuus osoittautuu kestäväksi, liikevaihtoon suhteutettu arvostus voisi perustellusti olla verrokkimediaania korkeampi. Lähivuosina kerroin pysyy nykykurssilla noin 0,5x-tasolla ja laskee vuonna 2029e liikevaihdon kasvun myötä 0,4x-tasolle, joten osake ei ole liikevaihtoon nähden kallis, ja kannattavuus huomioiden siinä on pikemminkin varaa ylöspäin. Käytämme hinta/liikevaihto-kerrointa kuitenkin lähinnä tukena muulle arvonmääritykselle heijastamaan selkeitä yli- tai alilyöntejä arvostuksessa.

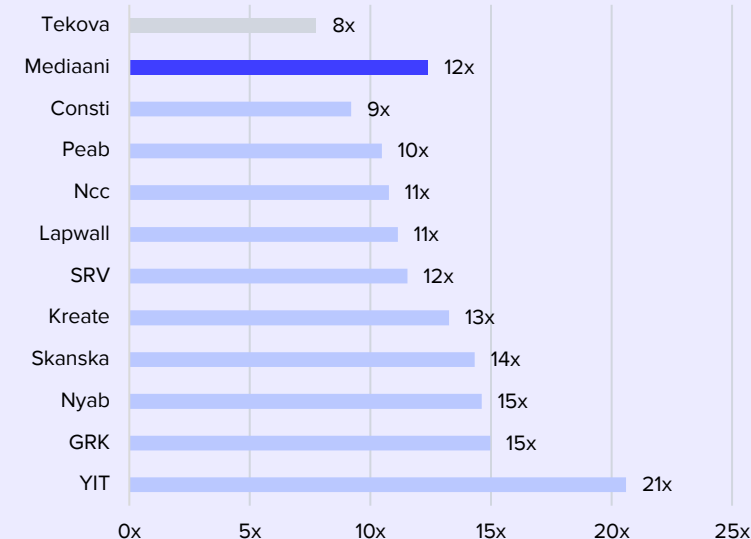
Osinkotuotto tukee tuotto-odotusta vahvasti

Vahva kannattavuus ja pääomakevyt liiketoimintamalli tuottavat Tekovalle vankkaa kassavirtaa, mikä tukee osingon maksua. Ennustamamme noin 7 %:n osinkotuotto on merkittävä osa osakkeen tuotto-odotusta. Ennustamme yhtiölle noin 50 %:n osingonjakosuhdetta (47–55 % vuosina 2026–2029e), mikä on linjassa yhtiön omaan pyrkimykseen jakaa noin 40–60 % tilikauden tuloksesta osinkoina. Tekovan liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden korostamme osingon kuitenkin olevan pidemmällä tähtäimellä riippuvainen yhtiön tulokunnosta ja mahdolliset haasteet kannattavuudessa tai kassavirrassa voivat laskea osingon joinakin vuosina alle yhtiön tavoitteleman tason.

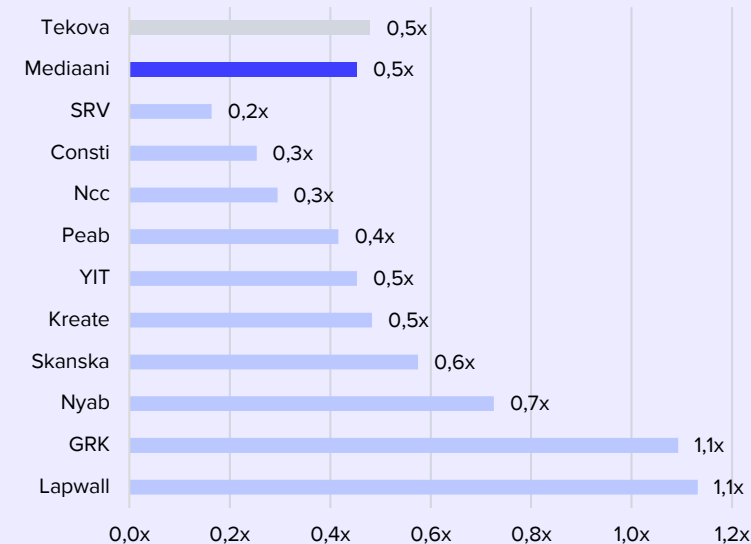
DCF-arvo ylittää tavoitehintamme ja tukee positiivista suositusta

Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös rahavirtamallille. Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaalijaksolla 1,5 %:iin, ja liikevoittomarginaalin odotamme asettuvan 5,5 %:iin liikevaihdosta (2019–2024 keskimäärin noin 6 %). Olemme nostaneet DCF-mallin tuottovaatimusta (WACC) 11,3 %:iin (aik. 10,8 %) ja oman pääoman kustannusta 11,7 %:iin (aik. 11,2 %). Korotus heijastaa arviotamme yhtiön aiempaa korkeammasta riskitasosta. Rakentamisen sykliisyys ja heikko tuloksenäkyvyys sekä osakkeen vähäinen vaihto nostavat tuottovaatimusta. Ennustejakson jälkeinen terminaalijakso (2036 alkaen) kattaa noin 34 % kassavirtamallin arvosta. Noin 54 MEUR terminaaliarvo (20 MEUR diskontattuna nykyhetkeen) vastaa noin 8x EV/EBIT-kerrointa (2035e). DCF-mallin mukainen osakkeen arvo on noin 1,6 euroa, joka ylittää tavoitehintamme sekä nykykurssin varsin selvästi. DCF-arvo kuvastaa osakkeen potentiaalia, mikäli Tekova pystyy säilyttämään kannattavuutensa ennusteidemme mukaisella tasolla.

Verrokkiryhmä arvostus (P/E, 2027e)



Verrokkiryhmä arvostus (P/S, 2027e)



Arvostus 4/4

Riski puolittumisesta, mahdollisuus tuplaantumiseen

Olemme hahmotelleet Tekovalle perusskenaariomme rinnalle pessimistisen ja optimistisen skenaarion vuoteen 2030. Skenaariot eroavat toisistaan ennen kaikkea liikevaihdon tason, kannattavuuden ja markkinan yhtiölle hyväksymän arvostuskertoimen osalta. Kunkin skenaarion osakkeen arvo on diskontattu nykypäivään ja siihen on lisätty ennustejakson osingot.

Perusskenaariossamme liikevaihto kasvaa maltillisesti noin 114 miljoonaan euroon ja liikevoittomarginaali laskee korkeammasta liikevaihdosta huolimatta viime vuosien yli 9 %:n tasolta 8,5 %:iin. Nettotulos olisi tällöin 7,8 MEUR eli 0,18 euroa osakkeelta. Hyväksyttävänä arvostuksena käytämme P/E 9x, joka on hyväksymämme arvostushaarukan keskivaiheilla. Osakkeen arvo vuonna 2030 olisi noin 1,6 euroa ja nykypäivään diskontattuna osingot mukaan lukien 1,3 euroa.

Pessimistisessä skenaariossa liikevaihto jää 100 MEUR tasolle ja kannattavuus painuu toimitilaurakoinnille tyypillisempään tasoon, noin 4 %:iin. Nettotulos jäisi 3,3 MEUR tasolle (EPS 0,08 euroa), ja heikentyneiden näyttöjen myötä myös hyväksytty arvostus laskisi P/E 7x tasolle. Osakkeen arvo vuonna 2030 olisi noin 0,5 euroa ja nykypäivään diskontattuna osingot mukaan lukien 0,5 euroa.

Optimistisessa skenaariossa kasvu jatkuu vahvana 150 MEUR liikevaihtoon ja marginaali paranee hieman nykyiseltä tasolta noin 10 %:iin. Uskomme yhtiön pääsevän tähän liikevaihtotasoon ilman merkittäviä lisäinvestointeja mm. henkilöstöön jolloin kasvu näkyy edelleen parantuvassa kannattavuudessa. Optimistisessa skenaariossa nettotulos nousisi 12,1 MEUR tasolle (EPS 0,28 euroa). Vahvojen näyttöjen myötä arvostus nousisi P/E 12x tasolle, jolloin osakkeen arvo vuonna 2030 olisi noin 3,3 euroa ja

nykypäivään diskontattuna osingot mukaan lukien 2,4 euroa.

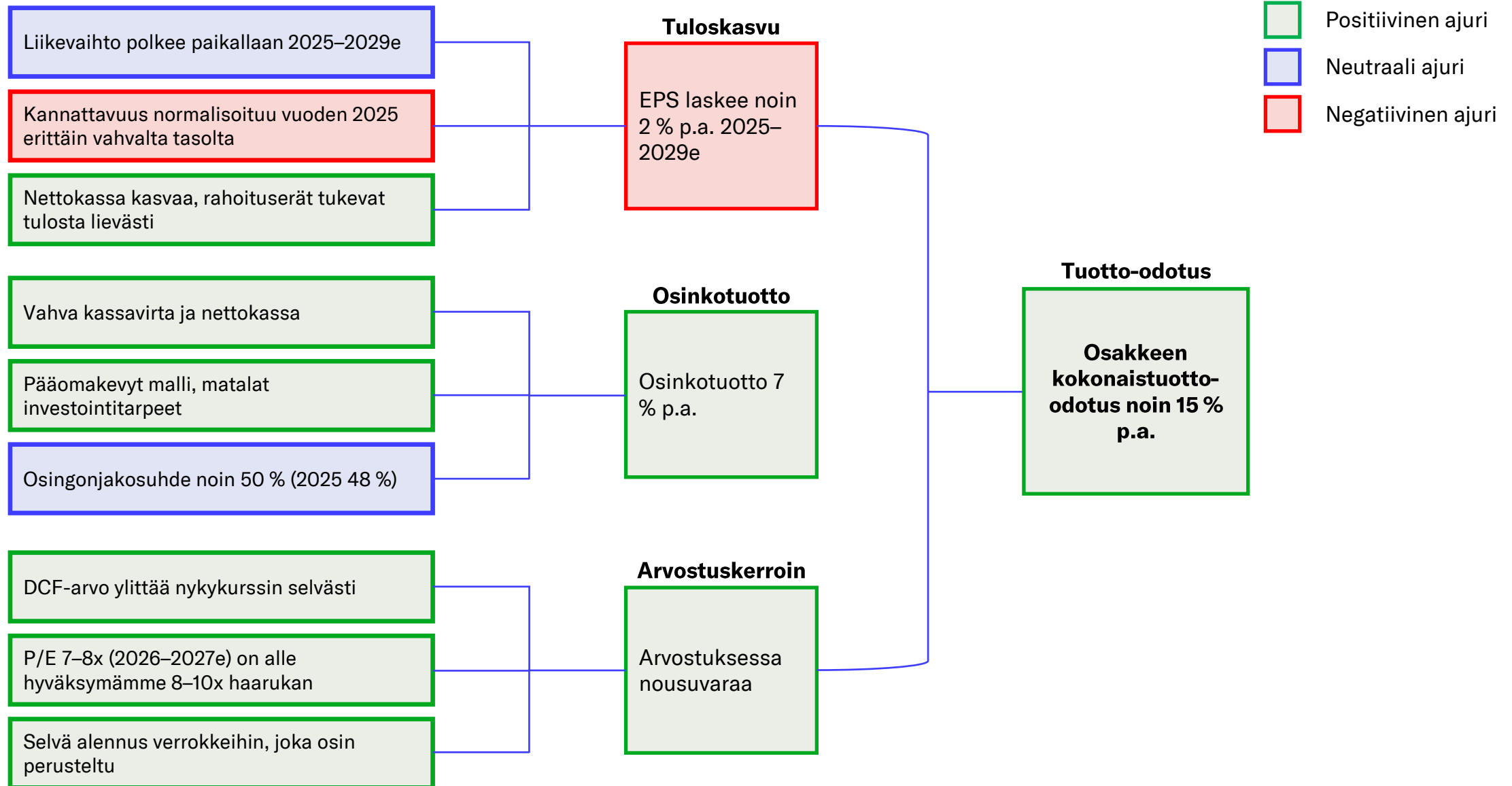
Skenaariot ovat suuntaa antavia ja sisältävät paljon epävarmuutta. Niiden valossa nykyinen osakekurssi hinnoittelee pitkän aikavälin kehityksen hieman perusskenaariotamme alemmas. Kurssiin ei siis sisälly merkittäviä tuloskasvuodotuksia, mutta ei myöskään tulokunnon jyrkkää heikkenemistä. Pessimistisen skenaarion toteutuminen laskisi osakkeen arvon noin puoleen nykykurssista, kun taas optimistinen skenario tarjoaisi potentiaalisesti kurssin kaksinkertaistumisen.

Arvostuksen yhteenveto

Laskemme Tekovan tavoitehinnan 1,3 euroon (aik. 1,4 euroa) ja toistamme Lisää-suosituksemme. Tavoitehintamme vastaa ensi vuoden ennusteella oikaistua P/E-kerrointa 9x, joka asettuu hyväksyttävän arvostushaarukkamme (P/E 8–10x) keskivaiheille. Nykykurssilla Tekova on hinnoiteltu selvällä alennuksella verrokkeihin nähden (P/E 2026e 7x vs. mediaani 16x ja 2027e 8x vs. 12x, 35–55 %:n alennus). Pidämme alennusta yhtiön pienen koon, lyhyen historian ja heikon tulostäkyvyyden vuoksi kuitenkin perusteltuna, joskin nykyinen alennus on mielestämme liian jyrkkä. Osakkeen tuotto-odotus nojaa lähivuosina osinkoon ja arvostuksen nousuvaraan, sillä tuloskasvu ei sitä ennusteillamme tue. Noin 7 %:n vuotuinen osinkotuotto ja kertomien maltillinen nousu hyväksymämme haarukkaan nostavat kokonaistuotto-odotuksen silti yli tuottovaateen. Selvempi nousuvara edellyttäisi kuitenkin näyttöjä tuloskasvun palautumisesta. Ennusteitamme nopeampaa tuloskasvua voisivat tuoda yksittäiset suuret datakeskushankkeet, omakehitteisten hankkeiden arviotamme paremmat kehityskatteet sekä logistiikka- ja tuotantotilojen sijoittajakysynnän elpyminen odotuksiamme nopeammin.

Skenaario 2030e	Pessimisti	Perus	Optimisti
Liikevaihto (MEUR)	100	114	150
EBIT-%	4,0 %	8,5 %	10,0 %
EBIT (MEUR)	4	10	15
Nettorahoituserät (MEUR)	0	0	0
Verot (MEUR)	-1	-2	-3
Vähemmistöt (MEUR)	-0	-0	-0
Nettotulos (MEUR)	3	8	12
EPS (€)	0,08	0,18	0,28
Hyväksytty P/E (x)	7x	9x	12x
Diskontattu nykypäivään ml. osingot (€)	0,5	1,3	2,4

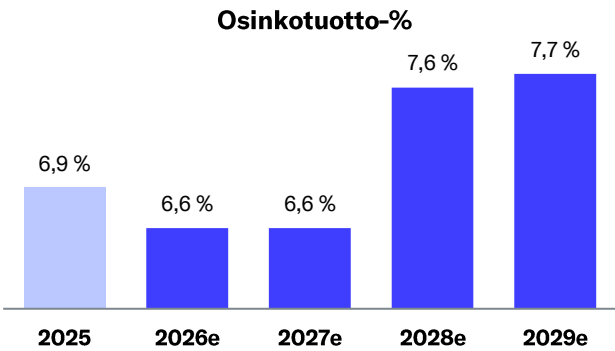
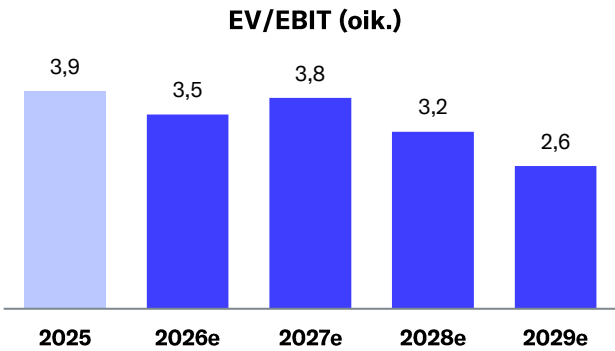
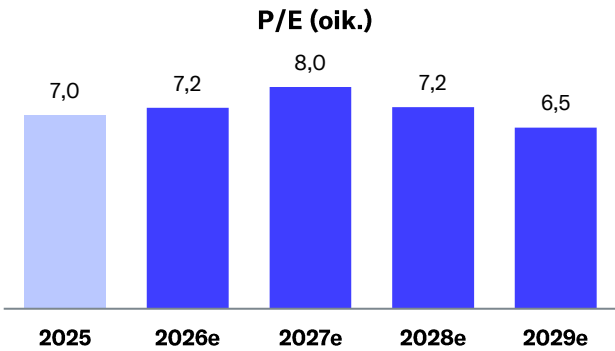
Osaketuoton ajurit 2025–2029e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi					1,31	1,14	1,14	1,14	1,14
Osakemäärä, milj. kpl					43,7	43,7	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo					57	50	50	50	50
Yritysarvo (EV)					40	31	30	27	24
P/E (oik.)					7,0	7,2	8,0	7,2	6,5
P/B					3,7	2,7	2,3	2,0	1,7
P/S					0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA					3,8	3,4	3,7	3,1	2,5
EV/EBIT (oik.)					3,9	3,5	3,8	3,2	2,6
Osinko/tulos (%)					47,9 %	47,5 %	52,4 %	55,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%				4,5 %	6,9 %	6,6 %	6,6 %	7,6 %	7,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Kreate	362	416	12,0	10,9	8,9	8,0	0,6	0,6	15,2	13,3	3,6	4,1	5,8
YIT	956	1726	23,3	14,6	19,5	12,4	0,9	0,8	274,7	20,6		0,4	1,5
SRV	152	223	15,2	8,6	11,4	6,8	0,3	0,2	37,3	11,5		2,0	1,3
Consti	89	90	9,5	7,2	7,0	5,7	0,3	0,3	12,4	9,2	6,6	6,7	1,9
Nyab	521	509	12,6	11,8	10,7	10,1	0,8	0,8	20,9	14,6	2,1	2,7	2,2
Lapwall	75	87	19,3	10,2	12,4	7,5	1,7	1,3	24,1	11,1	3,1	6,1	3,8
Ncc	1545	1951	11,2	10,8	7,5	6,8	0,4	0,4	11,4	10,8	6,1	6,6	2,0
Skanska	9989	8720	11,7	10,7	8,9	8,3	0,5	0,5	15,6	14,3	4,0	4,2	1,7
Peab	2365	3414	12,6	11,5	8,4	7,8	0,6	0,6	11,6	10,5	4,4	4,8	1,5
GRK	1125	963	11,9	10,7	8,8	8,4	1,0	0,9	15,4	15,0	2,6	2,7	4,5
Tekova Oyj (Inderes)	50	31	3,5	3,8	3,4	3,7	0,3	0,3	7,2	8,0	6,6	6,6	2,7
Keskiarvo			13,9	10,7	10,3	8,2	0,7	0,6	43,9	13,1	4,1	4,0	2,6
Mediaani			12,3	10,8	8,9	7,9	0,6	0,6	15,5	12,4	3,8	4,1	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			-72 %	-65 %	-61 %	-54 %	-52 %	-49 %	-54 %	-36 %	71 %	59 %	40 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	23,7	25,0	31,4	30,5	111	27,7	26,2	26,9	25,0	106	101	108	112
Käyttökate	2,7	2,6	2,7	2,6	10,5	2,6	2,5	2,2	1,8	9,0	8,1	8,9	9,9
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	2,6	2,6	2,5	10,3	2,5	2,4	2,1	1,8	8,9	7,8	8,6	9,5
Liikevoitto	2,6	2,6	2,6	2,5	10,3	2,5	2,4	2,1	1,8	8,9	7,8	8,6	9,5
Nettorahoituskulut	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tulos ennen veroja	2,6	2,7	2,7	2,6	10,5	2,6	2,4	2,2	1,8	9,0	7,9	8,7	9,7
Verot	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-1,9	-1,4	-1,6	-1,7
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
Nettotulos	2,0	2,1	2,1	2,0	8,2	2,0	1,8	1,7	1,4	6,9	6,3	6,9	7,7
EPS (oikaistu)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,19	0,05	0,04	0,04	0,03	0,16	0,14	0,16	0,18
EPS (raportoitu)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,19	0,05	0,04	0,04	0,03	0,16	0,14	0,16	0,18

Tunnusluvut	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	54,1 %	97,1 %	96,9 %	42,0 %	68,9 %	16,7 %	4,9 %	-14,4 %	-17,9 %	-4,3 %	-4,5 %	7,0 %	3,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	82,0 %	106,5 %	105,0 %	24,3 %	72,5 %	-3,4 %	-5,9 %	-17,5 %	-30,1 %	-14,1 %	-11,9 %	9,8 %	10,9 %
Käyttökate-%	11,2 %	10,5 %	8,5 %	8,4 %	9,5 %	9,3 %	9,4 %	8,2 %	7,2 %	8,5 %	8,0 %	8,2 %	8,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,0 %	10,4 %	8,3 %	8,2 %	9,3 %	9,1 %	9,3 %	8,0 %	7,0 %	8,4 %	7,7 %	7,9 %	8,5 %
Nettotulos-%	8,5 %	8,4 %	6,5 %	6,7 %	7,4 %	7,2 %	7,0 %	6,3 %	5,6 %	6,5 %	6,2 %	6,4 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	4,9	1,7	1,9	1,9	1,8
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5
Käyttöomaisuus	3,8	1,4	1,4	1,3	1,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	27,2	36,0	39,0	41,6	45,9
Vaihto-omaisuus	3,3	3,0	2,9	2,8	2,9
Muut lyhytaikaiset varat	3,6	0,3	2,7	4,7	5,7
Myyntisaamiset	5,4	14,9	13,8	13,1	14,1
Likvidit varat	14,9	17,8	19,7	21,0	23,2
Taseen loppusumma	32,1	37,7	40,9	43,4	47,7

Lähde: Inderes

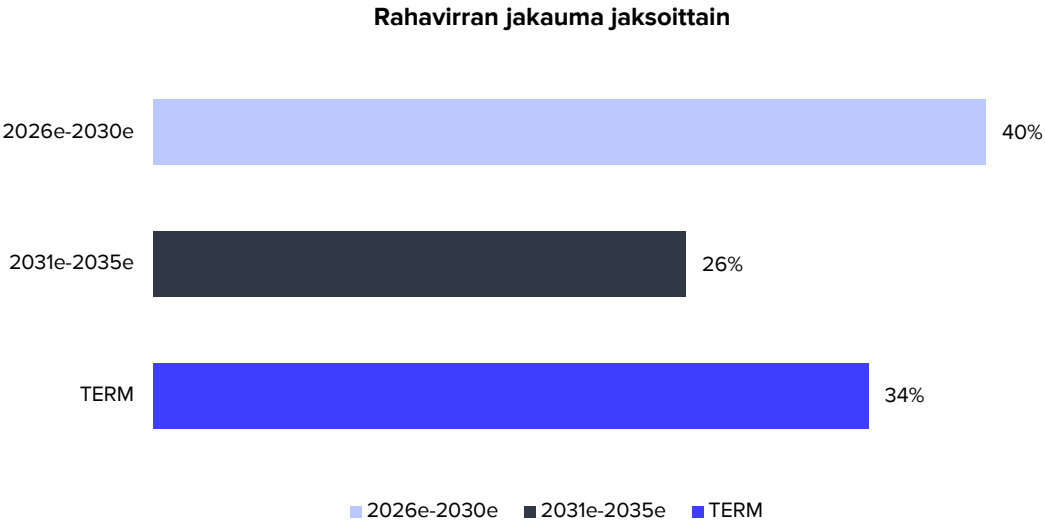
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	9,2	15,7	18,7	21,7	25,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,6	14,1	17,1	20,0	23,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Vähemmistöosuus	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Pitkäaikaiset velat	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Korolliset velat	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	22,1	21,1	21,2	20,7	21,4
Korolliset velat	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	13,5	10,6	10,6	10,1	10,8
Muut lyhytaikaiset velat	8,7	10,5	10,5	10,5	10,5
Taseen loppusumma	32,1	37,7	40,9	43,4	47,7

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	68,9 %	-4,3 %	-4,5 %	7,0 %	3,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,3 %	8,4 %	7,7 %	7,9 %	8,5 %	8,5 %	8,0 %	7,5 %	7,0 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Liikevoitto	10,3	8,9	7,8	8,6	9,5	9,7	9,2	8,8	8,3	6,6	6,7	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	
- Maksetut verot	-2,1	-1,9	-1,4	-1,6	-1,7	-1,8	-1,7	-1,6	-1,5	-1,2	-1,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-7,0	-1,1	-1,7	-1,4	-1,1	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	2,3	6,2	5,0	6,0	7,0	7,4	7,7	7,3	7,0	5,6	5,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	2,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,7	5,9	4,7	5,7	6,7	7,1	7,4	7,0	6,7	5,3	5,2	
+/- 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	4,7	5,9	4,7	5,7	6,7	7,1	7,4	7,0	6,7	5,3	5,2	54,3
Diskontattu vapaa kassavirta		5,7	4,1	4,5	4,8	4,5	4,2	3,6	3,1	2,2	2,0	20,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		58,9	53,2	49,1	44,6	39,8	35,3	31,1	27,5	24,4	22,2	20,3
Velaton arvo DCF		58,9										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		17,8										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-0,7										
-Osinko/pääomapalautus		-3,9										
Oman pääoman arvo DCF		72,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,6										

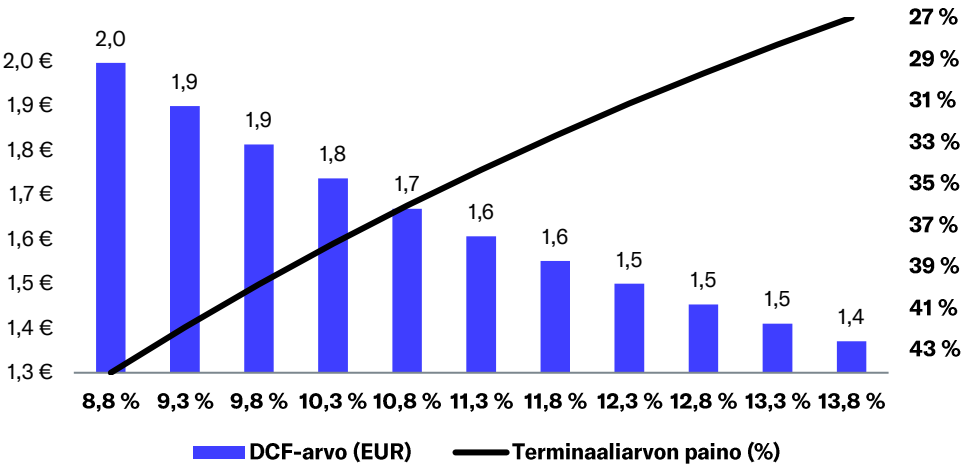
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,3 %

Lähde: Inderes

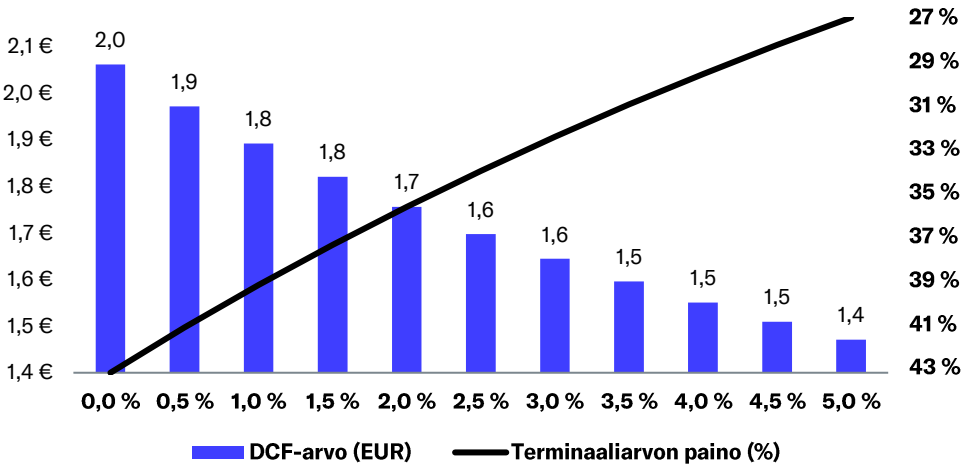


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

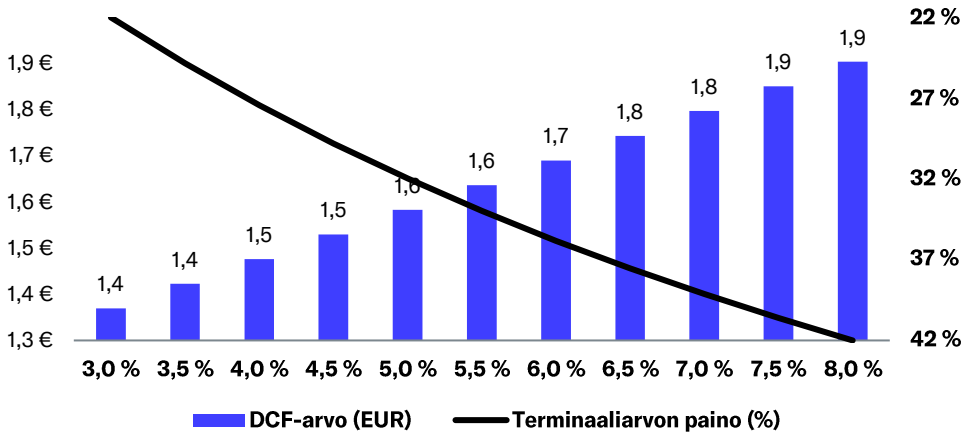
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



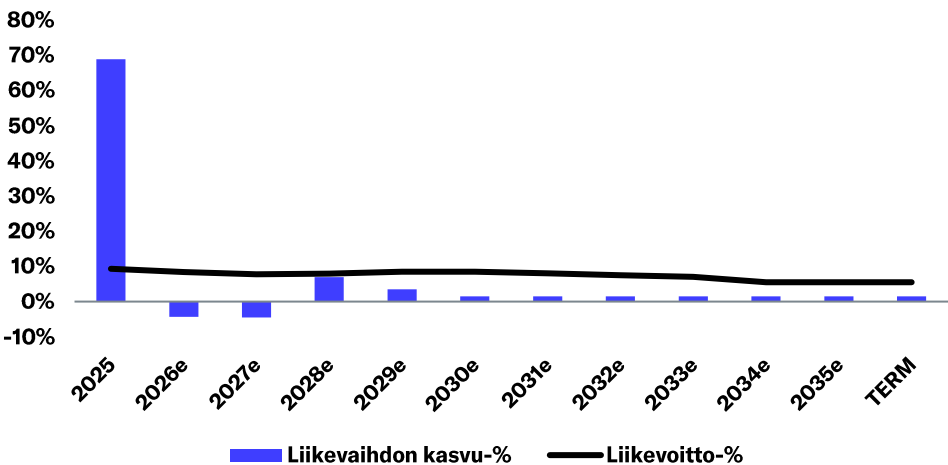
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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
Liikevaihto	55,9	65,5	110,7	105,8	101,1
Käyttökate	3,5	6,1	10,5	9,0	8,1
Liikevoitto	3,5	6,0	10,3	8,9	7,8
Voitto ennen veroja	3,5	6,2	10,5	9,0	7,9
Nettovoitto	2,5	5,0	8,2	6,9	6,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	23,3	32,1	37,7	40,9	43,4
Oma pääoma	4,9	9,2	15,7	18,7	21,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	-12,4	-14,9	-17,8	-19,5	-20,8

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	3,5	6,1	10,5	9,0	8,1
Nettokäyttöpääoman muutos	8,5	0,3	-7,0	-1,1	-1,7
Operatiivinen kassavirta	11,3	5,1	2,3	6,2	5,0
Investoinnit	-1,9	-2,3	2,3	-0,3	-0,3
Vapaa kassavirta	9,2	3,0	4,7	5,9	4,7

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	neg.	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	neg.	4,0	3,8	3,4	3,7
EV/EBIT (oik.)	neg.	4,1	3,9	3,5	3,8
P/E (oik.)	0,0	7,7	7,0	7,2	8,0
P/B	0,0	4,3	3,7	2,7	2,3
Osinkotuotto-%		4,5 %	6,9 %	6,6 %	6,6 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,06	0,11	0,19	0,16	0,14
EPS (oikaistu)	0,06	0,11	0,19	0,16	0,14
Operat. Kassavirta / osake	0,26	0,12	0,05	0,14	0,11
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,21	0,07	0,11	0,13	0,11
Omapääoma / osake	0,11	0,21	0,35	0,42	0,49
Osinko / osake	0,03	0,04	0,09	0,08	0,08

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-55 %	17 %	69 %	-4 %	-4 %
Käyttökatteen kasvu-%	201 %	74 %	74 %	-14 %	-10 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	206 %	73 %	73 %	-14 %	-12 %
EPS oik. kasvu-%	294 %	98 %	64 %	-16 %	-9 %
Käyttökate-%	6,2 %	9,2 %	9,5 %	8,5 %	8,0 %
Oik. Liikevoitto-%	6,2 %	9,1 %	9,3 %	8,4 %	7,7 %
Liikevoitto-%	6,2 %	9,1 %	9,3 %	8,4 %	7,7 %
ROE-%	69,6 %	73,0 %	67,0 %	40,7 %	31,4 %
ROI-%	92,3 %	84,5 %	82,7 %	52,3 %	39,3 %
Omavaraisuusaste	28,9 %	38,6 %	54,6 %	60,3 %	64,2 %
Nettovelkaantumisaste	-251,6 %	-161,5 %	-112,8 %	-104,4 %	-95,8 %
Nettovelka/käyttökate	-3,6	-2,5	-1,7	-2,2	-2,6
EBITDA/nettorahoituskulut	-330,9	-26,1	-55,9	-66,0	-78,7

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n 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
18/12/2024	Vähennä	0,95 €	0,92 €
07/02/2025	Osta	0,95 €	0,75 €
28/02/2025	Lisää	1,00 €	0,90 €
06/05/2025	Lisää	1,05 €	0,88 €
06/08/2025	Osta	1,15 €	0,96 €
08/08/2025	Osta	1,20 €	1,02 €
12/09/2025	Vähennä	1,55 €	1,67 €
16/10/2025	Lisää	1,65 €	1,40 €
31/10/2025	Lisää	1,65 €	1,48 €
03/02/2026	Lisää	1,65 €	1,38 €
13/02/2026	Lisää	1,50 €	1,35 €
24/04/2026	Lisää	1,50 €	1,35 €
23/07/2026	Lisää	1,40 €	1,22 €
15/10/2026	Lisää	1,30 €	1,11 €



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.**