

KREATE

15.07.2026 07.45 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Nautimme yhä tulokasvujunan kyydistä

Kreaten Q2-tulos jatkoi siitä, mihin vahva Q1 jäi, ja nyt myös yhtiön kannattavuuspotentialiaali alkoi paljastua yläriivin voimakkaan kasvun alta. Ensimmäisen vuosipuoliskon toteuman, nykyisen tilauskannan sekä yhä erittäin positiivisten näkymien myötä päivitetyt ennusteemme ovat yhtiön kulu- ja vuodelle ohjeistushaarukan yläpuolella. Lisäksi Kreaten tilauskannassa on nykyisellään merkittäviä monivuotisia hankkeita, jotka tarjoavat tukea myös tuleville vuosille. Päivitetyillä ennusteillamme hinnoittelu näyttää yhä houkuttelevalta, joskin kurssinousun jäljiltä turvamarginaali on oleellisesti kaventunut. Nostamme tavoitehinnan 30,0 euroon (aik. 25,0 euroa). Suosituksemme säilyy lisää-tasolla.

Tulos ylitti jälleen odotuksemme

Kreaten Q2-liikevaihto kasvoi vertailukaudesta peräti 152 % 185 MEUR:oon, ylittäen kirkkaasti 155 MEUR:n (+111 %) ennusteemme. Ruotsissa liikevaihto kehittyi karkeasti odotustemme mukaisesti (Q2'26: 15,6 MEUR vs. 16,2 MEUR ennuste), joten liikevaihdon ylitys tuli kokonaisuudessaan Suomesta. Kasvun taustalla olivat jo kesäkuun ohjeistusnoston yhteydessä esiin tuodut teemat, joskin kasvu realisoitui jo Q2:lla odotuksiamme vahvempana.

Vaikka liikevaihdon kasvu ylitti odotuksemme, raportin positiivisin anti oli mielestämme kannattavuuden selvä paraneminen vertailukaudesta, sillä vahva kasvu kanavoitui nyt aiempaa selvemmin myös tulosriville. Kreaten Q2-EBITA asetui 9,3 MEUR:oon, mikä jätti 5,4 MEUR:n ennusteemme kauas taakseen. Myös suhteellinen kannattavuus (EBITA-marginaali 5,0 %) ylitti 3,5 %:n odotuksemme selvästi. Raportin ainoa heikkous oli operatiivinen vapaa kassavirta, joka jäi vertailukaudesta selvästi (3,8 MEUR vs. 9,3 MEUR). Lasku selittyi kuitenkin käyttöpääoman normalisoitumisella vuodenvaihteen poikkeuksellisen vahvoilta tasoilta.

Vahva H1, tilauskanta sekä näkymät haastavat ohjeistusta

Kreate toisti kesäkuun puolivälissä nostaman tulosohjeistuksensa.

Tilauuskanta nousi kvartaalin vahvan tilausvirran vetämänä odotetusti ennätystasolle. Kvartaalin lopun taso ylitti kuitenkin ennusteemme, vaikka ennakoitua korkeampi liikevaihto söi kantaa samalla odotuksiamme nopeammin. Kreate arvioi tilauskannasta toteutuvan 336 MEUR tilikauden 2026 aikana. Kun huomioidaan ensimmäisen vuosipuoliskon toteuma, nousee liikevaihto pelkästään nykyisen tilauskannan odotetulla tuloutumisella lähelle ohjeistushaarukan keskiosaa (619 MEUR, ohjeistus 600-650 MEUR).

Nykyisen tilauskannan lisäksi myös markkinanäkymät säilyvät positiivisina. Kreate arvioi markkinatilanteen sekä Suomessa että Ruotsissa nykyisellään normaalia vahvemmaksi ja odottaa näkymän vahvistuvan entisestään. Kulu- ja vuodelle ennusteemme nousivat merkittävästi, mikä johtui odotuksia vahvemmasta Q2-tuloksesta sekä loppuvuodelle tehdyistä maltillisista positiivisista ennustemuutoksista. Odotamme nyt yhtiön liikevaihdon kasvavan 662 MEUR:oon ja EBITA:n 28 MEUR:oon. Täten ennusteissamme on kolmas ohjeistuksen nosto kuluvalle vuodelle. Ennustamme tilauskannan tehneen väliaikaisen huippunsa absoluuttisesti, joskin odotamme yhtiön lähtevän ensi vuoteen yhä vertailukautta vahvemman tilauskannan turvin, joka tukee liikevaihdon kehitystä myös ensi vuonna.

Tulokasvu perustelee kurssinousun

Päivitetyillä ennusteillamme Kreatea hinnoitellaan 10x EV/EBIT sekä 12x P/E-kertoimilla vuosille 2026-27. Näemme hinnoittelun yhä houkuttelevana. Tämän lisäksi Kreaten osake tarjoaa noin 4 %:n osinkotuottoa tuleville vuosille. Myös DCF-mallistamme johdettu käypä arvo (30,4 euroa) tukee tavoitehintaa ja puoltaa yhä positiivista suositusta. Merkittävän kurssinousun myötä kulu- ja vuodelle kertomissa ei kuitenkaan ole mielestämme enää turvamarginaalia, mikäli tulos jää ohjeistushaarukan keskivaiheille tai sen alle.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehintaa:

30,00 EUR

(aik. 25,00 EUR)

Osakekurssi:

28,30 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	315,2	662,0	700,4	705,4
kasvu-%	14 %	110 %	6 %	1 %
EBITA	10,2	28,4	32,7	32,2
EBITA-%	3,2 %	4,3 %	4,7 %	4,6 %
Nettotulos	6,3	18,6	22,1	21,8
EPS (oik.)	0,71	2,10	2,48	2,45

P/E (oik.)	17,6	13,5	11,4	11,5
P/B	2,5	4,3	3,5	3,1
Osinkotuotto-%	4,8 %	3,7 %	4,4 %	4,6 %
EV/EBIT (oik.)	14,9	10,8	9,0	9,0
EV/EBITDA	8,3	7,4	6,2	6,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4

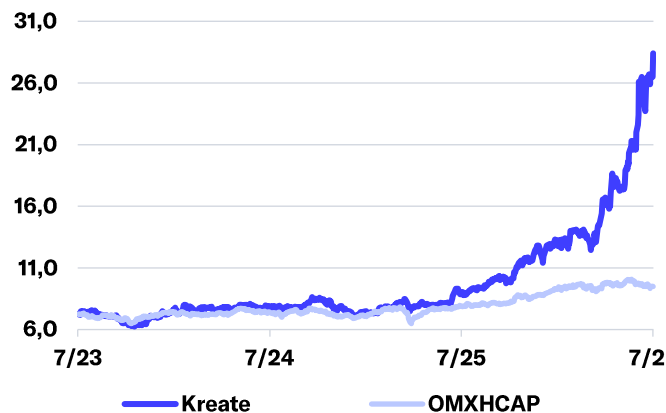
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

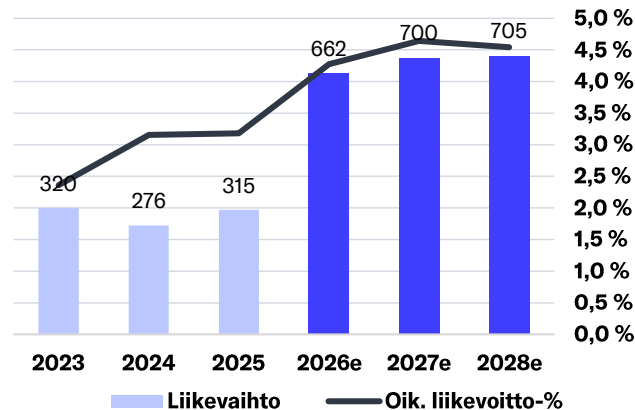
Kreate arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2026 kasvaa ja on 600–650 MEUR (2025: 315 MEUR) ja sen EBITA kasvaa ja on 21–26 MEUR (2025: 10,2 MEUR).

Osakekurssi



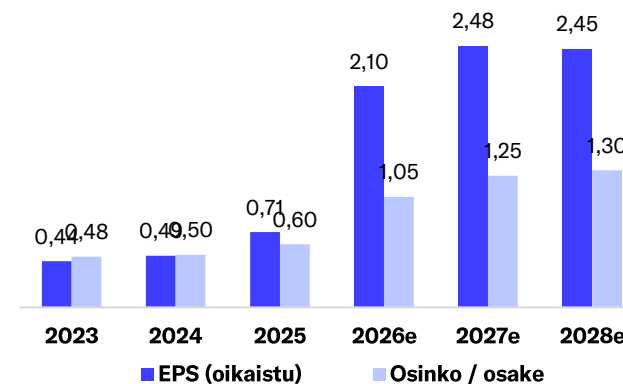
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Markkinoita vahvempi kasvu keskipitkällä aikavälillä
- Kannattavuudessa selkeä parannusvara
- Vahva pääoman tuottopotentiaali
- Vaativien hankkeiden erikoisosaamisella kilpailuetua
- Ruotsin liiketoiminnan kasvupotentiaali

Riskitekijät

- Toimiala on osin riippuvainen suhdanteista etenkin yksityisellä puolella
- Julkisten investointien tyrehtyminen
- Kasvun hallitseminen etenkin Ruotsissa
- Yritysostojen onnistuminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	28,3	28,3	28,3
Markkina-arvo	252	252	252
Yritysarvo (EV)	305	291	287
P/E (oik.)	13,5	11,4	11,5
P/B	4,3	3,5	3,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	7,4	6,2	6,4
EV/EBIT (oik.)	10,8	9,0	9,0
Osinko/tulos (%)	50,1 %	50,3 %	53,0 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,4 %	4,6 %

Lähde: Inderes

Emme löytäneet raportilta montaa heikkoa kohtaa

Kasvuvauhti yllättää yhä uudestaan

Kreaten Q2-liikevaihto kasvoi vertailukaudesta peräti 152 % 185 MEUR:oon, ylittäen kirkkaasti 155 MEUR:n (+111 %) ennusteemme. Yhtiön Suomen liikevaihto kasvoi noin 170 MEUR:oon ja ylitti täten jo kokonaisuudessaan ennusteemme konsernin liikevaihdolle. Myös Ruotsin liikevaihto kaksinkertaistui vertailukaudesta 15,6 MEUR:oon, ollen kuitenkin linjassa ennusteisiimme. Yhtiön mukaan merkittävät monivuotiset hankkeet ovat siirtyneet toteutusvaiheeseen suunnitellusti. Volyyimia ovat tukeneet yhtiön mukaan myös nopeasti etenevät yksityissektorin projektit. Uskomme tämän viittaavan mm. datakeskushankkeisiin, joita yhtiöllä on tällä hetkellä käynnissä kahdeksan. Suhteutettuna rakenteilla olevien datakeskusten kokonaismäärään Suomessa yhtiön markkinaosuus on segmentissä erittäin vahva. Datakeskushankkeet tuloutuvat myös tyypillisesti vauhdilla aikataulujen ollessa tiukat. Tämä dynamiikka selittää osaltaan, miksi tilauskanta tuloutui alkuvuonna ennusteitamme nopeammin. Liikevaihtoa tukivat

myös KFS Finlandin konsolidointi sekä viime vuoden lopussa toteutunut SRV Infra kauppa. Tilauskanta kasvoi odotetusti Q1:n lopun tasoilta, joskin päätyi hieman ennustamaamme korkeammalle 886 MEUR:n ennätystasolle. Uusista mittavista hankkeista tilauskantaa täydensivät muun muassa Vantaan ratikan toisen vaiheen työt, (79 MEUR) Junatien metrosilta hanke (60 MEUR) sekä Ruotsin historian suurin urakka Lundby-tunnelin peruskorjauksesta (~30 MEUR). Tilauskantaa tuki myös 124 MEUR:n tilausmassa, joiden arvoa ei ole julkaistu (ts. salassapitosopimusten alaiset hankkeet, tiedotuskynnyksen alle jäävät hankkeet sekä esimerkiksi käynnissä olevien urakoiden lisä- ja muutostyöt).

Kasvu alkaa näkymään kannattavuudessa

Kvartaalin kannattavuus oli mielestämme raportin selvästi positiivisin anti. Kreaten Q2-EBITA asettui 9,3 MEUR:oon, mikä jätti 5,4 MEUR:n ennusteemme kauas taakseen. Myös suhteellinen kannattavuus (EBITA-marginaali 5,0 %) ylitti 3,5 %:n

odotuksemme selvästi. Yhtiö kommunikoi SRV Infran (nyk. Kreate Rock) integrointikustannusten sekä etupainotteisten kasvuinvestointien painaneen kannattavuutta vielä ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Arviomme mukaan negatiivinen vaikutus on painottunut Q1:lle ja yhtiö on saanut vahvistuneen organisaationsa täysimittaisemmin hyödynnettyä Q2:lla. Tästä viestii myös odotuksiamme matalampi henkilöstökustannusten taso suhteessa liikevaihtoon.

Kassavirrassa ainoa heikkous, joskin emme antaisi tälle liikaa painoarvoa

Kreaten operatiivinen vapaa kassavirta oli 3,8 MEUR (Q2/25 9,3 MEUR). Heikkous johtui käyttöpääoman normalisoitumisesta. Vuodenvaihteessa nettokäyttöpääoma oli poikkeuksellisen alhainen –23 MEUR, eikä taso ollut yhtiön omankaan arvion mukaan kestävä. Kreaten projektivetoisessa liiketoimintamallissa kassavirta heiluu luonnostaan kvartaalien välillä, eikä yksittäisen neljänneksen lukemasta kannata vetää pitkälle meneviä johtopäätöksiä.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'25 Vertailu	Q2'26 Toteutunut	Q2'26e Inderes	Erotus (%) Tot. vs. inderes	2026 Inderes
Liikevaihto	73,5	185	155	19 %	662
Käyttökate	4,0	12,4	8,5	46 %	28,3
EBITA	2,2	9,3	5,4	72 %	28,4
Liikevoitto	2,2	9,3	5,4	72 %	28,3
Tulos ennen veroja	1,4	8,3	4,8	73 %	25,3
EPS (oik.)	0,14	0,64	0,41	56 %	1,05
EPS (raportoitu)	0,14	0,64	0,41	56 %	2,10
Liikevaihdon kasvu-%	8,1 %	152,3 %	111,2 %	41,1 %-yks.	110,0 %
EBITA-%	3,0 %	5,0 %	3,5 %	1,5 %-yks.	4,3 %

Lähde: Inderes

Kreate Q2'26: Väkivahva alkuvuosi



Ennustamme yhtiön nostavan ohjeistustaan loppuvuoden aikana

Ennustemuutokset

- Kreate nosti ohjeistustaan kesäkuussa ja arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2026 kasvaa ja on 600–650 MEUR (2025: 315 MEUR) ja sen EBITA kasvaa ja on 21–26 MEUR (2025: 10,2 MEUR).
- Odotuksiamme positiivisempana toteutuneen Q2:n lisäksi nostimme toisen vuosipuoliskon odotuksiamme hieman näkymien sekä odotuksiamme hieman korkeamman toisen kvartaalin lopun tilauskannan tukemana. Odotamme edelleen kannattavuuden paranevan vertailukaudesta loppuvuonna, kun alkuvuotta rasittaneet etupainotteiset kasvuinvestoinnit ovat pääosin takanapain.
- Ennustamme kuluvalta vuodelta 662 MEUR:n liikevaihtoa sekä 28,3 MEUR:n EBITA kannattavuutta. Nykyennusteemme ovat yhtiön ohjeistushaarukan yläpuolella ja odotamme täten yhtiön nostavan tulosohjeistustaan vielä loppuvuoden aikana.
- Liikevaihdon nopean tuloutumisen vuoksi odotamme tilauskannan saavuttaneen lyhyen aikavälin huippunsa Q2:lla. Ennusteissamme Kreate lähtee ensi vuoteen silti vertailukautta korkeammalla tilauskannalla. Lisäksi uskomme uusien hankevoittojen korvaavan vauhdilla tuloutuvia yksityisen sektorin hankkeita.
- Olemme nostaneet osinkoennusteitamme nousseita tulosennusteitamme mukaillen. Kreate tavoittelee vähintään 50 %:n osingonjakosuhdetta ja uskomme yhtiöllä olevan siihen hyvät valmiudet viime vuoden lopussa toteutetusta yrityskaupasta huolimatta.

Operatiiviset tulosajurit 2026-2028

- Mittavat ja monivuotiset hankkeet tuovat tilauskantaan vakaan perustan useaksi vuodeksi
- Inframarkkinan kasvu jatkuu sekä Suomessa että Ruotsissa, lisäksi yhtiön fokusalueilla laajoissa taitorakentamisen hankkeissa kasvu markkinan yleistä kasvua vahvempaa
- Yhtiöllä hyvä asema markkinan kasvutaskuissa, mm. datakeskusrakentamisessa
- Henkilöstökustannuspaineiden maltillistuminen etenkin vuodesta 2027 alkaen
- Volyymien nousun tuoma tulospvipu
- Ruotsin kasvuinvestointien realisoituminen sekä laajentuminen uusiin rakentamisen lajeihin
- Kilpailupaineen helpotus muun uudisrakentamisen asteittain palautuessa, toisaalta kustannuspuolella muun markkinan toipuminen voi vaikuttaa yhtiölle negatiivisesti kustannustasoon sekä tekijöiden saatavuuteen

Ennustemuutokset	2026	2026	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	624	662	6 %	645	700	9 %	612	705	15 %
EBITA	23,6	28,4	20 %	26,3	32,7	24 %	25,7	31,5	23 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,5	28,3	21 %	26,1	32,5	24 %	25,5	31,3	23 %
Liikevoitto	23,5	28,3	21 %	26,1	32,5	24 %	25,5	31,3	23 %
Tulos ennen veroja	20,9	25,3	22 %	23,6	29,9	27 %	23,2	29,0	25 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,84	2,06	12 %	2,06	2,48	21 %	2,02	2,39	18 %
Osakekohtainen osinko	0,90	1,05	17 %	1,00	1,20	20 %	1,05	1,20	14 %

Lähde: Inderes

Kreate Q2'26



Arvostus säilyy ennusteillamme houkuttelevana

Arvostus kääntyy houkuttelevaksi tuloskasvun kautta

Päivitetyillä ennusteillamme yhtiön kannattavuus paranee kuluvana vuonna selvästi sekä absoluuttisesti että suhteellisesti. Vahvasta tulosparannuksesta huolimatta kurssinousun myötä arvostuskertoimet ovat kuluvalle vuodelle neutraalilla tasolla (26e EV/EBIT 11x, P/E 13x) suhteessa hyväksymäämme arvostushaarukkaan (EV/EBIT 10–12x, P/E 10–13x). Vuoden 2027 kertoimilla arvostus laskee jo houkuttelevammalle tasolle (EV/EBIT 9x, P/E 11x), kun kannattavuusparannus tulee ennusteissamme vahvemmin läpi.

Liiketoimintamallin normaalisti vahvan kassavirran sekä vähäisen investointitarpeen mahdollistama n. 4 %:n osinkotuotto tukee myös osakkeen tuotto-odotusta lähivuosina. Kreate on ilmaissut halunsa jakaa kasvavaa osinkoa ja mielestämme yhtiöllä on siihen mahdollisuudet. Osinko/tulos-% nousee lähiaikoina noin 50 %:n tasolle, joka on linjassa yhtiön osingonjakopolitiikkaan. Yhtiöllä on lisäksi kasvuinvestointeja varten rahoituskapasiteettia joskin emme odota yhtiön tekevän mittavia yritysostoja lähitulevaisuudessa.

Verrokkeihin nähden edelleen alennuksella arvostettu

Kreatelle on saatavilla kelvollinen verrokkiryhmä toimialan pohjoismaisista listatuista yhtiöistä. Kreaten verrokkit arvostetaan kuluvan vuoden ennusteilla 11x EV/EBIT ja 15x P/E kertoimilla. Verrokkeihin nähden Kreatea hinnoitellaan noin 5-10 %:n alennuksella. Näkemyksemme mukaan Kreaten pääomantuotto sekä ennustettu tuloskasvu huomioiden alennus ei ole oikeutettu ja hyväksymmekin tällä hetkellä verrokkien tasoisen arvostuksen Kreatelle. Selkeistä eroista yhtiöiden liiketoimintamalleissa johtuen

emme kuitenkaan antaa suhteelliselle arvostukselle merkittävää painoarvoa arvonmäärittämisessämme.

DCF-malli tukee tavoitehintaamme

Huomioimme arvonmäärittämisessä myös rahavirtamallin (DCF). Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,0 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 4,0 %:iin liikevaihdosta (aik. 3,8 %). Tämä on alle yhtiön yli 5 %:n EBITA-marginaalin tavoitetason. Emme pidä ennustetason nostamista tavoitetasolle perusteltuna ennen lisänäyttöjä viime aikoja korkeammasta ja tavoitteiden mukaisesta kannattavuudesta.

DCF-mallin mukainen Kreaten osakkeen arvo on noin 30,4 euroa, tukien suositustamme. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,8% ja oman pääoman kustannus on 10,1%. Laskimme Kreaten pääoman kustannusta aiemmin hieman, ja se vastaa nyt karkeasti suoralle verrokkille GRK:lle soveltamaamme tasoa. Pidämme tätä perusteltuna, sillä yhtiöiden liiketoimintaprofiilit ovat hyvin samankaltaiset.

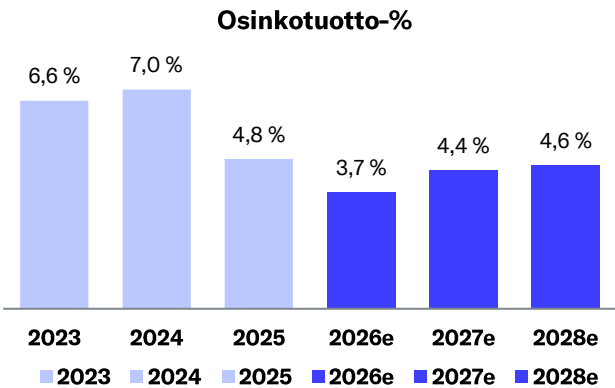
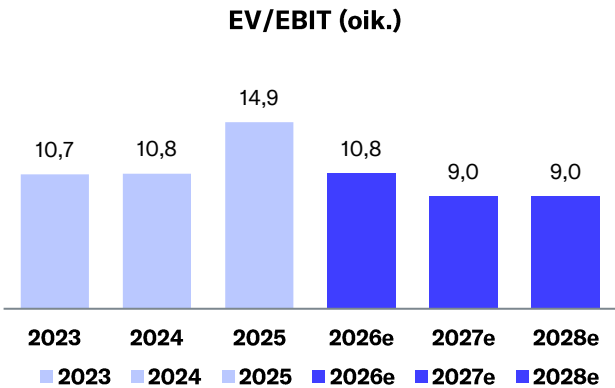
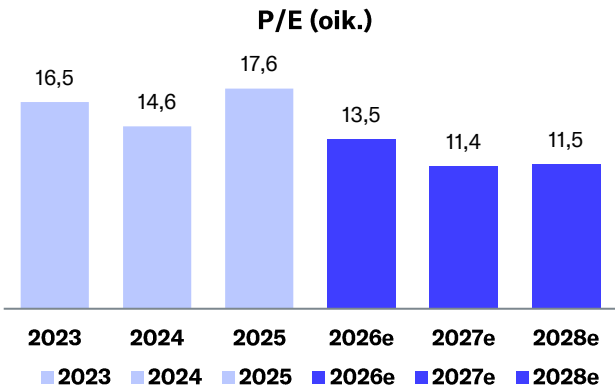
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	28,3	28,3	28,3
Markkina-arvo	252	252	252
Yritysarvo (EV)	305	291	287
P/E (oik.)	13,5	11,4	11,5
P/B	4,3	3,5	3,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	7,4	6,2	6,4
EV/EBIT (oik.)	10,8	9,0	9,0
Osinko/tulos (%)	50,1 %	50,3 %	53,0 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,4 %	4,6 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	11,4	8,09	7,22	7,14	12,6	28,3	28,3	28,3	28,3
Markkina-arvo	99	73	64	64	112	252	252	252	252
Yritysarvo (EV)	120	106	81	94	149	305	291	287	279
P/E (oik.)	12,6	12,7	16,5	14,6	17,6	13,5	11,4	11,5	11,5
P/B	2,4	1,7	1,5	1,5	2,5	4,3	3,5	3,1	2,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	8,4	7,8	5,8	6,1	8,3	7,4	6,2	6,4	6,2
EV/EBIT (oik.)	11,6	12,3	10,7	10,8	14,9	10,8	9,0	9,0	8,7
Osinko/tulos (%)	56,4 %	72,4 %	109,7 %	102,0 %	84,1 %	50,1 %	50,3 %	53,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	5,7 %	6,6 %	7,0 %	4,8 %	3,7 %	4,4 %	4,6 %	5,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
YIT Oyj	574	1316	19,3	12,6	14,2	10,3	0,7	0,7	65,1	15,7		0,4	0,8
NRC Group ASA	130	211	11,6	9,3	6,0	5,3	0,3	0,3	15,5	10,6		4,7	0,8
Veidekke ASA	2278	1894	10,6	10,0	6,8	6,5	0,5	0,4	16,4	15,2	6,0	6,3	6,9
Ncc AB	1648	1928	10,4	9,3	6,6	6,1	0,4	0,4	11,0	9,7	5,8	6,3	2,0
Peab AB	2340	3229	11,9	11,1	7,8	7,4	0,6	0,6	11,1	10,3	4,6	5,1	1,4
Skanska AB	9603	8504	11,3	10,3	8,7	8,1	0,5	0,5	14,6	13,8	4,1	4,4	1,6
SRV Yhtiot Oyj	91	228	20,5	11,4	14,0	8,8	0,3	0,3	53,8	10,6		3,0	0,8
GRK Infra	743	509	8,2	7,6	6,3	5,8	0,6	0,5	14,5	14,3	3,0	3,2	3,2
Consti Oyj	91	93	9,7	7,4	6,9	5,6	0,3	0,3	12,3	9,3	6,5	6,6	1,9
Kreate (Inderes)	252	305	10,8	9,0	7,4	6,2	0,5	0,4	13,5	11,4	3,7	4,4	4,3
Keskiarvo			12,6	9,9	8,6	7,1	0,5	0,4	23,8	12,1	5,0	4,4	2,2
Mediaani			11,3	10,0	6,9	6,5	0,5	0,4	14,6	10,6	5,2	4,7	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			-4 %	-10 %	9 %	-5 %	0 %	-5 %	-8 %	8 %	-29 %	-5 %	165 %

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	320,0	275,5	52,4	73,5	94,7	94,6	315,2	97,6	185	201	178	662,0	700,4	705,4	712,4
Suomi	298	243	44,9	64,5	79,1	76,4	264,9	82,1	170	174	151	577,1	600,2	600,2	606,2
Ruotsi	22,5	32,9	7,5	9,0	15,6	18,2	50,3	15,5	15,6	26,5	27,3	84,9	100	105	106
Käyttökate	14,0	15,3	1,7	4,0	6,0	6,3	17,9	3,9	12,4	13,5	11,1	41,0	46,7	45,1	44,9
Poistot ja arvonalennukset	-6,4	-6,6	-1,7	-1,8	-2,0	-2,4	-7,9	-2,4	-3,2	-3,8	-3,3	-12,7	-14,2	-13,1	-12,8
EBITA	8,8	7,8	0,1	2,2	4,0	3,9	10,2	1,5	9,3	9,8	7,8	28,4	32,7	32,2	32,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,6	8,7	0,0	2,2	4,0	3,9	10,0	1,5	9,3	9,7	7,8	28,3	32,5	32,0	32,1
Liikevoitto	7,6	8,7	0,0	2,2	4,0	3,9	10,0	1,5	9,3	9,7	7,8	28,3	32,5	32,0	32,1
Nettorahoituskulut	-2,9	-2,8	0,0	-0,8	-0,4	-0,4	-1,6	-0,6	-0,9	-0,7	-0,7	-2,9	-2,6	-2,4	-2,2
Tulos ennen veroja	4,7	5,9	0,0	1,4	3,5	3,5	8,4	0,9	8,3	9,0	7,1	25,3	29,9	29,7	29,9
Verot	-0,7	-1,3	0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-1,7	0,1	-1,6	-1,8	-1,4	-4,8	-5,6	-5,6	-5,6
Vähemmistöosuudet	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,9	-0,6	-0,2	-1,9	-2,2	-2,3	-2,3
Nettotulos	3,8	4,4	0,1	1,2	2,7	2,4	6,3	0,8	5,7	6,6	5,5	18,6	22,1	21,8	21,9
EPS (oikaistu)	0,44	0,49	0,01	0,14	0,30	0,26	0,71	0,09	0,64	0,74	0,62	2,10	2,48	2,45	2,47
EPS (raportoitu)	0,44	0,49	0,01	0,14	0,30	0,26	0,71	0,09	0,64	0,74	0,62	2,10	2,48	2,45	2,47

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	16,8 %	-13,9 %	-3,7 %	8,1 %	22,0 %	25,3 %	14,4 %	86,3 %	152,2 %	112,1 %	88,3 %	110,0 %	5,8 %	0,7 %	1,0 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	-16,9 %	-10,5 %	-90,9 %	-7,6 %	35,0 %	69,6 %	30,4 %	1420,0 %	320,5 %	143,7 %	101,2 %	178,1 %	15,2 %	-1,5 %	0,1 %
Oikaistu EBITA-%	2,7 %	2,8 %	0,2 %	3,0 %	4,2 %	4,1 %	3,2 %	1,6 %	5,0 %	4,9 %	4,4 %	4,3 %	4,7 %	4,6 %	4,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,4 %	3,2 %	0,0 %	3,0 %	4,2 %	4,1 %	3,2 %	1,6 %	5,0 %	4,8 %	4,4 %	4,3 %	4,6 %	4,5 %	4,5 %

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	75,8	110	128	124	122
Liikearvo	40,4	63,3	72,0	72,0	72,0
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1
Käyttöomaisuus	23,5	34,1	54,7	50,4	49,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	10,5	11,4	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Vaihtuvat vastaavat	55,6	77,4	131	140	145
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	44,1	58,4	104	112	116
Likvidit varat	10,8	18,7	26,5	28,0	28,2
Taseen loppusumma	131	188	259	264	267

Lähde: Inderes

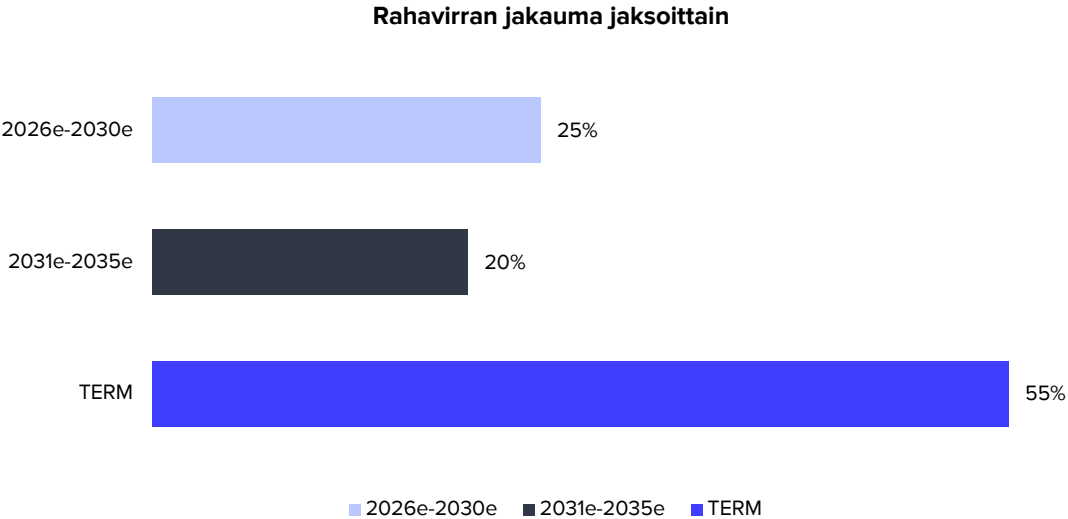
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	43,6	45,6	63,2	75,9	86,7
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	25,2	27,1	40,4	53,1	63,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	18,0	17,7	17,7	17,7	17,7
Vähemmistöosuus	0,3	0,7	5,0	5,0	5,0
Pitkäaikaiset velat	34,5	48,8	51,7	44,7	43,7
Laskennalliset verovelat	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Varaukset	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Korolliset velat	29,8	43,9	46,8	39,9	38,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	53,3	93,3	144	143	137
Korolliset velat	10,9	10,7	11,7	10,0	9,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	42,1	82,3	132	133	127
Muut lyhytaikaiset velat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Taseen loppusumma	131	188	259	264	267

DCF-laskelma

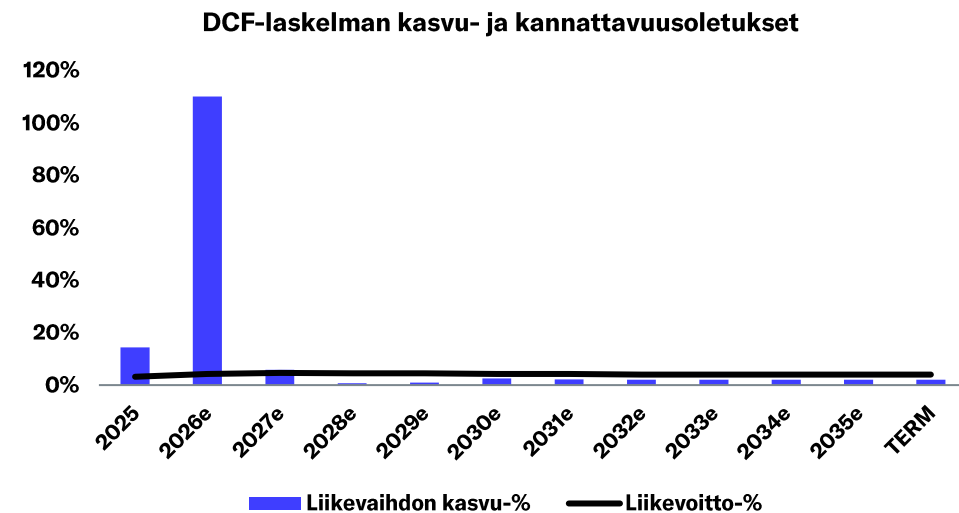
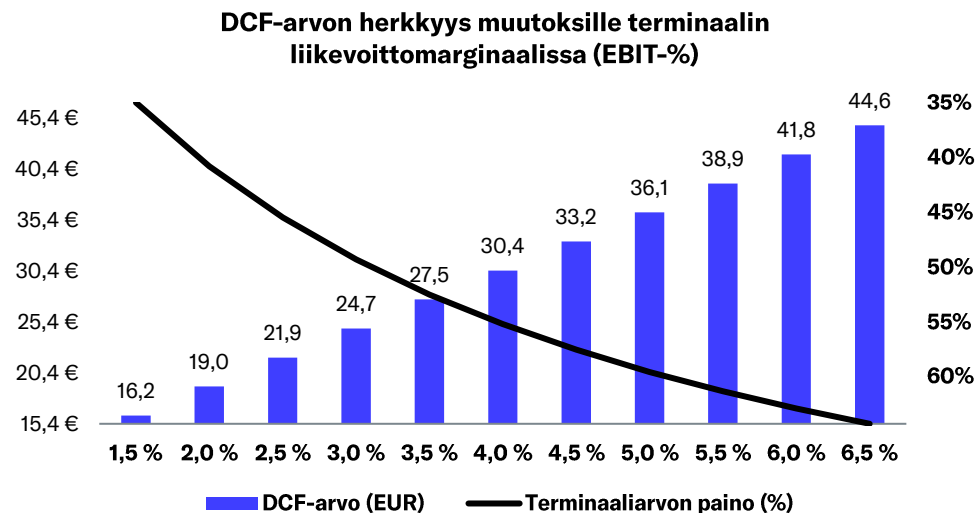
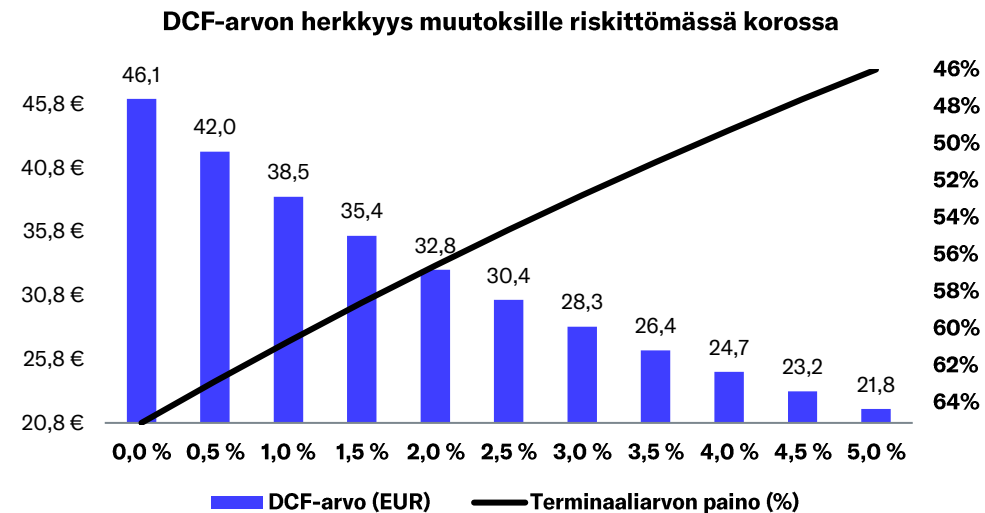
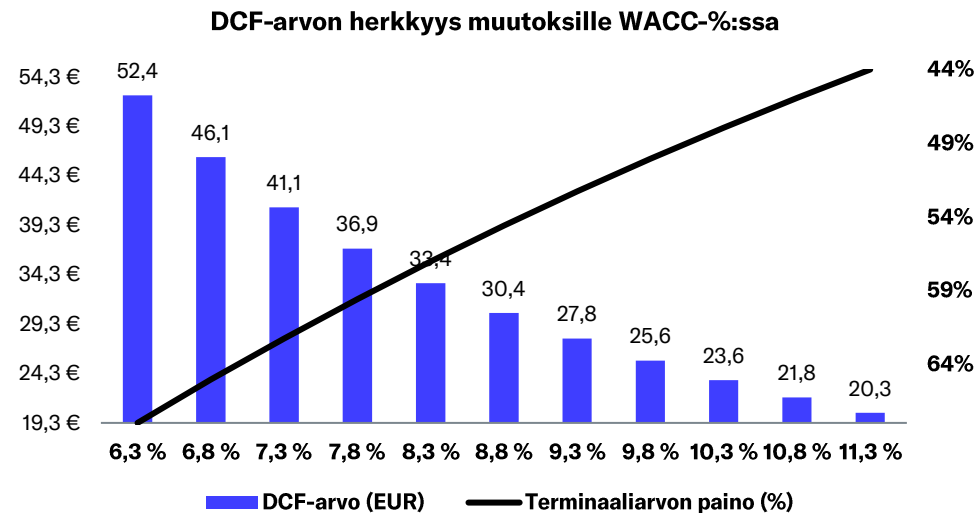
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	14,4 %	110,0 %	5,8 %	0,7 %	1,0 %	2,5 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,2 %	4,3 %	4,6 %	4,5 %	4,5 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	10,0	28,3	32,5	32,0	32,1	30,7	31,3	30,4	31,1	31,7	32,3	
+ Kokonaispoistot	7,9	12,7	14,2	13,1	12,8	13,0	13,3	13,1	13,1	12,9	13,0	
- Maksetut verot	-1,5	-4,8	-5,6	-5,6	-5,6	-5,4	-5,6	-5,5	-5,6	-5,7	-5,8	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	26,3	4,0	-6,9	-10,4	-3,5	0,2	-3,6	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	42,4	39,7	33,7	28,7	35,4	38,1	35,2	37,9	38,4	38,7	39,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-41,4	-41,9	-9,8	-12,0	-13,2	-14,1	-12,4	-12,9	-12,4	-13,2	-12,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,0	-2,2	23,9	16,7	22,2	23,9	22,7	25,0	25,9	25,5	27,0	
+/- Muut	3,6	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,6	15,8	23,9	16,7	22,2	23,9	22,7	25,0	25,9	25,5	27,0	406
Diskontattu vapaa kassavirta		15,2	21,1	13,6	16,6	16,4	14,3	14,5	13,8	12,5	12,2	183
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		333	318	297	283	267	250	236	221	208	195	183
Velaton arvo DCF		333										
- Korolliset velat		-54,6										
+ Rahavarat		18,7										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-21,6										
-Osinko/pääomapalautus		-5,3										
Oman pääoman arvo DCF		270										
Oman pääoman arvo DCF per osake		30,4										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	275,5	315,2	662,0	700,4
Käyttökate	15,3	17,9	41,0	46,7
Liikevoitto	8,7	10,0	28,3	32,5
Voitto ennen veroja	5,9	8,4	25,3	29,9
Nettovoitto	4,4	6,3	18,6	22,1
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	131,4	187,6	259,2	264,0
Oma pääoma	43,6	45,6	63,2	75,9
Liikearvo	40,4	63,3	72,0	72,0
Nettovelat	29,9	35,9	32,0	21,8

Kassavirta	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	15,3	17,9	41,0	46,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-13,9	26,3	4,0	-6,9
Operatiivinen kassavirta	-0,6	42,4	39,7	33,7
Investoinnit	-6,9	-41,4	-41,9	-9,8
Vapaa kassavirta	-7,3	4,6	15,8	23,9

Arvostuskertoimet	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,3	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	6,1	8,3	7,4	6,2
EV/EBIT (oik.)	10,8	14,9	10,8	9,0
P/E (oik.)	14,6	17,6	13,5	11,4
P/B	1,5	2,5	4,3	3,5
Osinkotuotto-%	7,0 %	4,8 %	3,7 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,49	0,71	2,10	2,48
EPS (oikaistu)	0,49	0,71	2,10	2,48
Operat. Kassavirta / osake	-0,07	4,77	4,47	3,79
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,82	0,52	1,78	2,68
Omapääoma / osake	4,87	5,05	6,54	7,98
Osinko / osake	0,50	0,60	1,05	1,25

Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-14 %	14 %	110 %	6 %
Käyttökatteen kasvu-%	9 %	17 %	129 %	14 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	15 %	15 %	182 %	15 %
EPS oik. kasvu-%	12 %	46 %	194 %	18 %
Käyttökate-%	5,5 %	5,7 %	6,2 %	6,7 %
Oik. Liikevoitto-%	3,2 %	3,2 %	4,3 %	4,6 %
Liikevoitto-%	3,2 %	3,2 %	4,3 %	4,6 %
ROE-%	10,1 %	14,4 %	36,2 %	34,2 %
ROI-%	10,4 %	10,9 %	25,5 %	26,3 %
Omavaraisuusaste	33,2 %	24,3 %	24,4 %	28,8 %
Nettovelkaantumisaste	68,6 %	78,8 %	50,7 %	28,7 %
Nettovelka/käyttökate	2,0	2,0	0,8	0,5
EBITDA/nettorahoituskulut	5,5	11,1	13,9	18,0

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n 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 latineen 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
22/11/2021	Osta	13,00 €	10,75 €
24/11/2021	Osta	13,00 €	11,45 €
27/01/2022	Lisää	13,00 €	11,75 €
27/04/2022	Osta	12,00 €	9,00 €
28/07/2022	Osta	12,00 €	8,80 €
04/10/2022	Osta	11,00 €	8,02 €
27/10/2022	Osta	11,00 €	8,45 €
21/11/2022	Lisää	10,50 €	8,92 €
12/01/2023	Lisää	10,50 €	9,05 €
01/02/2023	Lisää	10,50 €	9,30 €
02/05/2023	Lisää	9,00 €	7,94 €
12/07/2023	Vähennä	7,90 €	7,58 €
20/07/2023	Lisää	7,90 €	7,44 €
26/10/2023	Lisää	7,00 €	6,32 €
28/11/2023	Lisää	7,30 €	6,84 €
01/02/2024	Lisää	8,50 €	7,94 €
29/04/2024	Lisää	8,50 €	7,80 €
17/07/2024	Lisää	8,50 €	7,82 €
01/10/2024	Lisää	9,00 €	8,36 €
28/10/2024	Vähennä	8,80 €	8,36 €
13/01/2025	Lisää	8,00 €	7,30 €
06/02/2025	Lisää	8,00 €	7,50 €
25/04/2025	Lisää	8,60 €	7,92 €
15/07/2025	Lisää	9,20 €	8,78 €
06/10/2025	Vähennä	9,40 €	10,20 €
Analytikko vaihtuu			
23/10/2025	Vähennä	10,50 €	10,65 €
29/10/2025	Vähennä	11,00 €	11,05 €
09/01/2026	Vähennä	12,50 €	13,30 €
08/02/2026	Lisää	15,00 €	14,00 €
31/03/2026	Lisää	16,00 €	14,20 €
28/04/2026	Lisää	20,00 €	18,65 €
17/06/2026	Lisää	25,00 €	23,40 €
15/07/2026	Lisää	30,00 €	28,30 €



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.**