

Tekova Oyj

Seurannan aloitus

18.12.2024 07.45 EET



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvava toimitilarakentaja

Aloitamme Tekovan seurannan vähennä-suosituksella ja 0,95 euron tavoitehinnalla. Tekova kehittää, rakentaa ja omistaa hallimaisia toimitiloja. Kasvu sekä kannattavuus ovat lyhyen historian aikana olleet sektoria vahvempia, mutta sykliisyys sekä kannattavuuden vaihtelut ovat leimanneet yhtiön kehitystä. Koviin kasvuvuosiopetusten jälkeen Tekova tavoittelee jatkossa tuloksen kasvua laajentamalla rakentamisen arvoketjussa korkeamman katepotentiaalin alueille, mutta tämä ei tule ilman riskin lisäystä. Arvioimme, että Tekovan lähivuosiopetusten kasvu jää matalaksi suhteellisen kannattavuuden laskiessa kiihtyvässä suhdanteessa lähemmäs toimialan keskiarvoja. Ennusteillamme arvostus ei juuri tarjoa nousuvaraa ja tuotto-odotus jää riskeihin nähden heikoksi.

Hallimaisia toimitiloja keskittyen ydinosaamiseen

Tekova on suomalainen rakennusyhtiö, 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 asiakkanaan kiinteistösiioittajat (80 % asiakkaista), loppukäyttäjät sekä julkinen sektori. Tekovan liiketoimintamalli perustuu yhtiön omaan hankekehitykseen, hankkeiden suunnitteluun ja tehokkaaseen rakentamisprosessiin, jonka avulla pystytään kustannustehokkaasti sekä nopeilla läpimenoajoilla tuottamaan asiakkaille hankkeita. Alaan nähden Tekovalla on iso paino sijoittaja-asiakasryhmässä ja liiketoimintamallissa pyritään hallitsemaan koko hankkeen elinkaari. Tämä lisää mahdollisuuksia, mutta vaatii myös laaja-alaisempaa osaamista ja lisää liiketoiminnan riskejä.

Strategiassa keskiössä tuloksen kasvatus

Toimitilarakentaminen on syklistä liiketoimintaa, mikä on näkynyt Tekovan tuloskehityksessä. Kova kasvu (19–23 CAGR-%: 38 %) ja projektihaasteet ovat johtaneet vaihtelevaan kannattavuuteen (EBIT-%: 2022 0,9 % vs. Q4'23 LTM 9,6 %). Yhtiö hakeekin tulevaisuudessa liikevaihdon kasvun sijaan absoluuttista liikevoiton kasvua. Tämän yhtiö aikoo saavuttaa pitämällä urakointihankkeiden kannattavuutensa hyvällä tasolla ja investoimalla paremmin kannattaviin ja riskisimpiin omaperusteisiin hankkeisiin. Strategia kuulostaa mielestämme järkevältä, mutta liikevaihdon ja tuloksen yhtäaikainen nosto on haastavaa ja kiihtyvässä suhdanteessa suhteellisen kannattavuuden parantaminen on vaikeaa. Ennustamme Tekovan liikevaihdon kasvun olevan tilauskannan kasvun ja piristyvän suhdanteen myötä vahvaa vuoteen 2027 asti (CAGR-%: 12 %), mutta samalla suhteellinen kannattavuus laskee ennusteissamme nykyiseltä lähes 10 %:n tasolta noin 7,5 %:iin lähivuosiopetusten (26–27). Tämä tarkoittaa, että EPS-kasvu jäisi vuosittain vain 4 %:iin (CAGR-%).

Osake sopii riskinäkäiselle sijoittajalle, mutta nykyisellään tuotto-odotus ei houkuttele

Tekovan osake sopii riskinäkäiselle sijoittajalle, sillä ala on syklinen, yhtiön tulohistoria vaihteleva ja liiketoiminta on kasvuvaiheessa. Tällä hetkellä ennusteidemme mukaisella kehityksellä arvostuksessa (25-26e ka.: oik. P/E: 9x ja oik. EV/EBIT: 4x) ei kuitenkaan olisi merkittävää nousuvaraa (+3 %) hyväksymäämme tasoon nähden (P/E: 8-10x, EV/EBIT: 6-8x). Osinkotuotto tukee hieman tuotto-odotusta (+3 %), mutta odotamme yhtiön käyttävän vahvan taseen varojansa ennemmin kasvuinvestointeihin. Suhteellinen arvostus on selkeällä alenuksella verrokkeihin, mikä on Tekovan profiili huomioiden mielestämme perusteltua. DCF-laskelman arvo (1,0 euroa) on lähellä tavoitehintaamme perustellen myös suositustamme. Raportissa esittelemämme yli syklin skenaariot eivät myöskään perustele tavoitehintaamme korkeampaa arvostusta osakkeelle juuri nyt.

Suositus

Vähennä

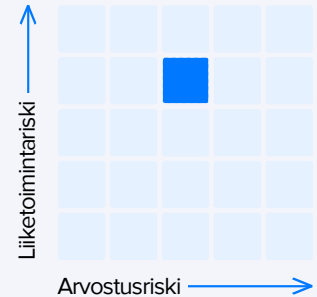
(aik. -)

0,95 EUR

(aik. -)

Osakekurssi:

0,92



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	55,9	63,4	77,6	85,1
kasvu-%	-55 %	13 %	22 %	10 %
EBIT oik.	3,5	6,0	6,2	6,3
EBIT-% oik.	6,2 %	9,5 %	7,9 %	7,4 %
Nettotulos	2,5	4,4	4,7	4,7
EPS (oik.)	0,06	0,11	0,11	0,11
P/E (oik.)		8,6	8,6	8,5
P/B		4,8	3,4	2,6
Osinkotuotto-%		3,0 %	3,6 %	4,3 %
EV/EBIT (oik.)		4,7	3,8	3,7
EV/EBITDA		4,9	3,8	3,6
EV/Liikevaihto		0,4	0,3	0,3

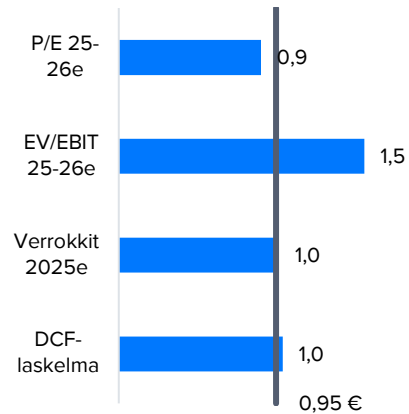
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

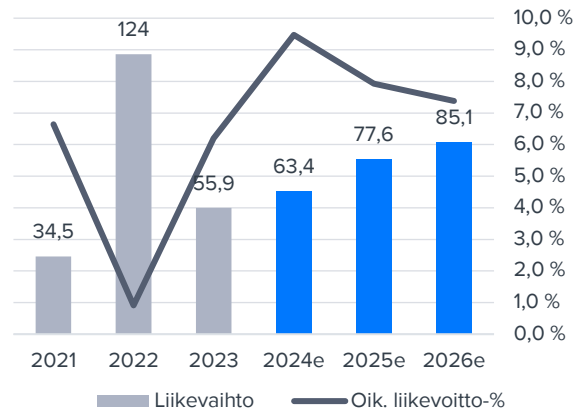
Vuonna 2024 liikevaihto on välillä 55-65 MEUR (2023: 56 MEUR) ja liikevoitto 4,5-6,5 MEUR:n välillä (2023: 3,5 MEUR).

Arvonmääritys



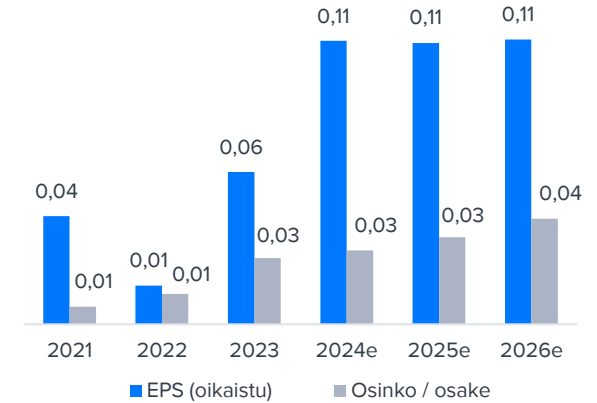
Lähde: Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Liiketoiminnan vahva lyhyen aikavälin kasvu tilauskannan ja suotuisten trendien avulla
- Hankekehitys, tehokas rakentamisprosessi ja yksinkertaiset hankkeet mahdollistavat vahvan kannattavuuden
- Harkitut omaperusteiset hankkeet lisäävät tuottopotentiaalia
- Maltillisia investointeja vaativa liiketoiminta ja vahva taloudellinen tilanne
- Kevyen taseen vuoksi pääomien tuottopotentiaali 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
- Keskittynyt asiakasjakauma

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,92	0,92	0,92
Osakemäärä, milj. kpl	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo	40	40	40
Yritysarvo (EV)	28	23	23
P/E (oik.)	8,6	8,6	8,5
P/B	4,8	3,4	2,6
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,9	3,8	3,6
EV/EBIT (oik.)	4,7	3,8	3,7
Osinko/tulos (%)	27,8 %	30,9 %	37,0 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,6 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-16
Sijoitusprofiili	s. 17-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 19-20
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 21-26
Taloudellinen tilanne	s. 27-28
Ennusteet	s. 29-33
Arvonmääritys ja suositus	s. 34-45
Vastuuvapauslauseke	s. 46

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

59 MEUR

Liikevaihto Q3'24 LTM

5,7 MEUR (9,6 % lv:sta)

EBIT Q3'24 LTM

3,5 MEUR

Operatiivinen rahavirta* 2023

60 MEUR (+62 % v/v)

Tilaukanta Q3'24 lopussa

50

Henkilöstö Q3'24 lopussa

Lähde: Tekova, Inderes

*rahavirta ennen tilinpäätösiirtoja ja veroja

2018–2019

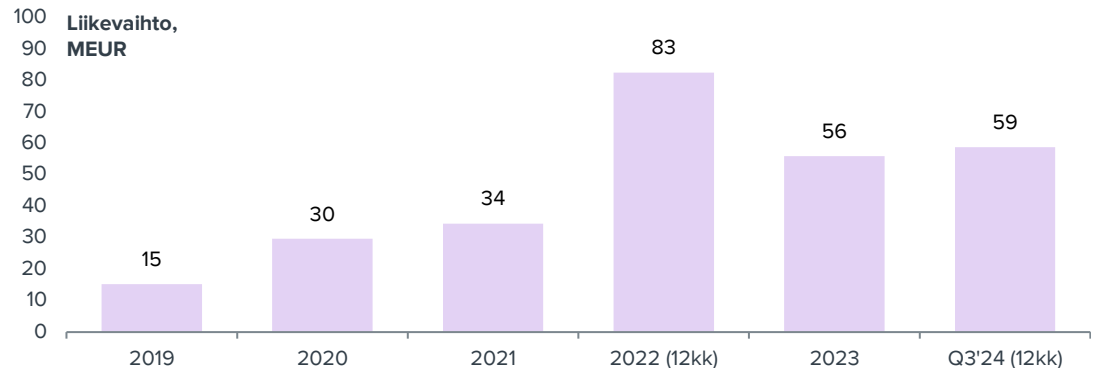
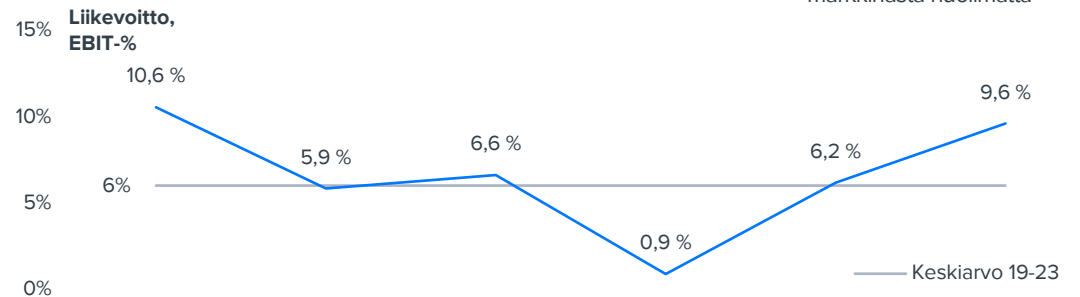
- Tekova perustettiin kahden kaverin voimin
- Alkuun muutamia hankkeita oman työllisyyden varmistamiseksi
- Avaimet käteen - toimitilahankkeiden kysyntä yllätti positiivisesti ja toimintaa alettiin kasvattamaan
- Kannattavuus erittäin hyvällä tasolla

2020–2021

- 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

2022–2023

- Erittäin vahva tilaukanta nosti 2022 liikevaihdon erittäin korkealle tasolle
- Projektien kustannusylytykset laskivat kuitenkin liikevoiton lähes tappiolle
- 2023 projektikanta tervehtyi ja prosesseja kehitettiin nykyistä kokoa vastaavaksi
- Tulos parantunut selvästi vaikeasta rakentamisen markkinasta huolimatta



Huom! Vuosi 2022 Inderesin laskelma 18 kk mittaisesta tilikaudesta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/9

Yhtiökuvaus

Suomalainen toimitilarakentaja

Tekova Oyj (jäljempänä 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 50 henkilöä.

Tekova keskittyy rakentamisessa yksinkertaisiin hallimaisiin rakennuksiin, joissa kustannukset ja rakennusprosessi ovat helposti hallittavissa. Tekova rakentaa muun muassa liike-, logistiikka-, tuotanto- ja liikuntatiloja. 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 valikoidusti hankkeita omaan taseeseen eli toimii omaperusteisena rakentajana. Tekova ei kuitenkaan ole kiinteistösijoitusyhtiö, eikä suunnitteilla ole kiinteistöjen omistaminen rakentamisen jälkeen kuin harkitusti. Usein omaperusteiset hankkeet myydään taseesta rakennuksen valmistuttua.

Yhtiö toimii Suomen markkinoilla, eikä lähitulevaisuudessa ole laajentumissuunnitelmia ulkomaille. Yhtiö toimii alueyhtiömallilla Etelä-Suomessa, Länsi-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.

Tekova on kasvanut vauhdilla vuodesta 2018 tähän päivään. Yhtiön liikevaihto vuonna 2019 oli 15 MEUR ja oli vuoden 2023 lopussa noussut jo 56 MEUR. Vuosittainen kasvu tällä aikavälillä on ollut 38 %. Kannattavuus on parhaimmillaan ollut yli 10 % (liiketulos), mutta heikoimmillaan 0,9 %, mikä kertoo Tekovan projektiliiketoiminnan luonteesta. Ala on lisäksi suhdanneherkkä, mikä altistaa liiketoiminnan suurille vaihteluille vuosien välillä.

Tekova®

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/9

Liiketoimintamalli

Tekova rakentaa toimitiloja kokonaisvastuurakoinnin (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 ydinosaaamistaan sekä suunnittelussa että rakentamisessa.

Tekovan liiketoimintamalli voidaan jakaa neljään selkeään vaiheeseen:

1. Hankekehitys
2. Suunnittelu
3. Rakentaminen
4. 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 mukana olo varmistaa Tekovalle, että hanke voidaan toteuttaa heidän rakennus- ja suunnitteluprosessiensa 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. Omien 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 elinkaarissa

Hankekehitys



Tekova tekee hankekehityksen yhdessä asiakkaan kanssa

Suunnittelu



Tekova vahvasti mukana suunnittelussa omilla suunnittelijoilla

Rakentaminen



Rakentaminen projektijohtomallilla aliurakointia hyödyntäen

Käyttöönotto ja takuu-aika



Rakennuksen luovutus ajallaan, virheettömästi ja takuuajasta huolehtien

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/9

Tekova rakentaa projektinjohtomallilla, missä 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, vaikka 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 omakehittäisiä ja omaperusteisia hankkeita. Neuvottelu-urakassa tilaaja luo raamit hankkeelle, johon Tekova tarjoaa

heidän prosesseilleen sopivan ratkaisun. Hankkeet voivat sisältää myös hankekehitystä. Omakehittäisissä ja -perusteisissa hankkeissa riskitasot ovat urakointihankkeita korkeammat ja pääomaa sitoutuu enemmän, mutta samalla tuottopotentiaali on selvästi suurempi. Tämä on nähtävillä myös seuraavan sivun kuviosta.

Omakehittäisellä hankkeella tarkoitamme Tekovan hankekehittämää ja suunnittelemaa hanketta (usein asiakkaan kanssa), missä kohde on myyty ennen rakentamisen aloittamista tai se on jo lähtökohtaisesti asiakkaan rahoittama. Omakehittäinen hanke ei sido rakentamisen aikana Tekovan pääomia eikä sisällä myyntiriskiä. Omakehittäinen hanke tehdään asiakkaan laskuun ja se tuloutuu tasaisesti valmiusasteen mukaisesti Tekovalle liikevaihdoksi ja tulokseksi. Tyypillisesti asiakas (esim. sijoittaja tai loppukäyttäjä) lähestyy omakehittäisissä hankkeissa Tekovaa toimitilatarpeineen, joiden pohjalta Tekova laatii suunnitelmat ja tekee tarjouksen hankkeesta asiakkaalle.

Omaperusteisella hankkeella tarkoitamme hankkeita, joissa Tekova tekee rakentamisen omaan laskuunsa vastaten rakentamisen aikaisista kuluista. Tekova rahoittaa tällöin hankkeen itse ja hanke sitoo rakentamisen ajan merkittävästi enemmän pääomia kuin urakointi. Tekova ottaa hankkeesta myös myyntiriskin, mutta riskien vastapainoksi hankkeiden kannattavuus on tyypillisesti urakointia ja omakehittäisiä parempi. Tyypillisesti Tekova investoi kiinteistöyhtiöön ja tuloutus tapahtuu myynnin kautta (myyntiarvo-tasearvo) eikä hankkeista kerry liikevaihtoa.

Tyypillisesti Tekovan tapauksessa omaperusteinen hanke tehdään jo sovitun loppukäyttäjän tarpeiden mukaisesti, joka tulee kohteeseen vuokralle ja hanke pyritään lopuksi myymään esimerkiksi sijoittajalle.

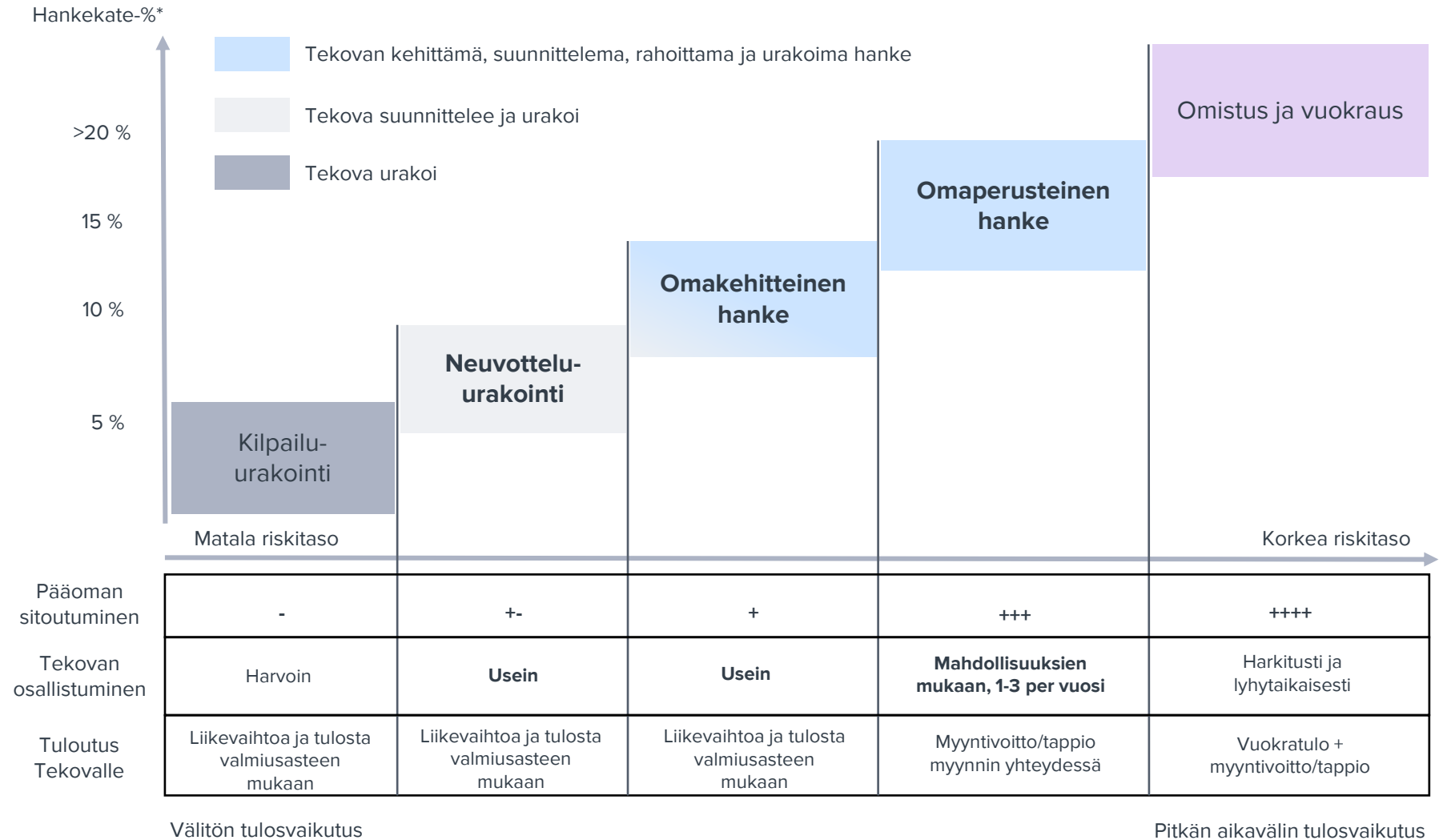
Näkemyksemme mukaan urakointihankkeet ovat maksuehdoiltaan ja kassavirraltaan Tekovalle etupainotteisia. Omaperusteisissa hankkeissa rahaa investoidaan hankkeeseen sen rakentamisen ajan, joka lopulta vapautuu kassavirtana kohteen myynnin yhteydessä.

Hankkeiden lyhytaikainen omistaminen mahdollista

Tulevaisuudessa Tekova aikoo lisätä omaperusteisten hankkeiden osuutta hyötyäkseen hankkeen arvonnoususta rakentamisen aikana. Yhtiö voi myös harkiten omistaa kohteita, mikäli se kokoaa hankkeista portfolioa myyntiä varten tai hankkeen osalta on nähtävissä merkittävää nousupotentiaalia.

Mielestämme omistaminen lisää pääoman sitoutumisen lisäksi Tekovan riskiä tuottovaatimuksien 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.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/9

Tekova toimii projektiliiketoiminnassa

Tekovan liikevaihto syntyy projekteista. Kasvaakseen tai edes pitääkseen liiketoiminnan volyymin ennallaan, on uusia projekteja löydettävä koko ajan. 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 ylimääräisiin kustannuksiin. Tekova rakentaa hankkeensa KVR-urakoina, missä vastuu projektiongelmista jää usein myös Tekovan harteille.

Tekovan projektit ovat historiassa olleet keskimäärin 4–5 MEUR:n kokoluokkaa ja suurimmat yksittäiset hankkeet ovat olleet noin 15 MEUR:n tasoa. Tänä vuonna voitettiin historian suurin 16 MEUR:n Kerava-Sipoo-liikuntahallin hanke, minkä kokoluokka kertoo, että yksittäisellä projektilla ja asiakkaalla on lyhyellä aikavälillä Tekovan kehitykseen merkittävä vaikutus.

Yhtiön tapauksessa keskisuuret tai suuremmat hankkeet ovat usein kannattavampia kuin aivan pienet, sillä pienissä on paljon kilpailua ja hankkeen skaalaedut ovat vähäisiä. Hieman isommissa hankkeissa on monistettavuutta ja kuitenkin maanrakennus ja esimerkiksi työmaalogistiikka vievät lähes samat resurssit kuin pienempikin hanke. Yhtiön mukaan keskisuurissa tai heille 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 keskisuurilta

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 tietojemme mukaan vuoden 2024 projektit ovat edenneet suunnitellusti. Vuoden 2023 prosessien uudistaminen ja nykyaikaistaminen on tuonut tuloksia tähän mennessä. 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.

Isot projektit

- Koko: +8 MEUR
- Kesto: arviolta 8-10 kuukautta
- Yhtiön koon kasvaessa isommat projektit tulevat arviomme mukaan yleistymään
- Vielä pienemmässä roolissa yhtiöllä
- Resurssi- ja skaalaetuja hankkeiden ollessa monistettavia

Keskikokoiset projektit

- Koko: 2-8 MEUR
- Kesto: noin 8 kuukautta
- Merkittävin osa yhtiön projekteista on keskisuuria hankkeita
- Esimerkiksi yksinkertaisia logistiikka- tai liiketiloja

Pienet projektit

- Koko: 0-2 MEUR
- Kesto: < 8 kuukautta
- Yleensä kilpailtuja
- Vievät resursseja paljon vs. projektin koko

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/9

Talouden suhdanteet vaikuttavat

Rakennusalaan ja toimitilarakentamiseen vaikuttavat talouden suhdanteet. Näin ollen Tekovan liiketoiminta on syklistä.

Toimitilarakentaminen on syklistä etenkin liiketiloissa ja toimistotiloissa, missä 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 syklistä 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 noin 80 % yhtiön asiakkaista on sijoittajia ja loput ovat julkisen sektorin sekä loppukäyttäjien varassa. Yhtiöllä on kertomansa mukaan toistuvia asiakkaita, jotka tuovat kyllä vakautta yhtiön liiketoimintaan, mutta toisaalta ovat 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 hoivatiloiille 2020-luvun vaihteen hoivatilabuumissa. Tekovan toimitilat jakautuvat kuitenkin monen eri alan toimintaan eivätkä ole niin riippuvaisia yhdestä kohde- tai hanketyypistä.

Liiketoiminnassa normaalia kausivaihtelua

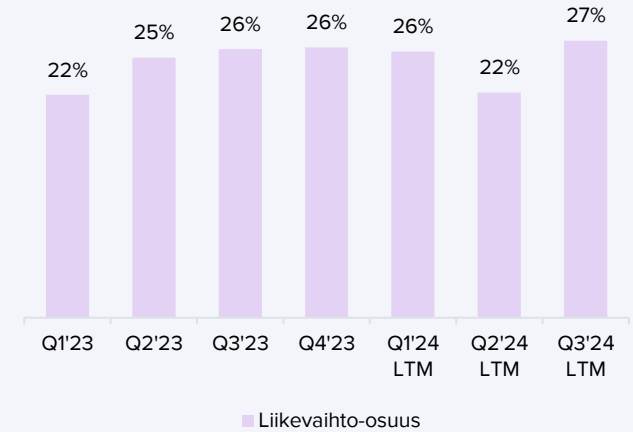
Tekovan liiketoiminnan kausivaihtelut seuraavat rakentamisen kausivaihteluita, mutta ne eroavat hieman esimerkiksi asuntorakentamisesta, missä Q4 on usein selvästi paras kvartaali. Tekova on pyrkinyt tasaisuuteen liiketoiminnassaan ja usein kvartaalien liikevaihdot ovat asettuneet 20–30 %:iin koko vuoden 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. Tekovan omaperusteinen hankekanta taseesta tuloutuu siinä vaiheessa, kun kohde on myyty. Tämä aiheuttaa merkittäviä heilahteluita kvartaalien tulokseen, mikä sijoittajan on hyvä ottaa huomioon (liikevaihtoa omaperusteisista hankkeista ei tuloudu).

Resursseina työvoima ja materiaalit

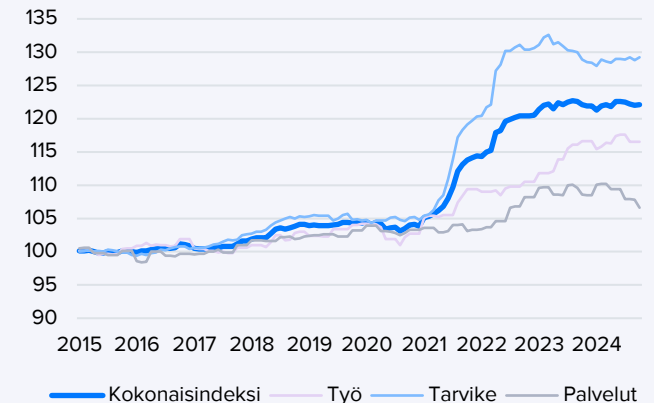
Tekovan projekteissa tarvitaan tuotantopanoksina työntekijöitä, työkoneita ja materiaaleja. Tekova on erityisen riippuvainen teräksestä, betonista, seinä- ja kattoelementeistä, puutavarasta sekä muista rakentamisen perusmateriaaleista. Näiden hinnanvaihteluilla voi olla vaikutuksia yhtiön liiketoimintaan, 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.

Liikevaihdon kertymä vuoden mittaan suhteellisen tasaista



Rakennuskustannukset maltillistuneet, mutta edelleen korkealla (2015=100)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/9

Toistaiseksi heikommassa suhdanteessa tekijöitä on löytenyt, mutta kuumemmassa suhdanteessa liiketoimintamalli voi kohdata haasteita.

Kassavirta painottuu loppuvuoteen

Tekovan operatiivinen kassavirta on urakkahankkeissa tyypillisesti tasaista. Arviomme mukaan se on 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 on negatiivinen vaikutus kassavirtaan ennen myyntiä, kun rakennuskuluja investoidaan taseeseen.

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. Nykyisellään Tekovan taloudellinen tilanne (nettokassa ilman ennakoja) antaa mahdollisuuksia hankekannan kasvattamiseen. Velkaa näemme kuitenkin otettavan maltillisesti ja pitkälti hankekohtaisesti.

Ei merkittäviä investointeja

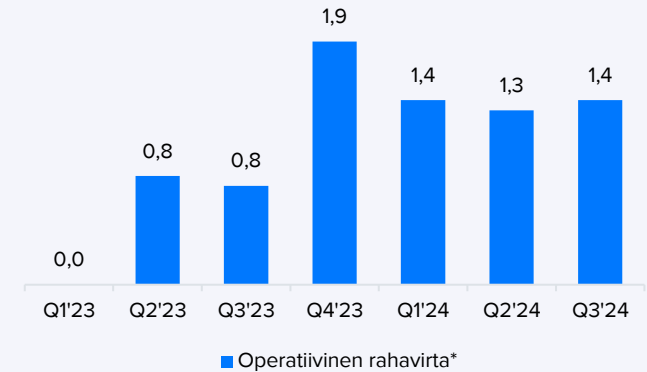
Tekovalla ei ole merkittäviä investointitarpeita operatiivisesti, pois lukien yhtiön omaperusteiset hankkeet. Tekovan investoinnit liittyvät lähinnä mahdollisiin koneiden ja kalustojen ylläpito- ja uudisinvestointeihin. Isompia kertaeriä investoinneissa tulee, kun omaperusteisia hankkeita lähdetään tekemään tai esimerkiksi maa-alueita hankitaan taseeseen. Vuonna 2023 investointien rahavirta oli 1,3 MEUR, mikä selittyy nimenomaan omaperusteisen hankkeen investoinneilla. Normaalisti arvioimme yhtiön investointien olevan 0–1 % liikevaihdesta. Oletamme kuitenkin ennusteissamme omaperusteisten hankkeiden investointeja, jotka heiluttavat investointimäärää ennusteissamme.

Kustannukset pääosin muuttuvia

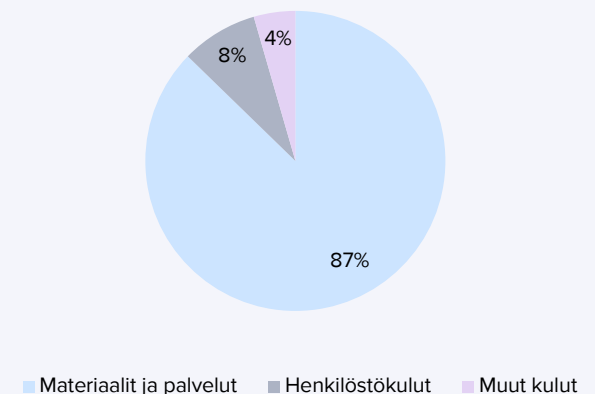
Tekovan kustannuksissa on hyvin joustavuutta. Suurin osa kustannuksista on muuttuvia, ja kiinteänä kuluna ovat oikeastaan vain konsernin tehtävät. Muut kustannukset syntyvät projekteille, jos niihin otetaan huomioon myös hankekehitys sekä hankkeen mahdollinen myynti.

Isossa osassa kustannuksia ovat materiaalit ja palvelut, joiden osuus kokonaiskuluista oli vuonna 2023 jopa 87 %. Tämä osuus liikkuu hyvin pitkälti myös liikevaihdon mukana, mutta vaihtelee vuosittain resurssien hintojen ja niiden hallinnan onnistumisen mukaan.

Kassavirta loppuvuosipainotteinen (MEUR)



Kulurakenne yksinkertainen ja muuttuva



Lähde: Inderes, Tekova

*Operatiivinen rahavirta = Liiketoiminnan rahavirta ennen tilinpäätössiirtoja ja veroja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/9

Materiaali- ja palvelukulujen lisäksi yhtiöllä on henkilöstökuluja, jotka pysyvät kohtuullisen kiinteinä. Tämän osuus kokonaiskuluista vuonna 2023 oli noin 8 %. Liiketoiminnan muut kulut (4 % osuus) ovat pääosin kiinteitä kuluja ja niiden osuus kokonaisuudesta on hyvin pieni. Poistoja on vähäisen omaisuuden vuoksi erittäin vähän (2023: 6 tuhatta euroa). 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.

Ei vahvoja kilpailuetuja

Tekova keskittyy hankkeissaan yksinkertaisuuteen eikä teknisessä mielessä hankkeissa ole mitään erikoista, mikä tekisi Tekovan tuotteesta markkinoilla ainutlaatuisen mielestämme. 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 tietyyntyyppisissä hankkeissa, mutta kestäväksi eduksi markkinoita vastaan tätä ei voi lukea.

Yhtiön hankekehitysosaamisesta voi tulla pieni kilpailuetu markkinoilla. Mielestämme tätä on kuitenkin ennenaikaista arvioida, sillä näyttöjä on vielä toistaiseksi vähän. Arviomme mukaan hankekehityksellä on vaikea alalla erottautua yhtiönä edukseen, sillä lopulta kyse on tontista, sen sijainnista ja kaavan mahdollistamasta hankkeesta. Hankekehitys usein perustuu lisäksi organisaation (henkilöstön) osaamiseen, kuin että yhtiöllä itsellään olisi jokin prosessi, joka tekee siitä ainutlaatuisen.

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 ylivertaista tuotantoprosessia tai muuta tapaa toimia, mitä muut eivät voisi kopioida.

Tekovan esimerkkikohteita

Koy Petikon Helmi, Vantaa



Hanketyyppi: Liike-, toimisto- ja hallirakennus
Urakkatyyppi: KVR
Koko: 5426 m²

Liikunta- ja hyvinvointikeskus Puro, Helsinki



Hanketyyppi: Liikuntahalli
Urakkatyyppi: KVR
Koko: 5541 m²

Koy Variston Helmi, Vantaa



Hanketyyppi: Liikekeskus
Urakkatyyppi: KVR
Koko: 9750 m²

Linnunrata 30, Kempele



Hanketyyppi: Halli- ja tuotantotila
Urakkatyyppi: KVR
Koko: 2100 m²

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/9

Hajautunut alueyhtiöorganisaatio

Tekovan alla toimii tällä hetkellä useita operatiivisia yhtiöitä, jotka jakautuvat useisiin maantieteellisiin alueisiin. Näiden voi sanoa olevan alueyhtiöitä, joissa on oma organisaatio paikallisesti palvelemissa kyseisen alueen rakentamisen tarpeita. Lisäksi taseessa on tällä hetkellä kaksi hankekehityksen kautta syntynyttä kiinteistöyhtiötä, jotka on tarkoitettu 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.

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 on liiketoiminnassa tärkeää. Mielestämme paikallinen tiimi tuntee sijainnit, tontit, viranomaiset, sijoittajat, asiakkaat sekä loppukäyttäjät paremmin kuin keskushallinto ja pystyy näin myös tekemään

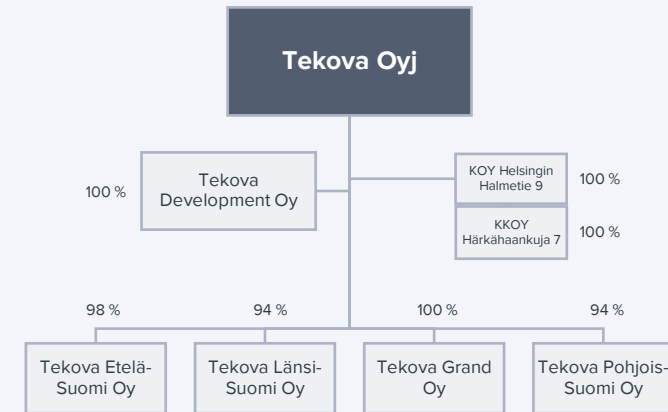
rakennusinvestointien kannalta parempia päätöksiä.

Organisaatiomallin avulla on luotu myös vahvoja kannustimia. Tytäryhtiöiden avainhenkilöstö on pyritty sitouttamaan yhtiön taloudelliseen kehitykseen tytäryhtiöiden osaomistuksen muodossa. Tekova omistaa nykyisin tytäryhtiöistään vaihdellen 94–100 %. Tämä tarkoittaa, kannustimien lisäksi, että kaikki voitot tytäryhtiöistä eivät valu suoraan Tekovan osakkeenomistajille vaan ne vähennetään ennen nettotulosta vähemmistöosuuksina. Vähemmistöosuus oli vuonna 2023 noin 7 % tuloksesta ennen veroja, mutta tulee pienemään yhtiön lunastettua osuuksia tyttärinä ennen listautumista. Arvioimme, että mahdollisen uuden alueyhtiön perustamisvaiheessa avainhenkilöstön omistusosuus on suurempi (20–10 %), mutta liiketoiminnan edetessä suunnitelmallisesti Tekova voi usein lisätä omistustaan tytäryhtiössä.

Osakeanti ennen listautumista

Tekova järjesti 5.12.2024 osakevaihdon tytäryhtiöiden avainhenkilöiden omistuksista, jolla Tekovan omistus tytäryhtiöissä nousi kaikissa yli 90 %:iin. Osakevaihdon merkintähinta oli 0,915 euroa/osake, mikä nostaa Tekovan markkina-arvon 40 MEUR:oon nykyisellä 43,7 miljoonan kappaleen osakemäärällä. Markkina-arvo kuvastaa arvoa, millä henkilöstö oli valmis yhtiöön sijoittamaan ja se voinee toimia jonkinlaisena ankkurina osakkeen arvolle lyhyellä aikavälillä.

Tekovan organisaatorakenne ja omistusosuus listautumisesitteen mukaan



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/9

Listautuminen

Yhtiö listautui First North -markkinapaikalle 17.12.2024. Listautuminen tehtiin teknisenä listautumisena, eikä antia järjestetty, sillä yhtiöllä ei ole tällä hetkellä tarvetta lisärahoitukselle. Tekovan syy listautua liittyy yhtiön mukaan lähinnä tunnettuuden lisäämiseen. Listautumisen odotetaan kasvattavan sijoittajien ja liikeyritysten kiinnostusta yhtiöön. Lisäksi listautumisen toivotaan lisäävän läpinäkyvyyttä yhtiön toimintaan alalla ja yleisesti.

Arviomme mukaan yksi tärkeimmistä syistä on myös rahoituksen ja pääomien hakeminen kasvua varten myöhemmässä vaiheessa. Listautuminen tekee rahoituksen saannista ja hakemisesta helpompaa, ja arviomme mukaan se voi olla myös halvempaa kuin listaamattomana. Listautuminen mahdollistaa myös henkilöstöomisteiselle yhtiölle likvidin markkinapaikan laajentaa omistajapohjaa tulevaisuudessa.

Omistajat ja johto Lehto-taustaisia

Tekovan johdossa, hallituksessa ja omistajissa on taustaa vaikeuksiin ajautuneen Lehto Groupin toiminnasta. Yhtiön toimitusjohtaja Jaakko Heikkilä on entinen Lehto Tilat -segmentin johtaja ja työskenteli Lehdolla vuosien 2011–2021 ajan. Vuosina 2017–2021 hän oli Lehto Tilat -palvelualueen johtaja. Tänä aikana Lehdon toimitilaliiketoiminta kasvoi voimakkaasti, mutta lopulta romahti merkittäville tappioille Heikkilän aikana. Tekova keskittyy strategiassaan mielestämme hyvin samankaltaiseen toimitilarakentamiseen kuin Lehto keskittyi ennen merkittäviä projektiaasteita isoissa

hotellikohteissa ja korjauskohteissa. Siinä mielessä näemme Heikkilän kokemuksen sekä osaamisen sopivana Tekovalle. Arviomme mukaan myös Lehdon kasvuvaiheet sekä -haasteet ovat tuoneet liiketoiminnan johtamiseen oppeja, vaikka Lehdon kasvuvaiheen jälkeisten ongelmien syy- ja seuraussuhteiden tulkinta ei ole yksiselitteistä yhtiön ulkopuolelta.

Hallituksen puheenjohtaja Tomi Koivukoski sekä hallituksen jäsen Asko Myllymäki olivat myös tiiviisti mukana Lehdon kehityksessä ja suurimpia omistajia. Sekä Koivukoski että Myllymäki tosin myivät osakkeensa ja poistuivat yhtiön operatiivisesta toiminnasta ennen isompien ongelmien esiintuloa. Tekovasta he omistavat suurimman osan, sillä Koivukosken ja Myllymäen 80 %:sti omistama Raatihuone Oy omistaa 100 % Kaselli Oy:n osakkeista, joka omistaa 37 % Tekovan osakkeista.

Tekovan osakkeen teknisessä listautumisessa ei haeta pääomia tai myydä suoraan osakkeita. Lisäksi yhtiön merkittävimmät osakkeenomistajat ovat sitoutuneet oikealla näkyviin luovutusrajoituksiin yhtiön osakkeisiin. Luovutusrajoitukset ovat kuitenkin hyvin lyhytaikaisia, ja mielestämme on mahdollista, että osakkeen tarjonta ja kysyntä voivat olla epätasapainossa lyhyellä aikavälillä, mikäli moni omistaja haluaisi osakeomistustaan keventää listautumisen jälkeen. Yhtiön liiketoiminnan kehittyessä hyvin ja oikeaan suuntaan osakkeen likviditeetin ja vapaasti vaihdettavien osakkeiden lukumäärän lisääminen on mielestämme hyvästä osakkeenomistajien kannalta.

Omistusrakenne (10 suurinta)

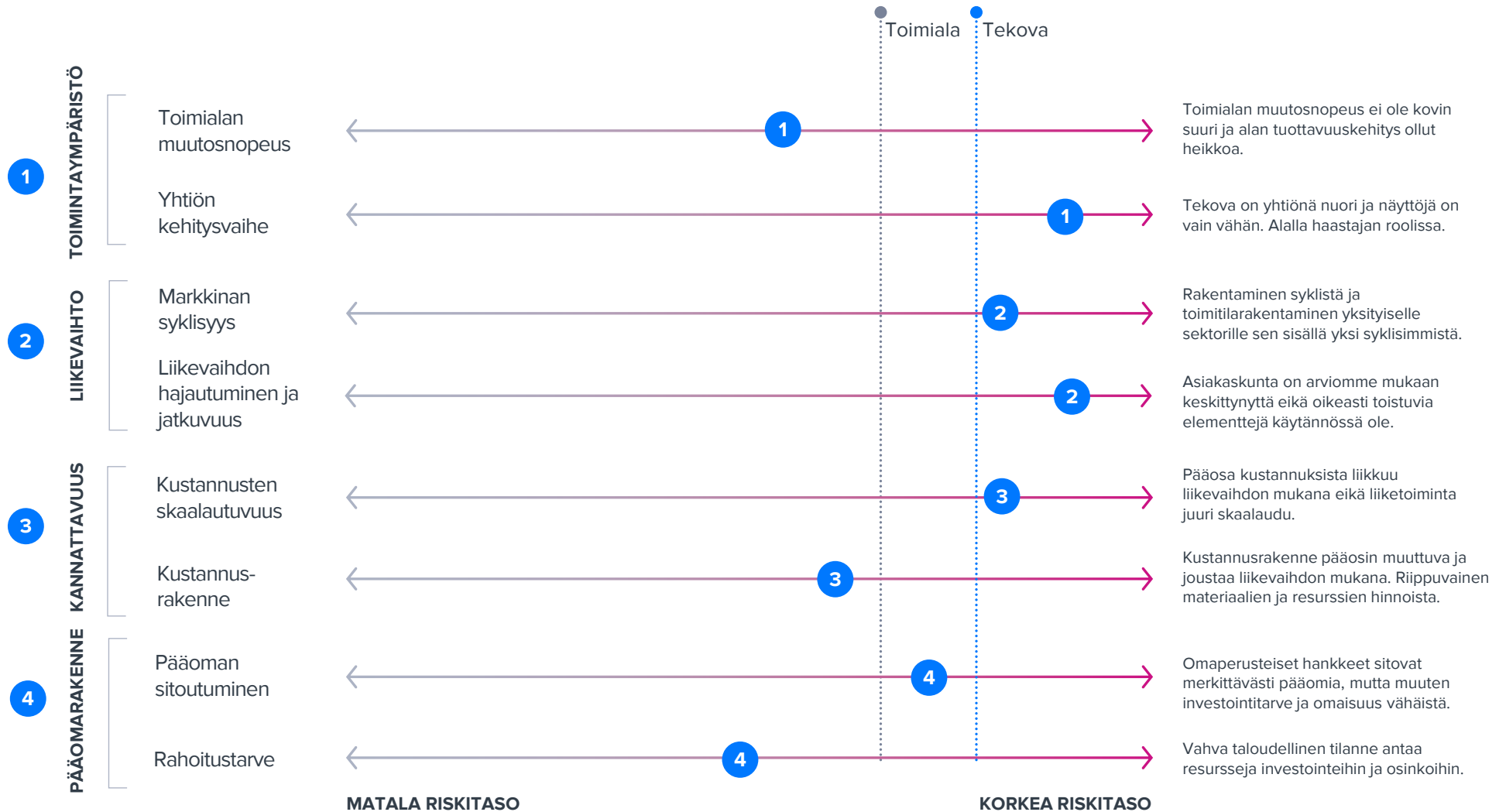
	Osakkeet (milj.)	Äänimäärä (%)
Kaselli Oy	16,2	37,1 %
Jaakko Heikkilä	3,6	8,3 %
Onninations Oy	2,7	6,3 %
Hugo Koivukoski	2,5	5,8 %
Rebecca Petäjäjärvi	2,1	4,8 %
Viimeiset Eurot Oy	2,0	4,6 %
ForCapital Oy	1,4	3,2 %
Korpi Listatut Oy	1,2	2,8 %
Maarit Koskelo	1,1	2,6 %
Misaka Invest Oy	1,0	2,4 %

Lähde: Tekova

Listautumisen luovutusrajoitukset

- Hallitus ja johtoryhmän jäsenet, jotka omistavat vähintään 5 % osakkeista; 180 päivän luovutusrajoitukset 85 %:lle heidän omistamiin Tekovan osakkeisiin
- Hallitus ja johtoryhmän jäsenet, jotka omistavat alle 5 % osakkeista; 180 päivän luovutusrajoitukset 80 %:lle heidän omistamiin Tekovan osakkeisiin
- Muut osakkeenomistajat, jotka omistavat vähintään 5 % osakkeista; 180 päivän luovutusrajoitukset 85 %:lle heidän omistamiin Tekovan osakkeisiin

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Tekovan voi mieltää tässä vaiheessa kasvuyhtiöksi. Lyhyellä aikavälillä liikevaihdon kasvukulma on arviomme mukaan jyrkkä, kun Tekova hakee liiketoimintaansa loikkaa kokoluokassa. Pidemmällä aikavälillä Tekova selkeästi haluaa kuitenkin profiloitua ennemmin tuloskasvua hakevaksi yhtiöksi kuin liikevaihdon kasvua hakevaksi yhtiöksi.

Mielestämme 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 omaperusteisten 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 tuloskehitykselle. Tekovan osake sopiikin mielestämme hyvin riskinsietokykyiselle henkilölle.

Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

Liikevaihdon kasvu uuteen kokoluokkaan vahvan lyhyen aikavälin tilauskannan ansiosta.

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

Omaan taseeseen harkitusti rakennettavat hankkeet lisäävät Tekovan tuottopotentiaalia hankkeista.

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 tuottopotentiaali yhtiön pääosin kevyen taseen vuoksi.

Riskit ja uhat

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

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 nousuun ja saatavuushaasteisiin.

Alttius pääomamarkkinan muutoksille. Tekova rakentaa kohteita mm. sijoittajille sekä myös itselleen myytäväksi ja altistuu näin tuottovaatimuksien sekä korkonäkymän aiheuttamille muutoksille. Sijoittajien mielenkiinto Tekovan tarjoamaa kohtaan voi myös muuttua esimerkiksi muuhun kiinteistösijoittamiseen (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.

Sijoitusprofiili

1.

Liiketoiminnan vahva lyhyen aikavälin kasvu

2.

Hankekehitys, tehokas rakentamisprosessi ja yksinkertaiset hankkeet mahdollistavat vahvan kannattavuuden

3.

Harkitut omaperusteiset hankkeet lisäävät tuottopotentialia

4.

Maltillisia investointeja vaativa liiketoiminta ja vahva taloudellinen tilanne

5.

Projektiliiketoiminnan kannattavuusvaihtelut sekä syklisyys lisäävät riskejä

Potentiaali



- Pienen koon ja kapean markkinasegmentin tarjoama markkinoita nopeampi kasvu
- Hyvä kannattavuus perusliiketoiminnassa
- Omaperusteiset hankkeet lisäävät kannattavuuspotentialia
- Trendit tukevat markkinan kasvunäkymää
- Kassavirta sekä erittäin vahva taloudellinen tilanne mahdollistavat tulevaisuuden investoinnit sekä osingot

Riskit



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

Strategia

Strategisesti tulos edellä

Tekovan strategiana on tiivistetysti tulkintamme mukaan hakea pitkällä aikavälillä hallittua kasvua tulos edellä. Toiminta perustuu yhtiön vakiintuneisiin toimintaprosesseihin omassa selkeässä markkinasegmentissä yksinkertaisia hallimaisia kohteita rakentaen.

Kannattavuus ja asiakaslisäarvo

Strategian perustana on kannattavuus ja asiakaslisäarvo. Asiakaslisäarvo on tärkeä osa Tekovan strategiaa ja ilman sitä olisi mielestämme ollut vaikea luoda Tekovan pitkäkestoisia asiakassuhteita. Mielestämme yhtiön avaimet käteen -periaate, mutkattomuus (yksi sopimus), selkeät kustannukset/hinta sekä hankekehityksen asiakastarvekeskeisyys tuovat kysyntää Tekovalle yhä uudestaan. Asiakas saa nopeasti sen, mitä tarvitsee, sovitulla hinnalla.

Tekova keskittyy jatkossa koko rakentamisen arvoketjuun ulottuvaan kehittä-rakenna-omistamyy-konseptiin. 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 omassa käsissä ja kustannuksia sekä tuottoja on helpompi ennustaa ja saavuttaa. Lisäksi nyt jatkossa vahvemmin mukaan tulevat omaperusteiset hankkeet mahdollistavat myy ja omista -osan arvoketjusta. Tällä on arviomme mukaan mahdollista saavuttaa omakehittäisiä tai urakoituja hankkeita parempi kate, mutta samalla riskit mahdollisille tulospettymyksille kasvavat ja pääomaa sitoutuu taseeseen enemmän.

Mielestämme yhtiön oikeansuuntaisista toimenpiteistä segmentoituminen ja toiminnan vakiintuminen sekä selkeät prosessit auttavat yhtiötä sekä kasvamaan että tekemään parempaa tulosta. Yhtiön hallimaisten rakennusten tekeminen on itse rakentamiseltaan yksinkertainen prosessi. Eri projektien rakentaminen on usein samankaltaista ja isommissa hankkeissa etenkin ulkokuoren osalta monistettavaa toimintaa. Logistisesti tontit eivät ole usein merkittävän haastavia, hankintavolyymit materiaaleille ovat maltillisia ja resurssien aikataulutus on myös helpompaa. Tekovan 8 kuukauden keskimääräisistä läpimenoajoista päätellen rakennusprosessi on hiottu kuntoon. Omalla hankekehityksellä ja suunnittelulla Tekova saa pidettyä rakentamisen osalta merkittävimmät kustannukset omissa käsissä. Hankekehityksen avulla syntyy myös isoin lisäarvo kannattavuuskehityksessä, kun taas rakentamisen voi mieltää tuotteen tuotantoprosessina.

Näemme, että omassa segmentissään omalla hankekehityksellä ja hiotulla rakennusprosessilla Tekova pystyy ylläpitämään hyvää kannattavuutta strategiansa mukaisesti. Alan parhaan kannattavuuden saavuttaminen on myös mahdollista, mutta kestävästi sen ylläpitäminen on mielestämme haastavaa, kun strategiassa pyritään kokoa kasvattamaan. Arviomme mukaan tuloksen kasvattaminen on kuitenkin oikea lähestymiskulma strategisesti, sillä liikevaihdon kasvattaminen ei lopulta luo merkittävästi arvoa omistajille, ellei sitä pystytä konvertoimaan kassavirroiksi ja tulokseksi.

Strategiset toimenpiteet

Segmentoituminen

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

Toiminnan vakiointi

- 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

Ihmiset

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

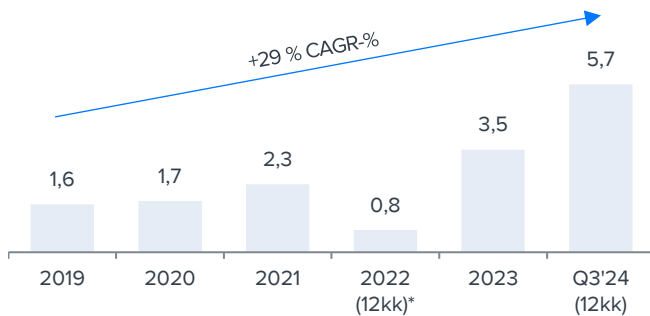
Strategian taloudelliset tavoitteet



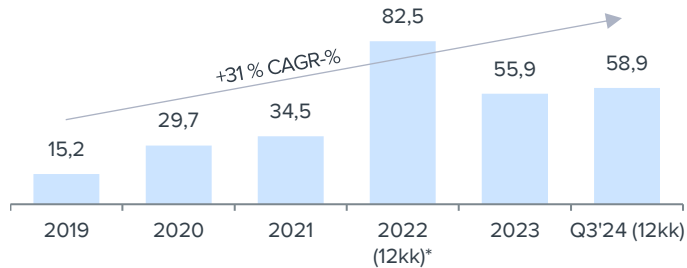
Taloudelliset tavoitteet

Tulos Vuositain kasvava liikevoitto	Liiketoimintamix Omaperusteisten hankkeiden lisäys	Liikevaihdon kasvu Kannattavuus ja projektihallinta edellä	Osinkopolitiikka ja velkaantuneisuus
<ul style="list-style-type: none"> Tekova tavoittelee liikevoiton vuosittaista kasvua Liikevaihdon kasvun ja hyvänä säilyvän suhteellisen kannattavuuden yhdistelmänä tavoite on realistinen 2019-Q3'24 (LTM) kasvu 29 % vuosittain (CAGR-%) Kovassa kasvuvaiheessa kannattavuuden kestokykyyn ja projektien hallintaan liittyy riskejä Vuosi 2022 esimerkkinä tuloksen vaihtelusta 	<ul style="list-style-type: none"> Tavoitteena on saada omaperusteisten hankkeiden osuus liikevoitosta merkittävälle tasolle Yhtiö on historiassa tehnyt omaperusteisia hankkeita, mutta niiden osuus tuloksesta on ollut vaihteleva Arvioimme, että tarkoitus on nostaa näistä hankkeista tulevan liikevoiton osuus lähemmäs 30-50 % kokonaisuudesta yli vuosien Tällä haetaan kasvua tulokseen niin suhteellisesti kuin absoluuttisesti 	<ul style="list-style-type: none"> Tekova ei hae aggressiivisesti kasvua Kannattavuus ja projektien hallinta ohjaavat liikevaihdon kasvunopeutta Liikevaihdon kasvua kuitenkin tarvitaan tuloksen kasvattamiseen, mikä tulee arvioimme mukaan heijastumaan suhteelliseen kannattavuuteen heikentävästi Etenkin lyhyellä aikavälillä kasvuvauhti tulee olemaan arvioimme mukaan kovaa 	<ul style="list-style-type: none"> Tekova tavoittelee vuosittain kasvavaa osinkoa Vahva rahavirta, maltillinen investointitarve ja nettokassa huomioiden Tekovan osingonmaksukyky on hyvä Kasvuvaiheessa osinko ei kuitenkaan arvioimme mukaan ole yhtiön ykkösprioriteetti Velan osalta ei virallista tavoitetta Mielestämme tukeva kassapuskuri sekä maltillisena pysyvä velkavipu syklisellä alalla takaavat jatkuvuutta

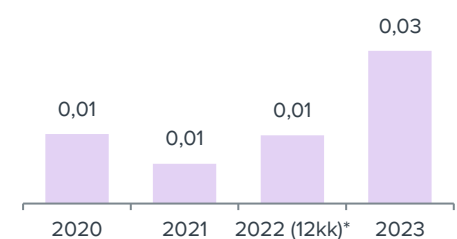
Liikevoitto ollut jo vahvalla nousukulmalla



Liikevaihto kasvanut vahvasti, mutta lasketut selvästi huipputasoilta



Osinko/osake** (euroa)



Lähde: Inderes, Tekova

*Inderes laskelma

**laskettu nykyisellä osakemäärällä (43,7 milj. kappaletta)

Toimiala ja kilpailu 1/5

Talouselämy ajurina markkinalle

Rakentaminen seuraa hyvin pitkälti yleistä taloudellista tilannetta ja rahoituksen hinnan (ts. korkojen) kehitystä. Tekova toimii Suomen markkinoilla toimitilarakentamisessa ja muutokset talouden sekä korkojen kehityksessä heijastuvat voimakkaasti Tekovan toimintaympäristöön. Tekovan kasvuhakuisuus, pieni koko ja kasvavilla trendeillä varustettu niche-markkina hallimaisissa toimitiloissa voi kuitenkin tarjota markkinoita parempaa kasvua. Tekovan tarjoama sekä strategia-kappaleessa esittämämme asiakaslisäarvo mahdollistavat myös markkinaosuuksien kasvattamisen.

Yleisen rakentamisen aktiviteetin kannalta Suomen nykyinen heikko taloustilanne kääntyy ennusteiden perusteella parempaan suuntaan seuraavien kahden vuoden aikana. Pankit ja finanssi-instituutiot ennustavat Suomen talouden kasvavan vuosina 2025–2026 keskimäärin 1,7 % vuosittain Finanssialan keräämän tilaston perusteella. Tämän pitäisi myös piristää rakentamisen markkinoita selvästi lähivuosina.

Korkojen jatkuva lasku olisi elintärkeää sektorille

Korkojen viimeaikainen lasku korkeiksi nousueilta tasoilta on auttanut rakentamisen sentimentin palautumisessa, vaikka vielä se ei itse investointipäätöksiin ole arviomme mukaan merkittävästi vaikuttanut. Suomen suuren vaihtuvakorkoisen asuntolainakannan ja sijoittajien uusien lainapäätösten kannalta korkojen laskun jatkuminen olisi erittäin toivottavaa rakentamisen piristymistä ajatellen.

Viime aikoina korkojen kehitys on laskun osalta kuitenkin hiipunut. Yhdysvaltojen korko- ja pääomamarkkinat ovat usein olleet hyvin suuntaa antavia myös Euroopan korko- ja pääomamarkkinoiden kehitykselle ja viimeaikainen erittäin voimakas korkojen nousu Yhdysvalloissa on mielestämme negatiivinen uutinen myös Euroopan korkonäkymälle. Inflaation mahdollinen vahvistuminen ja talouskasvun vahvuus heijastuvat korkonäkymään nostavasti tällä hetkellä Yhdysvalloissa. Euroopassa mittaushetkellä (lokakuun lopussa) Euribor oli kuitenkin vielä laskusuunnassa ja valtiolainojen korotkin tärkeimmissä maissa laskusuuntaisia Euroopan heikomman taloustilanteen vuoksi. Korkojen laskun jatkuminen on kuitenkin tällä hetkellä alalla sekä pääomamarkkinoilla perusskenaario. Tässä mielessä korkojen kääntyminen jälleen selvemmin nousuun olisi mielestämme negatiivinen asia Suomen rakentamisen ja Tekovan näkymien osalta.

Suomen rakentamisen ennusteet

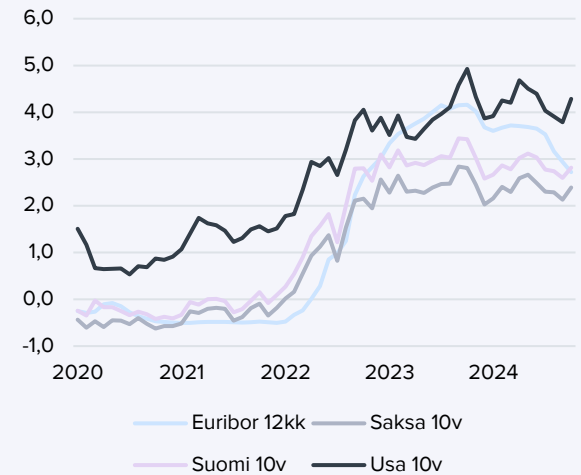
Suomen rakennusmarkkinat ovat Rakennusteollisuuden (RT) syksyn katsauksen mukaan noin 38 miljardia euroa, josta uudisrakentaminen (muu rakentaminen) edustaa noin 9 miljardia. RT ennustaa Suomen rakentamisen määrän lähtevän kasvuun seuraavien vuosien aikana. Kuluva vuoden ennustetun noin 7 %:n laskun jälkeen vuoden 2025 ennustettu volyymikasvu on 4 %. Kasvu syntyy asuntorakentamisen vetämänä, mutta myös muut toimialat ovat maltillisessa kasvussa ennusteen mukaan.

Suomen talousennusteet

	2024e	2025e	2026e
OP	-0,5 %	2,0 %	1,3 %
Säästöpankkiryhmä	-0,4 %	1,6 %	-
S-Pankki	-0,4 %	1,5 %	1,8 %
Handelsbanken	-0,2 %	1,5 %	1,6 %
Nordea	-0,5 %	1,5 %	2,0 %
Danske Bank	-0,4 %	1,8 %	-
Aktia	0,0 %	1,7 %	1,5 %
Hypo	-1,0 %	2,0 %	-
VM	-0,2 %	1,7 %	1,5 %
Suomen Pankki	-0,5 %	1,1 %	1,8 %
Euroopan komissio	-0,3 %	1,5 %	1,6 %
IMF	-0,2 %	2,0 %	1,8 %
Mediaani	-0,4 %	1,7 %	1,6 %
Keskiarvo	-0,4 %	1,7 %	1,7 %

Lähde: Finanssialan ry

Korkokehitys kuukausittain (%)



Lähde: Inderes, Bloomberg, Suomen Pankki

Toimiala ja kilpailu 2/5

Toimitilarakentamisen näkymät vaihtelevat

Toimitilarakentamisessa yksityisen kaupallisen markkinan kysyntä on tällä hetkellä heikkoa, mutta julkinen rakentaminen, teollisuusinvestoinnit sekä korjausrakentaminen tukevat kehitystä. Kasvukeskuksissa näkymät ovat muuta markkinaa valoisimmat sijaintikeskeisyyden ja kaupungistumisen myötä. Rakentaminen on keskittynyt suuriin kasvukeskuksiin ja etenkin isojen kaupunkien raidehankkeet ovat siivittäneet kysyntää liike- ja toimistotiloille liikenteen solmukohtissa. RT ennustaa toimitilarakentamisen määrän laskevan vuonna 2024 noin 3 %:lla laskettuaan jo vuonna 2023 tilastojen mukaan noin 2 %:lla. Ensi vuonna toimitilarakentamisen odotetaan kääntyvän kuitenkin jälleen noin 2 %:n kasvuun. Näkymä on kuitenkin jokseenkin vaisu ja yksityisen markkinan piristymistä on odotettu jo usean vuoden ajan eikä selkeää käännettä ole nähtävissä ennen kuin sijoittajat jälleen kiinnostuvat laajemmin Suomen kiinteistömarkkinoista. Kiinnostuksen kasvu vaatii mielestämme vielä alhaisempia investointikustannuksia, mutta myös geopolittisen tilanteen rauhoittuminen auttaisi asiaa

Rakennusluvut kehittyvät pääosin oikeaan suuntaan

Seuraavilla sivuilla esillä olevien Tekovan kannalta merkityksellisten hanketyyppien rakennuslupakehitys on menossa pääosin oikeaan suuntaan. Esimerkiksi liiketilojen osalta aloitukset kääntyivät kasvuun vuoden 2023 puolella välissä jo, mutta toisaalta lasku oli rajua eikä pohjilta olla vielä merkittävästi noustu. Samaan aikaan lupakehitys osoittaa lyhyellä aikavälillä pientä hiipumista. Toimistorakennusten

osalta trendi on samankaltainen, vaikka ne eivät Tekovan tarjoamaa merkittävästi kuvastakaan.

Kokoontumisrakennusten eli esimerkiksi liikuntahallien osalta lupa- ja aloituskehitys näyttäisi pohjanneen vuoden 2023 kesällä. Olemme vielä selvästi vuoden 2021 huippujen alapuolella, mutta aktiviteetti näyttäisi olevan keskimääräisellä tasolla lupien perusteella.

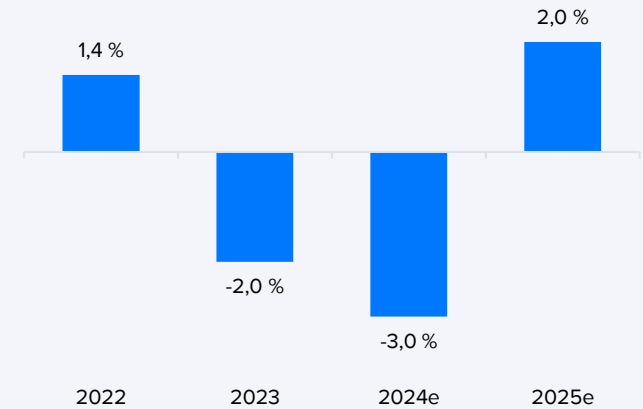
Teollisuus- ja varastorakennusten osalta alamäki lupakehityksessä on jatkunut jo vuoden 2022 alkupuolelta asti. Lupatilavuudet ovat laskeneet huippuvuosien lähes 16 miljoonasta nykyiseen noin 11 miljoonaan kuutioon. Teollisuudessa isot hankkeet ja niiden investoinnit voivat merkittävästi heilauttaa lupakehitystä ja varastorakennuksissa meno on hieman tasaisempaa.

Kokonaisuutena lupakehityksen perusteella markkina on otollinen kasvamaan erittäin heikoista vertailukausista. Arvioimme kuitenkin, että palautuminen on hidasta investointien ollessa vielä maltillisia. Suhdannelaskua edeltäville tasoille (2021) emme näe mahdollisuuksia lähivuosien aikana, sillä hankkeet etenevät nyt hitaasti eikä samanlaista tarvetta ole nyt isoille toimitiloille (kauppakeskus, toimistot).

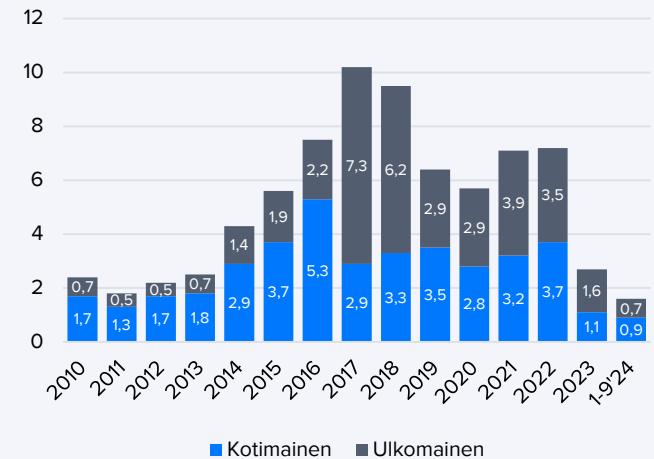
Sijoittajien kiinnostus Tekovalle kysyntääjuri

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 ennätysalhaisilla tasoilla ja ulkomaisten sijoittajien osuus kaupoista on laskenut alhaiseksi.

Toimitilarakentamisen (muu uudisrakentaminen) ennuste (RT)



Merkittävien kiinteistökauppojen volyyymi (Lähde KTI, mrd. euroa)



Lähde: RT, KTI, Inderes

Toimiala ja kilpailu 3/5

Toimisto- ja liikekiinteistöjen kysyntä sijoittajien keskuudessa on KTI:n mukaan edelleen alhainen. Toimistomarkkinoiden kauppavolyymi on jäämässä KTI:n mukaan kaikkien aikojen alhaisimmaksi heikon markkinatilanteen, mutta myös etätyöskentelyn/hybridityöskentelyn yleistymisen myötä.

Tekovalle tärkeämmällä liiketilapuolella sijoittajien kiinnostus kauppamäärien perusteella on myös alhainen. Suomessa viime vuosina tehtyjen isojen kauppakeskushankkeiden (Redi, Tripla, Lippulaiva) jälkeen liiketilojen rakentaminen ja investoinnit ovat olleet alhaisella tasolla. Positiivista on, että käyttöasteet liiketiloissa ovat pysyneet haastavassa markkinassa korkeina, mikä tulkintamme mukaan voisi tarkoittaa liiketilamarkkinan olevan paremmassa asemassa kuin esimerkiksi toimistomarkkinan sijoittajien palatessa. KTI:n mukaan käyttöasteet Suomen liiketiloissa olivat kesäkuussa jopa 95 %:n tasolla.

Tekovan kannalta tärkeiden varasto-, logistiikka- ja tuotantotilojen sijoittajakysyntä on jo hetken ollut hyvällä tasolla. Arvioimme jo aikaisemmin, että sijoittajien kasvanut kiinnostus logistiikkakiinteistöjä kohtaan esimerkiksi verkkokaupan yleistymisen myötä on tukenut Tekovan vahvaa liikevaihdon kasvua historiassa. KTI:n raportin mukaan tuotannollisten tilojen transaktiot ovat edustaneet tänä vuonna jopa 30 % kokonaisvolyymeista. KTI:n mukaan etenkin ulkomaalaiset sijoittajat ovat kiinnostuneet tuotannollisista tiloista tällä hetkellä, ja tuottovaatimukset olisivat sektorissa yleisesti laskusuuntaisia (ts. hinnat ja käyvät arvot

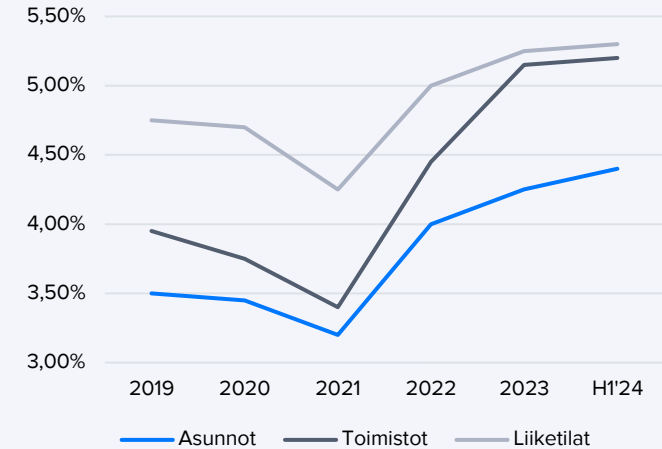
kiinteistöille nousevat). Raklin ja KTI:n toimialabarometrin mukaan 70 % vastanneista odotti tuotannollisten tilojen kauppamäärien vielä kasvavan seuraavan vuoden aikana.

Tekovan kannalta tuotannollisten tilojen buumi näkyy hyvin kehityksessä, mutta arvioimme kovan kasvun sektorissa jossain vaiheessa hiipuvan, kuten kävi aikoinaan hoivatilabuumin kanssa. Tässä mielessä hyvän kysynnän ja hyvien tuottojen sektorilta ei voi nähdä kestävän samalla tasolla yli syklin.

Tekovan kannalta rakentamisen markkina on iso ja antaa tilaa kasvaa

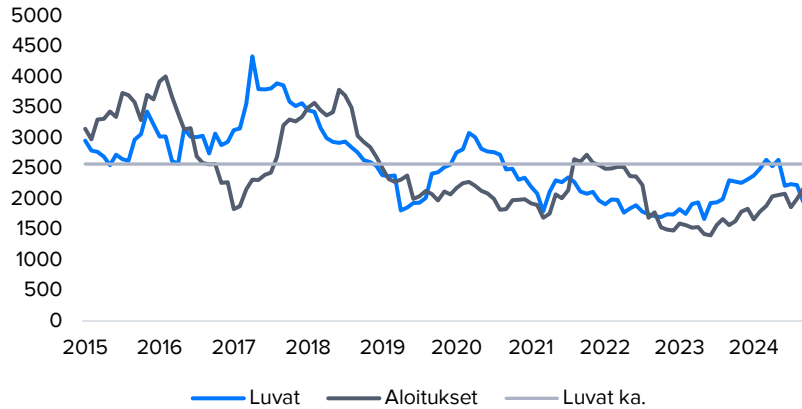
Kokonaisuutena Tekovan kannalta rakentamisen markkina Suomessa on iso ja antaa yhtiölle hyvin tilaa kasvaa. Tekovan markkinasegmentissä on hyviä, tukevia trendejä (mukaan lukien verkkokauppa, datakeskukset, vihreä siirtymä) ja sijoittajien kiinnostus Tekovan tarjoamaa kohtaan on tällä hetkellä erittäin hyvä etenkin tuotannollisten tilojen osalta. Näemme, että Tekova pystyy kasvamaan yleistä rakentamisen markkinaa nopeammin lähitulevaisuudessa.

Tuottovaatimuksien nousu tasaantunut (Helsinki Prime, Lähde: KTI)

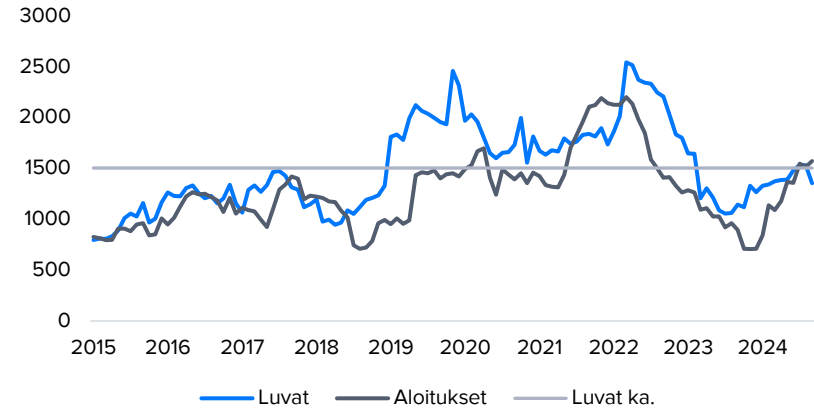


Rakennushankkeiden aloitus- ja lupakehitys Tekovan hanketyypeissä

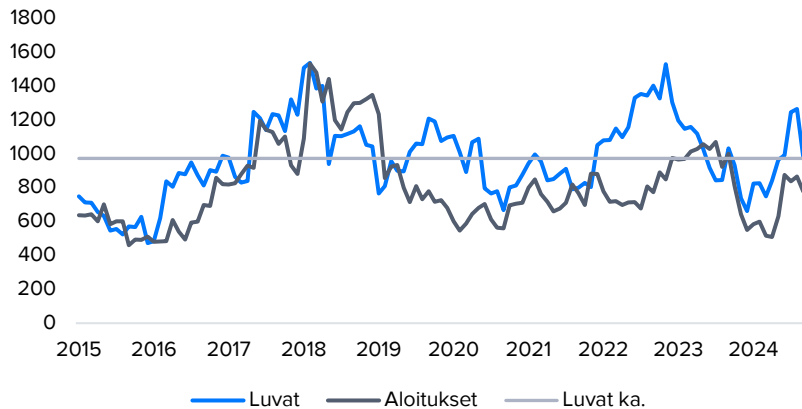
Liikerakennukset (x1000 m3, LTM)



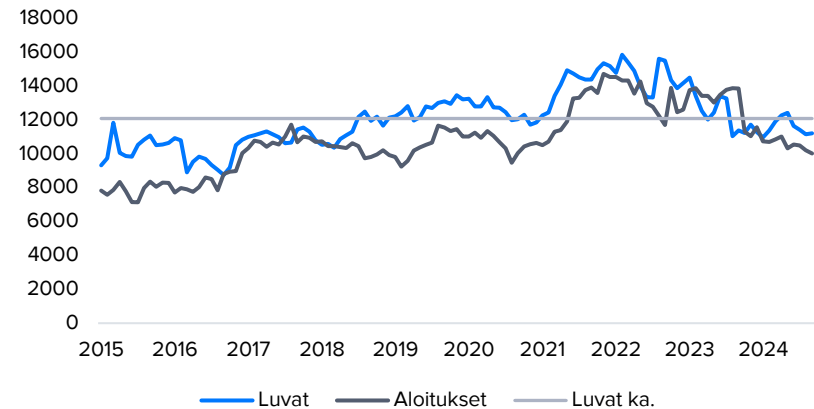
Kokoontumisrakennukset (x1000 m3, LTM)



Toimistorakennukset (x1000 m3, LTM)



Teollisuus- ja varastorakennukset (x1000 m3, LTM)



Toimiala ja kilpailu 4/5

Yksinkertaiset hankkeet tuovat kilpailua

Tekovan markkinoiden vahvimmat kilpailutekijät liittyvät näkemyksemme mukaan hintaan, suoritusvarmuuteen ja laatuun. Projektissa hinnalla on asiakkaalle väliä, jotta investoinnista tulee mahdollisimman kannattava. Suoritusvarmuudella tarkoitamme projektien mutkatonta ja aikataulun mukaisesti valmistuvia ja eteneviä hankkeita. Laatu taas liittyy rakentamisen ja suunnittelun laatuun sekä lopputulokseen ja kestävyYTEEN (vaikutus asiakkaan ylläpito- ja korjauskuluihin).

Tekova on panostanut tekemisessään jokaiseen kilpailutekijäään. Hinta on kilpailukykyinen ja perustuu usein yhteen sopimukseen. Hankkeiden läpimenoaika on alaan nähden nopea ja laatu on nollavirheluovutuksien määrän mukaisesti ollut kohdallaan. Hankkeiden pitkäkestoisesta laadusta ja käytettyjen materiaalien kestävyTYDESTÄ on vielä mielestämme vaikea antaa arviota. Käsitksemme mukaan yhtiöllä ei kuitenkaan ole ollut merkittäviä takuuajan ongelmia hankkeissaan.

Tekova kilpailee markkinalla suurien

pohjoismaalaisten rakennusyhtyrysten, keskisuurten toimijoiden ja alueellisesti vahvojen pienempien toimijoiden kanssa. Tekova ei itse näe, että markkinalla olisi valtakunnallisesti samankaltaisella tarjoamalla (hallimaiset yksinkertaiset toimitilat) ja prosessilla toimivaa kilpailijaa. Yhtiön mukaan projektikoko (4–5 MEUR) rajaa myös kilpailupainetta, sillä hankkeet ovat isommille heidän mukaansa liian pieniä ja pienemmille resurssivaatimuksiltaan liian suuria.

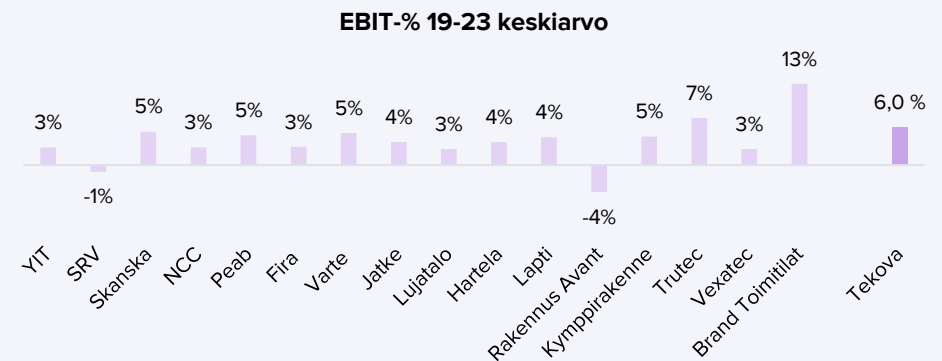
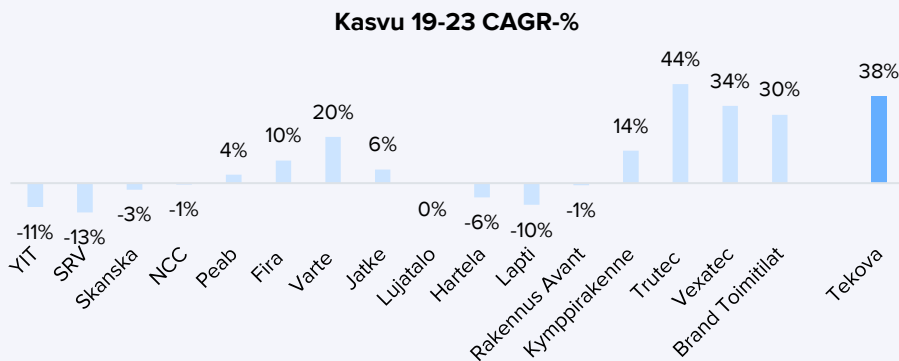
Analyysimme perusteella olemme asiasta eri mieltä ja näemme Tekovan kilpailevan etenkin monen keskisuuren ja pienemmän toimijan kanssa. Moni kilpailija toimii toimitilarakentamisen markkinalla ja rakentaa aivan samankaltaisia hallimaisia tiloja kuin Tekova. Tässä mielessä pidämme etenkin keskisuuria ja pieniä rakennusyhtiöitä merkittävänä kilpailijoina Tekovalle. Kilpailijat voivat olla jakautuneet myös muille rakentamisen aloille, joten täysi keskittyminen monella ei ole toimitilarakentamisessa. Lisäksi monet toimivat myös erityyppisissä urakkamuodoissa, tekevät

tilaajan suunnitelmien mukaisesti eivätkä välttämättä omaa samankaltaista omakehitteistä tai omaperusteista toimitilatuotantoa.

Kasvu ja kannattavuus keskivertoa parempi

Vertailimme Tekovan suoritusta yhtiön tärkeimpiin kilpailijoihin, joista oli hyvin tietoja saatavilla. Osa yhtiöistä on isompia konserneja ja osalla on liiketoimintaa Suomen ulkopuolella ja useat toimivat monella eri rakentamisen alalla, mikä heikentää vertailtavuutta.

Alareunan kuvioista voi huomata, että Tekova on kasvanut ja kannattanut keskimääräisesti valittuja kilpailijoita paremmin viimeisten vuosien aikana. Tekovan vertailu kilpailijoihin ei mielestämme lyhyen historiadan vuoksi ole kuitenkaan kovin merkityksellistä, sillä etenkin rakentamisen alan yhtiöille tärkeän yli syklin kestävä kasvun ja kannattavuuden osalta näyttöjä on hyvin vähän. Lisäksi Tekova on selvässä kasvuvaiheessa (vs. kypsän vaiheen kilpailijat) ja selvästi pienempi kuin moni kilpailija.



Toimiala ja kilpailu 5/5

Tekovan kilpailijat ovat vuosien 2019–2023 aikana kasvaneet keskimäärin 7 %:n tahtia, kun Tekova on kasvanut 38 %:n vuositahtia. Kilpailijoiden kasvunumeroista huomaa, että pienet ja keskiuuret toimijat ovat kasvaneet nopeimmin. Etenkin lähellä Tekovaa (liikevaihdollisesti ja liiketoiminnallisesti) olevat pienet yhtiöt ovat kasvaneet lähes samaa tai parempaa tahtia kuin Tekova. Asuntorakentajilla liikevaihto on ollut paineessa, mikä on rakentamisen markkinatilanteen kokonaisuudessaan huomioiden ymmärrettävää.

Kannattavuuden osalta Tekova on keskiarvoa parempi, kun kilpailijat ovat pystyneet vuosien 2019–2023 aikana keskimäärin 4 %:n ja Tekova 6 %:n kannattavuuteen. Esimerkkinä hyvin samankaltaisella liiketoimintaprofililla mielestämme varustettu Brand Toimitilat on kuitenkin pystynyt tekemään jopa 13 %:n liikevoittomarginaalia keskimäärin. Myös toiseksi vahvin kannattavuus nousee esiin pienimmästä päästä (Trutec).

Pienempien yhtiöiden parempi kannattavuus johtuu mielestämme yhtiöiden koosta (ketteryys) ja keskittymisestä omaan erikoisosaamiseen. Arvioimme, että yhtiöiden kasvattaessa liiketoimintaansa heikentyy myös näiden yhtiöiden kannattavuuspotentiaali lähemmäs keskiarvoa, kun kokonaisuuden hallinta vaikeutuu ja hankkeet monimutkaistuvat. Pienten hallimaisiin toimitiloihin keskittyneiden yhtiöiden hyvä kannattavuus kertoo kuitenkin alan ja Tekovankin mahdollisesta potentiaalista.

Kilpailijat 2023	Kuvaus	Liikevaihto	Liiketulos	Henkilöstö
		MEUR	%	
Suuret				
Skanska	Ruotsalainen monialakonserni. Useassa eri maassa ja mantereella.	14115	2,1 %	27256
Peab	Ruotsalainen monialainen rakentaja sekä kehittäjä.	5535	3,2 %	1633
NCC	Ruotsalainen rakennusurakointiin keskittynyt monialarakentaja.	5112	3,2 %	1100
YIT	Suomen suurimpia hankehittäjiä ja rakentajia.	2163	1,9 %	4717
SRV	Toimitila- ja asuntorakentaja sekä kehittäjä Suomessa.	610	0,2 %	762
Keskiuuret				
Lujatalo	Suomen suurimpia rakennusyhtiöitä. Talo, toimitilat, korjaus ja kehitys.	529	0,7 %	1692
Jatke	Rakennusalan konserni. Palveluita koko rakentamisen sektorilta.	412	2,2 %	409
Fira	Asunto-, toimitila- ja putkiremonttityhtiö. Kehittää ja rakentaa	318	1,8 %	281
Hartela	Keskittyy asunto- ja toimitilarakentamiseen sekä kehitykseen.	274	2,6 %	460
Lapti	Asunto-, toimitila ja palvelutilarakentaminen. Vahva kiinteistökehitys.	227	-2,2 %	466
Varte	Asunto-, toimitila- ja korjausrakentaminen. Kehittää, rakentaa ja myy.	199	3,5 %	213
Pienemmät				
Brand Toimitilat	Tekee etenkin hallimaisia toimitiloja avaimet käteen -periaatteella.	26	15,7 %	9
Kymppirakenne	Toimii julkis-, liiketila- ja teollisuus- sekä asuinrakentamisessa.	22	3,3 %	32
Trutec	Etenkin teräsrakenteisten hallien rakentaja.	20	9,3 %	12
Vexatec	Muun muassa hoivatiloja ja kauppatiloja tekevä rakentaja.	16	2,9 %	52
Rakennus Avant	Toimitilarakentaja sekä asuntojen aluerakentaja Manner-Suomessa.	10	0,6 %	-

Lähde: Inderes, PRH, Rakennuslehti, yhtiöiden materiaali

Taloudellinen tilanne

Tase yksinkertainen

Tekovan taloudellinen tilanne on hyvä tällä hetkellä. Yhtiön tunnusluvut ovat hyvällä tasolla (omavaraisuusaste Q3'24: 38 %), yhtiö operoi nettokassalla ja tase on kevyt. Tarkasteltaessa Tekovan tasetta ja taloudellista tilannetta on huomioitava, että yhtiö raportoi FAS-kirjanpidossa. Taseessa ei näin ollen ole vuokravelkoja ja mahdollisesti sinne muodostuvaa liikearvoa poistetaan. Taseessa ei tosin ole liikearvoa lainkaan tai muitakaan aineettomia hyödykkeitä merkittävässä määrin.

Tarkasteltaessa Q3'24 lopun tilannetta vastaavan puolella aineellisista hyödykkeistä isoin osa liittyy yhtiön keskeneräisiin hankintoihin eli keskeneräisiin omaan taseeseen tehtyihin projekteihin. Aineelliset hyödykkeet olivat Q3-lopussa 2,8 MEUR ja noin 12 % taseen loppusummasta. Arviolta tästä noin 0,2 MEUR liittyy maa- ja vesialueisiin sekä koneisiin ja kalustoon. Taseesta poistetaan vain koneita ja kalustoja ja niiden määrä vuoden 2023 lopun tarkemmassa erittelyssä oli alhainen (0,04 MEUR).

Saamisten osalta pitkäaikaisista nousee esiin 1 MEUR:n saamisten summa, josta ainakin vuoden lopun tarkemmassa erittelyssä 0,9 MEUR oli lainasaamisia. Lainasaamiset on annettu yhtiön henkilöstölle osakkeiden ostoa varten henkilöstöanneissa. Lainojen maksuja varten henkilöstöllä voi olla tarve myydä osakkeita, mikä voi luoda lisääntyntä tarjontaa osakkeesta listautumisen jälkeen. Mahdollisen myyntipaineen mittakaavan kannalta on vaikutusta myös sillä, miten pitkiä maksuaikoja osakkaille on lainoihin

annettu. Arvioimme kuitenkin kyseessä olevan kohtalaisen lyhytaikaista lainaa (1-2 vuotta).

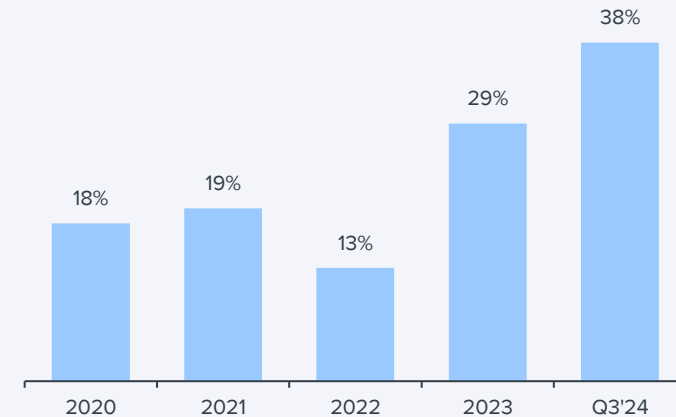
Muuten lyhytaikaisissa saamisissa korostuu myyntisaamiset (Q3'24: 4,4 MEUR) ja esimerkiksi siirtosaamiset. Kassavarvoja Tekovalla oli 13,2 MEUR, mikä vastaa jopa 55 % taseen loppusummasta Q3-lopussa. Vastattavaa puolella oma pääoma oli 6,9 MEUR ja noin 29 % taseen loppusummasta. Pitkäaikaista velkaa ei ole ja lyhytaikaisista korostuu 5,2 MEUR:n ostovelat. Tästä tosin saatuja ennakoita asiakashankkeista 4,8 MEUR, mikä tukee yhtiön kassaa vielä tekemättömällä työllä.

Vahva tase tarvitaan

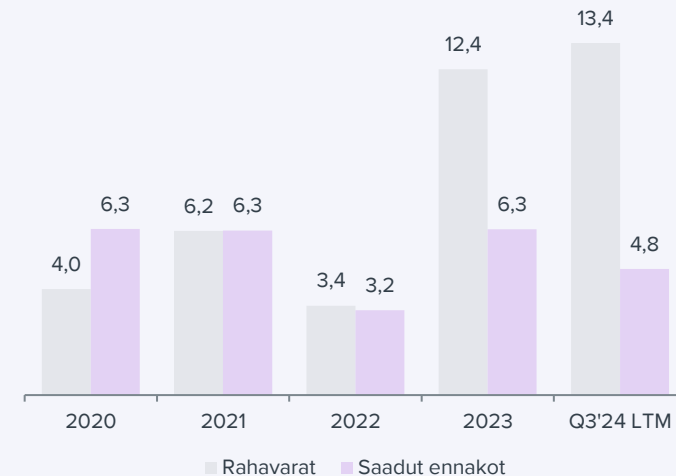
Tasetilanne vaikuttaa kassa huomioiden äärimmäisen vahvalta, mutta on otettava huomioon, että Tekovan rahat sisältävät asiakkailta saadut ennakot hankkeisiin. Tekovan projektiliiketoiminta perustuu ennakkomaksuihin, jolloin asiakkaat käytännössä rahoittavat omat projektinsa. Tekova on arvioimme mukaan hyötynyt heille edullisista maksuehdoista tähän saakka, mutta arvioimme, että hankkeiden koon kasvaessa heidän on myös tultava hieman vastaan.

Mielestämme Tekova tarvitsee erittäin vahvan taseen, sillä saadut ennakot eivät ole yhtiön omaa rahaa ja kysyntä on syklistä. Tekova tarvitsee taloudellisia puskureita taseeseensa, jotta se ei ajaudu ongelmiin haasteiden yllättäessä. Arvioimmekin yhtiön pitävän hyvän kassapuskurin yllä ja ottavan velkavipua vain maltillisesti, mikäli hyviä investoitavia kohteita markkinalta heille löytyy.

Omavaraisuusaste parantunut selvästi



Hankkeista saadut ennakot tukevat etupainotteisesti kassavirtaa



Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	1,1	2,7	3,8	2,5	4,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,0	1,5	2,8	1,5	3,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	1,2	1,0	1,0	1,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	20,6	20,6	22,2	29,6	32,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	11,4	4,3	4,0	4,0	4,0
Myyntisaamiset	5,9	3,9	5,1	7,0	8,5
Likvidit varat	3,4	12,4	13,2	18,6	19,7
Taseen loppusumma	21,7	23,3	26,0	32,1	36,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	2,6	4,9	8,7	12,1	15,4
Osakepääoma	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,1	4,2	7,2	10,6	13,9
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	0,5	0,5	1,2	1,2	1,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2
Pitkäaikaiset velat	0,9	0,7	0,8	1,3	1,8
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,5	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	18,2	17,7	16,6	18,7	19,6
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,5	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,2	11,6	10,8	12,4	12,8
Muut lyhytaikaiset velat	10,0	6,2	5,8	5,8	5,8
Taseen loppusumma	21,7	23,3	26,0	32,1	36,7

Ennusteet 1/4

Ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme Tekovan liikevaihdon kehitystä keskipitkällä aikavälillä tilauskannan, markkinan kehityksen ja yhtiön tavoitteiden/ohjeistuksen avulla. Pidemmällä aikavälillä nojaamme markkinakasvun ja arvioimamme markkinaosuuden kehityksen yhdistelmään. Kannattavuudessa mallinamme yhtiön liiketuloksen kehitystä historiallisen suorituksen, liiketoimintamallin (kukurakenne) sekä markkinatilanteen (resurssien hinta/saatavuus sekä kilpailu) perusteella.

Omaperusteisia hankkeita ennustamme lyhyellä aikavälillä yhtiön suunnitelmien ja toteuman mukaisesti. Omaperusteiset hankkeet investoidaan taseeseen. Ne tuovat myyntivoiton tai -tappion myynnin yhteydessä eivätkä ne vaikuta yhtiön liikevaihtoon. Investointien nettosumma on yli vuosien nollassa (ilman investoinnin tulosta), mutta investointitasot voivat vuosien välillä vaihdella merkittävästi. Olemme olettaneet yhtiön hankkeiden lyhyen läpimenoajan (8 kk) vuoksi, että hankkeita myydään myös sen vuoden aikana, kun investointi tehdään. Siten investoinnit tase-ennusteissamme ovat pienemmät kuin hankkeiden kokonaisarvot. Lisäksi on huomioitava, että yhtiön investoinneista ja taseen kiinteästä omaisuudesta huolimatta poistot ovat todella matalat, sillä kiinteistöjä eli omaperusteisia hankkeita ei poisteta. Yhtiö raportoi FAS-kirjanpidossa, joten myös IFRS:n mukaisia vuokravelkojen investointeja tai poistoja ei ennusteissa ole. Poistoissa heijastuu vain koneiden ja kaluston pienet poistot korvausinvestointeineen. Omaperusteisten

hankkeiden vaikutuksen pidemmällä aikavälillä olemme ennustaneet osaksi konsernin liikevoittoprosenttia.

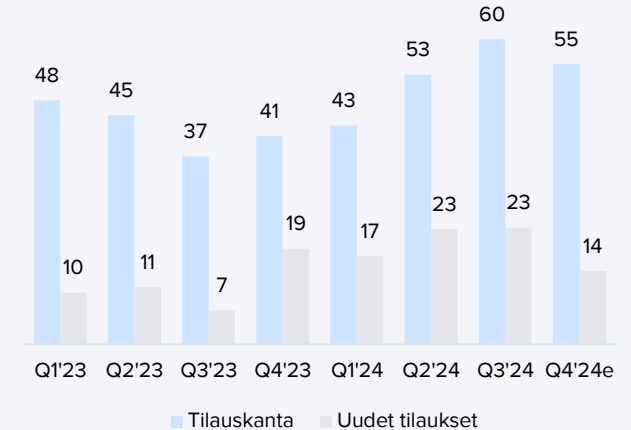
Tilauskanta liikevaihdon ajurina

Tekovan tilauskanta kertoo urakointi- ja omakehitteisten hankkeiden sopimusten mukaisen arvon yhtiölle. Tilauskannan pituus on arviomme mukaan tulevaisuudessa noin 8–12 kuukautta, kun yhtiön hankekoot kasvavat yhtiön koon kasvaessa. Vuoden 2024 Q3 lopussa tilauskanta oli Tekovalla 60 MEUR:n tasolla, mikä oli 62 % korkeampi taso kuin vertailukautena. Tilauskannan taso huomioiden seuraavien kvartaalien kasvu tulee olemaan vahvaa. Listautumisesitteen mukaan yhtiöllä on lisäksi arviolta 15–20 MEUR:n hanke esisopimusvaiheessa, mikä toteutuessaan tukisi odottamaamme 25–26 kehitystä.

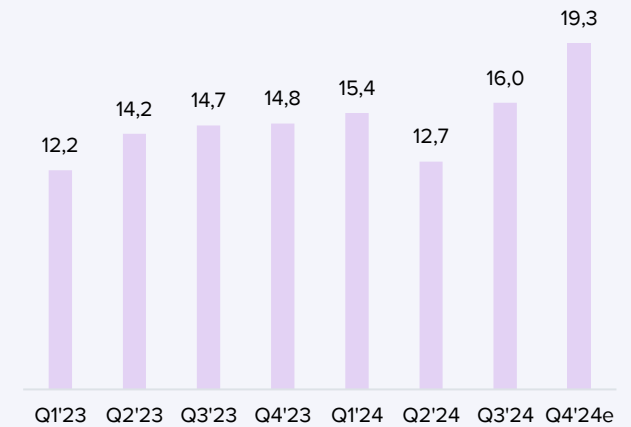
Kova kasvu vaatii kuitenkin koko ajan uusia hankkeita ja myynnissä onnistumista. Yhtiön arvioiden mukaan nykyinen organisaatorakenne mahdollistaisi lähemmäs 100 MEUR:n liikevaihdon. Tässä mielessä kasvulle ei mielestämme ole selviä yhtiöstä johtuvia rajoitteita.

Arvioimme vuoden viimeisen kvartaalin tilauskertymän jäävän alle vertailukauden, sillä Q4'23 kirjattiin tietojemme perusteella ainakin kaksi isoa hanketta. Vuoden loppuun mennessä odotamme tilauskannan tason pysyvän kasvussa noin 55 MEUR:ssa (+34 % v/v). Arvio perustuu yhtiön julkistamiin tilauksiin ja meidän arvioomme muusta kertymästä. Arvioimme tarkemmin myös lähikvartaalien tilauskantaa ja tilauskertymää liikevaihdon ennusteidemme tukikaluna.

Tilauskanta ja uudet tilaukset



Liikevaihto kvartaaleittain



Ennusteet 2/4

Vuonna 2024 saadaan kasvua niin tulokseen kuin liikevaihtoon

Vuosi 2024 on jo pitkällä ja se on mennyt Tekovalla hyvin. Liikevaihto on Q1-Q3'23:lla kasvanut 7 %:lla 44 MEUR:oon ja liikevoitto on yli kaksinkertaistunut 4,0 MEUR:oon (Q1-Q3'23: 1,8 MEUR). Marginaali on kolmen kvartaalin jälkeen erittäin hyvällä 9,0 %:n tasolla (Q1-Q3'23: 4,3 %).

Q4:n osalta odotamme kasvun kiihtyvän tilauskannan kehitystä peilaten. Liikevaihdon odotamme Q4:llä kasvavan 30 %:lla 19,3 MEUR:oon, mikä nostaisi koko vuoden liikevaihdon 63,4 MEUR:oon (kasvu: 13 % v/v). Yhtiö itse ohjeistaa liikevaihdon olevan 55–65 MEUR:n haarukassa. Arvioimme liikevaihdon olevan keskihaarukan yläpuolella käynnistyneen ison liikuntatilahankkeen ja vahvan tilauskannan seurauksena.

Yhtiön kannattavuuden odotamme olleen kausiluonteisesti vahvalla Q4:llä hyvällä tasolla. Ennusteissamme liikevoitto pysyy vertailukauden tasolla 1,7 MEUR:ssa (Q4'23: 1,7 MEUR), mutta marginaali laskee 9 %:iin (Q4'23: 11,5 %). On kuitenkin huomioitava, että liikevoittoon ennusteissamme heikentävästi vaikuttaa 0,3 MEUR:n kertaluonteiset listautumiskulut, jotka olemme itse oikaisseet oikaistusta liikevoitosta.

Tekovan ohjeistaessa raportoitua liikevoittoa seuraamme sitä kuitenkin tarkemmin. Koko vuonna 2024 odotamme raportoidun liikevoiton nousevan 5,7 MEUR:oon (kasvu-%: 64,5 % v/v) ja marginaalin nousevan 9,0 %:iin (2023: 6,2 %). Tekova ohjeistaa itse liikevoiton olevan 4,5–6,5 MEUR:n välillä, joten olemme hieman

keskihaarukan yläpuolella ennusteissamme.

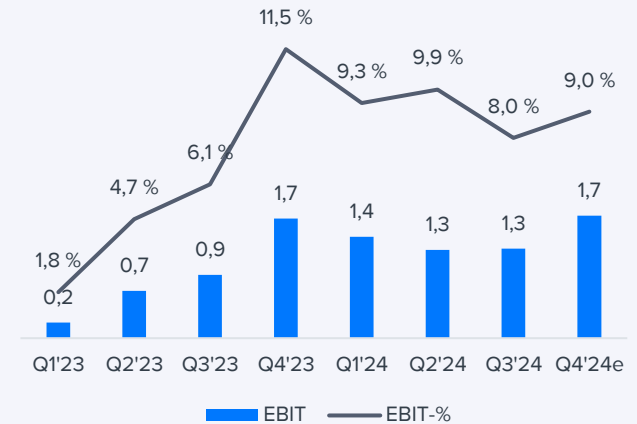
Alariveillä Tekovalla ei ole juuri ihmeellisyyksiä. Poistot ovat erittäin pienet (2024e: 0,012 MEUR) ja rahoituskulut ja -tuotot päätyvät ennusteissamme pienelle plussalle (2024e: 0,3 MEUR) kassan tuottojen ansiosta. Veroprosentin odotamme olevan Suomen yritysveroastetta heijastelevalla noin 20 %:n tasolla tästä tulevaisuuteen. Alariveiltä tärkeä rivi on vähemmistöosuudet, jotka vähentävät osakkeenomistajille kuuluvaa voittoa, kuten aikaisemmillä sivuilla kerroimme. Arvioimme alueyhtiöille/vähemmistöomistajille valuvan noin 0,4 MEUR, mikä tekee noin 6,5 % tuloksesta ennen veroja. Vähemmistöosuudet eivät näin siis ole merkittävän suuria ja tulevat vielä arvioimme mukaan tulevaisuudessa laskemaan vähemmistöomistuksien lunastuksien myötä.

Nettotuloksen odotamme nousevan yli 70 %:lla 4,4 MEUR:oon ja osakekohtaisen tuloksen 0,10 euroon (2023: 0,06). Tästä odotamme osinkoja 0,03 euroa/osake, mikä tekee osingonjakosuhteesta 30 %. Taso ei ole korkea, mutta arvioimme yhtiön allokoivan varojaan mieluummin kasvuinvestointeihin kuin osinkoihin.

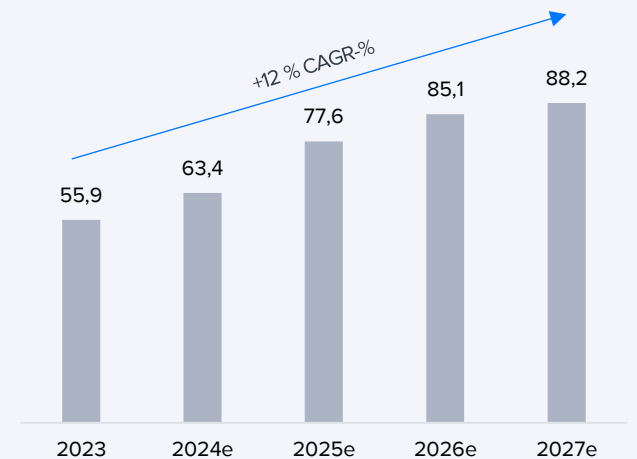
Vuonna 2025 kasvun odotetaan jatkuvan

Vuosi 2025 on lähdössä rakentamisen markkinoilla alakuloisissa, mutta toiveikkaissa tunnelmissa. Vuonna 2025 odotammekin Tekovan kasvun jatkuvan ja liikevaihdon nousevan 22 %:lla 77,6 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun ajureina taustalla toimivat talouskasvu sekä piristynyt rakentamisen markkina, mutta ennen kaikkea Tekovan vahva vuodelle 2025 ulottuva tilauskanta ja hankeputki.

Liikevoitto kvartaaleittain



Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Ennusteet 3/4

Näemme, että piristynvä markkina heijastuu myös Tekovan tilauskertymään positiivisesti ja nostaa tilauskannan yli 60 MEUR:n vuoden 2025 lopussa. Tekova näkee liikevaihdon kasvukehityksen samankaltaisena ja odottaa liikevaihdon kasvavan vuoden 2025 ohjeistuksessaan, joka poikkeuksellisesti ilmoitettiin jo listautumisen yhteydessä.

Odotamme kasvun kiihtyvän vuonna 2025 vuoden 2024 lopun vahvan tilauskannan ansiosta. Arvioimme kasvun olevan vahvaa etenkin alkuvuonna ja hiipuvan lähemmäs Q4:ää alle 10 %:iin. Liikevaihdon kehitys on vielä saatavista hankkeista kiinni (mm. esisopimusvaiheessa oleva hanke), mutta piristyvään markkinaan nykyisen tilauskannan kanssa voi luottavaisin mielin lähteä kasvua hakemaan.

Liikevoiton odotamme nousevan liikevaihdon kasvun seurauksena 8 %:lla 6,2 MEUR:oon. Marginaalin odotamme kuitenkin laskevan 7,9 %:iin vertailukauden 9,0 %:sta. Odotamme kannattavuuden laskevan kovan kasvun sekä kiihtyvän rakennusmarkkinan aktiviteetin seurauksena. Kulupuolella tämä tarkoittaa, että odotamme materiaali- ja palvelukustannusten (resurssit) nousevan liikevaihtoa enemmän. Lisäksi hankkeiden koon kasvaessa arvioimme yhtiön projektikatteiden laskevan alhaisemmalle tasolle vuoden 2024 korkealta tasolta.

Omaperusteisia hankkeita odotamme käynnistyvän kaksi kappaletta vuonna 2025. Tämän lisäksi odotamme yhtiön myyvän kaksi kohdetta, jotka ovat tällä hetkellä taseessa. Näistä myynneistä odotamme tulevan liiketoiminnan muiden tuottojen kanssa noin 0,7 MEUR:n

positiivisen vaikutuksen tulokseen. Omaperusteisten hankkeiden ennustaminen on aikataulullisesti sekä niiden tulosvaikutuksen osalta vielä kuitenkin hyvin epävarmaa.

Mielenkiintoista mielestämme on, että Tekova on antanut ohjeistuksen liikevaihdon kehityksestään vuodelle 2025, mutta ei kannattavuuden osalta. Arvioimme, että yhtiö voi olla vielä itse hieman epävarma vahvemman kasvun aikaisesta kannattavuudesta eikä tässä vaiheessa varmasti halua aiheuttaa pettymystä sijoittajille.

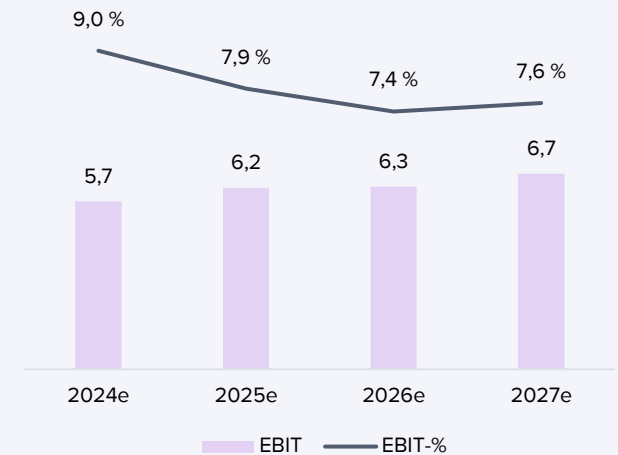
Alariveillä emme odota isoja muutoksia edellisvuosiin. Poistot ovat edelleen pienet ja sisältävät vain koneiden ja kaluston poistoja. Rahoituskuluihin odotamme nousupaineita, sillä näemme yhtiön hakevan pientä velkarahoitusta hankealoituksia varten. Määrät ovat kuitenkin maltillisia. Nettotuloksen odotamme nousevan 6 %:lla 4,7 MEUR:oon ja osakekohtaisen tuloksen saman verran noin 0,11 euroon.

Vuodet 2026 ja 2027

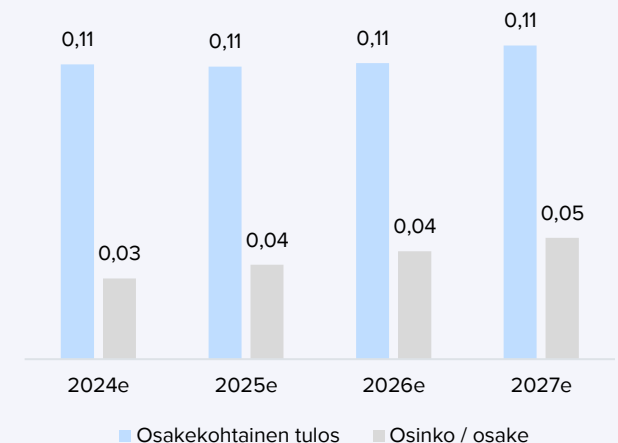
Vuosien 26–27 aikana odotamme Tekovan kasvun olevan edelleen markkinoita vahvempaa (26–27e ka.: 7 % vuosittain), mutta hiipuvan selvästi yhtiön päästessä lähemmäs kulurakenteelle ja organisaatiolle sopivaa liikevaihdon tasoa. Vuoden 2027 aikana odotamme liikevaihdon yltävän jo 88 MEUR:oon, mikä on yli yhtiön ennätystasojen vuodelta 2022 (12 kk tasolla).

Kannattavuuden osalta odotuksemme ovat arvioimme mukaan Tekovan tavoitetasoja maltillisemmat. Olemme ennusteissamme

Liikevoiton ennusteet



Osakekohtainen tulos ja osinko/osake



Ennusteet 4/4

olettaneet, että Tekovan urakkahankkeista saatava projektikate laskee lähemmäs toimialan keskiarvoja ja on vuoden 2027 lopussa noin 6 %:n tasolla. Tämä on myös yhtiön lyhyen historian mukainen kannattavuustaso (EBIT-%). Lisäksi arvioimme omaperusteisten hankkeiden tukevan vuosien 2026–2027 aikana liikevoittoa noin 1,0–1,5 MEUR:lla. Omaperusteisten hankkeiden kasvava määrä paikkaa ennusteissamme laskevaa urakoinnin tuomaa katetta ja pitää ennusteissamme liikevoittomarginaalin 7,5 %:ssa vuosina 2026–2027 (ka.). Marginaali kuitenkin laskisi vuodesta 2024 Tekovalla selvästi ja vuosien 2024–2027 EPS-tuloskasvu jää vain noin 14 %:iin (CAGR-%: 4 %).

Huomioon otettavaa on, että ennusteemme olettavat Tekovan selviävän seuraavista vuosista ilman merkittäviä projektihaasteita, mitä 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.

Lisäksi mielestämme olennainen riski on, että Tekovan alaan nähden korkeampi kannattavuus ei ole kestävä ja se laskee yli syklin 3–6 %:n tasolla, missä moni toimitilarakentaja toimii. Ajurina tähän voi toimia kasvun myötä monimutkaistuvat sekä suuremmat hankkeet, missä nykyiset pienempien projektien prosessit eivät enää yhtä kannattavasti toimi.

Positiivisella puolella, mikäli yhtiö saa pidettyä

urakoinnin kannattavuuden nykyisellä hyvällä tasolla ja jopa hieman nostettua konsernin liikevoittoa omaperusteisten hankkeiden avulla, on yhtiöllä selvät mahdollisuudet vahvaan tuloskasvuun. Tämä kuitenkin mielestämme vaatii myös erittäin hyvänä jatkuvaa markkinatilannetta (ml. hallimaisten tuotantotilojen kysyntä sekä alhaiset resurssihinnat ja hyvä saatavuus) sekä kasvavaa kiinnostusta yhtiön tuotetarjoamaa kohtaan. Arvioimme kuitenkin tässä skenaariossa myös kilpailun kiristyvän, mikäli pitkäkestoisesti olisi merkkejä sijoittajien jatkuvasta kiinnostuksesta esimerkiksi hallimaisia tuotantotiloja kohtaan.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä näemme yhtiön kasvun hidastuvan hiljalleen. Vuosien 2028–2030 aikana yhtiön kasvu lähestyy ennusteillamme noin 2 %:n tasoa ja hidastuu pitkällä aikavälillä noin 1,5 %:iin. Näemme yhtiön kasvun olevan suurin piirtein Suomen talouskasvun tasolla tai hieman sen päällä pitkällä aikavälillä suotuisten trendien ansiosta.

Tekovan kannattavuuden odotamme pitkällä aikavälillä laskevan nykyisiltä huipputasoiltaan. Pitkän aikavälin ennusteemme Tekovan liikevoittomarginaalille on 5,5 %:n tasolla, mikä on lievästi alle historiallisen tason (19–23: 6 %). Arvioimme erittäin pitkällä aikavälillä eli terminaalisissa Tekovan kannattavuuden lähestyvän toimitilarakentajien normaalia tasoa (3–6 %), mutta olevan kuitenkin haarukan yläpäässä omaperusteisen tuotannon kannattavuuspotentiaalin ansiosta. Mielestämme

nykyistä suoritustasoa, kannattavuudessa nähtyä isoa vaihtelua ja yhtiön lyhyttä historiaa huomioiden korkeampaa kannattavuutta ennusteissamme ei voi vielä selkeästi perustella.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2022 (18kk)	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	124	12,2	14,2	14,7	14,8	55,9	15,4	12,7	16,0	19,3	63,4	77,6	85,1	88,2
Käyttökate	1,2	0,2	0,7	0,9	1,7	3,5	1,4	1,3	1,3	1,7	5,7	6,2	6,3	6,7
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,1	0,2	0,7	0,9	1,7	3,5	1,4	1,3	1,3	2,0	6,0	6,2	6,3	6,7
Liikevoitto	1,1	0,2	0,7	0,9	1,7	3,5	1,4	1,3	1,3	1,7	5,7	6,2	6,3	6,7
Nettorahoituskulut	-0,3	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	0,9	0,2	0,7	0,8	1,9	3,5	1,5	1,3	1,4	1,8	6,0	6,2	6,2	6,6
Verot	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3
Nettotulos	0,6	0,1	0,6	0,6	1,3	2,5	1,1	1,0	1,0	1,3	4,4	4,7	4,7	5,0
EPS (oikaistu)	0,01	0,00	0,01	0,01	0,03	0,06	0,02	0,02	0,02	0,04	0,11	0,11	0,11	0,11
EPS (raportoitu)	0,01	0,00	0,01	0,01	0,03	0,06	0,02	0,02	0,02	0,03	0,10	0,11	0,11	0,11

Tunnusluvut	2022 (18kk)	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	259,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-88,1%	-54,9 %	26,2 %	-10,9 %	8,5 %	30,4 %	13,2 %	22,5 %	9,7 %	3,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-50,6 %					206,4 %	545,3 %	86,3 %	41,1 %	22,1 %	73,2 %	2,5 %	2,1 %	6,3 %
Käyttökate-%	0,9 %	1,8 %	4,7 %	6,1 %	11,3 %	6,2 %	9,4 %	9,9 %	8,0 %	9,0 %	9,0 %	7,9 %	7,4 %	7,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,9 %	1,8 %	4,7 %	6,1 %	11,3 %	6,2 %	9,3 %	9,9 %	8,0 %	10,6 %	9,5 %	7,9 %	7,4 %	7,6 %
Nettotulos-%	0,5 %	0,8 %	3,9 %	3,8 %	8,8 %	4,5 %	7,0 %	7,8 %	6,4 %	6,8 %	6,9 %	6,0 %	5,5 %	5,7 %

Lähde: Ideres

Arvonmääritys 1/6

Arvostuksen perustelut

Hinnoittellemme Tekovaa ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan hyvään verrokkiryhmään. Suomalaisista rakennusyhtiöverrokeista saamme hyvän pohjan yhtiölle hyväksyttävästä arvostuksesta. Arvostuskertoimien lisäksi olemme laatineet Tekovalle DCF-mallin ja muodostaneet yhtiön yli syklin potentiaalista erilaisia skenaarioita.

Suosimme arvostuskertoimissa erityisesti P/E-kerrointa. EV/EBIT-kertoimessa on otettava huomioon, että vähemmistöosuudet eivät heijastu liikevoittoon, joten hyväksyttävän arvostuskertoimen pitää lähtökohtaisesti olla alhaisempi. Lisäksi yhtiön ennakoilla varustetut rahavarat heikentävät EV-pohjaisten kertoimien käyttöä. Saadut ennakot muodostavat merkittävän osan rahavaroista (Q3: 36 %) ja nämä rahat ovat tarkoitettu käynnissä olevien hankkeiden rahoitustarpeisiin. Tämä tekee Tekovan kassasta tällä hetkellä suuren ja samalla myös laskee merkittävästi yritysarvoa (EV). Lisäksi kassassa on Tekovan liiketoiminta huomioiden oltava puskuria, mikäli liikevaihto, saadut ennakot sekä kassavirta kääntyvät laskusuuntaan, joten kaikkea ei voi myöskään investoida arvoa tuottamaan. Tämän lisäksi kyky luoda kassalla (Q3 ilman ennakoja: 8,6 MEUR) arvoa on vielä epävarmalla pohjalla Tekovan lyhyt historia ja aikaisemmat kannattavuushaasteet huomioiden. Tässä mielessä painotamme tällä hetkellä voimakkaasti P/E-lukua arvonmäärityksessämme ja hyväksymme myös siihen nähden verrattain alhaiset EV-pohjaiset kertoimet. Muista kertoimista

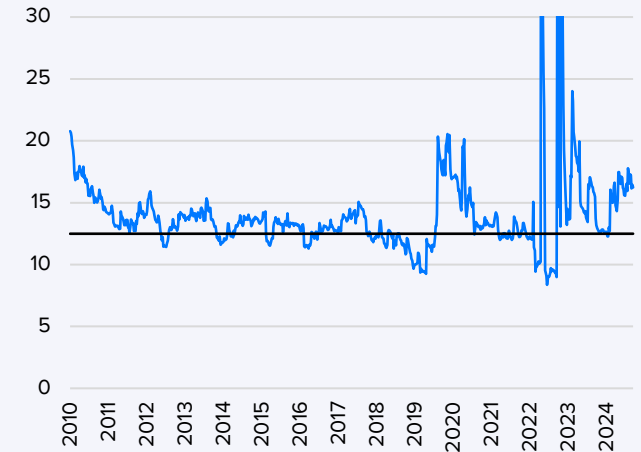
tasepohjainen (P/B) ei ole kevyehkön taserakenteen vuoksi mielestämme kovinkaan relevantti Tekovalle, mutta tulosneutraaleista vaihtoehdoista liikevaihtopohjainen (P/S) arvostus voi toimia arvostusta tukevana kertoimena.

Hyväksyttävä arvostus

Tekovan historiallinen kehitys on ollut ailahtelevaa. Tekova on pystynyt kasvamaan voimakkaasti viime vuosien aikana ja hakee ennusteidemme mukaan sitä myös jatkossa. Kannattavuus on keskimäärin ollut verrokkeja paremmalla tasolla, mutta tulostason vaihtelu on lyhyen historian aikana ollut suurta eikä merkittävää tuloskasvua ole lähivuosille ennusteissa. Tekova on vielä pieni yhtiö, toimii niche-segmentissä, on erittäin syklinen ja mahdollisesti myös erittäin volatiili suoritustasonsa suhteen riippuen omaperusteisten hankkeiden myynneistä ja onnistumisista. Yllämainittujen syiden vuoksi hyväksyttävän arvostustason tulisi heijastella sektorin pitkän aikavälin arvostukseen selkeää alennusta.

Olemme oikealle koonneet Suomen rakennussektorin pitkän aikavälin eteenpäin katsovat (Forward, FW) arvostuksen kuviot, joita käytämme hyväksyttävän arvostustason määrittämisen pohjana. Kuitenkin, kuten kuvioista huomaa, ovat kertoimet suhteellisen korkeita rakennusalan yhtiöiden viimeisen 10 vuoden heikko kasvu- ja kannattavuussuoritus huomioiden. Vuosina 2012–2019 kertoimet kuvaavat jokseenkin sektorin hyväksytyttä kertoimia, mutta vuoden 2020 jälkeen kertoimet ovat olleet varsin korkeita (alhaisen tulostason vuoksi).

Sektorin FW EV/EBIT



Sektorin FW P/E



Arvonmääritys 2/6

Keskiarvot ennen suhdanteen heikkoutta ovat sekä EV/EBIT-kertoimen että P/E-kertoimen osalta olleet noin 12x-tasolla. Kertoimia on nostanut aikajaksolla usean yhtiön kannattavuushaasteet ja tasaisemmat suorittajat ovat lähtökohtaisesti pitkällä aikavälillä arvostettu alle 10x-tasolle. Lisäksi tarkastelujaksolla matalat korot ja sijoitusvaihtoehtojen puute ovat osaltaan nostaneet hyväksytyjä kertoimia.

Historiallisten kertoimien taso, niiden yllä mainitut haasteet ja Tekovan ominaisuudet huomioiden hyväksyttävä arvostushaarukamme Tekovalle on: **P/E 8-10x ja EV/EBIT: 6-8x**. Painotamme tässä vaiheessa haarukan alarajaa, sillä yhtiön näytöt pitkäjänteisestä kannattavasta kasvusta uupuvat ja arviomme mukaan markkinoiden luottamus sektorin yhtiöihin on vielä matala.

Mielestämme hyväksyttävässä arvostuksessa voi olla nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu todistetusti pitämään sekä kasvustaan että kannattavuudestaan yhtä aikaa kiinni. Tämä myös mielestämme vahvistaisi yhtiön pitkän aikavälin kestävää kannattavuuspotentiaalia. Mielestämme myös pääomamarkkinoiden arvostukseen vaikuttavien tekijöiden (korot, tuottovaatimukset) tulisi helpottaa, jotta selkeästi korkeampaa arvostusta voisi hyväksyä.

Absoluuttiset kertoimet

Tekovan tuloskasvu jää lähivuosina vaisuksi (24–27e CAGR-%: 4 %) eikä näin merkittävää eroa kuluvan vuoden ja lähivuosien arvostuksissa ole. Lähes toteutuneen vuoden 2024 perusteella Tekovan arvostus on mielestämme lähes neutraali (24e: oik. P/E: 9x, oik. EV/EBIT: 5x), eikä merkittävästi laske

lähivuosina (25–26e ka.: oik. P/E: 9x, oik. EV/EBIT: 4x). Hyväksyttävän arvostushaarukamme (P/E: 8x, EV/EBIT: 6x) alarajaan ja vuosien 25–26 ennusteisiin nojaten osakkeen arvoksi muodostuisi noin 0,95 euroa osakkeelta painottaen vahvasti P/E-kerrointa.

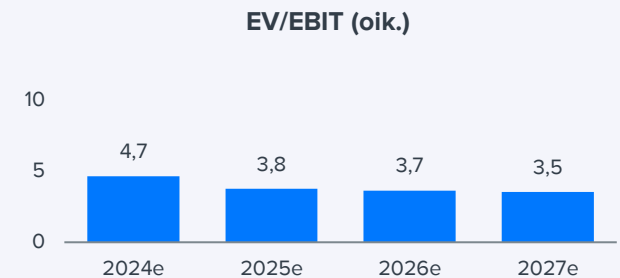
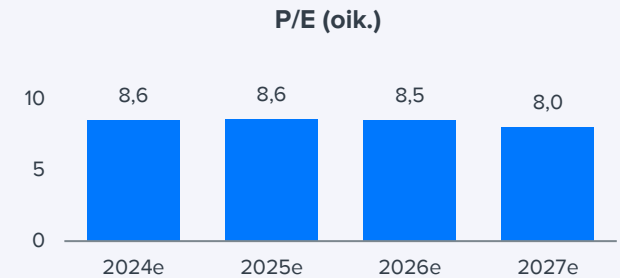
Liikevaihtopohjainen P/S-kerroin on Tekovan kasvuun nähden kohtalaisen neutraalilla tasolla (24e ka.: 0,6x) ja lyhyellä aikavälillä kertoimella on vaikea perustella nousuvaraa. Yhtiön suomalaiset verrokkiyhtiöt ovat nimittäin arvostettu 2010-luvulta alkaen noin 0,5x-tasolla. Mielestämme tämä taso toimii kohtuullisen hyvänä tukitasona myös Tekovalle. Lähivuosina kerroin madaltuikin liikevaihdon kasvun ansiosta 0,5x-tasolle nykyarvostuksella. Käytämme hinta/liikevaihto-kerrointa lähinnä kuitenkin tukena muulle arvonnäilylle heijastamaan selkeitä yli- tai alilyöntejä arvostuksessa.

Liiketoiminnan kasvu ja siitä tuleva kassavirta mahdollistavat Tekovalle kasvavan osingon. Yhtiön kasvu- ja investointivaiheessa nykyinen 3 %:n osinkotuotto lähivuosina ei kuitenkaan merkittävästi tue osaketta. Mielestämme nykytilanteessa rahavaroille tulisi löytyä parempia investointikohteita (omaperusteiset hankkeet) kuin osingot.

Kasvava osinko ei kuitenkaan Tekovan tapauksessa tarkoita merkittäviä panostuksia osinkovirtaan ja osingonjakosuhte ennusteissamme on noin 30 % lähivuosina. Tekovan liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden korostamme osingon kuitenkin olevan pidemmällä tähtäimellä riippuvainen yhtiön tuloskunnosta ja mahdolliset haasteet kannattavuudessa tai kassavirrassa voivat laskea osingon joinakin vuosina jopa nolliille. Osake ei olekaan osinkosijoittajan valinta tässä vaiheessa.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,92	0,92	0,92
Osakemäärä, milj. kpl	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo	40	40	40
Yritysarvo (EV)	28	23	23
P/E (oik.)	8,6	8,6	8,5
P/B	4,8	3,4	2,6
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,9	3,8	3,6
EV/EBIT (oik.)	4,7	3,8	3,7
Osinko/tulos (%)	27,8 %	30,9 %	37,0 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,6 %	4,3 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/6

Saatavilla hyvä verrokkiryhmä

Tekovalle on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan pohjoismaisista listatuista yhtiöistä. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat suomalaiset rakennusyhtiöt samaisen markkinan myötä. Pienemmistä suomalaisista mielestämme LapWall on Tekovalle kohtuullisen hyvä verrokki samankaltaisen markkinan, samankaltaisen koon ja liiketoimintaprofiilin myötä (kasvuvaihe). Listalla on myös isompia pohjoismaisia toimijoita, kuten Skanska, NCC ja PEAB.

Verrokkien arvostustaso vuodelle 2025 katsoessa on mielestämme kohtalaisen neutraali (2025e mediaani EV/EBIT: 10x, P/E: 12x) ottaen huomioon rakennusalan yhtiöiden yleisesti parantuva tuloskehitys konsensusennusteissa. 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 suurta merkitystä.

Verrokkiryhmän vuoden 2025e mediaaneihin P/E-kertoimiin nähden Tekova on arvostettu 20 % alle verrokkien tason, mutta erot eri verrokkien arvostuksissa ovat tällä hetkellä suuria. Esimerkiksi vakaampaa tulosta vakaammalla markkinalla tekeville yhtiöillä arvostustasot ovat mediaania alhaisemmalla tasolla (Kreate, Consti), kun taas esimerkiksi isoimmilla yhtiöillä kertoimet ovat selvästi mediaania korkeammalla (Skanska, Peab).

Tekovan tulisi olla alennuksella verrokkeihin

Mielestämme on perusteltua hinnoitella Tekova

vielä tällä hetkellä selkeällä alennuksella verrokkiryhmään nähden (10-30%).

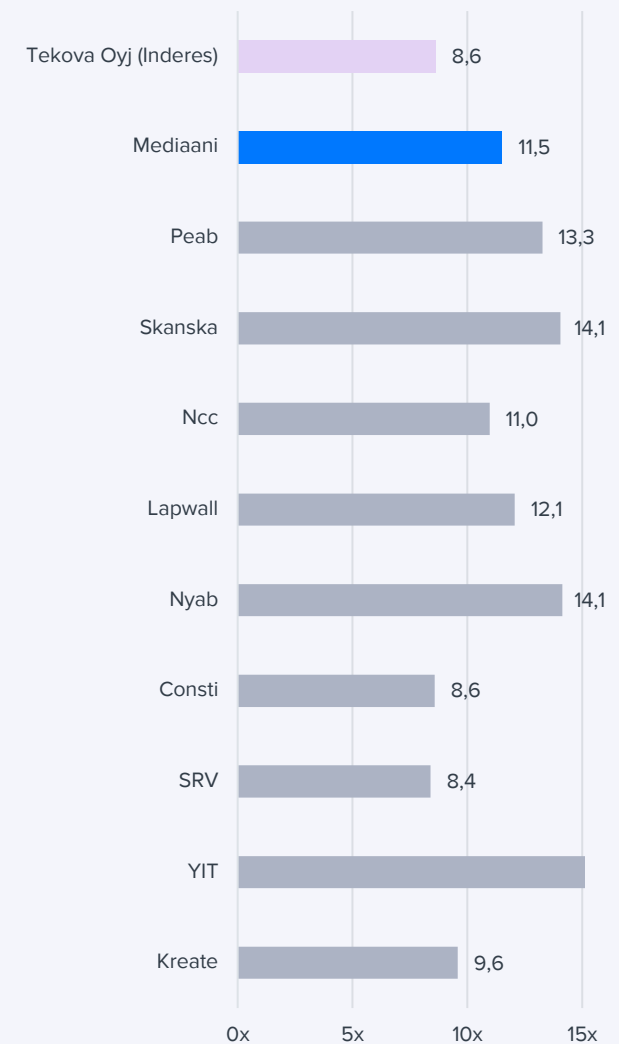
Yhtiön kehitys- ja laajentumisvaihe, lyhyt historia ja riskisyys laskevat hyväksyttävää tasoa. Suidanteen heilahteluista johtuen (volatiilitulosennusteet) lyhyen aikavälin suhteellisessa arvostuksessa tulee olla nyt varovainen emmekä anna sille merkittävää painoarvoa. Verrokkien pitkän aikavälin taso tulee kuitenkin huomioitua Tekovan absoluuttisessa arvostuksessa.

Pääoman tuotot huomioiden tasearvostus linjassa verrokkeihin

Kuten seuraavan sivun kuviosta voi huomata, on Tekovalla erittäin kevyen taseensa vuoksi mahdollista tehdä erittäin hyvää pääoman tuottoa. Korostamme Tekovan tapauksessa pääoman tuoton olevan kuitenkin erittäin volatiili suorituskyvyn mittari.

Tekovalla investoinnit ja omien hankkeiden myynnit vuoden aikana tulevat heiluttamaan tasearvoja ja tuottoja yhtiöllä voimakkaasti. Jonain vuosina taseessa voi olla paljon enemmän omaisuutta kuin toisena ja tulostaso voi vaihdella hankkeiden myynneistä johtuen. Tekovalla tulee myös ottaa huomioon, että oman taseen hankkeiden investointikustannukset huomioiden pääoman tuotot lähentyvät selvästi verrokkien tasoa. Tässä mielessä Tekovan pääoman tuotosta ei saa juuri arvostusta tukevia argumentteja taakseen varsinkin, kun sitä vertaa taseperusteiseen arvostukseen, joka on merkittävästi verrokkeja korkeammalla tasolla (4,8x vs. 1,6x).

Verrokkiryhmä arvostus (P/E, 2025e)



Arvonmääritys

Tekovan pääoman tuotto ja tasearvostus vs. valitut verrokit



Lähde: Refinitiv (konsensus), Inderes

Arvonmääritys 4/6

DCF-malli

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös maltillisesti painoarvoa. Rahavirtamalli ei kuitenkaan ole tällä hetkellä paras tapa arvottaa Tekovaa. Investoinnit vaikuttavat merkittävästi DCF-laskelman lopputuloksiin sekä kassavirtoihin. Tekovalla omaperusteiset hankkeet ovat merkittävässä osassa investointeja ja niiden arviointi terminaaliin on haastavaa. Mielestämme DCF-laskelma sopii etenkin ennustettavaa kassavirtaa (ja investointeja) tekeville yhtiöille, mitä Tekova ei ainakaan vielä ole.

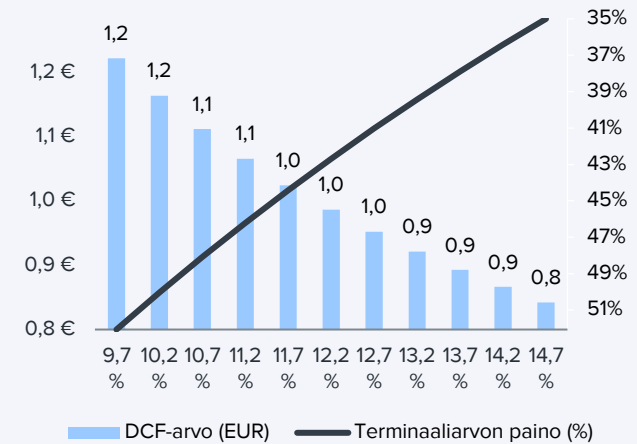
Olemme kuitenkin laatineet DCF-laskelman, jotta näkisimme hieman, minkälaista tulevaisuutta osakekurssiin nykyisellään jo hinnoitellaan sisään. Laskelmassa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 12,2 % ja oman pääoman kustannus on 12,7 %. Pääoman kustannus on korkeimpia rakentajien keskuudessa, mikä kuvaa yhtiön verrokkiryhmää korkeampaa riskitasoa. Oman pääoman kustannus ja WACC-% ovat lähellä toisiaan, sillä olemme olettaneet yhtiön velkaantumistasteen säilyvän hyvin matalana tulevaisuuteen.

Ennusteillamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin (25–30e) noin 7 %:n kasvun jälkeen terminaaliyksiköllä 1,5 %:n tasolle. Kasvu olisi näin arviolta BKT:n mukaista tai hieman yli terminaaliyksiköllä. Ennusteillamme liikevoittomarginaali on keskipitkällä aikavälillä (25–30e) 7,5 %:ssa, mutta tasaantuu terminaaliin noin 5,5 %:iin. Tämä on kannattavuustaso on yhtiön lyhyen historian kanssa linjassa (6 %

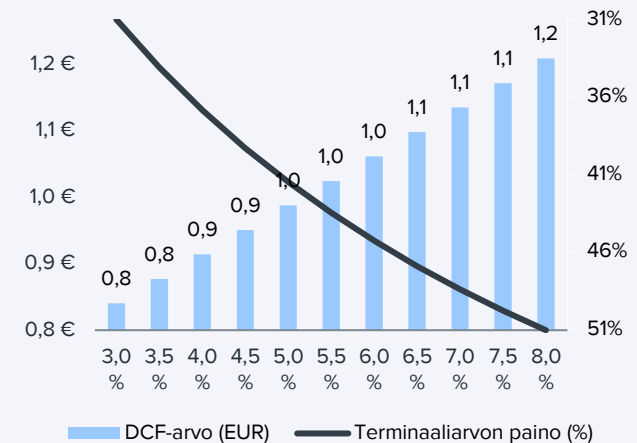
keskiarvo), mutta selvästi nykyisen kannattavuuden ja myös arviomme mukaan yhtiön tavoitetasojen alapuolella.

Ennusteidemme mukaisessa DCF-laskelmassa osakkeen arvo on 1,0 euroa. Mikäli yhtiö onnistuisi pitämään kannattavuutensa odotuksia paremmalla tasolla, voisi DCF-mallin kannattavuusoletukset nousta ja samalla myös riskitaso (WACC-%) arviomme mukaan madaltua. Tällä voisi olla selvästi korottava vaikutus DCF-laskelman arvoon kahden vaikuttavan tekijän muutoksen myötä. Mielestämme nykyiset oletuksemme kuitenkin kuvastavat hyvin yhtiön mahdollisuuksia sekä riskitasoa.

DCF-arvon herkkyyks muutoksille WACC-%:ssa



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



Arvonmääritys 5/6

Yli syklin potentiaali

Syklisen yhtiön potentiaalia tulisi mitata yli syklin. Tekovan kasvuvaihe sekä vielä lyhyt historia vaikeuttavat arvion tekemistä. Olemme kuitenkin haarukoineet Tekovan yli syklin potentiaalia kolmella eri skenaariolla, mutta korostamme näiden skenaarioiden toteutumisen olevan vielä kaukaisessa tulevaisuudessa. Olemme olettaneet, että yhtiö yltäisi näihin viiden vuoden päästä (2029).

Perusskenaariossa oletamme yhtiön yltävän 100 MEUR:n liikevaihtoon. Tähän olemme soveltaneet yhtiön pitkän aikavälin kannattavuutta (EBIT: 6 %) laskeaksemme liikevoiton ja lopulta verojen sekä maltillisten rahoituskulujen jälkeen nettotuloksen. Hyväksyttynä arvostustaso olemme käyttäneet P/E 9x tasoa, mikä on yhtiölle hyväksymämme arvostushaarukan keskitasolla. Skenaario antaisi osakkeen arvoksi noin 0,9 euroa noin 40 MEUR:n markkina-arvolla, mikä nykypäivään diskontattuna tarkoittaisi 0,5 euron osakkeen arvoa.

Pessimistisessä skenaariossa liikevaihto jäisi noin 70 MEUR:oon ja kannattavuus laskisi kestävästi yli syklin noin 3,5 %:n tasolla, mikä on toimitilarakentajille kohtalainen normaali taso (3-6 %). Skenaario olettaa kuitenkin, että Tekova ei omaperusteisten hankkeiden osalta onnistu tavoitteiden mukaisesti ja urakoinnissakin katteet pitkällä aikavälillä laskevat alemmalle tasolle. Arviomme mukaan myös hyväksytty arvostus laskisi tällöin alemmas ja olisi skenaariossamme 7x P/E-tasolla. Osakkeen arvoksi muodostuisi tällöin 0,3 euroa 13 MEUR:n markkina-arvolla, mikä

diskontattuna nykypäivään jäisi 0,2 euron tasolle.

Optimistisessä skenaariossa oletamme, että yhtiön kasvu jatkuu vahvana ja yli syklin kestäväksi liikevaihtotasoksi tulee 120 MEUR ja marginaali pysyttelee erittäin korkealla tasolla noin 9 %:ssa. Tässä skenaariossa Tekova onnistuu omaperusteisten hankkeiden investoinneissaan odotuksiamme paremmin ja kannattavuus pysyy hyvällä tasolla liikevaihdon voimakkaasta kasvusta huolimatta. Arvioimme, että rahoituskulut sekä vähemmistöt tässä skenaariossa hieman kasvaisivat, mutta tehdyn suorituksen ja näkymien perusteella myös arvostus nousisi yhtiölle selvästi. 12x-tason P/E-kertoimella markkina-arvo nousisi skenaariossa lähes 100 MEUR:oon ja osakkeen arvo noin 2,2 euroon. Tässä skenaariossa nykypäivään diskontattu arvo on 1,0 euron tasolla.

Skenaariot ovat suuntaa antavia ja sisältävät vielä paljon epävarmuuksia. Nykyiseen osakekurssiin on kuitenkin skenaarioidemme perusteella ladattu odotuksia pitkän aikavälin näkökulmasta vähintään maltillisen optimistisesti. Mielestämme nykykurssilla sijoittajan tulisi saada parempaa turvamarginaalia sijoituksilleen tai yhtiön tulisi suoriutua selvästi optimistisen skenaarion odotuksiamme paremmin.

Skenaariot	Pessimisti	Perus	Optimisti
Liiketoiminta			
Liikevaihto (MEUR)	70	100	120
EBIT-%	3,5 %	6,0 %	9,0 %
EBIT (MEUR)	2,5	6,0	10,8
Rahoituskulut (MEUR)	0,0	-0,1	-0,3
Verot (20 %)	0,0	-1,2	-2,1
Vähemmistöt (MEUR)	-0,2	-0,3	-0,4
Nettotulos (MEUR)	2,3	4,4	8,0
Arvonmääritys			
Hyväksytty P/E	7	9	12
Markkina-arvo (MEUR)	16	40	96
Osakkeen arvo (€)	0,36	0,91	2,20
Diskonttaus nykypäivään	0,20	0,45	0,98
Nousu/laskuvara	-78 %	-51 %	6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 6/6

Sijoitusnäkemys

Aloitamme Tekovan seurannan 0,95 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Mielestämme nykyinen arvostus ja sen luoma tuotto-odotus ei ole Tekovan riskeihin nähden houkutteleva. Tuotto-odotus muodostuu odottamastamme eri arvostusmenetelmien nousu/laskuvarasta ja osinkotuotosta.

Tekovan osakkeen arvostus ei mielestämme tarjoa nykyisellään merkittävää nousuvaraa (+3 %) riskeihin nähden. Osinko tukee tuotto-odotusta maltillisesti (3 %), mutta osinko itsessään ei ole meille riittävä perusta omistaa Tekovan osaketta tällä hetkellä. Suhteellisesti osakkeen arvostus on oikeutetusti selkeällä alennuksella eikä DCF-laskelman arvoonkaan ole merkittävää nousuvaraa tarjolla.

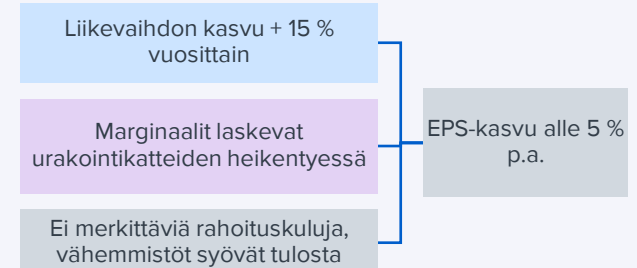
Arviomme osakkeen käyvästä arvosta tässä vaiheessa on 0,8-1,2 euroa. Käypä arvo pohjautuu soveltamiimme arvonmääritysmenetelmiimme. Nykykurssi ja tavoitehintamme ovat hieman käyvän arvon haarukan puolivälin alapuolella.

Edellisen sivun yli syklin skenaariot kertovat parhaimmillaan osakkeen pidemmän aikavälin potentiaalista. Samalla skenaariot ovat myös muistutuksena yhtiön liiketoimintaan liittyvästä syklisyydestä, lyhyestä historiasta ja varhaisesta kehitysvaiheesta. Yhtiön pitkän aikavälin yli syklin potentiaali alkaakin mielestämme muodostua vasta lähivuosien aikana, kun saamme näyttöjä yhtiön suorituksesta.

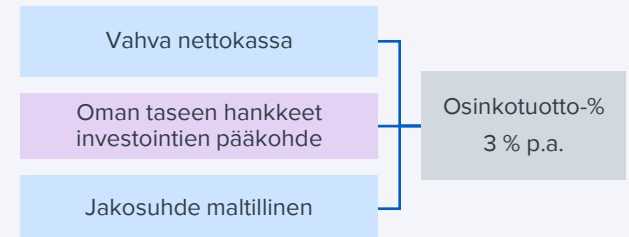
Osaketuoton ajurit 2024e-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

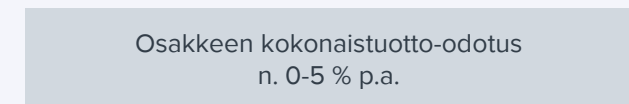
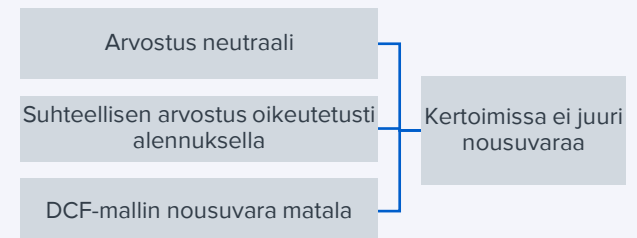
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Vertailuryhmä

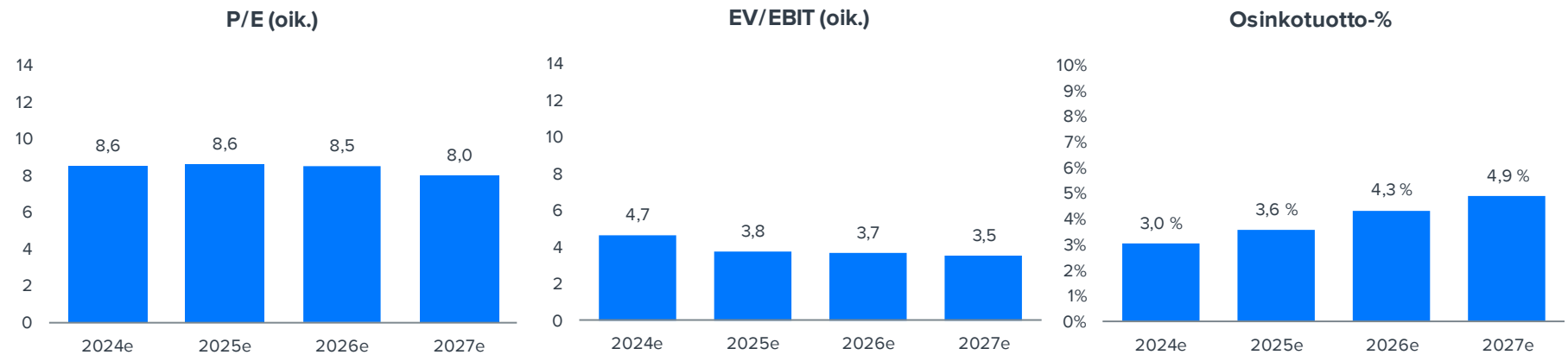
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Kreate	66	95	10,5	8,6	6,5	5,6	0,4	0,3	13,4	9,6	6,5	7,1	1,5
YIT	522	1488	47,5	23,7	51,0	17,1	0,8	0,8		1125,0	1,3		0,6
SRV	82	212	15,7	10,1	11,2	7,6	0,3	0,3	18,6	8,4		2,3	0,6
Consti	82	85	7,7	6,8	5,7	5,1	0,3	0,3	10,2	8,6	6,3	6,9	1,8
Nyab	302	304	13,8	10,4	11,4	8,9	0,9	0,8	21,2	14,1	2,4	4,7	1,5
Lapwall	57	54	13,5	9,0	9,0	6,0	1,2	1,0	14,5	12,1	3,2	3,4	2,9
Ncc	1419	1913	11,9	11,8	7,1	7,1	0,4	0,4	11,6	11,0	4,7	4,8	2,0
Skanska	8698	8073	13,4	11,2	10,0	8,8	0,5	0,5	16,8	14,1	3,3	3,5	1,7
Peab	2065	3322	15,6	15,6	9,7	9,5	0,7	0,6	13,7	13,3	3,3	4,0	1,5
Tekova Oyj (Inderes)	40	28	4,7	3,8	4,9	3,8	0,4	0,3	8,6	8,6	3,0	3,6	4,8
Keskiarvo			17,5	11,9	14,8	8,6	0,6	0,5	15,3	170,1	3,9	4,8	1,4
Mediaani			13,6	10,2	9,9	7,6	0,5	0,4	14,1	11,5	3,3	4,7	1,5
Erotus-% vrt. mediaani			-66 %	-63 %	-50 %	-50 %	-4 %	-32 %	-39 %	-25 %	-7 %	-24 %	215 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi						0,92	0,92	0,92	0,92
Osakemäärä, milj. kpl						43,7	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo						40	40	40	40
Yritysarvo (EV)						28	23	23	24
P/E (oik.)						8,6	8,6	8,5	8,0
P/B						4,8	3,4	2,6	2,2
P/S						0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA						4,9	3,8	3,6	3,5
EV/EBIT (oik.)						4,7	3,8	3,7	3,5
Osinko/tulos (%)						27,8 %	30,9 %	37,0 %	39,3 %
Osinkotuotto-%						3,0 %	3,6 %	4,3 %	4,9 %

Lähde: Inderes



DCF-malli

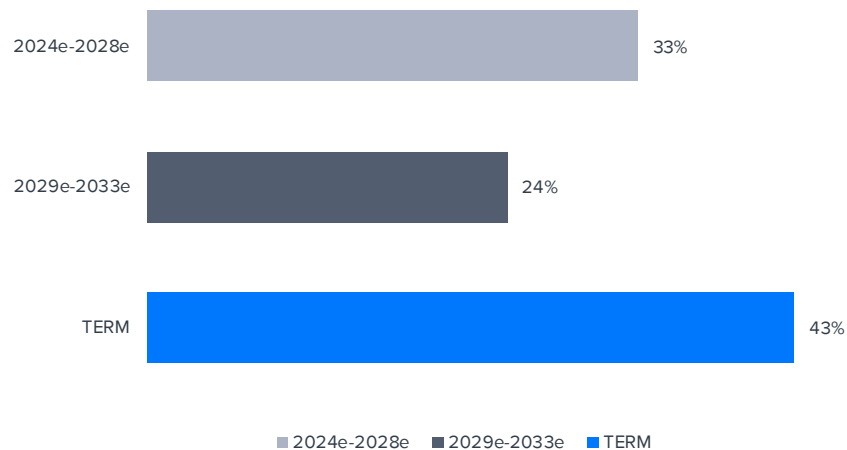
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-54,9 %	13,2 %	22,5 %	9,7 %	3,6 %	3,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	6,2 %	9,0 %	7,9 %	7,4 %	7,6 %	7,9 %	7,5 %	6,5 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Liikevoitto	3,5	5,7	6,2	6,3	6,7	7,2	7,0	6,1	5,8	5,4	5,4	
+ Kokonaispoistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	
- Maksetut verot	-0,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,1	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	8,5	-2,0	-0,3	-1,2	-1,6	-0,8	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	11,3	2,5	4,7	3,9	3,8	5,1	4,9	5,1	5,0	4,7	4,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,9	-1,1	1,3	-2,0	-2,5	-2,1	-2,1	-1,5	-1,3	-1,0	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	9,2	1,6	5,9	1,9	1,3	3,0	2,8	3,6	3,7	3,7	4,3	
+/- Muut	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,2	1,3	5,9	1,9	1,3	3,0	2,8	3,6	3,7	3,7	4,3	40,3
Diskontattu vapaa kassavirta		1,3	5,3	1,5	0,9	1,9	1,5	1,8	1,6	1,4	1,5	14,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		32,9	31,6	26,4	24,9	24,0	22,1	20,6	18,8	17,2	15,7	14,2
Velaton arvo DCF		32,9										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		12,4										
- Vähemmistöosuus		-1,0										
- Osinko/pääomapalautus		-1,1										
Oman pääoman arvo DCF		43,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,0										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	4,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,2 %

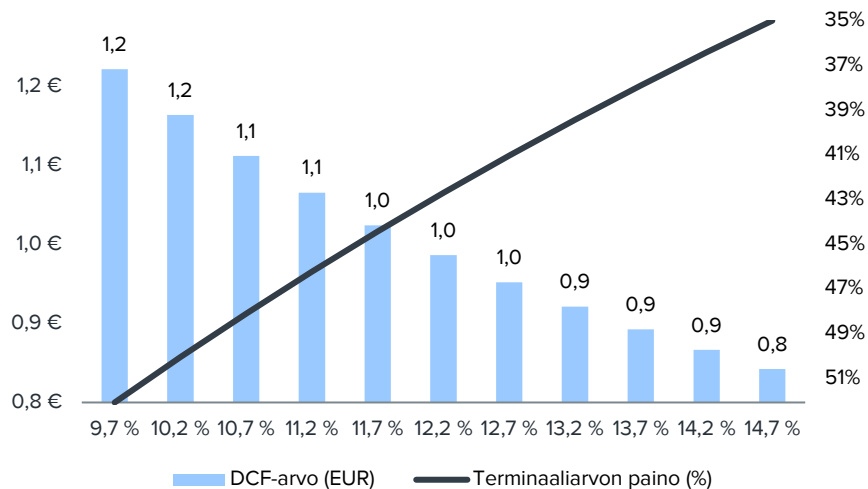
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

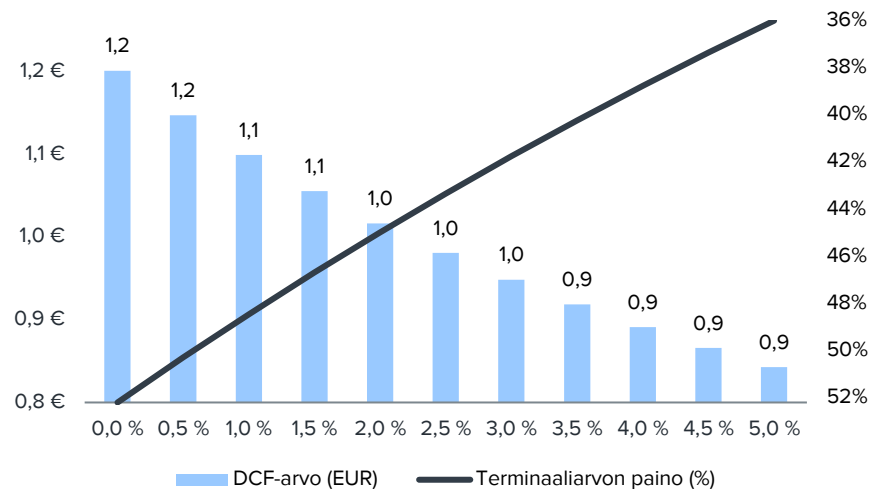


DCF-malli

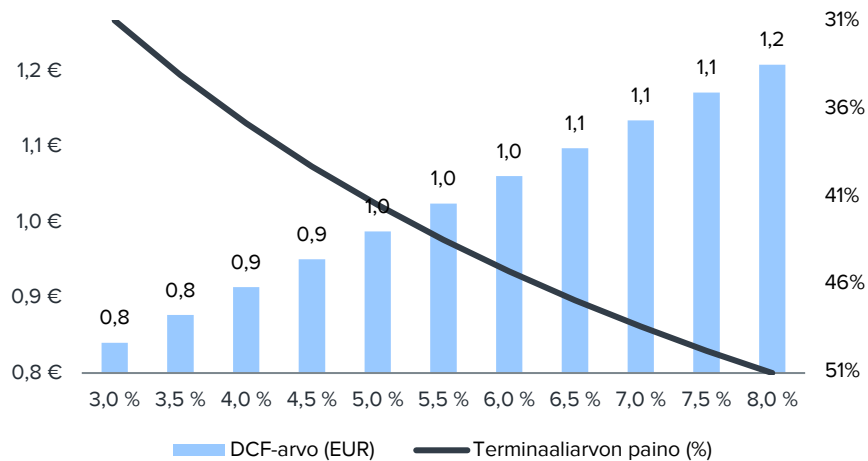
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



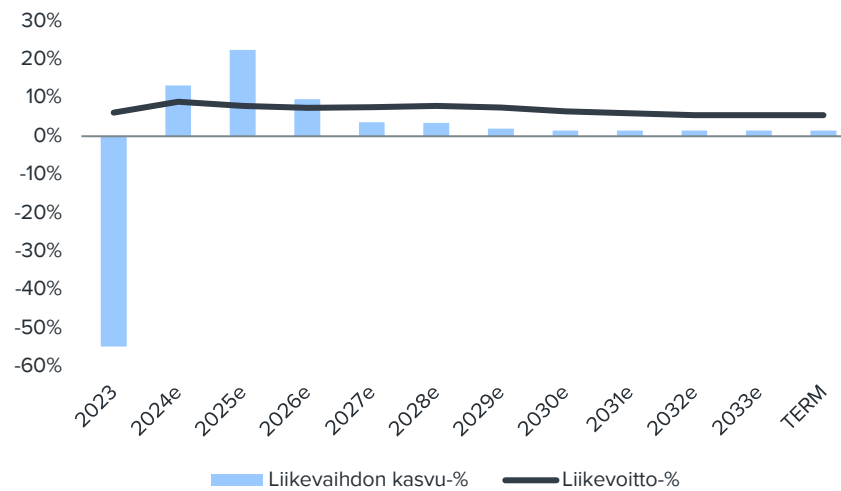
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Tunnuslukuja

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	34,5	124,0	55,9	63,4	77,6	EPS (raportoitu)	0,04	0,01	0,06	0,10	0,11
Käyttökate	2,3	1,2	3,5	5,7	6,2	EPS (oikaistu)	0,04	0,01	0,06	0,11	0,11
Liikevoitto	2,3	1,1	3,5	5,7	6,2	Operat. kassavirta / osake	0,08	-0,08	0,26	0,06	0,11
Voitto ennen veroja	2,2	0,9	3,5	6,0	6,2	Vapaa kassavirta / osake	0,06	-0,04	0,21	0,03	0,14
Nettovoitto	1,8	0,6	2,5	4,1	4,7	Omapääoma / osake	0,06	0,06	0,11	0,19	0,27
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	Osinko / osake	0,01	0,01	0,03	0,03	0,03
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	12,8	21,7	23,3	26,0	32,1	Liikevaihdon kasvu-%	16 %	259 %	-55 %	13 %	22 %
Oma pääoma	2,4	2,6	4,9	8,7	12,1	Käyttökateen kasvu-%	31 %	-50 %	201 %	65 %	8 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	32 %	-51 %	206 %	73 %	3 %
Nettovelat	-6,2	-3,4	-12,4	-13,2	-17,6	EPS oik. kasvu-%	31 %	-64 %	294 %	86 %	-1 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	6,6 %	0,9 %	6,2 %	9,0 %	7,9 %
Käyttökate	2,3	1,2	3,5	5,7	6,2	Oik. Liikevoitto-%	6,6 %	0,9 %	6,2 %	9,5 %	7,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	-4,2	8,5	-2,0	-0,3	Liikevoitto-%	6,6 %	0,9 %	6,2 %	9,0 %	7,9 %
Operatiivinen kassavirta	3,4	-3,3	11,3	2,5	4,7	ROE-%	99,0 %	25,5 %	69,6 %	67,0 %	45,8 %
Investoinnit	-0,8	0,8	-1,9	-1,1	1,3	ROI-%	126,4 %	45,1 %	92,3 %	83,9 %	56,6 %
Vapaa kassavirta	2,8	-1,9	9,2	1,3	5,9	Omavaraisuusaste	37,2 %	14,0 %	28,9 %	44,5 %	46,8 %
						Nettovelkaantumisaste	-256,5 %	-132,0 %	-251,6 %	-151,9 %	-145,4 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	neg.	neg.	neg.	0,4	0,3						
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	4,9	3,8						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	4,7	3,8						
P/E (oik.)	0,0	0,0	0,0	8,6	8,6						
P/B	0,0	0,0	0,0	4,8	3,4						
Osinkotuotto-%				3,0 %	3,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.12.2024	Vähennä	0,95 €	0,92 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**