

# Kreate

## Laaja raportti

28.11.2023 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Ei uusi normaali

Infrarakentaja Kreate on ollut yksi alansa nopeimmin kasvaneista ja myös yksi kannattavimmista yhtiöistä. Kasvua on tukenut yhtiön osaaminen vaativissa infrarakentamisen hankkeissa, joiden onnistunut toteutus on luonut yhtiölle omassa erikoisalassa hyvän markkina-aseman. Markkinoita vahvempi kasvu on vaatinut kuitenkin veronsa, kun kannattavuus on heikentynyt nousevien kustannusten (materiaalit, työ, palkat) syödessä projektien katteita. Mielestämme nykyinen kannattavuus kuvastaa kuitenkin enemmän syklin pohjatasoja kuin uutta normaalia. Normalisoituvan tuloksen ja maltillisen arvostuksen yhdistelmänä näemme Kreaten osakkeen riski/tuotto-suhteen edelleen hyvänä. Toistamme lisää-suosituksemme tarkistaen tavoitehintamme 7,30 euroon (aik. 7,00 €).

## Johtava suomalainen infrarakentaja

Kreate on vaativaan infrarakentamiseen keskittynyt yhtiö, jonka palvelut jakautuvat väylä- ja taitorakentamiseen. Väylärakentaminen sisältää tie-, katu- ja ratarakentamisen. Taitorakentamiseen kuuluvat mm. sillanrakentaminen ja erityyppinen pohjarakentaminen. Lisäksi Kreate tarjoaa kiertotalouteen liittyviä palveluita. Kreaten liikevaihto on kasvanut vahvasti viimeisen viiden vuoden aikana. Vuosittain kasvu on ollut keskimäärin 14 % (2017-2022 CAGR-%), mikä on alaan nähden selvästi vahvempi suoritus (2017-2022 CAGR-%: +5,5 %). Yhtiön kannattavuus oli nousujohteista aina vuoteen 2019 asti, mutta viimeaikainen kustannusten nousu on johtanut kannattavuuden heikentymiseen. Viimeisen neljän vuoden aikana EBIT-marginaali on kuitenkin ollut keskimäärin 4,3 %, mikä on raportissa esittämiimme alan kilpailijoihin nähden ollut selvästi parempi (19-22 EBIT-% ka.: 2,5 %). Liiketoiminnan potentiaalista kertoo myös sijoitetun pääoman tuotto, joka on ollut viimeiset neljä vuotta (19-22) keskimäärin 18 %.

## Kasvutavoitteet etujassa, kannattavuus sitten seuraavalla strategiakaudella

Kreate tavoittelee vuoteen 2024 mennessä 300 MEUR:n liikevaihtoa, ja on saavuttamassa sen jo vuonna 2023 (2023e: 326 MEUR). Kasvun suhteen tekeminen on ollut vahvaa kertoen yhtiön tarjoaman vahvasta kysyntäpotentiaalista haastavammassakin markkinassa. Kovan kasvuvaiheen jälkeen odotamme liikevaihdon jäävän lähivuosina kuitenkin 2023 alapuolelle (2025e: 312 MEUR). Kreatella on myös tavoitteena keskipitkällä aikavälillä ylittää yli 5 %:n EBITA-marginaaliin, mutta tämän saavuttamisesta ollaan hyvin kaukana (2023e: 2,2 %). Arviomme mukaan yhtiön operatiivinen tekeminen on ollut hyvällä tasolla (projektit edenneet hyvin), mutta ennennäkemättömästi kohonneet kustannukset (materiaali, työ) ovat vieneet pitkäkestoisia hankkeita heikoille katteille. Kustannuksissa on ollut nyt jo selkeää rauhoittumista ja heikkokatteisten hankkeiden tulisi päättyä tänä vuonna. Odotammekin lähivuosien aikana kannattavuuden palautuvan Kreatelle normaalimmalle tasolle (EBITA-% 25e: 3,5 %). Tavoitteiden tasolle nousu vaatisi selkeää kustannustason laskua ja tehokkuuden nousua sekä tilauskannan katerakenteen muutosta (matalakatteisten allianssihankkeiden osuuden pientymistä).

## Arvostus houkuttelee yli heikon tulosjakson

Kreaten tulos jää heikoksi vuonna 2023 ja arvostus nousee haastavaksi (23e: EV/EBIT: 13x, P/E: 17x). Normaaliala alhaisemman tulostason vuoksi seuraamme kuitenkin jo lähivuosien palautuvaan tulokseen pohjautuvaa arvostusta. Vuoden 2024 arvostus laskeekin maltilliseksi (2024e: EV/EBIT: 10x, P/E: 11x) etenkin, kun ottaa huomioon, että Kreaten tulostasoa on mielestämme kestävämpää tulostasoa (yli syklin EBITA-% +4 %) matalampi. Osakkeessa olisi nousuvaraa haarukkamme (EV/EBIT: 10-12x, P/E: 10-12x) keskitasoon nojaten 5-10 %. Nousuvaran lisäksi 5 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta. Myös DCF-laskelman arvo on merkittävästi korkeampi (10,5 €).

## Suositus

### Lisää

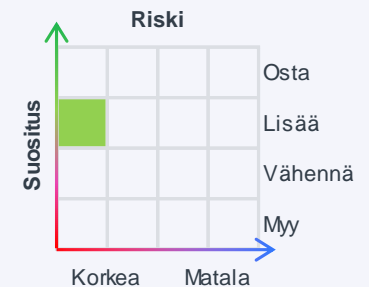
(aik. Lisää)

**7,30 EUR**

(aik. 7,00 EUR)

**Osakekurssi:**

6,84



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	273,9	326,4	305,5	312,2
<b>kasvu-%</b>	15 %	19 %	-6 %	2 %
<b>EBITA (oik.)</b>	8,8	7,3	9,6	11,2
<b>EBITA-% (oik.)</b>	3,2 %	2,2 %	3,1 %	3,6 %
<b>Nettotulos</b>	5,8	3,6	5,6	7,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,64	0,40	0,63	0,80
<b>P/E (oik.)</b>	12,7	17,1	10,9	8,6
<b>P/B</b>	1,7	1,5	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,7 %	4,4 %	5,1 %	5,8 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,3	13,4	9,9	8,0
<b>EV/EBITDA</b>	7,8	7,3	6,1	5,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,4	0,3	0,3	0,3

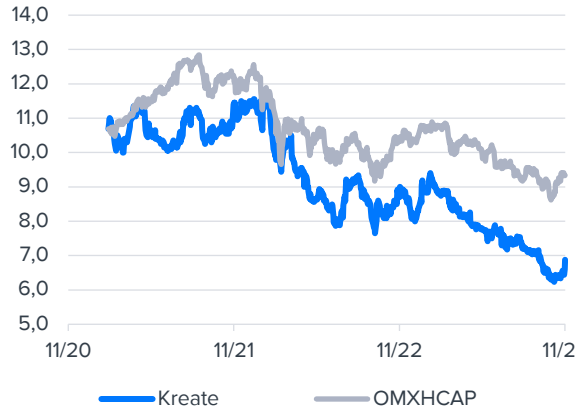
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

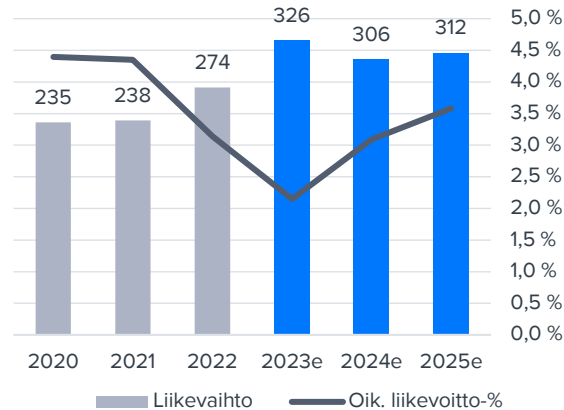
Kreate arvioi, että sen liikevaihto on 300-325 MEUR (2022: 273,9 MEUR) ja EBITA 7,0-8,5 MEUR (2022: 8,8 MEUR) vuonna 2023.

## Osakekurssi



Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Vahva markkinoita nopeampi kasvu
- Vahva pääoman tuottopotentiali
- Infrarakentamisen suhdannekestävämpi liiketoiminta muuhun alaan nähden
- Vaativien hankkeiden erikoisosaamisella kilpailuetua
- Kaupungistuminen, tiivis rakentaminen, kestävä kehitys, korjausvelka, infraelvytys tukevat markkinan kasvunäkymiä
- Yritysosot kotimaassa sekä ulkomailla laajentumiseen



## Riskitekijät

- Toimiala on osin riippuvainen suhdanteista etenkin yksityisellä puolella
- Julkisten investointien tyrehtyminen
- Kuntien taloustilanteen heikentyminen
- Kasvun hallitseminen
- Isojen hankkeiden riskien jakaminen ja hallitseminen
- Erikoisosaamisen ylläpito ja henkilöstön kannusteiden riittävyys
- Hintakilpailu
- Kustannuspaineet ja materiaalien saatavuushaasteet

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	6,80	6,80	6,80
<b>Markkina-arvo</b>	61	61	61
<b>Yritysarvo (EV)</b>	93	93	89
<b>P/E (oik.)</b>	17,0	10,9	8,5
<b>P/B</b>	1,4	1,4	1,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,3	0,3
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	7,3	6,0	5,2
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	13,3	9,8	8,0
<b>Osinko/tulos (%)</b>	74,9 %	55,9 %	50,2 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,4 %	5,1 %	5,9 %

Lähde: Inderes

# Kreate lyhyesti

Kreate on suomalainen vaativaan infrarakentamiseen keskittyvä yhtiö, joka tarjoaa väylärakentamiseen ja taitorakentamiseen sekä kiertotalouteen liittyviä palveluja.

## 2015

Kreate syntyi: Fin-Seula Oy, Insinööritoimisto Seppo Rantala Oy ja Kesälahden Maansiirto Oy yhdistyivät

## 2021

Listautuminen

## 323 MEUR (+21 % v/v)

Liikevaihto 2023 Q3 viimeinen 12kk (LTM)

## 7,4 MEUR (2,3 % lv:sta)

EBITA 2023 Q3 LTM

## 222 MEUR (-22 % v/v)

Tilauskanta 2023 Q3

## 499

Henkilöstö keskimäärin Q3'23 lopussa

## 8 % (2022: 12,5 %)

Sijoitetun pääoman tuotto-% Q3'23

### 2017-2018

- Talouden myönteinen kehitys tuki kasvua
- Vahvaa kasvua niin liikevaihdon kuin tuloksenkin osalta
- Prosesseja ja projektitoimintaa kehitetty Strategia 2020 -mukaisesti
- Erikoisosaamista vaativat hankkeet tärkeitä

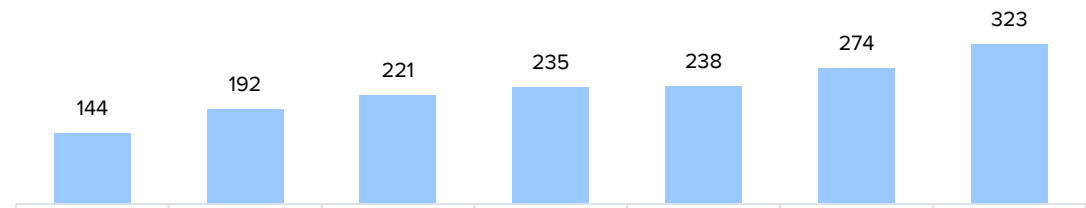
### 2019-2021

- Korona ei pysäyttänyt Kreatea, mutta hidasti menoa
- Kasvua vuosien aikana, mutta hitaampana
- Kannattavuus alkaa heikkenemään kuuman suhdanteen ja sairauspoissaolojen vuoksi
- Tilauskanta vahvistuu merkittävästi 2021 loppua kohden

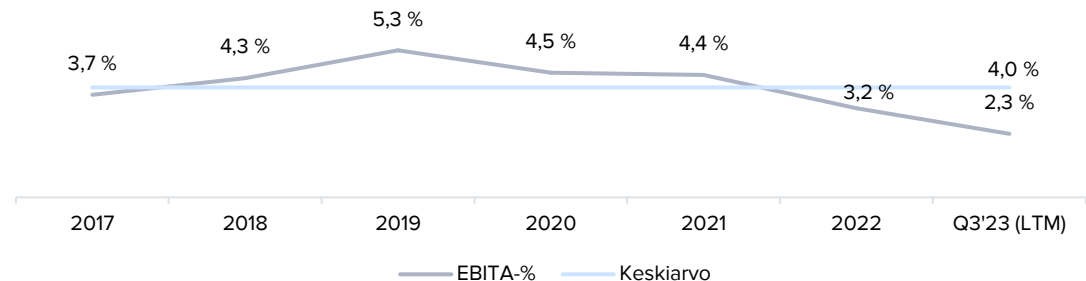
### 2022-

- Tilauskanta ja isot hankkeet pönkittävät Kreatea kasvuun
- Korkeat resurssihinnat ja inflaatio tuovat merkittäviä kuluja
- Hankkeet etenevät hyvin ja kasvu ollut odotuksia vahvempaa 2023
- Markkinahaasteet painavat kannattavuuden pohjatasoille ja alle yli syklin tason

Liikevaihto (MEUR) kasvanut keskimäärin 14 % per vuosi (2017-2022, CAGR-%)



Liikevoittomarginaali (EBITA-%) ollut keskimäärin 4,0 %:n tasolla



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Yhtiökuvaus

### Vaativan infran rakentaja

Kreate on suomalainen vaativaan infrarakentamiseen keskittyvä yhtiö. Yhtiön liiketoiminnot jakautuvat väylärakentamiseen ja taitorakentamiseen. Väylärakentamiseen kuuluvat ratarakentaminen sekä teiden ja katujen rakentaminen. Taitorakentamiseen kuuluvat muun muassa sillanrakentaminen, pohja- ja insinöörirakentaminen ja erikoispohjarakentaminen. Lisäksi Kreate tarjoaa pienessä määrin kiertotalouteen liittyviä palveluita.

Kreate on yksi Suomen johtavista vaativan infrarakentamisen toteuttajista, mikä nostaa sen mielestämme hyvään markkina-asemaan infrarakentamisen markkinassa. Kaupungistuminen, tiivis rakentaminen ja korjausvelka lisäävät tarvetta kehittyneemmälle infralle, mutta samalla nämä lisäävät hankkeiden haastavuutta. Kreatella referenssit vaativien hankkeiden onnistuneesta toteutuksesta luovat tässä pientä kilpailuetua.

Kreaten liikevaihto on kasvanut vahvasti viimeisen viiden vuoden aikana ja oli vuonna 2022 noin 274 MEUR. Vuosittain kasvu on ollut keskimäärin 14 % (CAGR-%) vuosien 2017-2022 aikana, mikä on alaan nähden vahva suoritus. Kannattavuus on myös ollut alaan nähden hyvällä tasolla ja keskimäärin noin 4 %:n tasolla (EBITA-%). Viimeisen kahden vuoden aikana kannattavuus on kuitenkin heikentynyt selvästi kustannusinflaation vuoksi.

Kreatella on toimintaa Suomessa ja pienessä määrin Ruotsissa (Ruotsin osuus Q1-Q3'23: 7 %). Ruotsissa Kreate teki kasvuavauksen yritystoston avulla vasta vuonna 2022, mutta on pystynyt jo hieman osuutta kasvattamaan.

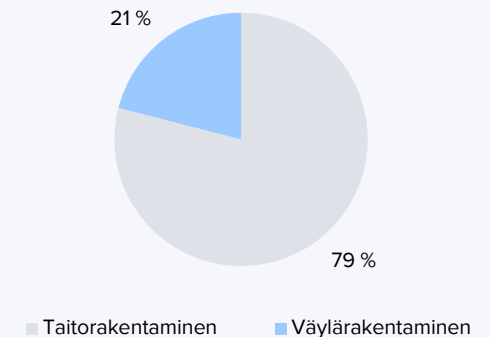
Liiketoiminnoittain taitorakentaminen tuo yhtiön liikevaihdosta noin 80 % (Q1-Q3'23) ja väylärakentaminen noin 20 %. Taitorakentamisen osuus on viime aikoina kasvattanut osuuttaan merkittävästi sillanrakentamisen avulla, kun taas ratarakentamisen hankkeita on väylärakentamisessa siirtynyt eteenpäin.

Asiakasryhmittäin julkinen sektori tuo isoimman osan liikevaihdosta, mikä luo vakautta yhtiön liiketoimintaan. Samalla se kuitenkin alentaa hankkeista saatavaa tuottoa kovan kilpailun vuoksi. Valtion hankkeet tuovat yhtiölle noin 36 % liikevaihdosta (Q1-Q3'23) ja kuntien sekä kaupunkien noin 19 %. Loput (45 %) liikevaihdosta tulee yksityiseltä sektorilta, johon voi lukeutua esimerkiksi rakennusyhtiöt tai rakennuttajat/tilaajat. Näissä hankkeissa yleisesti riskit ovat korkeammat, mutta myös tuottomahdollisuudet ovat paremmat.

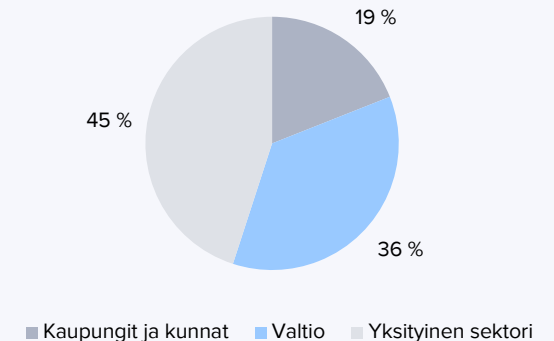
Yhtiön taloudellisena tavoitteena on kasvaa vuoteen 2024 mennessä 300 MEUR:n liikevaihtoon samalla nostamalla EBITA-marginaalinsa yli 5 %:n tasolle. Kasvutavoite saavutetaan arviomme mukaan jo tänä vuonna (2023e: 326 MEUR), mutta kannattavuudessa on merkittävästi tekemistä (2023e: 2,2 %).

# KREATE

Liikevaihto liiketoiminnoittain (1-9'23)



Liikevaihto asiakasryhmittäin (1-9'23)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

## Liiketoimintamalli

Kreaten tarjoama jakautuu väylärakentamiseen, taitorakentamiseen sekä kiertotalouteen liittyviin palveluihin. Yhtiön palvelut jakautuvat siltoihin, teihin ja ratoihin, ympäristö- ja pohjarakentamiseen, kiertotalouteen sekä geoteknisiin tarpeisiin. Usein projektit tehdään osa-alueiden yhteistyönä kokonaisvaltaisena projektina ja Kreate pystyykin vastaamaan hyvin vaativiin ja isoihin infrahankkeisiin.

Yhtiöllä on yksi segmentti ja kaksi aikaisemmin esitettyä liiketoiminta-aluetta. Seuraavaksi on esitelty jokaisen liiketoiminnan olennaiset osat.

### Väylärakentaminen

Väylärakentamisen voi jakaa teiden ja ratojen rakentamiseen. Teiden ja katujen rakentamisen liiketoiminnassa Kreate keskittyy erityisesti toteuttamaan vaativia ja laajoja projekteja, joihin liittyy monia teknisiä ulottuvuuksia, kuten geoteknisiä rakenteita, useita erkanemisramppeja sekä risteyksiä.

Ratarakentamisen liiketoimintaan kuuluvat rautateihin, ratapihoihin, raitiotieihin ja metroihin liittyvät rakennustyöt. Projektit vaihtelevat yhtiön mukaan laajemmista ratapihojen uusimisista pienempiin silta- ja massanvaihdotöihin. Vuoden 2022 aikana Kreate vahvisti ratarakentamisen osaamista laajentamalla sähkörata- ja turvalaiteliiketoimintoihin. Väylärakentamisen osuus yhtiön liikevaihdosta Q1-Q3/2023 oli 21 %.

### Taitorakentaminen

Taitorakentamisen voi jakaa siltarakentamiseen ja pohja- ja insinöörirakentamiseen. Kreaten siltarakentaminen ja niiden korjaus kattaa sekä uusien siltojen rakentamisen että jo olemassa olevien kohteiden korjauksen. Siltaprojektien vaativuutta lisäävät esimerkiksi vesistöjen ylitykset ja kaupunkiympäristö, tekniset vaatimukset kuten pituus, korkeus, kantavuus ja tyyppi sekä tiukat aikataulut. Yhtiön listautumisesitteen mukaan Kreaten urakoimat kohteet ovat voittaneet Suomen Rakennusinsinöörien Liiton Vuoden silta -palkinnon viisi kertaa 2010-luvulla, mikä kertoo yhtiön osaamisesta.

Pohja- ja insinöörirakentamisen liiketoiminta suunnittelee ja toteuttaa pääosin rakentamiseen liittyvät perustukset, paalutukset ja ponttaukset sekä paalulaatat asuinrakennuksiin, liikekiinteistöihin, julkisille asiakkaille sekä teollisuuden tarpeisiin. Kreaten kallio- ja betonirakentamisen liiketoiminta Ruotsissa kuuluu myös Taitorakentamisen alle. Taitorakentamisen osuus yhtiön liikevaihdosta Q1-Q3/2023 oli 79%.

Taitorakentamisen alla esitellään myös erikoispohjarakentaminen, joka muodostuu Kreaten 50 %:n osuudesta KFS Finlandista. KFS Finlandin liikevaihto ei kuitenkaan sisälly Kreaten lukuihin, vaan yhtiö kirjaa osuuden osakkuusyhtiön tuloksesta. KFS Finland on erikoistunut erikoispohjarakentamiseen ja on yhtiön mukaan markkinajohtaja omalla alallaan. Erikoispohjarakentamisen liiketoimintaan kuuluvat muun muassa suihkuinjektiot, stabiloinnit,

porapaalutus, tukiseinien rakentaminen sekä ankkuroinnit.

### Kiertotalous

Kreatella on myös kiertotalouden liiketoimintaa. Kreaten kiertotalousliiketoiminta tarjoaa ratkaisuja ympäristö- ja kaatopaikkarakentamiseen sekä tukee materiaalien tehokasta hyödyntämistä, käyttämistä ja kierrättämistä sekä tarvittaessa loppusijoitustoimintaa rakentamisen ylijäämäainekselle ja teollisuuden sivuvirroille. Toiminnan tavoitteena on korvata neitseellistä maa-ainesta sekä Kreaten omissa että yhteistyökumppaneiden projekteissa. Kiertotalous on kuitenkin pienessä osassa Kreaten liiketoimintaa (arvioltamme muutamia prosentteja).

# Kreaten liiketoiminta

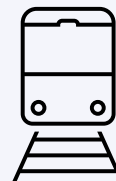
## Taitorakentaminen



79 %  
liike-  
vaihdosta  
1-9/23

- Toimii Suomessa ja Ruotsissa
- Isossa osassa sillanrakentaminen ja -korjaus
- Toinen tärkeä osa pohja- ja insinöörirakentaminen, joka kärsinyt heikommasta uudisrakentamisen markkinasta
- Kohteita mm. Sulkavuoren keskuspuhdistamo, Mt180 Kirjalansalmen ja Hessundinsalmen siltojen uusiminen, Kruunusillat-hanke, Tampereen Kansi

## Väylärakentaminen



21 %  
liike-  
vaihdosta  
1-9/23

- Toimii Suomessa
- Ratarakentamista sekä katujen ja teiden rakentamista
- Keskittyy tierakentamisessa etenkin teknisesti vaativiin hankkeisiin (ei perusväylän ylläpitoa)
- Osuus pienentynyt ratakankkeiden siirtymisen ja heikon markkinan vuoksi, mutta markkina parantumaan päin
- Kohteita mm. useat rataverkon korjauskohteet, Syrjäsalmen ratasilta, Sompasaari Helsinki

## Projektin elinkaari

### Hankekehitys

### Suunnittelu

### Projektien toteutus

### Ylläpito

## Kreaten rooli



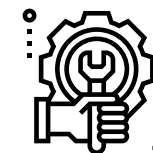
*Tilaajat ja asiakkaat hankekehittävät usein projektin*



*Kreate osittain mukana projektin suunnittelu ja selvitystöissä*



*Pääpaino Kreaten liiketoiminnassa on itse toteutuksessa*



*Ylläpito ja huolto pienemmässä osassa Kreatella*

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

## Projektiliiketoimintaa

Kreate toimii projektiliiketoiminnassa. Kreation liikevaihto syntyy lähes täysin infrarakentamisen urakoinnista. Yleisimmät sopimustyytit ovat kiinteähintainen urakkasopimus, ST-sopimus (suunnittele ja toteuta), STK-sopimus (suunnittele, toteuta ja kehitä), projektinjohtourakka sekä yhä yleistyvät allianssi-hankkeet. Yhtiön tulovirta tuloutuu ajan kuluessa projektien edetessä eikä luovutuksen tai valmistumisen mukaan, kuten esimerkiksi omaperusteisessa rakentamisessa.

Usein urakasta sovitaan jokin hinta, jonka perusteella Kreate sen toteuttaa. Jos urakan toteutuneet kustannukset alittavat tai ylittävät Kreation budjetin, jää lasku tai voitto Kreatelle. Yhä enemmän alalla käytetään kuitenkin nykypäivänä yhteistyösopimuksia, jossa vastuita (kustannuksia) ja tavoitteita (voittoja) jaetaan osallistujien kesken (mm. allianssimallit). Myös usein urakat on sidottu indekseihin, jotta esim. kustannusten vaihtelulla ei olisi merkittäviä vaikutuksia lopputulokseen.

## Talouden suhdanteet vaikuttavat

Rakennusalaan ja infrarakentamiseen vaikuttavat talouden suhdanteet. Näin Kreation liiketoiminta omaa syklisyyden piirteitä, vaikka se on yleisesti muuta uudisrakentamista tasaisempaa. Kreate on myös linkitettyä muuhun syklisempään rakentamiseen. Kokonaan omien hankkeiden lisäksi Kreate tekee rakentamista osana isompia kokonaisuuksia luoden esimerkiksi teollisuushankkeelle väylä-, rata- tai pohjaolosuhteet optimaaliseksi. Näin Kreate on riippuvainen rakennusinvestoinneista eri osa-alueilla.

Infra liikkuu siis talouden suhdanteiden ja

investointien mukana, mutta omaa myös vastasyklisyyden piirteitä. Usein isot infrahankkeet ja -investoinnit ovat julkisen sektorin liikkeellepanemia ja niiden kysyntä ei ole kovinkaan riippuvainen talouden tilanteesta (esim. ratahankkeet). Talouden heikentyessä elvytys valtioiden ja kuntien osalta usein käynnistyy ja infra on historiassa ollut usein tuottava kohde elvytysrahoille, kun infran rakentaminen usein johtaa myös muuhun taloudelliseen aktiviteettiin.

Kokonaisuutena julkinen kysyntä tasapainottaa yksityisen kysynnän vaihteluita tehden infrasta suhdanteista vähemmän riippuvaisen. Tämä on myös pitänyt historiallisen kehityksen infra-alalla kohtuullisen vakaana.

## Resursseina työvoima, koneet ja materiaalit

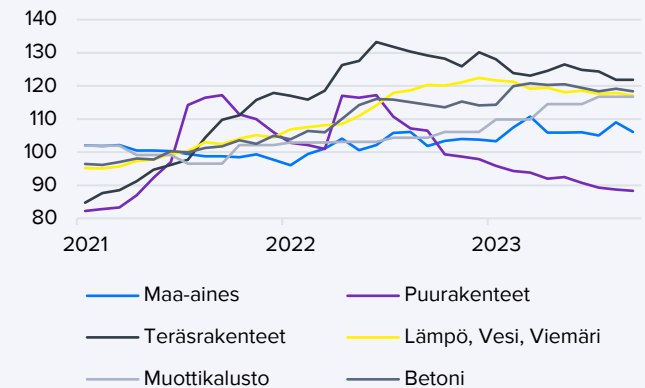
Kreation liiketoiminnan projekteissa tarvitaan paljon käsipareja, työkoneita ja raaka-aineita. Arviomme mukaan Kreation työvoimasta isoin osa on Kreation palkkalistoilla. Omalla työväellä tehdään vaativimmat osat projekteista ja alihankkijoilla toistuvammat sekä helpommat osat. Oman työvoiman käyttö osaltaan parantaa näkyvyyttä sekä myös projektien hallittavuutta.

Kreate on erityisen riippuvainen teräksestä, koneiden polttoaineista, bitumista, betonista ja puutavarasta sekä muista rakentamisen perusmateriaaleista. Näiden raaka-aineiden hinnanvaihteluilla voi olla merkittäviäkin vaikutuksia yhtiön kannattavuuteen sekä liiketoimintaan. Vuodesta 2020 alkaen maanrakentamisen kustannukset ovat olleet selvässä nousussa sekä työn että panosten osalta.

Maanrakennuskustannusindeksi jatkanut nousussa (2015=100)



Infrassa tarvittavien materiaalien hinnoissa nähty jo laskua huipuista





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Yhtiö onkin kärsinyt viimeaikaisesta kustannusnoususta, kun vanhat pidempikestoiset hankkeet eivät ole pystyneet hintojen nousuja täysin huomioimaan. Vuosien sitten sovittuihin hankkeisiin ei olla pystytty ottamaan huomioon kustannusten usein kymmenien prosenttien nousua. Yleisesti projektiliiketoiminnassa hinta on sovittu osalle materiaaleille jo etukäteen, mutta hankintoja tehdään paljon myös projektien edetessä. Tällöin lukkoon lyödyt urakkahinnat usein ovat ongelmallisia ja voivat heikentää projektin kannattavuutta merkittävästi (urakkatyyppistä riippuen). Aikaisemmin alkaneiden pitkäkestoisten hankkeiden kustannusvaikutuksien pitäisi päättyä vuonna 2023.

Arvioimme mukaan nykyisin sopimuksissa usein on indeksikorotus kustannusten nousua varten. Lisäksi hankemalleissa usein kustannuksia sekä tuottoja myös jaetaan eri osapuolien kesken. Samalla, kuten edellisen sivun kuviosta näkee, raaka-aineiden hinnat ovat jo alkaneet hieman maltillistua huipputasoiltaan.

## Kassavirta painottuu loppuvuoteen, ei merkittäviä investointeja

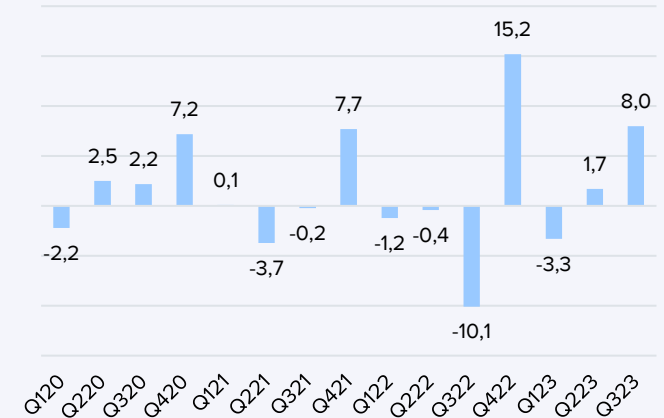
Kreaten operatiivinen vapaa kassavirta on tyypillisesti vahvaa etenkin vuoden toisella puoliskolla, kun projekteja usein valmistuu. Usein taasen pääomia sitoutuu hankkeiden käynnistyessä alkuvuonna. Käyttöpääoma on yhtiöllä ollut vuositasolla viime vuosina negatiivisena tai nollan tasolla. Tämä on kohtuullisen normaalia, sillä yhtiö toimii urakkaliiketoiminnassa eikä valmista mitään omaan taseeseensa (varastoonsa) myyntiä

odottamaan. Arvioimme, että Kreatella on myös hyvä neuvotteluasema raaka-ainetoimittajiin sekä pienempiin alihankkijoihin. Tämä riittää kattamaan tilaajille tai esimerkiksi pääurakoitsijalle annettavat maksuajat ja käyttöpääoman sitoutumisen.

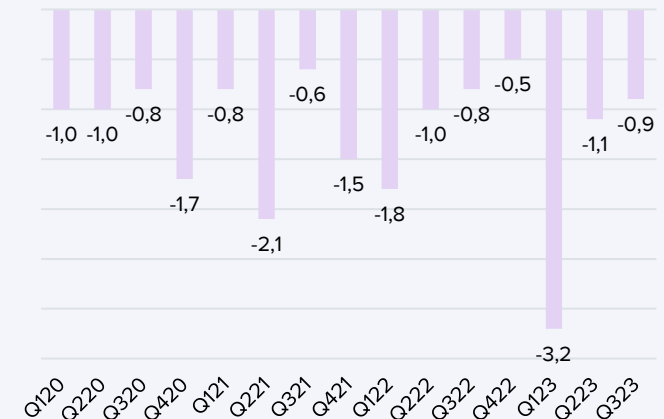
Negatiivinen nettokäyttöpääoma on positiivinen asia sijoittajille, sillä liiketoiminta voi kasvaa ilman lisärahoitustarvetta. Laskevan liikevaihdon jakson aikana negatiivinen nettokäyttöpääoma voi toki aiheuttaa kassavirtaan negatiivista painetta, mutta Kreaten operatiivisen suorituskyvyn ja taloudellisen tilanteen ansiosta tämän hallitseminen ei pitäisi mielestämme olla yhtiölle ongelma. Viimeisen vuoden aikana käyttöpääoman määrä on kasvanut, kun isoihin hankkeisiin on sitoutunut pääomia, mutta arvioimme pitkällä aikavälillä käyttöpääoman pysyvän hieman negatiivisena. Aivan viime kvartaaleina tilanne on kehittynyt oikeaan suuntaan, mikä on heijastunut myös parantuneena kassavirtana.

Yhtiön liiketoimintamallille ja alalle ominaisesti investointeihin ei mene merkittävästi varoja liiketoiminnan kokoon nähden. Yhtiön täytyy kuitenkin uusia tai päivittää kalustoaan jatkuvasti, jotta tehokkuus säilyy samalla tasolla, mitä se on tähän päivään ollut. Tämä vaatii ylläpito- ja uudisinvestointeja. Investoinneissa voi myös tulla isompia kertaeriä, kun esimerkiksi erikoiskoneita hankitaan. Kokonaisuudessaan vuonna 2022 bruttoinvestoinnit olivat 4,6 MEUR euroa (2021: 5,6 MEUR), joka on maltillisesti noin 2 % liikevaihdon tasosta. Näemme tämän tason olevan jatkossa myös investointien taso pois lukien kerralla tulevat isommat investointierät.

Operatiivinen vapaa kassavirta paranee usein vuoden loppua kohti (MEUR)



Operatiiviset nettoinvestoinnit Kreatella maltilliset (MEUR)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## Liiketoiminnassa on kausivaihtelua

Kreaten liiketoiminnan kausivaihtelut seuraavat rakentamisen kausivaihteluita, mutta eroavat hieman perinteisestä rakentamisesta. Siinä missä rakennusosalalla yleisesti Q4 on paras kvartaali, voi Kreaten tapauksessa Q2-Q3 kvartaalien sanoa olevan yhtiölle tärkeämpiä. Infra on usein säävaihteluille altista liiketoimintaa, jolloin lämpimämpinä vuodenaikoina pyritään tekemään enemmän töitä. Q1 on yleisesti heikoin kvartaali ja myös Q4:n lopussa sää alkaa vaikeuttaa projektien toteutusta. Usein kuitenkin myös Q4:lle valmistuu hankkeita ja isot maksuerät voivat tulla maksuun, mikä vähentää kvartaalin kausivaihtelua.

## Kustannukset pääosin muuttuvia

Kreaten kustannuksissa on kohtuullisen paljon joustavuutta. Suurin osa kustannuksista on muuttuvia ja kiinteänä kuluna on oikeastaan vain konsernin tehtävät. Muut kustannukset syntyvät projekteille. Isossa osassa kustannuksia ovat materiaalit ja palvelut, joiden suhde kokonaiskuluista oli vuonna 2022 noin 80 %. Tämä osa liikkuu hyvin pitkälti myös liikevaihdon mukana, mutta vaihtelee vuosittain resurssien hintojen ja niiden hallinnan onnistumisen kautta. Tämän lisäksi yhtiöllä on henkilöstökuluja, jotka pysyvät kohtuullisen kiinteinä, vaikka niissäkin muuttuvia elementtejä osin on. Tämän osuus kokonaiskuluista vuonna 2022 oli noin 12 %. Liiketoiminnan muut kulut (5 % osuus) ovat pääosin kiinteitä kuluja ja niiden osuus kokonaisuudesta on hyvin pieni. Liiketoiminta mielestämme skaalautuu vain rajallisesti, vaikka kapasiteetin (työntekijöiden resurssien)

käyttöasteiden optimointi kannattavuutta tiettyyn pisteeseen asti parantaakin.

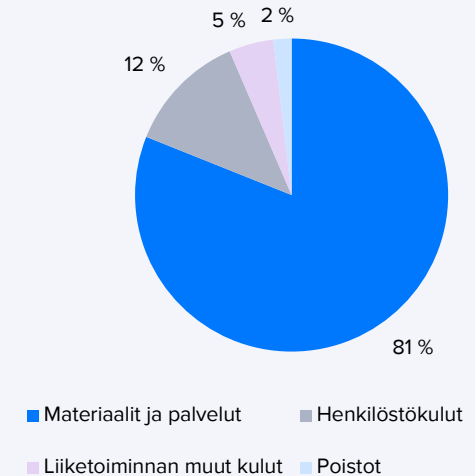
## Vaativien hankkeiden osaaminen luo pientä kilpailuetua

Kreatella on monia referenssejä vaativista infraprojekteista sekä osaamista myös erittäin vaativista projekteista, joka voi osaltaan luoda Kreatelle pienen kilpailuedun muihin nähden. Onnistuneet referenssit ovat omiaan vahvistamaan brändiä ja tuomaan yhtiölle jatkossakin kilpailuetua, sillä toimialalla aikaisempien referenssien merkitys on suuri uusien projektien voittamisessa. Esimerkkejä referensseistä on mm. Tampereen Kanssi, Helsinki-Vantaan lentoasema T2 Infra, Klaukkalan kehätie, Isoisän silta, Lauttasaaren silta, Kruunusillat-hanke ja Kimolan kanava.

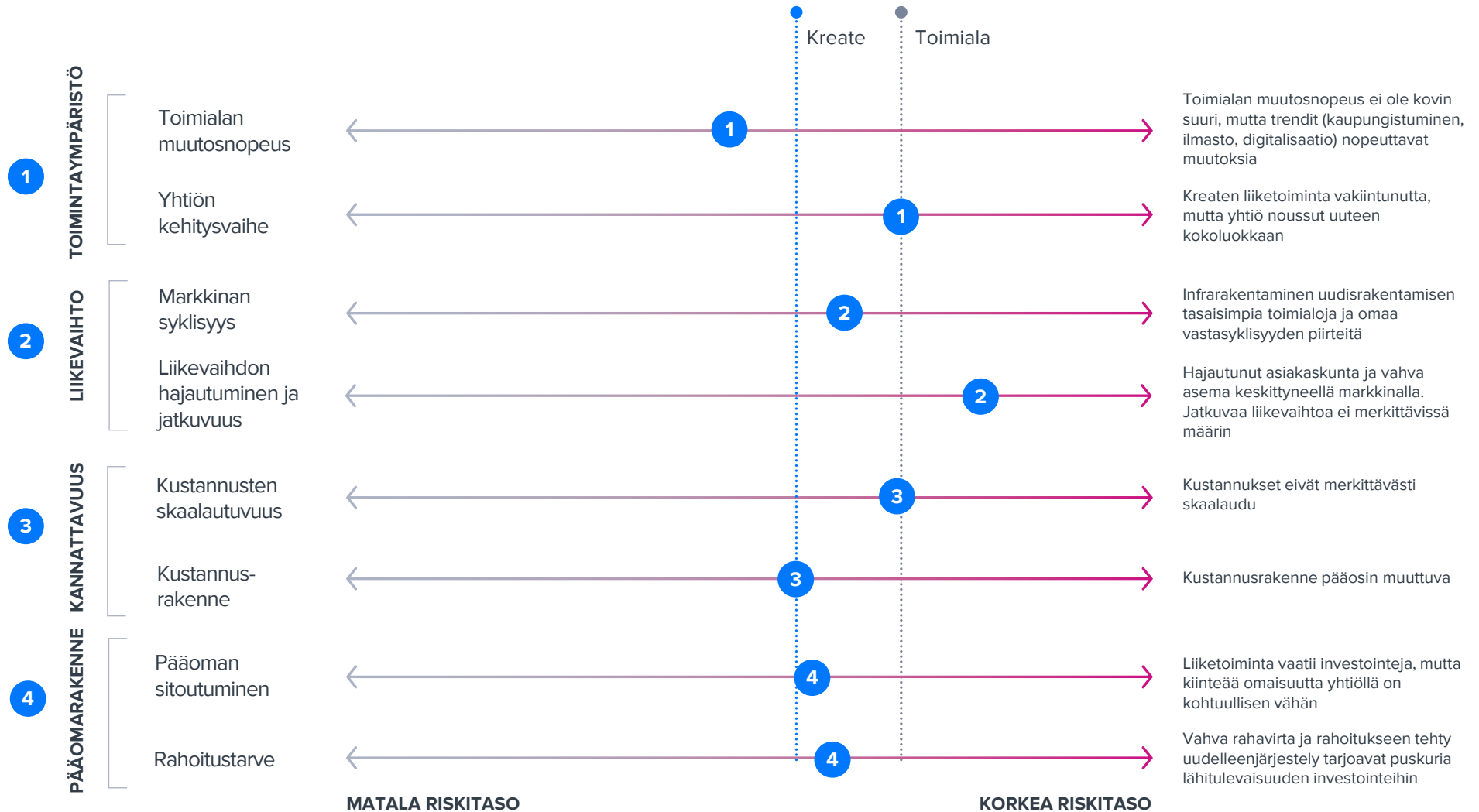
## Liiketoimintamallin riskiprofiili maltillisempi kuin muulla rakennusosalalla

Kreaten liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena kohtuullisen maltillinen verrattuna muuhun rakennusalaan. Liiketoimintamallin riskitasoa laskee osin vastasyklinen liiketoiminta, julkisen sektorin iso osuus liikevaihdosta, erikoistunut liiketoiminta, laaja asiakaskunta ja tunnettu brändi. Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa liiketoiminnan riippuvuus myös yksityisistä investoinneista, projektiliiketoiminnan riskitekijät, kustannusvaihteluille altis liiketoiminta, jatkuva ylläpitoinvestointien tarve, riippuvuus yhdestä toimialasta ja iso riippuvuus yhdestä markkinasta.

Kreaten kuluista suurin osa projekteihin liittyviä muuttuvia kuluja (%-osuus kokonaiskuluista, 2022)



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia 1/2

## Strategia nojaa yhtiön vahvaan osaamiseen

Kreatan tavoitteena on olla yksi Suomen johtavista vaativien infrarakentamisen projektien toteuttajista. Kreatan taloudellisena tavoitteena on kasvaa markkinoita nopeammin ja ylläpitää samalla hyvää kannattavuutta. Taseasema on tarkoitus pitää vahvana ja jakaa myös iso osa tuloksesta osinkoina vuosittain ulos omistajille.

Kasvu on ollut strategian tavoitteiden mukaisesti vahvaa, mutta kannattavuuden kestävä ylläpito korkealla tasolla on osoittautunut haasteelliseksi. Kasvaneen kokoluokan vuoksi entisille kannattavuustasojen yltäminen onkin arviomme mukaan haastavampaa.

## Nykyisen strategian kulmakivet

### 1. Asemoituminen kasvaviin

**markkinasegmentteihin.** Kreate omin sanoin pyrkii hyödyntämään markkina-asemaansa ja kasvamaan niissä markkinan osa-alueissa, jotka erityisesti hyötyvät infran vaatavuuden kasvusta. Arviomme mukaan tämä tarkoittaa kaupungistumisen trendin aallonharjalla mm. korkeampia rakennuksia, tiiviimpiä kaupunkiympäristöjä, sujuvampaa liikennettä, joukkoliikenteen kasvua sekä esimerkiksi veden päälle laajentumista. Nämä kaikki tarkoittavat, että infrarakentamisen osalta tarvitaan erikoisosaamista vaativista hankkeista. Erikoisosaamisella ja referensseillä yhtiö voi erottautua joukosta laadukkaana tai ainutlaatuisena tekijänä Suomen mittakaavassa, jota osaltaan Kreate jo nykyisin on. Vaativampien hankkeiden kannattavuus on arviomme mukaan myös yleistä infrarakentamista parempaa, mikä luo yhtiölle hyviä mahdollisuuksia. Samalla kuitenkin

myös riskit kasvavat, sillä hankkeiden kustannuslaskenta voi epäonnistua tai toteuttaminen tulla muuten ennakoitua kalliimmaksi. Myös hankkeiden toteuttamisessa voi tulla ennakoimattomia virheitä. Usein kuitenkin sopimusmallit (allianssi, yhteistyömallit) suojaavat osapuolia näiden riskien toteutumiselta etenkin äärimmäisen haastavissa ja isoissa hankkeissa (esim. Kruunusillat).

### 2. Asiakkuuksien ja tarjoaman vahvistaminen ja laajentaminen.

Kreate haluaa myös laajentaa ja vahvistaa asiakaskuntaansa sekä tarjoamaansa. Kreate on jo laajentunut mm. ratarakentamisen sähkörata- ja turvalaiteliiketoimintoihin sekä ostanut Ruotsista vaativaan maanalaiseen infrarakentamiseen keskittyneen Bror Bergentreprenad AB:n.

Yhtiö näkee kasvumahdollisuuksia muun muassa hallituksen liikenneinvestointiohjelman sekä vihreän siirtymän osalta. Myös Suomen NATO-jäsenyys ja vallitseva geopoliittinen tilanne voivat kasvattaa rata-, tie- ja satamainfran sekä esimerkiksi lentokenttäinfran tarvetta. Arviomme mukaan Suomen huoltovarmuuden ja saavutettavuuden näkökulmasta infran kehittäminen on tärkeää, ja voi kasvattaa markkinan mahdollisuuksia.

Osaamisen haaliminen työmarkkinoilta tai yritysostoin tulee olemaan yksi laajentumisstrategian onnistumisen kulmakivistä. Yhtiö nähdään arviomme mukaan alalla houkuttelevana työnantajana yrittäjähenkisyyden, ketteryuden, vaativien ja mielenkiintoisten hankkeiden sekä oikeudenmukaisen palkitsemisjärjestelmän vuoksi. Työntekijöillä on

omalla panoksellaan mahdollisuus vaikuttaa omaan ansaintaan, joka lisää motivaatiota sekä kannustimia.

**3. Yritysostot strategian tukemiseksi.** Yritysostot ovat myös yksi tapa laajentua ja vahvistaa osaamista. Kreate on historiassa toteuttanut yritysostoja onnistuneesti ja teki myös vuoden 2022 syksyllä edellä mainitun yritysoston Ruotsissa. Emme kuitenkaan näe yritysostoja ensisijaisena kasvustrategiana yhtiöllä, sillä yhtiö on onnistunut siinä myös orgaanisesti varsin hyvin. Oikean hinnan ja oikean osaamisen osuessa kohdalle on mielestämme kuitenkin hyvä, että yhtiöllä löytyy tähän tahtoa.

Yritysjärjestelyt nähdään ensisijaisesti keinona laajentaa ja täydentää Kreatan nykyistä osaamista, mutta myös uutta osaamista voidaan hankkia. Kriteereinä on, että yhtiö on kannattava ja vakavarainen yhtiö, joilla myös kulttuuri, strategia ja arvot sopivat yhteen.

### 4. Kannattavuuden tukeminen operatiivisen

**tehokkuuden kehittämisellä.** Kreate on ollut historiassaan kohtuullisen hyvin kannattava vahvasta liikevaihdon kasvusta huolimatta. Tämän ovat mahdollistaneet arviomme mukaan vahva osaaminen, valikoiva urakoiden tarjoaminen, vaativien hankkeiden tuoma kannattavuus, kevyt hallinto sekä tehokkaat prosessit ja nykyaikaiset järjestelmät. Viime vuosina kannattavuus on kuitenkin hiipunut yhtiölle jopa erittäin alhaiselle tasolle kustannuspaineiden ja markkinahaasteiden tuomien hankkeiden viivästyneiden vuoksi.

# Strategia 2/2

Kreaten mukaan yhtiö pyrkii jatkuvasti parantamaan operatiivista tehokkuuttaan esimerkiksi tekemällä vuosittain toimintaohjelman, jossa se tunnistaa tulevan vuoden keskeiset alueet toiminnan tehostamisen kehittämiseksi. Tällä hetkellä kannattavuuteen liittyy kuitenkin entistä enemmän epävarmuutta myös pitkän aikavälin kannalta ajateltuna.

Kreate on kasvanut vuoden 2017 noin 144 MEUR:n liikevaihtotasosta yli 300 MEUR:oon (ennuste) tämän vuoden loppuun mennessä. Usein rakentamisen alalla kannattavuus urakointiliiketoiminnassa heikkenee, mitä isommaksi toimijaksi kasvaa. Jossain vaiheessa ennen hyvin toiminut organisaatorakenne on liian pieni hoitamaan kasvaneiden projektien määrää tai kokoa. Yhtiössä ennen ollutta tehokkuutta tai osaamista voi olla vaikea monistaa uusiin liiketoimintoihin, uusille markkinoille tai uusiin työntekijöihin. Tämä voi olla mahdollista myös Kreatella, mutta toistaiseksi kulurakenteen perusteella näyttäisi, että markkinahaasteet ovat päällimmäinen syy kannattavuuden laskuun.

Kuitenkin tässä mielessä vuonna 2019 saavutetut yli 5 %:n EBITA-marginaalit vaikuttavat lyhyellä aikavälillä hyvinkin haastavilta saavutuksia. Taso kertoo Kreaten potentiaalista jo todistetusti ja myös toimia uuden kokoluokan hallitsemiseksi yhtiössä on tehty. Selkeämpi kannattavuuden parantuminen nykyiseltä alhaiselta tasolta ei vaadi merkittäviä mullistuksia (kustannusmuutoksille herkkien hankkeiden päätyminen), mutta lähemmäs tavoitetasoa pääsy vaatii selkeää

resurssikustannusten laskua ja tätä kautta projektien parempaa katekehitystä sekä tehokkuuden nousua organisaatiossa.

Kustannuskehitys kääntyy jossain vaiheessa myös tukemaan urakointi- tai projektinjohtoyrityksiä, mikä on myös hyvä ottaa huomioon usean nousuvuoden jälkeen. Nykyisin yleistyneet indeksisidonnaiset sopimukset tai yhteistyömallit tosin syövät tuottoja siinä vaiheessa, kun kustannusten muutoksen vaikutus jaetaan osapuolien kesken.

Strategia on kokonaisuudessaan edennyt odotuksia nopeammin (ainakin kasvun osalta) ja Kreate ilmoitti tekevänsä tällä hetkellä työtä uuden strategian eteen. Emme usko strategisten fokusalueiden tai isojen trendien muuttuvan, mutta yhä enemmän yhtiö tulee arviomme mukaan painottamaan kannattavuutta seuraavien vuosien aikana.

## Kreaten laajentuminen Ruotsiin käynnissä

Kreaten ruotsalainen tytäryhtiö Kreate Infra Sverige AB osti syyskuussa (2022) ruotsalaisen vaatimaan maanalaiseen infrarakentamiseen erikoistuneen Bror Bergentreprenad AB:n (BBEAB). Yrityskaupalla Kreate saa strategiansa mukaisen Ruotsiin laajentumisen hyvin liikkeelle.

Ostettu yritys BBEAB on erikoistunut monipuoliseen ja erikoisosaamista vaatimaan maanalaiseen infrarakentamiseen Ruotsissa. Ensimmäisen kolmen kvartaalin pro forma -liikevaihto yhtiössä vertailukaudella oli 10 MEUR, kun nyt kuluvana vuonna kolmen kvartaalin

jälkeen Ruotsi on tuottanut Kreatelle jo 16 MEUR liikevaihtoa. Kasvua on avittanut yhtiön Ruotsista saama merkittävä tilaus.

Tuloksellisesti yhtiö on ollut myös hyvin kannattava, kun EBITDA-% oli 2022 päättyneellä tilikaudella yli 10 % liikevaihdosta. Kreaten käyttökatemarginaali vuonna 2022 oli 5,2 %, joten yhtiö on siis kannattanut todella hyvin. Viimeisimpiä tietoja kannattavuuden vaikutuksesta Kreateen ei ole saatavilla.

Kasvava ja kannattava yritys uudelta markkinalta on antanut hyvän lähtökohdan laajentumiseen Ruotsissa. Hyvin kannattava ja kasvava yhtiö isoilta markkinoilta ei kuitenkaan heijastunut liikaa mielestämme hinnassa. BBEAB:n koko osakekannan kauppahinta oli 70 miljoonaa Ruotsin kruunua sekä myyjälle siirtyvä 25 %:n osuus Kreate Infra Sverige AB:n osakekannasta. Pelkästään käteishinnalla arvioituna kauppahinta vastaa 0,5x EV/Liikevaihto-kerrointa ja 5,4x EV/EBITDA-kerrointa, joten hinta ei mielestämme ollut kannattavalle ja kasvavalle liiketoiminnalla ollenkaan korkea.

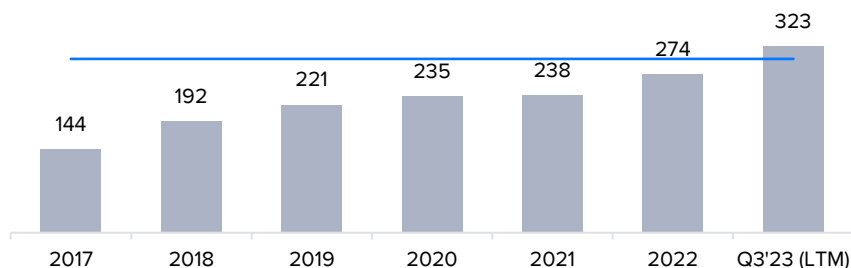
# Strategian taloudelliset tavoitteet



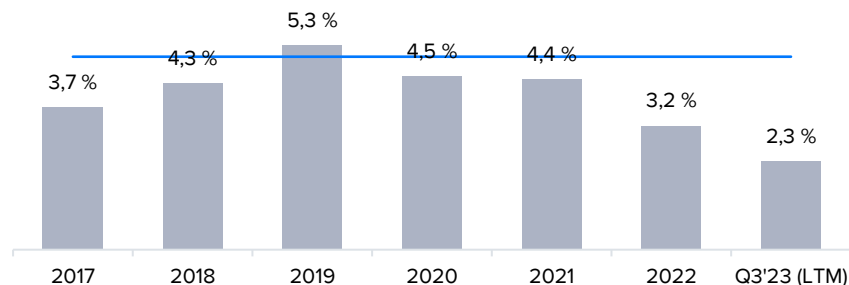
## Taloudelliset tavoitteet (annettu listautumisen yhteydessä 2021)

<b>Kasvu</b> Liikevaihto 300 MEUR vuoteen 2024 mennessä	<b>Kannattavuus</b> EBITA-marginaali yli 5 % keskipitkällä aikavälillä	<b>Velkaantuminen</b> Nettovelka / oikaistu käyttökate < 2x	<b>Osinkopolitiikka</b> Osingonjakosuhte v. 50 % nettotuloksesta
<ul style="list-style-type: none"> <li>Kasvua sekä orgaanisesti että valikoiduilla yritysostoilla</li> <li>Liikevaihdon kasvutavoite täytty jo kuluvana vuonna arviomme mukaan, joten yhtiö on enemmän kuin täyttänyt tavoitteen</li> <li>2017-2022 kasvu 14 % vuosittain (CAGR-%)</li> <li>Kasvu mielestämme hidastuu, kun markkinan heikentyminen ja operatiivisen tehokkuuden parantamiseen tehtävät toimet jarruttavat merkittäväntä orgaanista kasvua lähivuosina</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kannattavuustavoite vaikuttaa realistiselta, sillä yhtiö pääsi jo tähän vuonna 2019 (5,3 %)</li> <li>Kestävästi tason ylläpitäminen vaatii töitä ja tehokkuuden parantamista sekä markkinahaasteiden helpottumista</li> <li>Kreate on kasvanut uuteen kokoluokkaan, mikä arviomme mukaan haastaa historialliseen kannattavuuteen yltämistä</li> <li>Emme näe tavoitteen nostoa tai sen ylittämistä todennäköisenä lyhyellä aikavälillä</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kreatan kassavirta vahvistunut (1-9/23: 6 MEUR vs. 1-9/22: -12 MEUR) ja investointitarpeet maltillisia</li> <li>Velkaantuminen oli Q3'23 lopussa 2,6x eli yli tavoitteen</li> <li>Korollinen velka kuitenkin laskenut (Q3: 43 vs. 51 MEUR)</li> <li>Normaalitilanteessa yhtiö pystyy lyhentämään hyvin velkaansa ja sitä kasvattaa yli tavoitteiden lähinnä yritysostot</li> <li>Velkaantumistavoite on mielestämme maltillinen, sillä liiketoimintamallissa vipua voisi olla enemmänkin</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kreatan tavoitteena on jakaa vähintään puolet nettotuloksesta osinkoina, ottaen huomioon Kreatan taloudellisen aseman, rahavirrat sekä kasvumahdollisuudet</li> <li>Liiketoimintamallin maltillinen pääomaintensiivisyys ja hyvä kassavirta mahdollistavat hyvän osingonjakokyvyn, mutta heikko tulos ja velkaantuneisuuden kohoaminen laskevat osinkoa kuluvana vuonna arviomme mukaan</li> </ul>

Liikevaihto ylittämässä 300 MEUR:n tavoitteen tänä vuonna



Kannattavuus jäänyt selvästi tavoitteista jälkeen



Lähde: Inderes, Kreate

■ Liikevaihto — Tavoite

■ EBITA-% — Tavoite

# Sijoitusprofiili

## Vahvan kasvun yhtiö tarvitsee nyt tehostamista

Kreate voidaan sijoitusprofiililtaan mieltää edelleen kasvuyhtiöksi, vaikka viime vuosien kovan kasvun tahti arviomme mukaan nyt hidastuukin. Jatkossakin Kreate pyrkii kuitenkin kasvamaan niin orgaanisesti kuin valikoidusti myös yritysostojen avulla. Uskomme, että myös tulevaisuudessa Kreate pystyy kasvamaan markkinoita nopeammin oman erikoisosaamisensa vuoksi.

Kannattavuus on historiassa ollut Kreatella myös hyvä (EBITA-% 2019: +5 %), mutta nyt etenkin vuonna 2023 kannattavuudessa on ollut selkeitä haasteita. Tarkoituksena Kreatella on nostaa kannattavuus takaisin yli 5 %:n tason, mutta historiallisille tasoille kannattavuuden nostaminen voi olla nykyisen organisaatio koon kasvun sekä kasvuvaiheen jäljiltä haastavampaa, kuten aikaisemmin totesimme.

Liiketoiminta tuottaa alhaisesta kannattavuudesta huolimatta hyvin tuottoa pääomille. Kreaten viimeisen neljän vuoden sijoitetun pääoman tuotto-% on ollut keskimäärin 18 %. Molemmat luvut ovat rakennusalaan nähden erinomaisia ja nousevat myös Helsingin pörssin vertailussa kärkijoukkoihin. Tehokas liiketoimintamalli ja matala pääomaintensiivisyys luovat mahdollisuuksia hyviin tuottoihin alhaisellakin kannattavuudella.

## Vahvuudet ja potentiaali

**Vahva osaaminen infrarakentamisessa ja erityisesti vaativissa kohteissa.** Kreatella on

vahvat referenssit haastavista kohteista, joka voi toimia pienenä kilpailuetuna markkinalla.

## Hyvä projektien hallinta ja tehokkaat operaatiot.

Kreaten kannattavuus on ollut alaan nähden hyvällä tasolla historiassa ja merkittäviä projektiongelmia tai -haasteita ei ole ollut. Nyt markkinahaasteet ja kustannusten nousu kurittavat kannattavuutta.

**Vakaa ja vahva asema markkinallaan** antaa yhtiölle hyvät resurssit laajentaa osaamista ja markkina-asemaa.

## Markkinakasvua tukevat selkeät megatrendit.

Vakaasti pitkällä aikavälillä kasvava infra-ala saa tukea useasta megatrendistä (kaupungistuminen, kestävä kehitys, korjausvelka, digitalisaatio).

**Vahva operatiivinen kassavirta** antaa liikkumavaraa kasvuinvestointeihin sekä osinkoihin.

**Vahva pääomien tuottopotentiaali** investoinneille yhtiön pääomakevyyden taseen vuoksi.

## Riskit

**Toimialan kysynnän muutokset.** Kreaten liiketoiminta on riippuvainen suhdanteille. Tätä tasapainottaa julkisen elvytyksen tuoma vastapaino.

**Projektiriskit.** Projektiliiketoiminnassa kustannukset voivat nousta nopeasti ja ongelmia projektien hallinnassa voi tulla esiin. Nyt kustannusten nousu on heikentänyt koko konsernin kannattavuutta jo usean vuoden ajan.

**Kasvun hallinta.** Kasvunhallinnassa voidaan epäonnistua ja tehottomuutta voi alkaa esiintymään. Tämä voi olla seurausta huonoista investoinneista, rekrytoinneista tai yritysostoista.

**Suhdanteen kuumentuminen.** Suhdanteen kuumentuminen on jo lyönyt Kreatea näpeille. Hintojen nousua ei olla pystytty hallitsemaan. Kustannuspaineiden jatkuessa (raaka-aineet, palkat) ja kysynnän jatkaessa taantumistaan, voi kannattavuus olla edelleen paineessa.

**Riippuvuus Suomen markkinasta.** Yhtiö toimii vielä pääosin Suomessa ja se on hyvin riippuvainen mm. julkisen sektorin investoinneista ja Suomen taloudesta. Ruotsin osuus on vielä pieni.

**Yritysostojen integraation epäonnistuminen.** Yritysostoissa on aina iso riski, että integraatio epäonnistuu. Kulttuurit yhtiöiden välillä eivät välttämättä kohtaa tai kohteesta on maksettu liikaa. Lisäksi myös avainhenkilöiden sitouttaminen ostettavassa yhtiössä on tärkeässä osassa.

**Kansainvälinen laajentuminen.** Ruotsiin laajentuminen yritysoston kautta sisältää yllämainittujen riskien lisäksi maakohtaisten erojen vaikutukset ja usein poikkeavan kilpailuasetelman.

**Avainhenkilöstön sitovuus.** Henkilöstön kannusteiden toimivuus, kasvun mahdollisesti luomat haasteet ja kulttuurinmuutokset voivat aiheuttaa riskejä avainresurssien menetyksestä.

# Sijoitusprofiili

1.

**Vahva kasvuhakuisuus orgaanisesti ja yritysostoin**

2.

**Erikoisosaaminen vaativassa infrassa tukee kilpailukykyä markkinalla**

3.

**Liiketoimintamalli mahdollistaa hyvät pääoman tuotot**

4.

**Isot projektit, suurempi organisaatio ja kasvuvaihe voivat heikentää kannattavuuspotentiaalia**

5.

**Hyvä kassavirta mahdollistaa kasvuinvestoinnit ja osinkovirran**

## Potentiaali



- Vahva markkinoita nopeampi kasvu
- Kattava tarjoama koko infrarakentamisen tarpeisiin
- Kaupungistuminen ja kestävä kehitys tukevat markkinan vakaata kasvunäkymää
- Hyvä kassavirta mahdollistaa investoinnit kasvuun
- Pääomakevyt tase ja nykyistä parempi kannattavuuspotentiaali luovat hyvät edellytykset kasvattaa pääoman tuottoja vielä korkeammalle

## Riskit



- Toimiala on riippuvainen talouden suhdanteista ja omaa syklisiä piirteitä
- Hyvän markkinajakson jälkeen hiljaisempi aika voi lisätä kilpailua hankkeista ja laskea hintoja
- Isot projektit aiheuttavat myös isoja riskejä
- Yritysostojen tai laajentumisen tuomat riskit
- Riippuvuus Suomen markkinoista



# Toimiala ja markkina 1/3

## Trendit tukevat markkinan vakaan kasvun jatkoa

Infrarakentamisen markkina on kasvanut tasaisesti viimeisen 20 vuoden ajan. Rakentamisen kokonaismarkkina Suomessa oli vuonna 2022 noin 42 miljardia euroa Rakennusteollisuus RT:n mukaan, josta infran osuus on Kreaten laajan tulkinnan mukaan reilu 9 miljardia euroa. Laaja tulkinta sisältää maa- ja vesirakentamisen lisäksi muun muassa talonrakentamisen ulkoalueiden kunnossapitoa ja pohjatöitä. Kreate arvioi viimeisimmässä osavuositarkastuksessa sille soveltuvan markkinan tästä olevan Suomessa noin 5 miljardia euroa. Markkinan koko antaa siis Kreatelle varaa kasvaa.

Tulevaisuudessa markkinan kysyntää ajavat erityisesti kaupungistuminen, rakentamisen korjausvelka sekä julkisen puolen elvytysohjelmat. Lisäksi maankäytön, asumisen ja liikenteen sopimusten sekä Suomen hallituksen 12 vuoden liikennejärjestelmäsuunnitelman odotetaan tukevan kasvua tulevina vuosina.

Kaupungistumisen odotetaan jatkuvan ja Suomen viiden suurimman kaupungin väestön arvioidaan Tilastokeskuksen väestöennusteen mukaan kasvavan yhteensä 14 % vuosien 2021-2040 välillä. Kaupungistuminen kasvattaa tarvetta parantaa kaupunkien eri alueiden välisiä yhteyksiä, kuten väyliä ja siltoja. Lisäksi kaupungistumisen myötä infrahankkeiden vaatavuustaso kasvaa, kun esimerkiksi kaupunkeja rakennetaan yhä tiiviimmille ja korkeammalle. Korjausvelan kasvu tukee myös infran kysyntää. Suomessa infrastruktuuriin liittyvän korjausvelan on arvioitu olevan noin 6 miljardia euroa Rakennusomaisuuden tila -raportin mukaan. Tämä johtaa siihen, että tulevaisuudessa on iso tarve

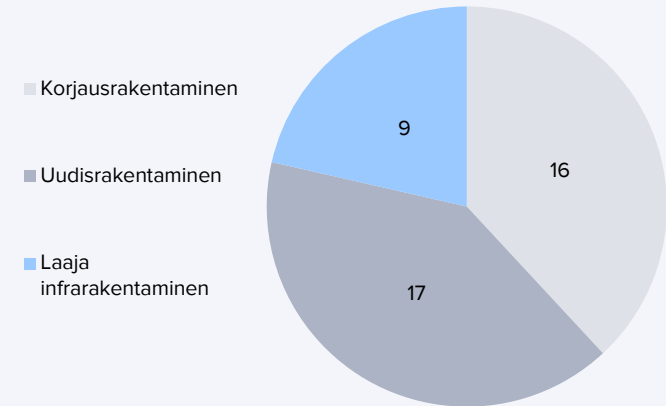
korjata siltoja, teitä, katuja ja ratoja sekä viemäristöä.

## Vihreä siirtymä ja määrärahat tukevat infraa

Infran kannalta julkiset investoinnit ovat tärkeitä. Suomessa hallitus on korostanut edistäväänsä kaudellaan entistä vahvemmin vihreitä tai puhtaan siirtymän hankkeita, mikä tukee pitkällä aikavälillä etenkin infra-alan kehitystä. Infra-alalle korvamerkittiin hallituksen budjetista yhteensä noin 600 MEUR, josta tieverkoston tai infran korjausvelan purkamiseen osoitetaan 250 MEUR määräraha vuodelle 2024. Tieverkoston ylläpito ei ole Kreatelle keskeistä liiketoimintaa, mutta muun infran korjaaminen (sillat, raitiotiet) on. Jäljellä jäävällä summalla hallitus pyrkii nopeasti edistämään suunniteltuja ja puhuttuja infrahankkeita mm. tie- ja rataverkoston parantamiseen (Turun tunnin juna, Lentorata, Savon rata yms.). Kovinkaan nopeaa helpotusta hallituksen toimet eivät kuitenkaan tuo ja hankkeita arvion mukaan käynnistetään vasta ensi vuonna. Vihreä siirtymä voi kuitenkin luoda myös yksityisiä teollisuusinvestointeja Suomeen, missä infralla olisi arviomme mukaan merkittävä rooli.

Kuntien taloudellinen tila ja julkiset elvytystoimet vaikuttavat myös infrarakentamisen investointeihin. Kuntien taloudellinen tila heikentyi koronan myötä, mutta toisaalta valtion elvytyksellä tilannetta pystyttiin tasapainottamaan. Myös EU:n koronaviruksen aikaisesta tukipaketista jaetaan tukea suoriin infrainvestointeihin, jotka liittyvät mm. kestäväan infrastruktuurin ja digitalisaation vahvistamiseen. Myös ilmasto-neutraaliuteen pääsemiseen allokoituvat varat voivat tukea infrarakentamista, kun esimerkiksi energia- tai liikenneinvestointeja tehdään.

Suomen rakennusmarkkina\*:  
Yhteensä 42 mrd. euroa (2022)



# Toimiala ja markkina 2/3

## Infralla heikompia aikoja odotuksissa

Infrarakentamisen markkina on kasvanut laskelmiemme perusteella keskimäärin vuosien aikana 2000-2022 noin 3 %. Vuoden 2020 hyvän kasvuvuoden jälkeen markkina on kohdannut laskupaineita ja sen odotetaan laskevan vielä ensi vuonnakin.

Rakennusteollisuus RT:n syksyisiä ennusteita peilaten odotuksissa on tälle vuodelle noin 5 %:n volyymien (määrä) lasku seuraten vuoden 2022 1,0 %:n laskua. Liikevaihdot ovat kuitenkin monella infraan erikoistuneilla toimijoilla olleet vielä kasvussa korkeita tilauskantoja heijastellen. Osa kasvusta selittyy myös hintojen nousulla, mutta arvioimme myös volyymien kasvaneen osalla vauhdikkaammin kuin markkinaennusteet näyttävät kokonaisuudessaan. Arviomme mukaan asuntorakentamisen heikkoudesta kärsineen pohjarakentamisen heikkous painaa koko infran lukuja, kun taas esimerkiksi Kreaten liiketoiminnassa se ei juuri näy.

Vuodesta 2024 tulee RT:n ennusteen mukaan edelleen heikompi ja RT ennustaa volyymien laskevan 1,5 %:lla. Merkittävästä laskusta ei voi enää sentään puhua, mutta ennusteen mukaan infralla olisi edessä neljän vuoden volyymien laskuputki.

Infran suhdannenäkymää tukee tällä hetkellä valtion, teollisuuden ja kuntien investoinnit, mutta etenkin yksityisen rakentamisen lasku (toimistot, asunnot) ja muuhun uudisrakentamiseen linkittyvän perusinfran näkymät ovat selvästi heikommat tällä hetkellä. Kreate keskittyy

kuitenkin omassa liiketoiminnassaan etenkin vaativiin infra-aloihin sekä hankkeisiin, jotka ovat kehitykseltään olleet vakaampia. Nämä (silta, rata) hankkeet usein eivät myöskään liity merkittävästi muuhun uudisrakentamiseen ja se suojaa niitä suhdanteilta.

## Kreaten omista näkymistä valonpilkahduksia

Kreaten mukaan tarjoustoiminta on jälleen hieman piristynyt pienen alakulon jälkeen Q3-raportin perusteella. Tällä hetkellä yhtiö näkee kuitenkin edelleen, että isoissa hankkeissa voi olla viiveitä niiden käynnistymisen suhteen. Viivästymiset ovat näkyneet etenkin ratarakentamisessa.

Oikealla näkyvien eri liiketoimintojen nykyisen ja tulevan markkinatilanteen perusteella sillanrakentamisessa ja ratarakentamisessa erityisesti markkinanäkymä on parantunut. Muissa liiketoiminnan aloissa kehitys on muuttumattoman vakaa edelliseen kvartaaliin. Vahvistuvaa markkinaa odotetaan etenkin ratarakentamisessa, kun taas pohjarakentaminen kärsii nyt heikosta talonrakentamisen suhdanteesta. Tilanne ei ole heikentynyt millään osa-alueella, mikä on hyvä huomata.



## Taitorakentaminen

### Näkymä (12kk) ja nykyinen markkinatilanne Q3'23

Sillanrakentaminen	→
Pohja- ja insinöörirakentaminen	↘
Erikoispohjarakentaminen	→
Kiertotalous	→
Ruotsin erikoisinfrarakentaminen	→



## Väylärakentaminen

Ratarakentaminen	↗
Tie- ja katurakentaminen	→

### Näkymä (nuoli)

- ↑ Erittäin vahva markkina seuraavat 12 kk
- ↗ Vahvistuva markkina seuraavat 12 kk
- Stabiili markkina seuraavat 12 kk
- ↘ Heikentävä markkina seuraavat 12 kk
- ↓ Erittäin heikko markkina seuraavat 12 kk

### Tilanne (väri)

- Parantunut
- ↔ Muuttumaton
- ↘ Heikompi

Lähde: Inderes, Kreate

# Toimiala ja markkina 3/3

## Isot toimijat erottuvat

Markkinalla toimii paljon erityyppisiä toimijoita, mutta Krateen kilpailijoiksi erottuu eritoten isoimmat toimijat, joilla on laaja tarjoama ja osaaminen. Markkinoilla on myös keskisuuria toimijoita, jotka ovat erikoistuneet johonkin tiettyyn osaan alasta tai omaavat osaamista vain kapeasta osasta inframarkkinaa. Kreate on omien sanojensa mukaan johtava toimija siltarakentamisessa, pohja- ja betonirakentamisessa sekä erikoispohjarakentamisessa.

## Kasvuvauhti kilpailijoita kovempaa

Vertailimme hieman Krateen suoritusta yhtiön Pohjoismaisiin verrokkiyhtiöihin. Huomioitavaa on, että kaikki toimijat eivät toimi pelkästään Suomen markkinoilla, joka heikentää vertailtavuutta osin.

Kreate on vuosien 2018-2022 aikana kasvanut 9 %:n vuosivauhtia, kun kilpailijat\* eivät ole keskimäärin kasvaneet ollenkaan. Markkinalla kasvua ovat selkeimmin saaneet aikaan toimijat, joilla on vahvempi ja laajempi tarjoama infrarakentamisen osalta ja ovat selkeämmin erikoistuneet infrarakentamiseen. Tämä on käsityksemme mukaan seurausta vaativien ja isojen hankkeiden lisääntymisestä.

## Kannattavuus kilpailijoita parempi

Alalla on yleisesti matala kannattavuus urakointiliiketoiminnan luonteen ja riskitason (matalan pääoman sitovuus) vuoksi. Lisäksi useasti vuositason vaihtelut kannattavuudessa ovat isoja

ja kestävästi tasaista kannattavuuteen vain harva tuntuu pystyvän. Lyhyen historiansa aikana Krateen kannattavuus on pysynyt suhteellisen tasaisena noin 4-5 %:n tasolla, mutta on viime aikoina myös alkanut heikentymään. Kilpailijoihin nähden yhtiön viimeisen neljän vuoden liikevoittomarginaali on ollut kuitenkin selvästi parempi, kun se on ollut keskimäärin noin 4,3 % vs. kilpailijoiden noin 2,5 %. Krateen osaaminen vaativissa kohteissa, valikoiva tarjoaminen, tehokkaat prosessit, ketteryyss sekä nykyaikaiset järjestelmät ovat avittaneet Kreatea mielestämme kilpailijoita parempaan kannattavuuteen.

## Pääoman tuotto hyvällä tasolla

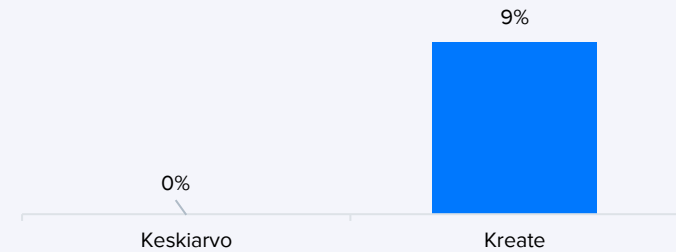
Infrarakentamisen alalla on mahdollista saavuttaa korkeat pääoman tuottoluvut alhaisesta kannattavuudesta huolimatta. Kreate erottuu kannattavuudelta, mutta myös pääoman tuotot ovat kohtuullisen hyvät. Krateen neljän viime vuoden keskimääräinen oman pääoman tuotto on ollut noin 21 %. Sijoitetun pääoman tuottokin on ollut noin 17,5 %.

Luvut ovat hyviä jo koko pörssin tasolla, mutta myös isoimmat kilpailijat ovat pärjänneet kohtuu hyvin. Kilpailijoiden keskimääräinen oman pääoman tuotto on viimeisen neljän vuoden aikana ollut noin 15 %. Luvussa on vertailtu konsernilukuja infraliiketoiminnan sijaan, mikä voi hieman heikentää vertailtavuutta, kun toimijoilla on muutakin rakentamista. Tämä huomioiden Krateen tuottoluvut ovat oikein hyvällä tasolla.

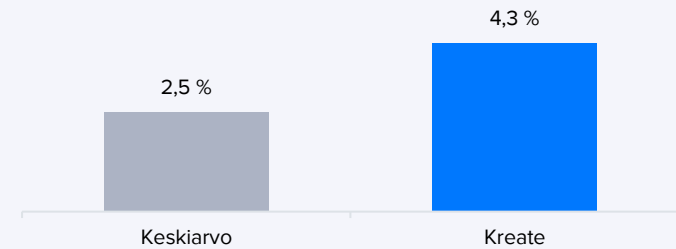
\* Vertailtaessa liikevaihdon kasvua sekä kannattavuutta on käytetty isoimpien kilpailijoiden infrasegmenttien lukuja. Vertailussa mukana YIT, GRK, Peab, NCC, Destia, Terrawise, NRC. ROE-%:n osalta on käytetty konsernin lukuja varten otettavista kilpailijoista.

## Krateen suoritus vs. kilpailijat\*

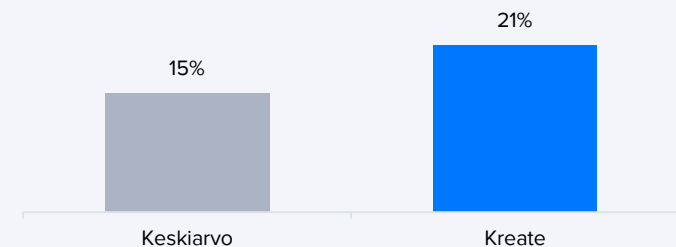
### Liikevaihdon kasvu (2018-2022 CAGR-%)



### Liikevoitto-% 4v ka.



### ROE-% 4v ka.



# Taloudellinen tilanne

## Taloudellinen asema on hyvä

Kreaten taloudellinen tilanne on hyvä. Taseen tunnusluvut ovat kohtalaisen hyvällä tasolla, kassavirtaa kertyy hyvin ja velkamäärä on hieman pienentynyt vertailukauden korkeilta tasoilta. Velkamäärän kasvu ja korkojen nousu on kuitenkin nostanut korkokuluja alariveillä selvästikin aiemmista vuosista.

Läpi historian yhtiön taseen tunnusluvut ovat liiketoimintamalliin nähden mielestämme olleet kohtuullisen hyvällä tasolla. Omavaraisuusaste on vuodesta 2019 lähtien ollut keskimäärin hieman yli 30 % ja on myös nyt Q3'23 lopussa noin 30 %:n tasolla. Yhtiön seuraama velkaantuneisuus-tunnusluku on nettovelkojen suhde käyttökatteeseen. Tunnusluku on vuodesta 2019 alkaen ollut keskimäärin 2,0x-tasolla, mikä on yhtiön 2x-tavoitetasolla. Nyt Q3:n lopussa luku oli 2,6x-tasolla, mutta sitä on nostanut yritysostoja varten nostettu rahoitus. Luku on kuitenkin laskenut hyvin jo vertailukauden 3,4x-tasolta, vaikka samaan aikaan kannattavuus on heikentynyt. Hyvä kassavirran kertyminen on auttanut laskemaan nettovelkaa.

Yhtiön liiketoimintamalli tuottaa hyvin kassavirtaa, minkä vuoksi osinkojen ja investointien yhdistelmä tulorahoituksella on mahdollista. Kassavirrassa kuitenkin näkyy kausivaihtelu. Alkuvuoden kvartaaleilla kassavirta on tyypillisesti heikompaa kuin loppuvuonna, kun hankkeita valmistuu ja isoja maksueriä tulee maksuun, kuten seuraavan sivun kuviosta nähdään. Käyttöpääomanhallintaan on nyt myös panostettu ja hankkeista on myös sitä

onnistuneesti saatu vapautettua, mikä on parantanut kassavirtaa.

Liiketoimintamallinsa ansiosta yhtiö joutuu tekemään ylläpitoinvestointeja kohtuullisen vähän, kuten aikaisemmin totesimme. Ylläpitoinvestointien ollessa alhaiset (bruttoinvestoinnit olleet noin 2 % liikevaihdosta), jää liiketoiminnan rahavirtaa enemmän käytettäväksi kasvuun ja osinkoihin. Kevyen taseen ansiosta myös pääoman tuottopotentiali on korkealla, kuten aikaisemmillä sivuilla näytimme.

## Tase yksinkertainen

Tarkastelemme tasetta vuoden 2023 kolmannen kvartaalin lopussa. Taseen loppusumma oli Q3:n lopussa noin 145 MEUR, josta varojen puolella tästä liikearvoa oli 40 MEUR. Liikearvo vastaa näin noin 28 % taseen loppusummasta. Liikearvoa kertyy taseeseen yritysostoista eikä sitä IFRS-standardin mukaisesti poisteta. Yrityskauppojen myötä syntyneitä muuta aineetonta omaisuutta kuitenkin poistetaan, minkä vuoksi EBITA-lukua käytetään kannattavuuden mittaamisessa vertailtavuuden parantamiseksi. Merkittäviä aineettomien poistoja yritysostoista Kreatella ei kuitenkaan tässä vaiheessa ole. EBIT-liikevoitto on näin lähellä EBITA-liikevoittoa.

Mielestämme liikearvon alaskirjausriski on pieni, mutta isommat muutokset markkinatilanteessa tai parametreissa voivat aiheuttaa riskejä alaskirjauksista. Arviomme mukaan yhtiön käyttämät parametrit ovat kuitenkin kestäväällä

tasolla tällä hetkellä.

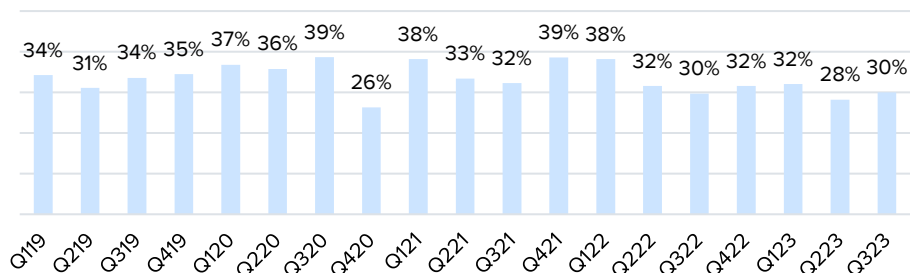
Isoin erä varojen puolella oli Q3 lopussa saamiset noin 58 MEUR:n osuudellaan. Kolmanneksi esiin nousee aineelliset hyödykkeet (21 MEUR), josta suurin osa muodostuu yhtiön käyttämästä kalustosta. IFRS 16 -käyttöoikeusomaisuuseriä oli taseessa noin 3 MEUR:lla. Sen lisäksi esiin nousee sijoitukset yhteisyrityksiin (KFS Finland) noin 10 MEUR:lla. Kassassa yhtiöllä oli Q3 lopussa noin 10 MEUR, mikä on varsin riittävä määrä yhtiön liiketoiminnan terveeseen pyörittämiseen.

Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli noin 44 MEUR. Velkojen puolella pitkäaikaisesta velasta korotonta oli Q3 lopussa noin 1 MEUR ja noin 31 MEUR korollista. Suurin osa lainoista oli liiketoimintaan liittyviä (esim. rahalaitoslainoja) ja IFRS 16 -vuokravastuiden määrä yhtiöllä oli vähäinen (muutamia miljoonia). Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 12 MEUR, josta suurin osa oli rahalaitoslainoja. Yhteensä korollista nettovelkaa yhtiöllä oli Q3:n lopussa 33 MEUR (Q3'22: 47 MEUR) ja tämän keskikorko ilman vuokravastuista oli 5,3 %. Lyhytaikainen koroton velka muodostuu lähinnä ostoveloloista (55 MEUR).

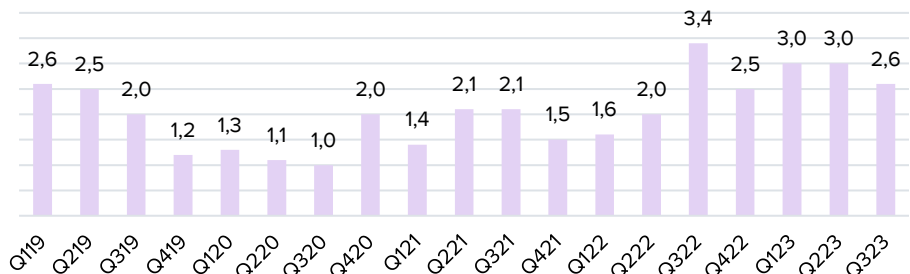
Taseasema on velkojen osalta parantunut viime aikoina, kun kassavirta on kohentunut. Operatiivinen vapaa kassavirta oli Q3:lla 8,0 MEUR (Q3'22: -10,1 MEUR), kun isoista hankkeista vapautui käyttöpääomaa. Tammi-syyskuun aikana operatiivista kassavirtaa on kertynyt 6,4 MEUR, kun vertailukaudella sen kertymä oli lähes 12 MEUR negatiivinen.

# Taloudellinen tilanne

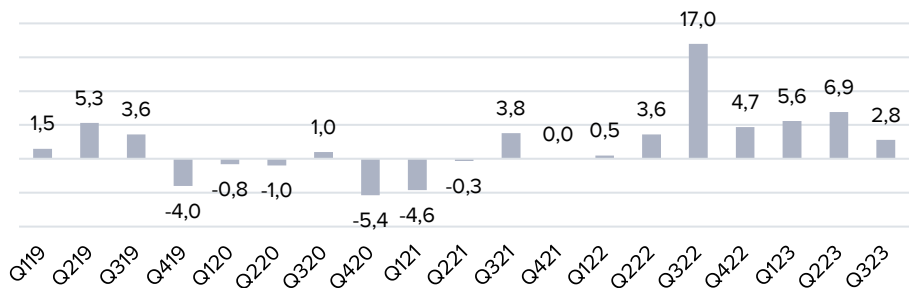
## Omavaraisuusaste



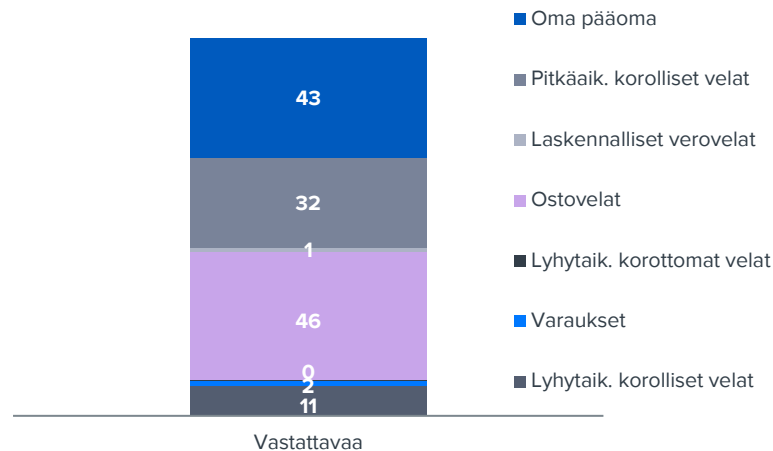
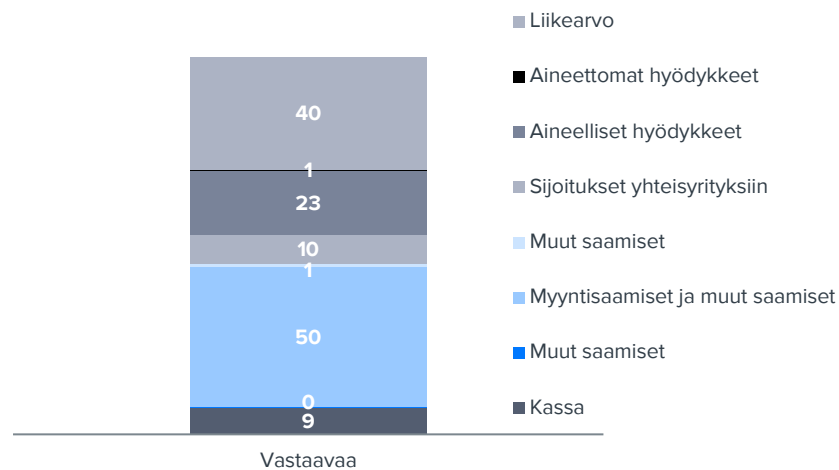
## Nettovelka/käyttökate



## Nettokäyttöpääoma (MEUR)



## Taseasema 2022



# Ennusteet 1/3

## Ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme Kreaten liikevaihdon kehitystä keskipitkällä aikavälillä tilauskannan, markkinan kehityksen sekä mahdollisten yritysostojen perusteella. Pidemmällä aikavälillä nojaamme markkinan odotuksien mukaiseen kehitykseen. Kannattavuudessa nojaamme yhtiön historialliseen suoritukseen sekä arvioimme yhtiön tavoitteiden realistisuutta. Mahdollisia yritysostoja ei ole ennusteissamme mukana.

## Vuonna 2023 markkinahaasteet painavat edelleen

Vuosi 2023 on mennyt Kreatella odotuksiamme heikommin. Liikevaihto on ollut erittäin vahvassa kasvussa (Q1-Q3: +26 %), mutta kannattavuus on laskemassa tänä vuonna tämän syklin pohjatasoille. Kreate ohjeistaa, että sen liikevaihto (2022: 273,9 MEUR) tulee olemaan 300–325 MEUR ja EBITA (2022: 8,8 MEUR) 7,0–8,5 MEUR:n tasolla. Liikevaihtoon odotetaan näin 9-19 %:n kasvua, mutta tulokseen noin 5-20 %:n laskua.

Kannattavuus kärsii nyt markkinan epäsuotuisista oloista (kilpailun kiristyminen ja korkeat resurssihinnat), mutta toisaalta liikevaihdon näkymissä alkaa olla jo positiivisiakin merkkejä Q3-raportin perusteella. Kreaten mukaan tarjoustoiminta on jälleen hieman piristynyt, vaikka isoissa hankkeissa voikin olla viiveitä niiden käynnistymisen suhteen. Kustannusten ennustettavuus on yhtiön mukaan myös parantunut eikä ensi vuoden tulokseen enää vaikuta vanhojen sopimuksien hankkeet. Yhtiön mukaan erityisesti sillanrakentamisessa ja

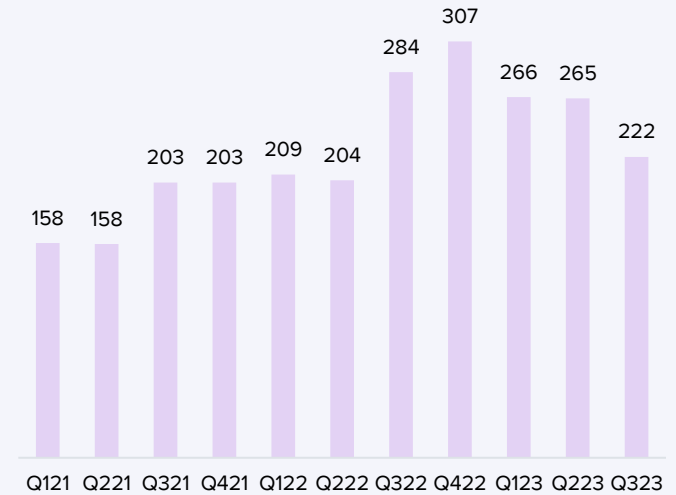
ratarakentamisessa markkinanäkymä on parantunut. Muissa liiketoiminnan aloissa kehitys on ollut vakaata edelliseen kvartaaliin nähden. Vahvistuvaa markkinaa odotetaan etenkin ratarakentamisessa, kun taas pohjarakentaminen kärsii nyt heikosta talonrakentamisen suhdanteesta.

## Liikevaihto kasvussa

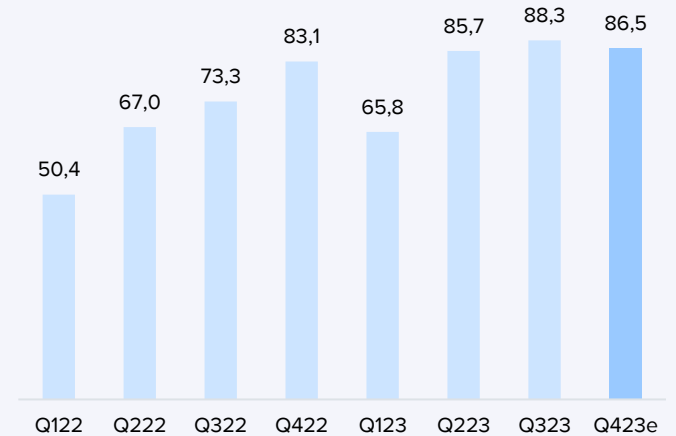
Yhtiön liikevaihto on kolmen kvartaalin jälkeen selvässä kasvussa, mutta ohjeistus ennakoii liikevaihdon kasvun hidastuvan selvästi. Ennusteillamme liikevaihto kasvaa 19 %:lla (2023e: 326 MEUR) ja ylittää maltillisesti ohjeistuksen ylärajan. Ennusteillamme odotamme kasvun kuitenkin selvästi hiipuvan loppuvuonna (Q4:+4 %).

Liikevaihdon heikompaan kasvuun vaikuttaa myös tilauskannan kääntyminen korkeilta tasoilta laskuun. Tilauskanta oli Q3:n lopussa jo noin 22 %:n laskussa 222 MEUR:ssa, kun se vertailukauden lopussa oli 284 MEUR. Yli 300 MEUR:n tasolla käynyt tilauskanta on luonut erittäin hyvät mahdollisuudet Kreatella kasvaa markkinoita nopeammin myös tänä vuonna, mutta isojen hankkeiden käynnistymisen ja etenemisen myötä tilauskantaan sekä tätä kautta liikevaihtoonkin on odotettavissa laskua. Lisäksi vertailukaudella H2:lla saatiin isoja hankkeita (Kirjalansalmen ja Hessundinsalmen sillat, Keskon logistiikkakeskus), joita ei nyt ole ollut samassa mittakaavassa. Loppuvuonna tilauskannassa on arviomme mukaan edelleen laskupaineita, kun hankkeita etenee ja joitain myös valmistuu.

## Tilauskanta kääntymässä laskusuuntaan



## Liikevaihto kvartaaleittain



# Ennusteet 2/3

Yleisesti Kreaten tilauskannan pituus vaihtelee lyhyistä projekteista (3kk) pidempiin (2-4v) hankkeisiin, joten selkeästi tietylle vuodelle kuuluvaa tilauskantaa on vaikea hahmottaa. Laskelmiemme ja Kreaten aikaisempien arvioiden mukaan viimeisien vuosien aikana Kreate on tuottanut tilikauden aikana keskimäärin noin 75 MEUR liikevaihtoa tilikauden alussa olleen tilauskannan lisäksi (2018-2022). Olemme arvioineet suhteen muuttuvan lähitulevaisuudessa hieman, kun yhtiön hankkeiden kestot ovat hieman kasvaneet (Kruunusillat ja Kirjalansalmi & Hessundinsalmi) ja hankkeet jakautuvat useammalle vuodelle. Tänä vuonna ennusteisiimme nojat liikevaihtoa kertyisi hieman yli 60 MEUR.

## Kannattavuus heikenty selvästi

Hyvän liikevaihdon kehityksen emme odota heijastuvan tulokseen ja odotamme EBITA:n laskevan 7,3 MEUR:oon ja marginaalin jäävän Kreatelle alhaiselle tasolle 2,2 %:iin. Yhtiön tuloskehitykseen heikentävästi tänä vuonna on vaikuttanut etenkin kustannusten nousu. Vanhat hankkeet ovat alttiita kustannusnousuille, sillä niiden sopimusrakenne ei ole ottanut näin voimakasta kustannusten nousua huomioon.

Tulosohjeistuksessa on myös mielestämme vielä riskinsä laskulle yhtiön liikevaihdon tai kulujen odotuksia heikomman kehityksen myötä. Tänä vuonna kulurakenteessa etenkin materiaalit ja palvelut ovat kasvaneet liikevaihtoa nopeammin, mikä on heikentänyt tulosta. Palkkojen tai liiketoiminnan muiden kulujen kehitys on ollut tasaista, vaikka palkkainflaatiotakin on koettu.

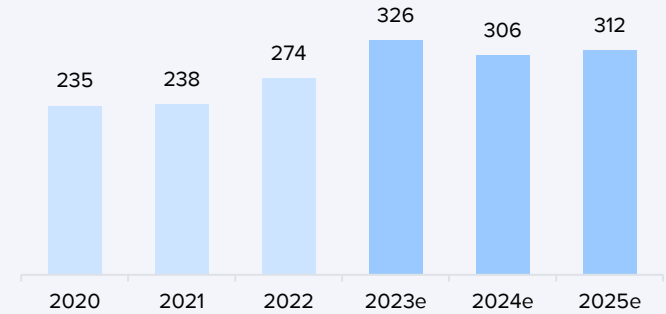
Positiivista kannattavuuden näkymien suhteen on, että vanhojen kustannuspaineille alttiiden hankkeiden pitäisi päättyä viimeistään marraskuussa.

Alarivillä rahoituskulut nousevat merkittävästi vertailukaudesta koronnousun myötä. Vertailukaudella keskiporko oli lähempänä 3 %, kun se nyt on yli 5 %. Velkamäärä on kuitenkin tulossa alaspäin, mikä on positiivista. Ennusteissamme oikaistu osakekohtainen tulos laskee 0,40 euroon (2022: 0,64 euroa). Osingon ennustamme laskevan 0,30 euroon osakkeelta (2022: 0,46 euroa). Yhtiöllä olisi todennäköisesti varaa ylläpitää osinko ennallaan tai kasvattaa sitä. Kasvuvaiheen vuoksi emme kuitenkaan nojaa kovinkaan aggressiiviseen osinkoon.

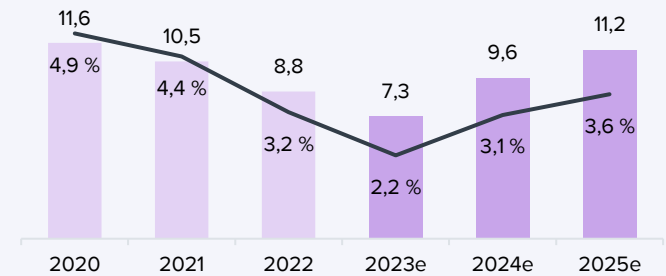
## Vuonna 2024 liikevaihto laskee ennusteissamme

Laskeneeseen tilauskantaan ja loppuvuoden heikompaan tilausnäkömään peilaten odotamme liikevaihdon vuonna 2024 laskevan noin 6 %:lla 306 MEUR:oon. Odotamme laskua etenkin H1:llä, mutta loppuvuoden aikana odotuksissamme on, että hankkeiden käynnistymiset ja markkinan virkoaminen tukevat liikevaihtoa enemmän. Hyvin pitkälti loppuvuoden 2023 ja alkuvuoden 2024 tilauskertymä määrittää, mille tasolle liikevaihto ensi vuonna asettuu. Jos loppuvuoden aikana tilauskanta pitää odotuksiamme paremmin pintansa, voi odotuksemme olla liian maltilliset. Tällä hetkellä hankkeiden viivästyminen ja epävarma markkina etenkin yksityisten asiakkaiden puolella hidastaa kehitystä.

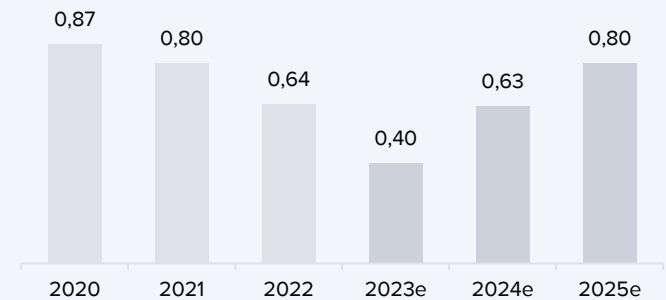
### Liikevaihto (MEUR)



### Oikaistu EBITA (MEUR, %)



### Osakekohtainen tulos (raportoitu)



# Ennusteet 3/3

Odotamme isompaa parannusta tulokseen vuonna 2024, kun kasvuvaihe rauhoittuu, investointien (yritysosto, uusi rataliiketoiminta, rekrytoinnit) etupainotteiset kustannukset alkavat tuottamaan ja kustannuspaineet hellittävät. Myös vanhojen hankkeiden negatiivisten vaikutuksien tulisi loppua, mikäli hankkeet etenevät suunnitellusti. Kulupuolella ennustamme parannusta juuri materiaalit ja palvelut puolelta. Henkilöstökuluissa näemme edelleen suhteellisesti nousupainetta palkankorotusten vuoksi. Liiketoiminnan muiden kulujen odotamme myös hieman laskevan suhteellisesti ja absoluuttisesti.

Kokonaisuutena odotamme vuonna 2024 EBITA:n nousevan noin 30 %:lla 9,6 MEUR:oon ja marginaalin nousevan 3,1%:iin. Vuosina 2019-2022 yhtiö on yltänyt keskimäärin noin 4,3 %:n kannattavuuteen, joten parannus ei vaadi yhtiöltä ihmetekojä. Ylemmän rivin tulokasvu myös nostaa osakekohtaisen tuloksen kasvuun ennusteissamme 0,63 euroon (2023e: 0,40 euroa). Osingon odotamme olevan noin 50 % tuloksesta ja nousevan 0,35 euroon per osake.

## Vuonna 2025 jälleen kasvuun

Vuoteen 2025 lähdeäessä odotamme tilauskannan kertymän luovan pohjaa jälleen kasvun vuodelle. Odotamme liikevaihdon lähtevän noin 2 %:n kasvuun hiljalleen ja kiihtyvän noin 3 %:n kasvuun vuoden 2026 aikana. Kasvuennusteemme ovat maltillisempia kuin mihin yhtiö on viime vuosina yltänyt. Odotamme yhtiön panostavan jatkossa yhä enemmän kannattavuuteen, myös strategiassaan.

Odotammekin kannattavuuden parantuvan edelleen vuosina 2025-2026. Kustannuspaineiden maltillistuminen ja uusien hankkeiden optimaalisemmat sopimusrakenteet mahdollistavat kasvun kanssa pienen marginaaliparannuksen (2025e: 3,6 %, 2026e: 3,7 %).

## Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä näemme yhtiön kasvun hidastuvan hiljalleen. Vuosien 2026-2029 aikana yhtiön orgaaninen kasvu lähestyy ennusteillamme noin 3 %:n tasoa ja hidastuu pitkällä aikavälillä noin 1,5 %:iin. Näemme yhtiön inframarkkinan kasvun olevan hyvällä tasolla myös pitkällä aikavälillä suotuisten megatrendien myötä.

Kreaten kannattavuuden odotamme pitkällä aikavälillä parantuvan pohjatasoiltaan, mutta huolia hieman herättää viime aikoina koon kasvun kanssa samaan aikaan heikentynyt kannattavuus. Pitkän aikavälin ennusteemme Kreaten liikevoittomarginaalille on noin 4 %:n tasolla, mikä vastaa yhtiön pidempää historiallista tasoa (17-22: 4,0 %). Mikäli yhtiö ei lähivuosien aikana onnistu kannattavuuttaan selvästi parantamaan, voi yhtiön pitkän aikavälin kannattavuustavoitetta ja -potentiaalia alkaa myös kyseenalaistamaan. Toistaiseksi arviomme mukaan markkinahaasteet ovat ennemminkin olleet syynä heikkoon kannattavuuteen kuin että yhtiöllä itsellään olisi ollut operatiivisia haasteita projektien toteutuksen kanssa. Siinä mielessä pidämme todennäköisenä, että Kreate pääsee takaisin lähemmäs huippuvuosien kannattavuuksiaan keskipitkällä aikavälillä.



# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	235	238	50,4	67,0	73,3	83,2	274	65,8	85,8	88,3	86,5	326	306	312	322
Käyttökate	14,0	14,2	2,1	3,5	4,2	3,8	13,6	1,0	4,1	4,0	3,7	12,8	15,4	17,3	18,5
Poistot ja arvonalennukset	-3,7	-3,9	-1,1	-1,1	-1,3	-1,5	-5,0	-1,4	-1,6	-1,2	-1,6	-5,8	-5,9	-6,1	-6,6
EBITA (oik.)	11,6	10,5	1,1	2,4	3,0	2,3	8,8	-0,4	2,6	2,9	2,2	7,3	9,6	11,2	12,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,4	10,3	1,0	2,4	2,9	2,3	8,6	-0,4	2,5	2,8	2,1	7,0	9,4	11,2	12,0
Liikevoitto	10,4	10,3	1,0	2,4	2,9	2,3	8,6	-0,4	2,5	2,8	2,1	7,0	9,4	11,2	12,0
Nettorahoituskulut	-1,1	-2,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,9	-1,9	-0,4	-0,6	-1,1	-0,4	-2,6	-2,3	-2,1	-2,0
Tulos ennen veroja	9,3	8,2	0,7	2,1	2,5	1,4	6,7	-0,8	1,9	1,7	1,7	4,5	7,1	9,1	10,0
Verot	-1,5	-1,3	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,3	0,0	-0,8	-1,4	-1,8	-2,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	7,8	6,9	0,6	1,6	2,1	1,3	5,8	-0,7	1,5	1,4	1,3	3,6	5,6	7,2	7,9
EPS (oikaistu)	0,87	0,90	0,07	0,19	0,23	0,14	0,64	-0,07	0,17	0,16	0,15	0,40	0,63	0,80	0,88
EPS (raportoitu)	0,87	0,80	0,07	0,19	0,23	0,14	0,64	-0,07	0,17	0,16	0,15	0,40	0,63	0,80	0,88

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	6,4 %	1,0 %	31,8 %	26,6 %	3,8 %	9,8 %	15,3 %	30,6 %	28,0 %	20,4 %	4,0 %	19,2 %	-6,4 %	2,2 %	3,0 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%		-9,5 %	23,6 %	-4,0 %	-27,5 %	-25,1 %	-17,0 %	-134,5 %	9,2 %	-2,4 %	-5,6 %	-16,7 %	31,3 %	17,3 %	6,8 %
Oikaistu EBITA-%	4,9 %	4,4 %	2,2 %	3,6 %	4,1 %	2,8 %	3,2 %	-0,6 %	3,0 %	3,3 %	2,5 %	2,2 %	3,1 %	3,6 %	3,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,4 %	4,4 %	2,1 %	3,5 %	4,0 %	2,7 %	3,1 %	-0,7 %	2,9 %	3,2 %	2,4 %	2,1 %	3,1 %	3,6 %	3,7 %
Nettotulos-%	3,3 %	2,9 %	1,3 %	2,5 %	2,9 %	1,6 %	2,1 %	-1,0 %	1,7 %	1,6 %	1,5 %	1,1 %	1,8 %	2,3 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	326	326	0 %	306	306	0 %	312	312	0 %
EBITA ilman kertaeriä	7,3	7,3	0 %	9,6	9,6	0 %	11,2	11,2	0 %
Liikevoitto	7,0	7,0	0 %	9,4	9,4	0 %	11,2	11,2	0 %
Tulos ennen veroja	4,5	4,5	0 %	7,1	7,1	0 %	9,1	9,1	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,40	0,40	0 %	0,63	0,63	0 %	0,80	0,80	0 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,35	0,35	0 %	0,40	0,40	0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>65,5</b>	<b>74,9</b>	<b>77,1</b>	<b>79,3</b>	<b>81,2</b>
Liikearvo	35,6	40,0	40,0	40,0	40,0
Aineettomat hyödykkeet	0,9	0,7	0,4	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	19,0	22,8	25,4	27,7	29,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	8,9	10,0	10,0	10,0	10,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>41,1</b>	<b>59,6</b>	<b>65,7</b>	<b>60,0</b>	<b>59,7</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Myyntisaamiset	34,2	49,8	52,2	47,4	46,8
Likvidit varat	6,3	9,4	13,1	12,2	12,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>107</b>	<b>135</b>	<b>143</b>	<b>139</b>	<b>141</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>41,1</b>	<b>42,6</b>	<b>42,1</b>	<b>45,0</b>	<b>49,0</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	21,3	23,4	22,9	25,8	29,8
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	19,7	19,2	19,2	19,2	19,2
Vähemmistöosuus	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>26,3</b>	<b>35,4</b>	<b>33,1</b>	<b>35,5</b>	<b>22,9</b>
Laskennalliset verovelat	1,1	1,5	0,9	0,7	0,5
Varaukset	2,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Korolliset velat	22,6	32,1	30,3	33,0	20,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>39,2</b>	<b>56,6</b>	<b>67,7</b>	<b>58,7</b>	<b>68,9</b>
Korolliset velat	4,6	10,7	15,1	11,0	20,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	34,5	45,5	52,2	47,4	48,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>107</b>	<b>135</b>	<b>143</b>	<b>139</b>	<b>141</b>

# Arvonmääritys 1/4

## Arvostuksen yhteenveto

Toistamme Kreaten suosituksen lisää-tasolla tarkistaen tavoitehintaamme 7,30 euroon (aik. 7,00 euroa). Tarkistimme tavoitehintaamme hieman ylöspäin nousseiden verrokkien arvostuksen perusteella. Hinnoittelimme Kreatea ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan hyvään ja laajaan verrokkiryhmään. Sen lisäksi saamme suomalaisista rakennusyhtiöverrokeista hyvän pohjan yhtiölle hyväksyttävästä arvostuksesta. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti EV/EBIT- ja P/E-tuloskertoimia. Tase pohjainen (P/B) ei ole kevyen taserakenteen vuoksi mielestämme kovinkaan relevantti, mutta tulosneutraaleista kertoimista liikevaihtopohjainen (EV/S) arvostus voi toimia mielestämme hyvänä arvostusta tukevana tasona.

Mielestämme Kreaten osakkeen tuotto-odotus puoltaa edelleen osakkeiden ostoja. Lyhyellä aikavälillä arvioimme, että nousuvara ei ole äärimmäisen suuri rakennusmarkkinan epävarmuus huomioiden, mutta samalla myös yhtiön pitkän aikavälin potentiaalille nykykurssi ei hirveästi anna painoarvoa, mikä heijastuu mm. DCF-laskelmamme selvästi korkeammassa arvossa.

## Hyväksyttävä arvostus

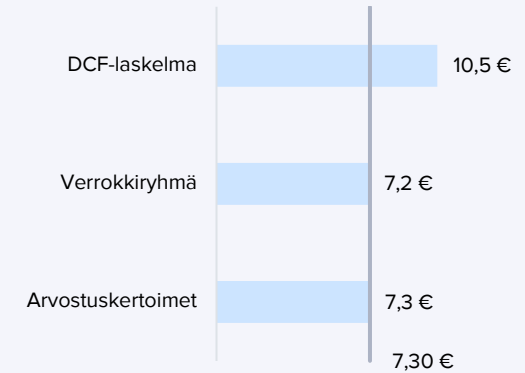
Kreatella on kevyt taserakenne, kohtuullisen vähän pääomia sitova liiketoiminta ja se tuottaa hyvin kassavirtaa. Ala omaa trendien mukaisesti hyvät kasvunäkymät keskipitkällä aikavälillä ja Kreaten kannattavuus on toimialan kontekstissa

hyvällä tasolla. Tämän vuoksi näemme, että Kreatelle voi pienestä koostaan ja nuoresta iästään huolimatta hyväksyä vähintään suomalaisten verrokkiyhtiöiden historialliset kertoimet.

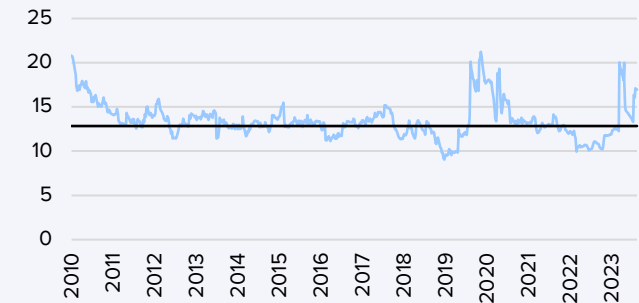
Olemme oikealle koostaneet Suomen rakennussektorin pitkän aikavälin eteenpäin katsovat (Forward, FW) arvostuksen kuviot, joita käytämme hyväksyttävän arvostustason määrittämisen pohjana. Kuten kuvioistakin nähdään, kertoimet nousevat voimakkaasti heikkojen ennustettujen tulosvuosien aikana (korona). Myös tällä hetkellä kertoimet ovat erittäin korkeat tuloskomponentin alhaisesta tasosta johtuen. Tämä tarkoittaa, että ensi vuoden odotetaan olevan tulostuloksissa vielä erittäin heikko. Samaan aikaan osakkeiden markkina-arvot ovat laskeneet erittäinkin voimakkaasti, mutta tämä ei ole riittänyt kompensoimaan tuloksissa nähtyä käännettä heikompaan.

Keskiarvot antavat kuitenkin mielestämme hyvän pohjan hyväksyttävälle arvostukselle. Vuodesta 2010 lähtien eteenpäin katsova (Forward) EV/EBIT-kerroin on ollut noin 13x ja P/E-kerroin noin 13x. Matalat korot ja sijoitusvaihtoehtojen puute ovat osaltaan nostaneet hyväksytyt kertoimia 2010-luvulla. Korokojen ollessa nyt korkeammalla ja tuottovaatimuksien noustessa ovat myös alan kertoimet laskeneet selvästi. Lisäksi piikkivuodet (heikon tuloksen vuodet) nostavat kertoimia kestävämmälle tasolle ja vaikuttavat myös keskiarvoihin. Siinä mielessä 12x-tasoiset kertoimet ovat mielestämme yli syklin kohtuullisen neutraalit.

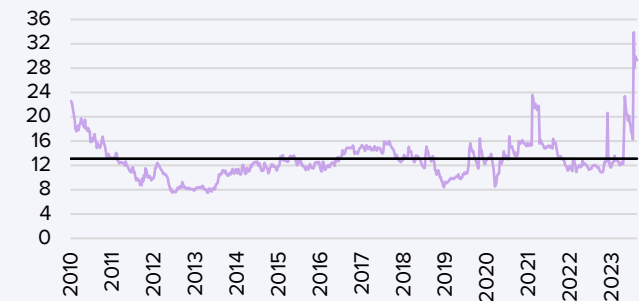
## Tavoitehinnan muodostuminen



## Sektorin FW EV/EBIT



## Sektorin FW P/E



# Arvonmääritys 2/4

Mielestämme tämä taso (12x) toimii nyt molemmissa kertoimissa hyvänä lähtökohtana Kreatelle arvostusta pohdittaessa, mutta nykyisellään lähinnä haarukan ylärajana. Hyväksyttävä arvostushaarukkamme Kreatelle on: P/E 10-12x ja EV/EBIT: 10-12x. Kreate toimii vastasyklisellä alalla ja yhtiö on todistetusti pystynyt tekemään vahvaa pääoman tuottoa sekä kasvanut markkinoita nopeammin historiassa. Nykyinen heikko tulokunto yhdistettynä markkinan riskeihin kuitenkin rajaa kertoimien nousuvaraa nykyisellään.

Hyväksyttävässä arvostuksessa voi olla nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu jatkamaan kasvuaan historiallisesti samalla nostaen kannattavuutensa kestävästi odotuksiamme paremmalla tasolla tai tavoitteidensa yläpuolelle. Mielestämme tosin myös pääomamarkkinoiden arvostusta kiristävän paineen pitäisi helpottaa (korkojen lasku/vakiintuminen, tuottovaatimuksien lasku), jotta selkeästi korkeampaa arvostusta voisi haarukassa hyväksyä.

## Absoluuttiset kertoimet

Kreaten tulos jää heikoksi vuonna 2023 ja arvostus nousee korkeaksi (23e: EV/EBIT: 13x, P/E: 17x). Arviomme mukaan kuitenkin Kreaten arvostus suoranaisesti ei ole kallis, vaan kyse on ennemmin normaalia alhaisemmasta tulostasosta. Sen vuoksi katsomme jo lähivuosien palautuvaan tulokseen arvonmäärityksessämme.

Ennustamamme tuloskasvun vuoksi näemme Kreaten osakkeen vuoden 2024 arvostuksen maltillisena (2024e: EV/EBIT: 10x, P/E: 11x). Arvostus

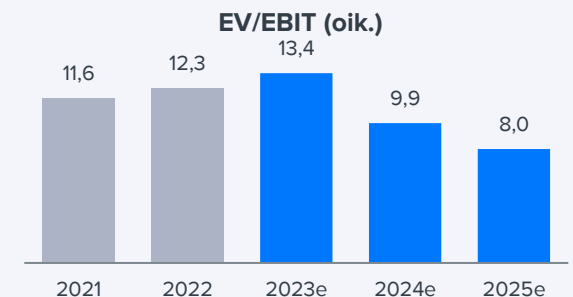
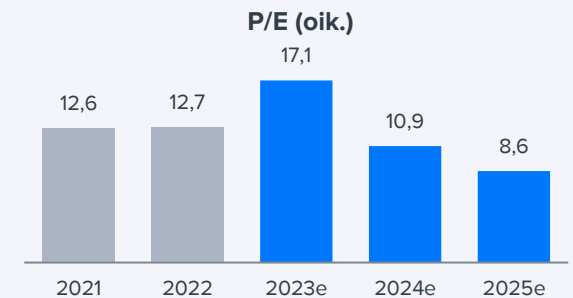
on mielestämme maltillinen etenkin, kun ottaa huomioon, että Kreaten tulostasoa on mielestämme kestävästi tulostasoa (yli syklin EBITA-% +4 %) matalampi ensi vuonna (2024e EBITA-%: 3,1 %). Osakkeessa olisi nousuvaraa haarukkamme (EV/EBIT: 10-12x, P/E: 10-12x) keskitasoon nojaten 5-10 %.

Volyymipohjainen EV/Liikevaihto-kerroin on verrattain alhaisella tasolla, vaikka kovin korkeaa arvostusta tämän perusteella on vaikea perustella. Yhtiön suomalaiset verrokkiyhtiöt on kuitenkin arvostettu 2010-luvulla noin 0,5x-tasolla, joka toimii mielestämme kohtuu hyvänä tukitasona myös Kreatelle. Tällä hetkellä 0,3x tasolla olevassa arvostuksessa olisi myös tämän perusteella nousuvaraa. Käytämme EV/Liikevaihto-kerrointa lähinnä kuitenkin tukena muulle arvonmääritykselle.

Odotamme absoluuttisen osingon laskevan heikon tuloksen myötä, mutta osinkotuoton olevan lähivuosina hyvällä noin 5 %:n tasolla. Mielestämme osinko ei ole kuitenkaan merkittävin ajuri osakkeelle, vaikka se tarjoaa tukea lähivuosien tuotto-odotukselle. Näemme kuitenkin yhtiön priorisoivan kassavirtaansa vielä lähivuosina kannattaviin kasvuinvestointeihin (yritysosotot, uudet liiketoiminnot), joten emme olisi merkittävän pettyneitä, vaikka osingot olisivat vielä odotuksiamme maltillisempia.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	6,84	6,84	6,84
Markkina-arvo	61	61	61
Yritysarvo (EV)	94	93	90
P/E (oik.)	17,1	10,9	8,6
P/B	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	7,3	6,1	5,2
EV/EBIT (oik.)	13,4	9,9	8,0
Osinko/tulos (%)	74,9 %	55,9 %	50,2 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	5,1 %	5,8 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 3/4

## Verrokkiryhmä

Kreatelle on saatavilla kohtuu hyvä verrokkiryhmä toimialan pohjoismaisista listatuista yhtiöistä.

Mielestämme parhaita verrokkeja ovat suomalaiset rakennusyhtiöt samaisen markkinan myötä sekä myös pohjoismaiset infraan keskittyneet yhtiöt. Listalla on kuitenkin myös isompia pohjoismaisia toimijoita kuten Skanska, NCC ja PEAB.

Verrokkien arvostustaso vuodelle 2024 katsoessa on mielestämme kohtuullisen neutraali (2024e mediaani EV/EBIT: 11x, P/E: 12x). Verrokkiryhmän vuoden 2024e mediaaneihin kertoimiin nähden Kreate on arvostettu noin 5 % alle verrokkien tason, mutta erot eri verrokkien arvostuksissa ovat tällä hetkellä suuria.

Verrokkiryhmästä näkee, että tasaisesti tulosta tekevilla yhtiöillä arvostustasot eivät merkittävästi vaihtele vuosittain, mutta rakennusalalle tyypillisesti osalla yhtiöistä tulostaso vaihtelee merkittävästi vuosien välillä. Tämän vuoksi kaikkien arvostustasoon ei voi suoraan nojata. Myös liiketoimintamixit ovat isolla osalla joukosta erilaisia Krateen verrattuna ja sisältävät jossain määrin enemmän riskiäkin (enemmän syklistä rakentamista).

## Kreate tulisi hinnoitella vähintään verrokkien tasolle

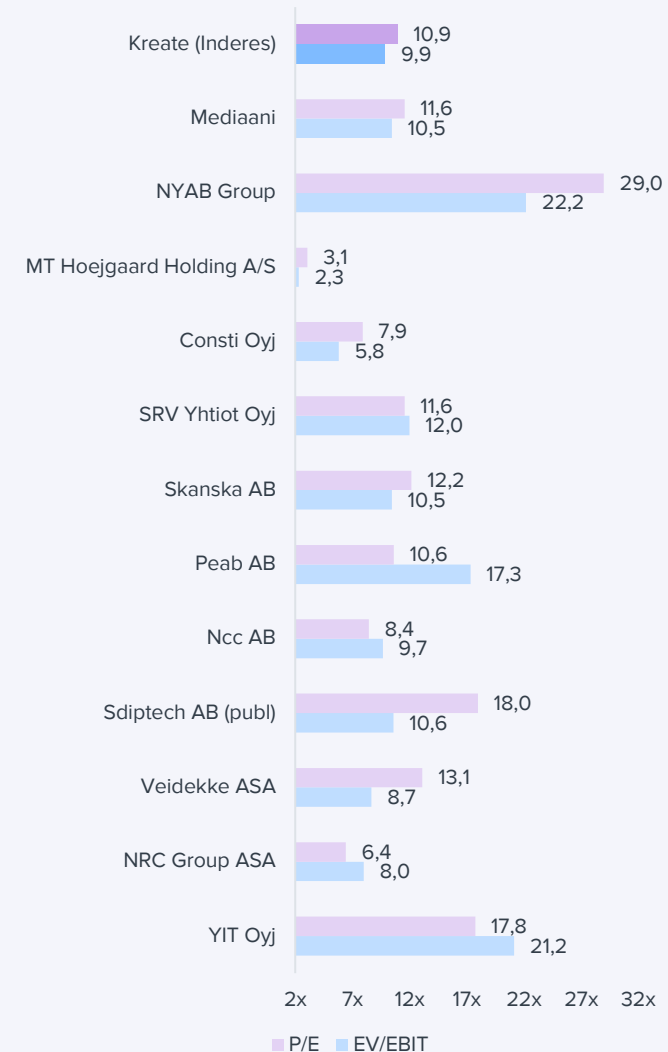
Mielestämme on perusteltua hinnoitella Kreate vähintään verrokkiryhmän tasolle. Kreaten kannattavuus ja kasvu on ollut viime vuosina verrokkeja vahvempaa ja yhtiö on tällä hetkellä kasvuvaiheessa.

Yhtiön kehitys- ja laajentumisvaihe, konsernin

lyhyt historia, osaa verrokkeja pienempi koko ja keskittyneempi liiketoiminta laskevat kuitenkin hyväksyttävää tasoa.

Näiden syiden takia hinnoitellemme Kreaten verrokkien tasolle (0 %). Tähän nähden nykyinen yli 5 %:n alennus yhtiön arvostuksessa omaisi hieman nousuvaraa. Tulosenusteisiin tosin kohdistuu tässä kustannusinflaation ja markkinakysynnän epävarmuudessa erittäin paljon riskejä. Tässä mielessä mielestämme suhteellisen arvostuksen kanssa tulee olla varovainen emmekä anna sille kovinkaan merkittävää painoarvoa nyt. Verrokkien taso tulee kuitenkin osin huomioitua jo Kreaten absoluuttisessa arvostuksessa.

## Verrokkiryhmä 2024e



# Arvonmääritys 4/4

## DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Rahavirtamalli on kuitenkin herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden, mikä sijoittajan on hyvä huomioida. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 4,0 %:iin liikevaihdosta. Tämä on alle yhtiön yli 5 %:n EBITA-marginaalin tavoitetason, mutta emme myöskään näe yhtiön yltävän tähän nykyisten näyttöjen pohjalta kestävästi. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,0 % ja oman pääoman kustannus on 11,0 %.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 10,5 euroa. Mallin arvo on selvästi nykyistä osakekurssia ja tavoitehintaamme korkeammalla. Mielestämme kuitenkin oletuksemme eivät ole pitkällä aikavälillä liian optimistiset heikomman markkinajakson yli. Jotta nykyinen osakekurssi olisi perusteltu, terminaalien kannattavuuden pitäisi laskea 2,5 %:n tasolle (muiden tekijöiden pysyessä ennallaan), mikä on mielestämme aivan liian pessimistinen oletus pidemmällä aikavälillä. Tämä sinänsä antaa sijoittajille mielenrauhaa, sillä markkinat arvioivat kannattavuuden jäävän nykyisille alhaisille tasoille ikuisuuteen, mikä on mielestämme epätodennäköistä.

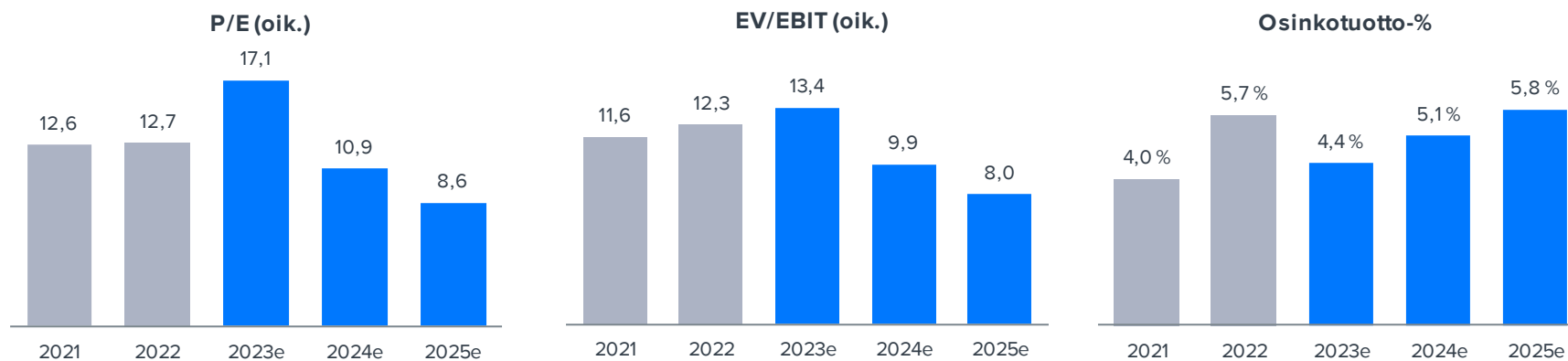
Jos nostaisimme pitkän aikavälin terminaalien kannattavuuden Kreaten tavoitetason rajalle 5 %:iin, nousisi DCF-laskelmamme arvo (muiden tekijöiden pysyessä ennallaan) lähes 14 euroon.

Emme kuitenkaan näe, että osakkeella olisi ajureita 12kk aikajänteellä nousta heijastamaan näkemäämme pitkän aikavälin potentiaalia yhtiössä. Siksi tavoitehintamme on merkittävästi DCF-laskelman alapuolella.

# Arvostus

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi				11,4	8,09	<b>6,84</b>	<b>6,84</b>	<b>6,84</b>	<b>6,84</b>
Markkina-arvo				99	73	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>
Yritysarvo (EV)				120	106	<b>94</b>	<b>93</b>	<b>90</b>	<b>87</b>
P/E (oik.)				12,6	12,7	<b>17,1</b>	<b>10,9</b>	<b>8,6</b>	<b>7,8</b>
P/B				2,4	1,7	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
EV/Liikevaihto				0,5	0,4	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
EV/EBITDA (oik.)				8,4	7,8	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>
EV/EBIT (oik.)				11,6	12,3	<b>13,4</b>	<b>9,9</b>	<b>8,0</b>	<b>7,2</b>
Osinko/tulos (%)				56,4 %	72,4 %	<b>74,9 %</b>	<b>55,9 %</b>	<b>50,2 %</b>	<b>50,0 %</b>
Osinkotuotto-%				4,0 %	5,7 %	<b>4,4 %</b>	<b>5,1 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>6,4 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
YIT Oyj	397	1378	29,5	21,2	20,4	15,7	0,6	0,7	117,6	17,8	6,1	6,4	0,5
NRC Group ASA	72	157	10,4	8,0	4,8	4,2	0,3	0,3	9,5	6,4	4,4	6,5	0,3
Veidekke ASA	1184	1063	9,5	8,7	5,3	5,0	0,3	0,3	14,4	13,1	7,7	7,4	4,7
Sdiptech AB (publ)	814	814	11,3	10,6	8,3	7,8	2,0	1,8	19,9	18,0			2,5
Ncc AB	1023	1432	10,8	9,7	5,4	5,6	0,3	0,3	7,8	8,4	5,6	6,0	1,4
Peab AB	1302	3088	13,6	17,3	8,8	9,9	0,6	0,6	7,4	10,6	5,5	5,5	1,0
Skanska AB	6135	6038	15,0	10,5	10,6	7,6	0,4	0,4	16,7	12,2	4,1	4,4	1,2
SRV Yhtiot Oyj	71	222		12,0	110,9	9,4	0,4	0,3		11,6		2,6	0,6
Consti Oyj	78	75	5,8	5,8	4,4	4,7	0,2	0,2	8,3	7,9	6,4	6,9	1,9
MT Hoejgaard Holding A/S	116	123	2,5	2,3	1,7	1,6	0,1	0,1	10,8	3,1			1,1
NYAB Group	540	530	27,8	22,2	23,4	19,3	1,8	1,6	36,7	29,0	1,1	1,3	2,7
<b>Kreate (Inderes)</b>	<b>61</b>	<b>94</b>	<b>13,4</b>	<b>9,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>17,1</b>	<b>10,9</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>1,5</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>13,6</b>	<b>11,6</b>	<b>18,5</b>	<b>8,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>24,9</b>	<b>12,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>1,6</b>
<b>Mediaani</b>			<b>11,0</b>	<b>10,5</b>	<b>8,3</b>	<b>7,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>12,6</b>	<b>11,6</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>1,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>21 %</b>	<b>-6 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>-18 %</b>	<b>2 %</b>	<b>36 %</b>	<b>-6 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>-14 %</b>	<b>21 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes



# DCF-laskelma

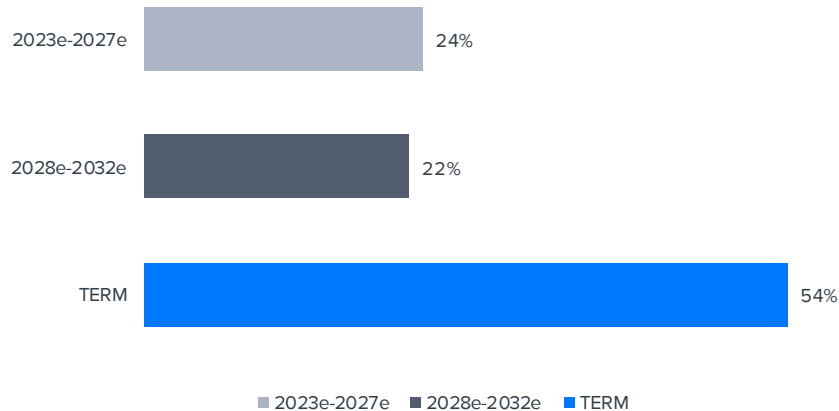
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	15,3 %	19,2 %	-6,4 %	2,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	3,1 %	2,1 %	3,1 %	3,6 %	3,7 %	3,5 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,6</b>	<b>7,0</b>	<b>9,4</b>	<b>11,2</b>	<b>12,0</b>	<b>11,6</b>	<b>13,6</b>	<b>13,9</b>	<b>14,2</b>	<b>14,5</b>	<b>14,7</b>	
+ Kokonaispoistot	5,0	5,8	5,9	6,1	6,6	6,9	7,1	7,3	7,5	7,6	7,7	
- Maksutut verot	-1,3	-1,3	-1,6	-2,0	-2,0	-1,9	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-4,1	4,3	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>7,9</b>	<b>15,3</b>	<b>13,3</b>	<b>16,4</b>	<b>16,2</b>	<b>16,2</b>	<b>18,1</b>	<b>18,5</b>	<b>18,9</b>	<b>19,2</b>	<b>19,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-12,8	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-5,6</b>	<b>7,3</b>	<b>5,2</b>	<b>8,4</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>10,1</b>	<b>10,5</b>	<b>10,8</b>	<b>11,2</b>	<b>11,5</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-5,7	7,3	5,2	8,4	8,1	8,2	10,1	10,5	10,8	11,2	11,5	156
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>7,2</b>	<b>4,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>71,4</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		132	125	120	113	107	101	94,3	88,1	82,2	76,6	71,4
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>132</b>										
- Korolliset velat		-42,8										
+ Rahavarat		9,4										
-Vähemmistöosuus		0,1										
-Osinko/pääomapalautus		-4,1										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>94,4</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>10,5</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	237,6	273,9	<b>326,4</b>	<b>305,5</b>
Käyttökate	14,2	13,6	<b>12,8</b>	<b>15,4</b>
Liikevoitto	10,3	8,6	<b>7,0</b>	<b>9,4</b>
Voitto ennen veroja	8,2	6,7	<b>4,5</b>	<b>7,1</b>
Nettovoitto	6,9	5,7	<b>3,6</b>	<b>5,6</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Tase	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	106,6	134,5	<b>142,8</b>	<b>139,2</b>
Oma pääoma	41,1	42,6	<b>42,1</b>	<b>45,0</b>
Liikearvo	35,6	40,0	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>
Nettovelat	20,9	33,4	<b>32,4</b>	<b>31,7</b>

Kassavirta	2021	2022	2023e	2024e
Käyttökate	14,2	13,6	<b>12,8</b>	<b>15,4</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,3	-4,1	<b>4,3</b>	<b>0,0</b>
Operatiivinen kassavirta	6,4	7,9	<b>15,3</b>	<b>13,3</b>
Investoinnit	-5,9	-12,8	<b>-8,0</b>	<b>-8,0</b>
Vapaa kassavirta	1,7	-5,7	<b>7,3</b>	<b>5,2</b>

Arvostuskertoimet	2021	2022	2023e	2024e
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
EV/EBITDA (oik.)	8,4	7,8	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>
EV/EBIT (oik.)	11,6	12,3	<b>13,4</b>	<b>9,9</b>
P/E (oik.)	12,6	12,7	<b>17,1</b>	<b>10,9</b>
P/B	2,4	1,7	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
Osinkotuotto-%	4,0 %	5,7 %	<b>4,4 %</b>	<b>5,1 %</b>

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023e	2024e
EPS (raportoitu)	0,80	0,64	<b>0,40</b>	<b>0,63</b>
EPS (oikaistu)	0,90	0,64	<b>0,40</b>	<b>0,63</b>
Operat. kassavirta / osake	0,74	0,88	<b>1,71</b>	<b>1,48</b>
Vapaa kassavirta / osake	0,19	-0,63	<b>0,81</b>	<b>0,58</b>
Omapääoma / osake	4,72	4,75	<b>4,69</b>	<b>5,02</b>
Osinko / osake	0,45	0,46	<b>0,30</b>	<b>0,35</b>

Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	1 %	15 %	<b>19 %</b>	<b>-6 %</b>
Käyttökatteen kasvu-%	2 %	-4 %	<b>-6 %</b>	<b>20 %</b>
Liikevoiton oik. kasvu-%	0 %	-17 %	<b>-18 %</b>	<b>35 %</b>
EPS oik. kasvu-%	3 %	-29 %	<b>-37 %</b>	<b>56 %</b>
Käyttökate-%	6,0 %	5,0 %	<b>3,9 %</b>	<b>5,0 %</b>
Oik. Liikevoitto-%	4,4 %	3,1 %	<b>2,1 %</b>	<b>3,1 %</b>
Liikevoitto-%	4,4 %	3,1 %	<b>2,1 %</b>	<b>3,1 %</b>
ROE-%	20,5 %	13,6 %	<b>8,5 %</b>	<b>12,9 %</b>
ROI-%	15,8 %	11,2 %	<b>8,1 %</b>	<b>10,7 %</b>
Omavaraisuusaste	38,6 %	31,6 %	<b>29,5 %</b>	<b>32,3 %</b>
Nettovelkaantumisaste	50,9 %	78,5 %	<b>76,9 %</b>	<b>70,5 %</b>

# 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 käsitellä 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 käytettävää neuvonantajia. 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 suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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
22.11.2021	Osta	13,00 €	10,75 €
24.11.2021	Osta	13,00 €	11,45 €
27.1.2022	Lisää	13,00 €	11,75 €
27.4.2022	Osta	12,00 €	9,00 €
28.7.2022	Osta	12,00 €	8,80 €
4.10.2022	Osta	11,00 €	8,02 €
27.10.2022	Osta	11,00 €	8,45 €
21.11.2022	Lisää	10,50 €	8,92 €
12.1.2023	Lisää	10,50 €	9,05 €
1.2.2023	Lisää	10,50 €	9,30 €
2.5.2023	Lisää	9,00 €	7,94 €
12.7.2023	Vähennä	7,90 €	7,58 €
20.7.2023	Lisää	7,90 €	7,44 €
26.10.2023	Lisää	7,00 €	6,32 €
28.11.2023	Lisää	7,30 €	6,84 €

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](https://www.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.**