

Kreate

Yhtiöraportti

17.07.2024 06.38 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kannattavuus paranee oikeaan aikaan

Toistamme Kreaten tavoitehintamme (8,50 euroa) ja lisää-suosituksemme yhtiön Q2-raportin jälkeen. Kreaten toinen kvartaali oli lupauksia herättävä niin kannattavuuden kuin näkymienkin osalta. Kannattavuus parantui kolmatta kvartaalia putkeen, kun samanaikaisesti markkinanäkymät eri liiketoiminnoissa ovat kääntyneet parempaan päin. Raportti ei kokonaisuudessaan aiheuttanut merkittäviä muutoksia ennusteisiimme. Lähivuosien tulosparrannukseen suhteutettuna osakkeen arvostus on maltillinen ja tuotto-odotusta tukee tämän lisäksi vahva 6 %:n osinkotuotto.

Ensimmäinen vuosipuolisko toi parannusta kannattavuuteen

Kreate julkisti tiistaina aamulla Q2-raporttinsa, joka oli luvuiltaan odotuksiamme parempi. Liikevaihto oli vielä selkeässä 21 %:n laskussa (Q2: 68 MEUR), mutta kannattavuutta saatiin selvästi parannettua odotuksiamme enemmän. EBITA oli vertailukauden tasolla 2,6 MEUR:ssa (ennuste: 2,2 MEUR) ja marginaali parantui 3,8 %:iin vertailukauden 3,0 %:sta (ennuste: 3,0 %). Kreate on selvästi saanut tulostrendinsä kääntettyä juuri oikeaan aikaan, kun inframarkkina etenkin Kreatelle ominaisessa vaativassa infrassa näyttäisi nytkähtäneen liikkeelle. Tilauskanta oli kuitenkin vielä 24 % laskussa vertailukaudesta 200 MEUR:ssa. Taso on historiaan nähden kuitenkin hyvä ja tilauskannan tuloutuminen on myös tänä vuonna historiaa vahvempaa.

Markkinanäkymät tukevat parempaa H2:sta

Kreaten ohjeistus jäi odotetusti ennalleen. Kreate ohjeistaa, että vuonna 2024 liikevaihto laskee ja on 270-300 MEUR (2023: 320 MEUR). EBITA:n odotetaan kasvavan 8-11 MEUR:oon (2023: 7,8 MEUR). Toiselle vuosipuoliskolle jää vielä paljon tehtävää, mutta H2:n voi odottaa olevan H1:stä parempi tänä vuonna, sillä niin näkymissä kuin tilausvirrassakin on tapahtunut käänne parempaan suuntaan. Olemme ennusteissamme ohjeistuksen keskitason alapuolella, mutta hyvän hankekertymän myötä Kreatella on mahdollisuudet yltää myös ohjeistuksen ylälaitaan. Ennustamme liikevaihdon laskevan tänä vuonna 14 %:lla 275 MEUR:oon, mutta EBITA:n nousevan 9,2 MEUR:oon (EBITA-%: 3,3 %). Kannattavuutta avittaa etenkin vanhojen hankkeiden päätyminen sekä selektiivisyys hankkeissa. Kreate keskittyy tällä hetkellä etenkin kannattavuutensa parantamiseen ja näemme lähivuosien liikevaihdon jäävän vuoden 2023 (320 MEUR) huipun alapuolelle (2026e: 305 MEUR). Odotamme kustannuspaineiden helpottumisen, parempikatteisen tilauskannan sekä vuosien 2025-2026 volyymien nousun nostavan kannattavuuden lähemmäs Kreaten normalisoitua 4 %:n tasoa (2026e: EBITA-%: 3,9 %). Tavoitteet ovat vielä korkeammalle (>5 % EBITA-%), mutta inflaation kehitys (materiaalit ja palkat) sekä muun rakentamisen heikkous (kilpailun kiristyminen infrassa) tuovat kehitykseen vielä riskinsä.

Arvostus maltillinen ja osinko tukee tuotto-odotusta

Kreaten tulos nousee ennusteissamme vuonna 2024 ja osake on siihen nähden kohtuullisen neutraalisti hinnoiteltu (24e: EV/EBIT: 10x, P/E: 14x). Piristyvän markkinan sekä positiivisen tulostrendin myötä Kreaten tulos palautuu lähemmäs normaalia tasoa vuonna 2025 ja laskee arvostuksen jo houkuttelevammalle tasolle (25e: EV/EBIT: 9x, P/E: 11x). Hyväksyttävän arvostushaarukkamme (EV/EBIT: 10-12x, P/E: 10-12x) keskitasoon ja vuoden 2025 arvostukseen nojaten osakkeessa olisi noin 10 %:n nousuvara. Liiketoimintamallin mahdollistaman vahvan kassavirran kautta syntyvä noin 6-7 %:n osinkotuotto tukee myös tuotto-odotusta selvästi. Myös DCF-laskelman arvo on selvästi korkeampi (10,5 euroa) tukien positiivista suositustamme.

Suositus

Lisää

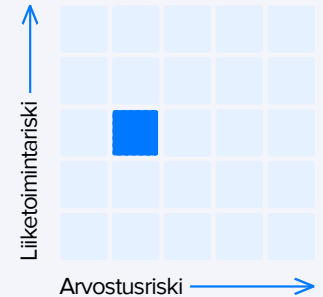
(aik. Lisää)

8,50 EUR

(aik. 8,50 EUR)

Osakekurssi:

7,82



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	320,0	275,2	292,9	304,9
kasvu-%	17 %	-14 %	6 %	4 %
EBITA (oik.)	7,8	9,2	11,1	12,1
EBITA-% (oik.)	2,4 %	3,3 %	3,8 %	4,0 %
Nettotulos	3,7	4,9	6,5	7,3
EPS (oik.)	0,44	0,56	0,74	0,82
P/E (oik.)	16,5	14,1	10,6	9,6
P/B	1,5	1,6	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	6,6 %	6,3 %	6,4 %	6,5 %
EV/EBIT (oik.)	10,7	10,4	9,2	8,3
EV/EBITDA	5,8	6,3	5,8	5,3
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3

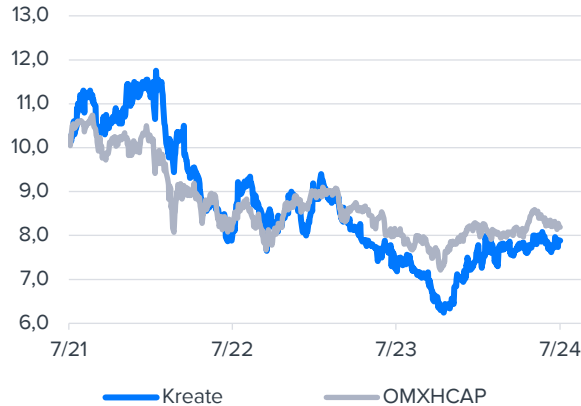
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

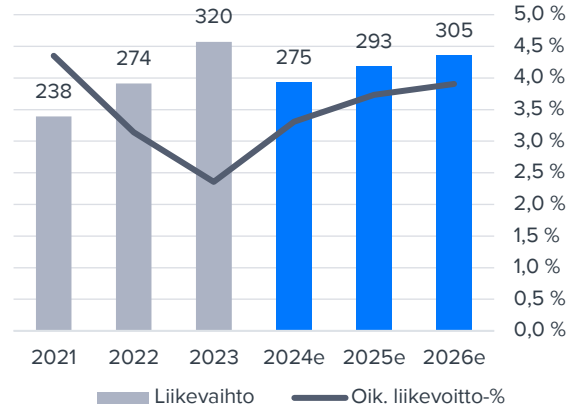
Kreate arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2024 laskee ja on 270-300 miljoonaa euroa (2023: 320 MEUR) ja EBITA kasvaa ja on 8-11 MEUR (2023: 7,8 MEUR).

Osakekurssi



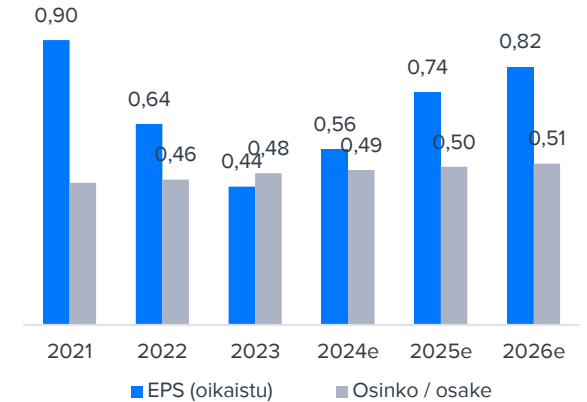
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vahva markkinoita vahvempi kasvu keskipitkällä aikavälillä
- 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	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,82	7,82	7,82
Markkina-arvo	70	70	70
Yritysarvo (EV)	95	100	99
P/E (oik.)	14,1	10,6	9,6
P/B	1,6	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,3	5,8	5,3
EV/EBIT (oik.)	10,4	9,2	8,3
Osinko/tulos (%)	88,3 %	68,0 %	62,4 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,4 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Oikein hyvä raportti

Liikevaihdossa selkeää laskua

Kreaten liikevaihto laski Q2:lla 21 %:lla noin 68 MEUR:oon alittaen meidän 72,1 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihdon lasku kiihtyi vielä vuoden alusta odotuksiemme vastaisesti, kun Kreaten uudet hankkeet eivät ole vielä lähteneet täysimääräisesti käyntiin ja vanhemmat isot hankkeet ovat valmistuneet. H1:n liikevaihdon kuitenkin tiedettiin olevan matalampi kuin H2:n tänä vuonna.

Liiketoiminnoittain H1:llä liikevaihto laski Taitorakentamisessa 28 %:lla 87,5 MEUR:oon. Tätä avitti kasvanut Ruotsin liiketoiminta (Ruotsi H1: 12,9 MEUR vs. 9,2 MEUR v/v), mutta isojen hankkeiden päättymisen laski liikevaihtoa. Väylärakentamisessa liikevaihto nousi 19 %:lla 33,7 MEUR:oon haastavamman markkinajakson väistyessä ja uusien hankkeiden lähtiessä liikkeelle.

Tilaukanta jatkoi odotetusti vielä 24,5 %:n laskussa, mutta taso on viime vuosiin nähden oikein hyvä ja

laskun kulmakerroin on hiipunut.

Suhteellinen kannattavuus selkeästi parempi

Selvästi laskeneesta liikevaihdosta huolimatta Kreaten EBITA-liikevoitto oli vertailukauden tasolla 2,6 MEUR:ssa (Q2'23: 2,6 MEUR) ylittäen noin 20 %:lla 2,2 MEUR:n ennusteemme. EBITA-marginaali nousi jo 3,8 %:iin vertailukaudesta (Q2'23: 3,0 %) ylittäen 3,0 % ennusteemme myös selvästi. Kannattavuus parani kolmatta kvartaalia putkeen, kun vanhat kiinteähintaiset hankkeet eivät enää kulupuolta rasita. Lisäksi aikaisempina vuosina tehdyt kasvuinvestoinnit Ruotsiin sekä ratapuolelle alkavat tuottamaan nähtävästi tulosta.

Alemmillä tulosriveillä rahoituskulut olivat hieman odotuksiamme pienemmät ja tulos ennen veroja oli selkeästi yli odotustemme. Osakekohtainen tulos oli vertailukauden tasolla 0,16 eurossa (Q2'23: 0,17 MEUR) ylittäen myös 0,14 euron odotuksemme.

Pieninä negatiivisina nostoina raportista nousee esiin

yhteisyrittäjä KFS Finland Oy:n heikompi tulos. Yhtiön pohjarakentamisen volyymit ovat Kreaten mukaan pienentyneet, mikä on johtanut tuloksen laskuun. Myös Kreaten operatiivinen kassavirta oli H1:llä negatiivinen (-9,6 MEUR), mutta se johtui nettokäyttöpääoman muutoksesta erittäin hyvältä tasolta normaaliksi.

Ohjeistus ennallaan, näkymissä edelleen pirstymistä

Kreate ohjeistaa, että vuonna 2024 liikevaihto laskee ja on 270-300 MEUR (2023: 320 MEUR). Yhtiö odottaa EBITA:n kasvavan 8-11 MEUR:oon (2023: 7,8 MEUR). H2:n voi odottaa olevan H1:stä parempi tänä vuonna, sillä niin näkymissä kuin tilausvirrassakin on tapahtunut käänne parempaan suuntaan. Markkinatilanne infrassa on tällä hetkellä oikein hyvä etenkin Kreatelle ja uusien hankkeita on tarjoustoiminnan pirstymisen myötä odotuksissa. Näin arvioimme, että loppuvuotta kohti tilaukanta ja liikevaihtoa alkaa paremmin kertymään.

Ennustetaulukko	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Konsensus	Erotus (%)	2024e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	85,7	68,0	72,1				-6 %	275
EBITA (oik.)	2,6	2,6	2,2				21 %	9,2
Liikevoitto	2,5	2,6	2,1				22 %	9,1
Tulos ennen veroja	1,9	2,1	1,5				37 %	6,3
EPS (raportoitu)	0,17	0,16	0,14				16 %	0,56
Liikevaihdon kasvu-%	27,8 %	-20,7 %	-15,9 %				-4,8 %-yks.	-14,0 %
EBITA-% (oik.)	3,0 %	3,8 %	3,0 %				0,8 %-yks.	3,3 %

Lähde: Inderes

Kreate Q2'24: ”Yllätyksetön, hyvä kvartaali”



Kreaten liiketoiminta

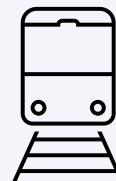
Taitorakentaminen



78 %
liike-
vaihdosta
2023

- 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



22 %
liike-
vaihdosta
2023

- 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



Tilaaajat ja asiakkaat hankekehittävät usein projektin



Kreate osittain mukana projektin suunnittelu ja selvitystöissä

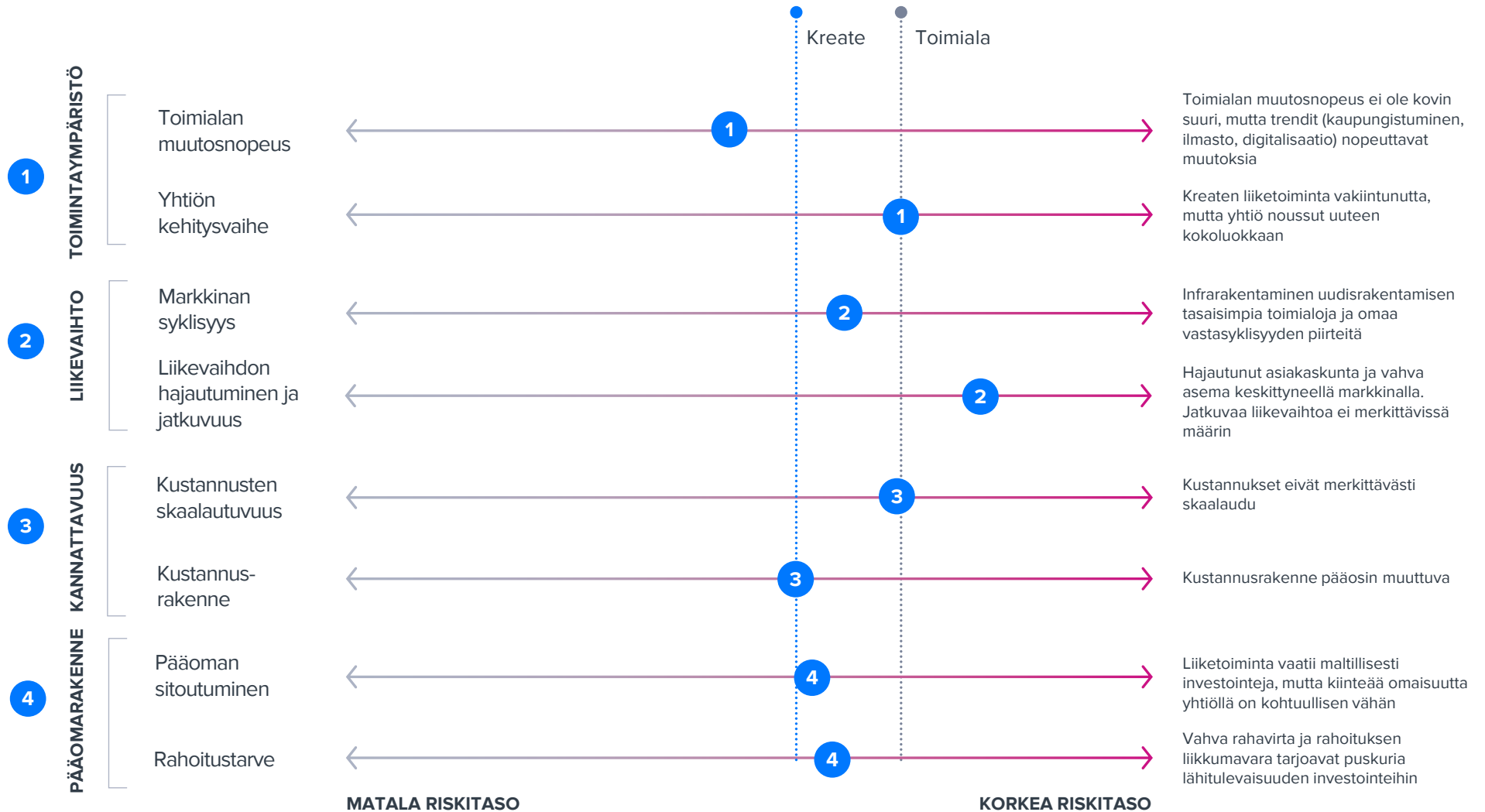


Pääpaino Kreaten liiketoiminnassa on itse toteutuksessa



Ylläpito ja huolto pienemmässä osassa Kreatella

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Ei merkittäviä ennustemuutoksia

Ennustemuutokset 2024e-2026e

- Emme tehneet merkittäviä muutoksia ennusteisiimme
- Q2:n liikevaihdon alitus laski hieman liikevaihdon ennusteitamme
- Odotuksia parempi suhteellinen kannattavuus nosti aavistuksen tulosennusteita
- Osakkuusyhtiön (KFS Finland) heikko tulos laski hieman Q2:n tulosvaikutusta sekä ennusteitamme yhtiön kehityksen osalta

Operatiiviset tulosajurit 2024-2026e:

- Inframarkkinan käänne parempaan ja volyymien nousu
- Kustannuspaineiden maltillistuminen
- Volyymien nousun tuoma vipu
- Vanhojen kustannusrasitteita tuovien hankkeiden päättyminen 2023
- Ratarakentamisen ja Ruotsin kasvuinvestointien tuottaminen
- Kilpailupaineen helpotus muun uudisrakentamisen palautuessa

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	279	275	-2 %	297	293	-2 %	310	305	-2 %
EBITA ilman kertaeriä	9,1	9,2	1%	10,9	11,1	2 %	11,9	12,1	1%
Liikevoitto	9,0	9,1	1%	10,8	10,9	2 %	11,8	11,9	1%
Tulos ennen veroja	6,3	6,3	1%	8,3	8,5	2 %	9,2	9,4	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,56	0,56	0 %	0,73	0,74	1%	0,81	0,82	1%
Osakekohtainen osinko	0,49	0,49	0 %	0,50	0,50	0 %	0,51	0,51	0 %

Lähde: Inderes

Tuotto-odotus pitää positiivisena

Absoluuttiset kertoimet

Kreaten tulos nousee ennusteissamme vuonna 2024 ja osake on siihen nähden kohtuullisen neutraalisti hinnoiteltu (24e: EV/EBIT: 10x, P/E: 14x). Nojaamme kuitenkin nähdyn alustavan tulostrendin käänteen voimin jo pidemmän aikavälin potentiaaliin luottavaisemmin.

Piristyvän markkinan sekä positiivisen tulostrendin myötä Kreaten tulos palautuu lähemmäs normaalia tasoa vuonna 2025 ja laskee arvostuksen jo houkuttelevammalle tasolle (25e: EV/EBIT: 9x, P/E: 11x). Hyväksyttävän arvostushaarukkamme (EV/EBIT: 10-12x, P/E: 10-12x) keskitasoon ja vuoden 2025 arvostukseen nojaten osakkeessa olisi noin 10 %:n nousuvara. Tulostaso on vuonna 2025 lähempänä kestäväää normalisoitua tulostasoa (EBITA-% 3,7 %), mihin arvioimme myös markkinan keskittyvän Kreaten edetessä raiteillaan.

Liiketoimintamalli vahvan kassavirran mahdollistama 6-7 %:n osinkotuotto lähivuosille tukee myös osakkeen tuotto-odotusta. Kreate on ilmaissut halunsa jakaa kasvavaa osinkoa ja mielestämme yhtiöllä on siihen mahdollisuudet, vaikka osinto/tulos-% nouseekin lähiaikoina yli 50 %:n. Liiketoiminta ei vaadi merkittävästi pääomia investointeja varten, ja myös kasvuinvestointeja varten yhtiöllä on rahoituskapasiteettia esimerkiksi hyvän yritysostokohteen ilmaantuessa tutkalle.

Verrokkiryhmä

Kreatelle on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan pohjoismaisista listatuista yhtiöistä. Verrokkien arvostustaso vuodelle 2025 katsoessa on mielestämme kohtuullisen maltillinen (25e mediaani EV/EBIT: 10x, P/E: 10x). Kreate on verrokkien tasoon

nähden linjaan arvostettu. Verrokkien arvostus tosin vaihtelee selkeän preemion ja alennuksen väliltä, kun ennusteiden epävarmuus on korkea. Tässä mielessä mielestämme suhteellisen arvostuksen heijastusarvo ei ole kovin hyvä emmekä anna sille merkittävää painoarvoa nyt. Verrokkien taso tulee kuitenkin osin huomioitua jo Kreaten absoluuttisessa arvostuksessa.

DCF-arvonmääritys

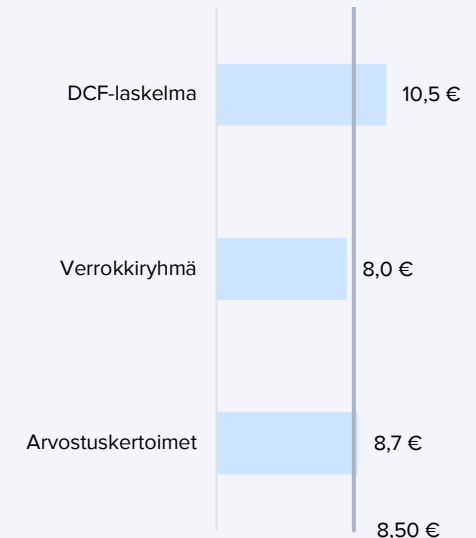
Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksöllä 1,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 4,0 %:iin liikevaihdosta. Tämä on alle yhtiön yli 5 %:n EBITA-marginaalin 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. Emme kuitenkaan näe, että osakkeella olisi ajureita 12kk aikajänteellä nousta heijastamaan näkemäämme pidemmän aikavälin potentiaalia yhtiössä.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,82	7,82	7,82
Markkina-arvo	70	70	70
Yritysarvo (EV)	95	100	99
P/E (oik.)	14,1	10,6	9,6
P/B	1,6	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,3	5,8	5,3
EV/EBIT (oik.)	10,4	9,2	8,3
Osinko/tulos (%)	88,3 %	68,0 %	62,4 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,4 %	6,5 %

Lähde: Inderes

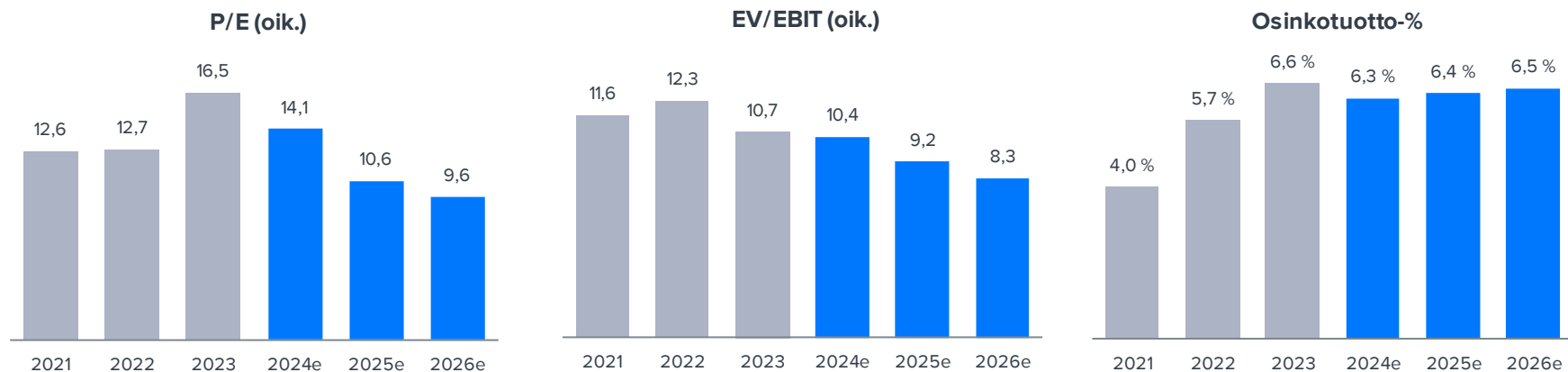
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi			11,4	8,09	7,22	7,82	7,82	7,82	7,82
Markkina-arvo			99	73	64	70	70	70	70
Yritysarvo (EV)			120	106	81	95	100	99	96
P/E (oik.)			12,6	12,7	16,5	14,1	10,6	9,6	8,4
P/B			2,4	1,7	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto			0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA			8,4	7,8	5,8	6,3	5,8	5,3	4,7
EV/EBIT (oik.)			11,6	12,3	10,7	10,4	9,2	8,3	7,3
Osinko/tulos (%)			56,4 %	72,4 %	109,7 %	88,3 %	68,0 %	62,4 %	56,1 %
Osinkotuotto-%			4,0 %	5,7 %	6,6 %	6,3 %	6,4 %	6,5 %	6,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
YIT Oyj	540	1486	64,6	24,0	33,7	18,2	0,8	0,7		77,6			0,6
NRC Group ASA	64	137	11,7	7,6	5,8	3,9	0,2	0,2	10,7	6,8		7,0	0,3
Veidekke ASA	1364	1211	9,4	8,7	5,5	5,2	0,3	0,3	13,8	12,9	6,8	7,1	5,0
Sdiptech AB (publ)	1092	1092	13,5	12,2	9,9	9,0	2,3	2,1	25,4	21,7			2,9
Ncc AB	1255	1632	11,2	11,0	6,5	6,4	0,3	0,3	10,5	10,3	5,3	5,4	1,8
Peab AB	1845	3363	17,8	17,2	10,6	10,2	0,7	0,7	13,9	13,2	3,3	4,2	1,3
Skanska AB	7344	7148	12,4	10,5	9,3	8,0	0,5	0,5	14,1	13,1	3,7	4,1	1,4
SRV Yhtiot Oyj	85	246	14,5	9,6	10,5	7,6	0,3	0,3	11,4	6,3		2,6	0,6
Consti Oyj	79	81	8,1	6,5	6,0	4,6	0,3	0,2	9,4	7,8	6,6	7,4	1,7
MT Hoejgaard Holding A/S	175	131	2,3	2,8	1,7	1,9	0,1	0,1	6,2	5,1			1,3
NYAB Group	33	8	0,3		0,3		0,0		1,7	1,4	24,0	32,7	0,2
Kreate (Inderes)	70	95	10,4	9,2	6,3	5,8	0,3	0,3	14,1	10,6	6,3	6,4	1,6
Keskiarvo			15,1	11,0	9,1	7,5	0,5	0,6	11,7	16,0	8,3	8,8	1,6
Mediaani			11,7	10,1	6,5	7,0	0,3	0,3	11,0	10,3	5,9	6,2	1,3
Erotus-% vrt. mediaani			-11 %	-9 %	-3 %	-18 %	5 %	4 %	28 %	4 %	6 %	4 %	19 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	238	274	65,8	85,7	88,3	80,2	320	54,4	68,0	75,8	77,0	275	293	305	314
Käyttökate	14,2	13,6	1,0	4,1	4,0	4,8	14,0	1,6	4,1	4,7	4,8	15,2	17,4	18,8	20,3
Poistot ja arvonalennukset	-3,9	-5,0	-1,4	-1,6	-1,2	-2,2	-6,4	-1,4	-1,5	-1,4	-1,8	-6,1	-6,5	-6,9	-7,2
EBITA (oik.)	10,5	8,8	-0,4	2,6	2,9	2,7	7,8	0,3	2,6	3,4	3,0	9,2	11,1	12,1	13,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,3	8,6	-0,4	2,5	2,8	2,6	7,6	0,2	2,6	3,3	3,0	9,1	10,9	11,9	13,1
Liikevoitto	10,3	8,6	-0,4	2,5	2,8	2,6	7,6	0,2	2,6	3,3	3,0	9,1	10,9	11,9	13,1
Nettorahoituskulut	-2,1	-1,9	-0,4	-0,6	-1,1	-0,8	-2,9	-0,8	-0,5	-0,9	-0,6	-2,8	-2,5	-2,5	-2,4
Tulos ennen veroja	8,2	6,7	-0,9	1,9	1,7	1,9	4,7	-0,6	2,1	2,4	2,4	6,3	8,5	9,4	10,6
Verot	-1,3	-1,1	0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,7	0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-1,4	-1,8	-2,0	-2,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	6,9	5,8	-0,7	1,5	1,3	1,6	3,7	-0,6	1,6	2,0	1,9	4,9	6,5	7,3	8,2
EPS (oikaistu)	0,90	0,64	-0,08	0,17	0,16	0,18	0,44	-0,06	0,18	0,22	0,21	0,56	0,74	0,82	0,93
EPS (raportoitu)	0,80	0,64	-0,08	0,17	0,16	0,18	0,44	-0,06	0,18	0,22	0,21	0,56	0,74	0,82	0,93

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	1,0 %	15,3 %	30,6 %	27,8 %	20,5 %	-3,6 %	16,8 %	-17,4 %	-20,7 %	-14,1 %	-3,9 %	-14,0 %	6,4 %	4,1 %	3,0 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	0,1 %	-17,0 %	-134,5 %	9,2 %	-2,4 %	17,8 %	-10,5 %	-165,8 %	0,0 %	18,1 %	12,1 %	17,0 %	20,9 %	8,8 %	9,7 %
Oikaistu EBITA-%	4,4 %	3,2 %	-0,6 %	3,0 %	3,3 %	3,4 %	2,4 %	0,5 %	3,8 %	4,5 %	3,9 %	3,3 %	3,8 %	4,0 %	4,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,4 %	3,1 %	-0,7 %	3,0 %	3,2 %	3,3 %	2,4 %	0,4 %	3,8 %	4,4 %	3,9 %	3,3 %	3,7 %	3,9 %	4,2 %
Nettotulos-%	2,9 %	2,1 %	-1,1 %	1,8 %	1,6 %	2,0 %	1,2 %	-1,0 %	2,4 %	2,6 %	2,5 %	1,8 %	2,2 %	2,4 %	2,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	74,9	75,6	77,7	79,4	80,7
Liikearvo	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Aineettomat hyödykkeet	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6
Käyttöomaisuus	22,8	23,3	25,4	27,1	28,3
Sijoitukset osakkuusryhtyksiin	10,0	10,5	10,5	10,5	10,5
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Vaihtuvat vastaavat	59,6	59,0	50,8	56,3	58,6
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Myyntisaamiset	49,8	34,6	35,8	43,9	45,7
Likvidit varat	9,4	23,6	14,3	11,7	12,2
Taseen loppusumma	135	135	128	136	139

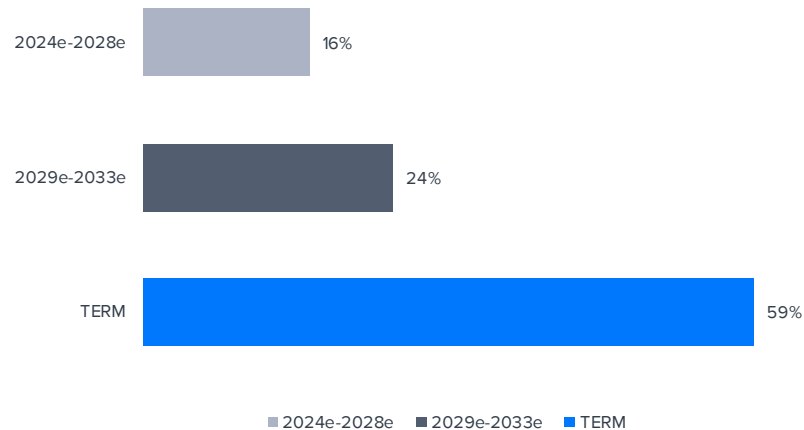
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	42,6	42,7	43,4	45,6	48,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	23,4	24,0	24,7	26,9	29,7
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	19,2	18,7	18,7	18,7	18,7
Vähemmistöosuus	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Pitkäaikaiset velat	35,4	34,0	33,8	25,5	34,8
Laskennalliset verovelat	1,5	1,5	0,7	0,5	0,5
Varaukset	1,9	3,1	3,1	3,1	3,1
Korolliset velat	32,1	29,4	30,0	21,9	31,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	56,6	57,9	51,3	64,7	56,2
Korolliset velat	10,7	11,0	10,0	20,7	10,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	45,5	46,8	41,3	43,9	45,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	135	135	128	136	139

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	16,8 %	-14,0 %	6,4 %	4,1%	3,0 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	2,4 %	3,3 %	3,7 %	3,9 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	7,6	9,1	10,9	11,9	13,1	13,1	13,3	13,6	13,9	14,1	14,4	
+ Kokonaispoistot	6,4	6,1	6,5	6,9	7,2	7,5	7,7	7,8	7,9	8,0	8,0	
- Maksetut verot	-0,5	-2,2	-2,0	-2,0	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
+ 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	15,9	-6,7	-5,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	28,9	5,7	9,3	16,2	17,5	17,7	18,1	18,4	18,8	19,0	19,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,8	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	23,3	-2,5	1,1	8,0	9,3	9,5	9,9	10,2	10,6	10,8	11,3	
+/- Muut	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	23,5	-2,5	1,1	8,0	9,3	9,5	9,9	10,2	10,6	10,8	11,3	153
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,4	1,0	6,5	6,9	6,5	6,2	5,9	5,6	5,2	5,0	68,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		114	117	116	109	102	95,9	89,7	83,8	78,3	73,0	68,0
Velaton arvo DCF		114										
- Korolliset velat		-40,4										
+ Rahavarat		23,6										
-Vähemmistöosuus		0,2										
-Osinko/pääomapalautus		-4,3										
Oman pääoman arvo DCF		93,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,5										

Rahavirran jakauma jaksoittain

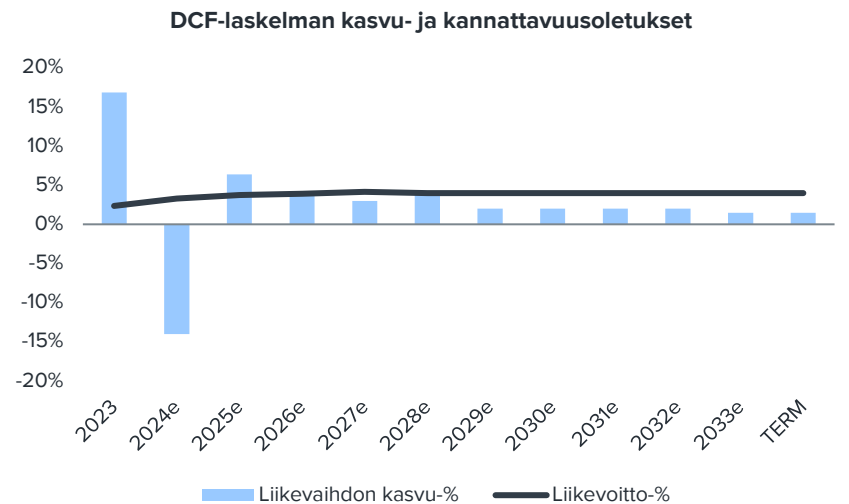
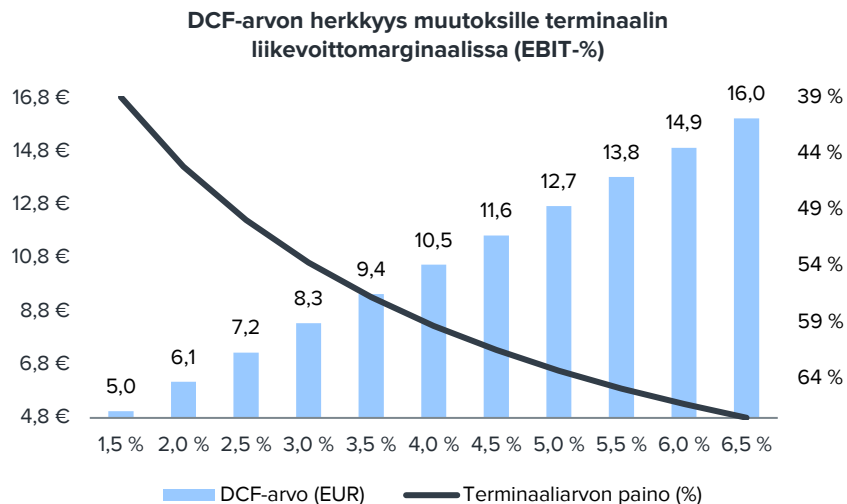
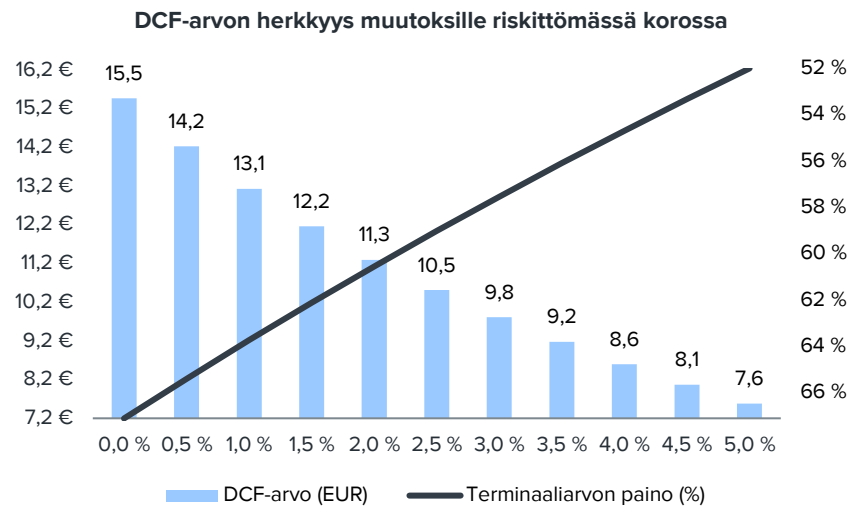
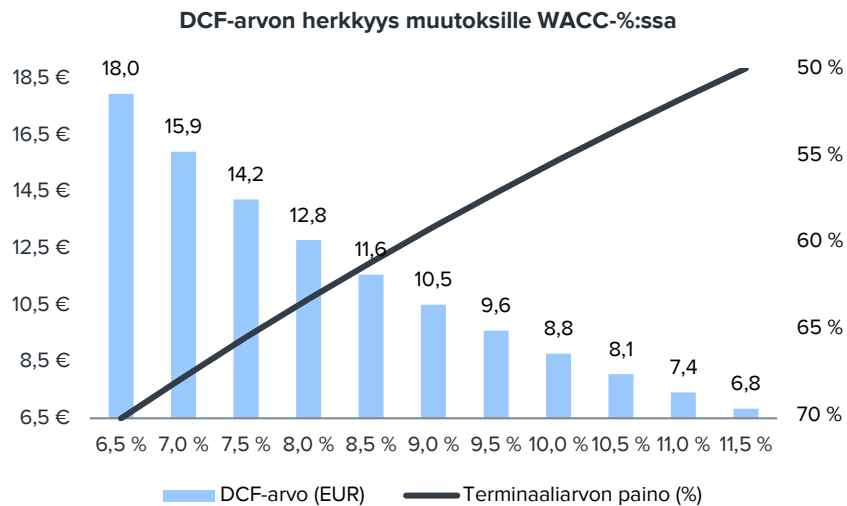


Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	273,9	320,0	275,2	292,9	EPS (raportoitu)	0,64	0,44	0,56	0,74
Käyttökate	13,6	14,0	15,2	17,4	EPS (oikaistu)	0,64	0,44	0,56	0,74
Liikevoitto	8,6	7,6	9,1	10,9	Operat. kassavirta / osake	0,88	3,25	0,64	1,05
Voitto ennen veroja	6,7	4,7	6,3	8,5	Vapaa kassavirta / osake	-0,63	2,64	-0,28	0,13
Nettovoitto	5,7	3,9	4,9	6,5	Omapääoma / osake	4,75	4,81	4,89	5,13
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,46	0,48	0,49	0,50
Tase	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	134,5	134,6	128,5	135,8	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	17 %	-14 %	6 %
Oma pääoma	42,6	42,7	43,4	45,6	Käyttökateen kasvu-%	-4 %	3 %	9 %	15 %
Liikearvo	40,0	40,0	40,0	40,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-17 %	-12 %	21 %	20 %
Nettovelat	33,4	16,8	25,7	30,9	EPS oik. kasvu-%	-29 %	-31 %	27 %	32 %
Kassavirta	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	5,0 %	4,4 %	5,5 %	5,9 %
Käyttökate	13,6	14,0	15,2	17,4	Oik. Liikevoitto-%	3,1 %	2,4 %	3,3 %	3,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,1	15,9	-6,7	-5,5	Liikevoitto-%	3,1 %	2,4 %	3,3 %	3,7 %
Operatiivinen kassavirta	7,9	28,9	5,7	9,3	ROE-%	13,6 %	9,1 %	11,4 %	14,7 %
Investoinnit	-12,8	-6,8	-8,2	-8,2	ROI-%	11,2 %	9,0 %	10,9 %	12,8 %
Vapaa kassavirta	-5,7	23,5	-2,5	1,1	Omavaraisuusaste	31,6 %	31,7 %	33,8 %	33,5 %
					Nettovelkaantumisaste	78,5 %	39,3 %	59,3 %	67,9 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024e	2025e					
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,3					
EV/EBITDA	7,8	5,8	6,3	5,8					
EV/EBIT (oik.)	12,3	10,7	10,4	9,2					
P/E (oik.)	12,7	16,5	14,1	10,6					
P/B	1,7	1,5	1,6	1,5					
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,6 %	6,3 %	6,4 %					

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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.

Suosituksien historia (>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 €
1.2.2024	Lisää	8,50 €	7,94 €
29.4.2024	Lisää	8,50 €	7,80 €
17.7.2024	Lisää	8,50 €	7,82 €

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.**