

Kreate

Yhtiöraportti

28.10.2024 06.00 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tulosparannuksen vuosi

Laskemme Kreaten suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) tarkistaen tavoitehintamme 8,80 euroon (aik. 9,00 euroa). Q3-tulos oli hyvä ja vankisti luottoamme Kreaten kannattavuusparannukseen. Näkymät ovat kuitenkin lyhyellä aikavälillä infrarakentamisessa vaimentuneet ja ensi vuoden piristyminen on arviomme mukaan varsin H2-painotteista. Näkymät johtivat pieniin ennustelaskuihin lähivuosille, minkä vuoksi myös tarkistimme tavoitehintaamme alaspäin. Markkina lähtee lopulta elpymään, mutta lyhyellä aikavälillä ajurit merkittävään kurssinousuun ovat mielestämme vähäisiä.

Hyvä tulos Q3:ita

Kreaten liikevaihto laski Q3:lla 12 %:lla noin 78 MEUR:oon ylittäen hieman meidän 76 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihdon lasku maltillistui vuoden alkupuoliskolta odotuksiemme mukaisesti, kun hankkeita on lähtenyt käyntiin ja vertailukaudet helpottavat. Tilauskanta oli edelleen 31 % laskussa 153 MEUR:ssa, mutta usea saatu ratahanke on vielä tilauskantaan työvaiheen osalta kirjaamatta (hankkeiden arvot yhteensä noin 300-400 MEUR). Selvästi laskeneesta liikevaihdosta huolimatta Kreaten EBITA-liikevoitto oli vertailukautta parempi 3,1 MEUR:ssa (Q3'23: 2,9 MEUR) ollen ennusteidemme mukainen. EBITA-marginaali nousi jo 4,0 %:iin vertailukaudesta (Q3'23: 3,3 %). Kannattavuus parani neljättä kvartaalia putkeen, kun vanhat kiinteähintaiset hankkeet eivät enää rasita sitä.

Ohjeistus ennallaan, näkymissä hieman lyhyen aikavälin hiipumista

Kreaten ohjeistus jäi ennalleen odottaen, 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). Tuloksen osalta näemme Kreaten yltävän ohjeistukseen, mutta liikevaihdon osalta ohjeistusriski on olemassa. Liikevaihdon mahdollisesta siirtymisestä emme kuitenkaan olisi huolissamme. Ennustamme liikevaihdon laskevan tänä vuonna 14 %:lla 276 MEUR:oon, mutta EBITA:n nousevan 9,2 MEUR:oon (EBITA-%: 3,3 %) etenkin kannattavuutta rasittaneiden vanhojen hankkeiden päätyttyä vuonna 2023. Vuonna 2025 odotamme kasvun hiljalleen piristyvän (25e: +2,3 %) loppuvuotta kohti Suomen markkinan palautumisen sekä Ruotsin vahvan kasvuhakuisuuden ansiosta. Kovempi kasvu siirtyi kuitenkin nyt vuoteen 2026 (26e: 5,3 %). Odotamme kustannuspaineiden helpottumisen, Ruotsin osuuden nousun (parempi kannattavuus) sekä vuosien 2025-2026 volyymien nousun nostavan kannattavuuden lähemmäs Kreaten normalisoitua 4 %:n tasoa (25-26e: EBITA-%: 3,8 %). Rakentamisen markkinan jatkuva heikkous, infrainvestointien viivästyminen ja rakentamisen korkeana pysyvä hinta luovat riskejä kehitykselle, mutta vastavuoroisesti markkina voi infrassa piristyä nopeastikin ja vaikuttaa jo lähivuosina selvästi positiivisesti niin liikevaihtoon kuin tulokseenkin.

Arvostuksesta ei juuri nousuvaraa ja tuotto-odotus osingon varassa

Kreaten tulos nousee ennusteissamme vuonna 2024, mutta osake alkaa olla siihen nähden haastavasti hinnoiteltu (24e: EV/EBIT: 11x, P/E: 17x). Ennusteillamme Kreaten tulos nousee hieman vuonna 2025 ja laskee arvostuksen nyt kohtuullisen neutraalille tasolle (25e: EV/EBIT: 10x, P/E: 13x). Hyväksyttävään arvostukseemme (EV/EBIT, P/E: 10-12) nähden osakkeessa ei olisi nousuvaraa. Osaketta tukee kuitenkin vahva noin 6 %:n osinkotuotto. Nähdäksemme Kreatella on osinkoon taloudellisen tilanteen pohjalta varaa ja myös halu kasvattaa sitä vuosi vuodelta. DCF-laskelman arvo on osakekurssia korkeammalla (10,2 euroa) ja tukee osaketta hieman nykytasolla.

Suositus

Vähennä

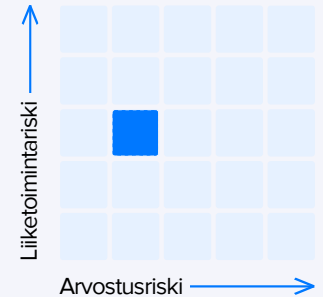
(aik. Lisää)

8,80 EUR

(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi:

8,36



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	320,0	275,6	281,8	296,7
kasvu-%	17 %	-14 %	2 %	5 %
EBITA (oik.)	7,8	9,2	10,5	11,9
EBITA-% (oik.)	2,4 %	3,4 %	3,7 %	4,0 %
Nettotulos	3,7	4,5	5,8	6,7
EPS (oik.)	0,44	0,51	0,65	0,75
P/E (oik.)	16,5	16,5	12,9	11,1
P/B	1,5	1,7	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	6,6 %	5,9 %	6,0 %	6,1 %
EV/EBIT (oik.)	10,7	11,0	10,2	8,9
EV/EBITDA	5,8	6,5	6,3	5,6
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,4	0,4

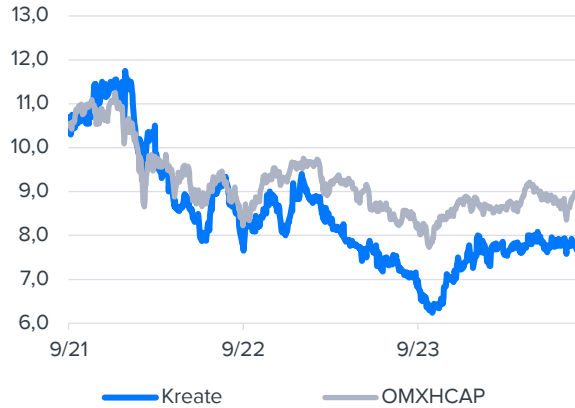
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

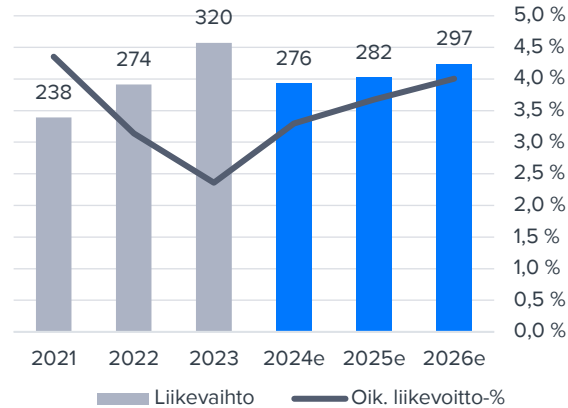
Kreate arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2024 laskee ja on 270-300 miljoonaa euroa (2023: 320 MEUR) ja EBITA kasvaa ja on 8-11 MEUR (2023: 7,8 MEUR).

Osakekurssi



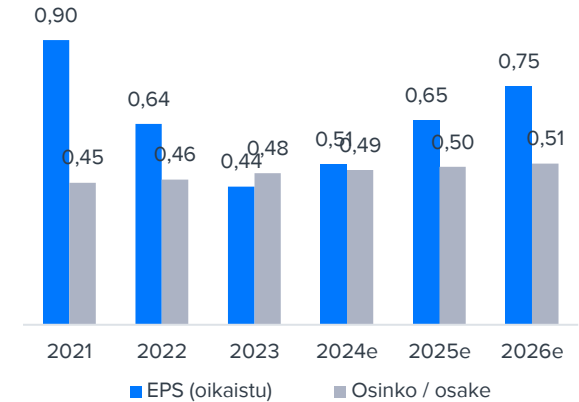
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinoita vahvempi kasvu keskipitkällä aikavälillä
- Kannattavuudessa selkeä parannusvara
- Vahva pääoman tuottopotentiaali
- Infrarakentamisen suhdannekestävämpi liiketoiminta muuhun alaan nähden
- Vaativien hankkeiden erikoisosaamisella kilpailuetua
- Kaupungistuminen, tiivis rakentaminen, kestävä kehitys, korjausvelka, turvallisuus 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	8,36	8,36	8,36
Markkina-arvo	74	74	74
Yritysarvo (EV)	100	106	105
P/E (oik.)	16,5	12,9	11,1
P/B	1,7	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,5	6,3	5,6
EV/EBIT (oik.)	11,0	10,2	8,9
Osinko/tulos (%)	96,5 %	77,1 %	67,6 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,0 %	6,1 %

Lähde: Inderes

Tuloksessa ei isoja yllätyksiä, markkinanäkymät hieman viilenivät

Liikevaihdossa odotetusti selvää laskua

Kreaten liikevaihto laski Q3:lla 12 %:lla noin 78 MEUR:oon ylittäen hieman meidän 76 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihdon lasku maltillistui vuoden alkupuoliskolta odotuksiemme mukaisesti, kun hankkeita on lähtenyt käyntiin ja vertailukaudet helpottavat. Liiketoiminnoittain liikevaihto on laskenut silta- ja pohjarakentamisessa, mutta ratarakentaminen on osoittanut piristymisen merkkejä.

Maittain liikevaihto nousi vahvasti 55 %:lla Ruotsissa 10,1 MEUR:oon (ennuste: 7,7 MEUR), mutta oli odotuksiemme mukaisesti Suomessa 17 %:n laskussa 67,5 MEUR:ssa (ennuste: 67,9 MEUR). Tilauskanta oli edelleen 31 % laskussa 153 MEUR:ssa, mutta usea saatu ratahanke on vielä tilauskantaan työvaiheen osalta kirjaamatta (hankkeiden arvot yhteensä noin 300-400 MEUR).

Suhteellinen kannattavuus selkeästi parempi

Selvästi laskeneesta liikevaihdosta huolimatta Kreaten EBITA-liikevoitto oli vertailukautta parempi 3,1 MEUR:ssa (Q3'23: 2,9 MEUR) ollen ennusteidemme mukainen. EBITA-marginaali nousi jo 4,0 %:iin vertailukaudesta (Q3'23: 3,3 %). Kannattavuus parani neljättä kvartaalia putkeen, kun vanhat kiinteähintaiset hankkeet eivät enää kulupuolta rasita. Lisäksi aikaisempina vuosina tehdyt kasvuinvestoinnit Ruotsiin sekä ratapuolelle alkavat tuottamaan tulosta.

Alariveillä rahoituskulut olivat hieman odotuksiamme pienemmät ja tulos ennen veroja oli selkeästi yli odotustemme. Osakekohtainen tulos kasvoi vertailukauden tasolta 0,20 euroon (Q3'23: 0,16 MEUR) ylittäen myös odotuksemme 0,18 eurossa.

Ohjeistus ennallaan, näkymissä hieman lyhyen aikavälin hiipumista

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). Tuloksen osalta näemme Kreaten yltävän ohjeistukseen, mutta liikevaihdon osalta ohjeistusriski on olemassa. Liikevaihdon mahdollisesta siirtymisestä emme kuitenkaan olisi huolissamme. Markkinatilanne infrassa on tällä hetkellä erittäin hyvä Ruotsissa, mutta Suomessa neutraalimpi tai jopa vaimeampi. Etenkin perusinfra rakentamisen näkymät ovat vielä odottavat, mikä pitää kilpailun kireänä edelleen vielä ensi vuoden alkupuoliskolle asti. Lisäksi sekä julkisissa että yksityisissä hankkeissa päätökset kestävät normaalia pidempään. Pidemmällä aikavälillä markkinanäkymä sekä Kreaten tilauskertymä näyttävät vahvoilta.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'23	Q3'24	Q3'24e	Q3'24e	Konsensus		Erotus (%)		2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liikevaihto	88,3	77,6	75,6				3 %		276
EBITA (oik.)	2,9	3,1	3,1				0 %		9,2
Liikevoitto	2,8	3,1	3,0				2 %		9,1
Tulos ennen veroja	1,7	2,4	2,1				13 %		6,5
EPS (raportoitu)	0,16	0,20	0,18				11 %		0,51
Liikevaihdon kasvu-%	20,4 %	-12,1 %	-14,4 %				2,3 %-yks.		-13,9 %
EBITA-% (oik.)	3,3 %	4,0 %	4,1 %				-0,1 %-yks.		3,3 %

Lähde: Inderes

Kreate Q3'24: Tulostrendi ylöspäin



Ennusteissa pientä laskua 2025

Ennustemuutokset 2024e-2026e

- Emme tehneet merkittäviä muutoksia kuluvan vuoden ennusteisiimme
- Odotamme liikevaihdon (24e: 276 MEUR) sekä tuloksen (EBITA: 9,2 MEUR) yltävän ohjeistukseen
- Aavistuksen heikommat näkymät lyhyellä aikavälillä laskivat kuitenkin vuoden 2025 ennusteitamme
- Odotamme markkinan olevan hiljainen vielä H1:llä ja liikevaihdon kasvun piristyvän vuoden 2025 loppupuolella. Kireä kilpailu jatkuu myös ensi vuoden puolelle.
- Selkeämmän kasvun odotamme tapahtuvan vuoden 2026 aikana, kun isot saadut hankkeet ovat kunnolla käynnissä ja markkina on terveempi

Operatiiviset tulosajurit 2024e-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	275	276	0 %	293	282	-4 %	305	297	-3 %
EBITA ilman kertaeriä	9,2	9,2	0 %	11,1	10,5	-6 %	12,1	11,9	-1 %
Liikevoitto	9,1	9,1	0 %	10,9	10,4	-5 %	11,9	11,9	0 %
Tulos ennen veroja	6,3	6,5	3 %	8,4	7,7	-9 %	9,3	9,3	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,50	0,51	2 %	0,70	0,65	-7 %	0,78	0,75	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,49	0,49	0 %	0,50	0,50	0 %	0,51	0,51	0 %

Lähde: Inderes

Kreate, Q3'24



Arvostus kohtalaisen neutraali

Absoluuttiset kertoimet

Kreaten tulos nousee ennusteissamme vuonna 2024, mutta osake alkaa olla siihen nähden haastavasti hinnoiteltu (24e: EV/EBIT: 11x, P/E: 17x). Nojaamme kuitenkin nähdyin alustavan tulostrendin käänteen voimin jo pidemmän aikavälin potentiaaliin luottavaisemmin.

Hiljalleen piristyvän markkinan sekä positiivisen tulostrendin myötä Kreaten tulos palautuu lähemmäs normaalia tasoa vuonna 2025 ja laskee arvostuksen nyt kohtuullisen neutraalille tasolle (25e: EV/EBIT: 10x, P/E: 13x). Hyväksyttävään arvostukseemme (EV/EBIT, P/E: 10-12) nähden osakkeessa ei olisi kuitenkaan nousuvaraa.

Liiketoimintamallin 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 investointeja varten, ja myös kasvuinvestointeja varten yhtiöllä on rahoituskapasiteettia esimerkiksi hyvän yritysostokohteen ilmaantuessa.

Verrokkiryhmä

Kreatelle on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan pohjoismaisista listatuista yhtiöistä. Verrokkien arvostustaso vuodelle 2025 katsoessa on mielestämme kohtuullisen maltillinen (25e mediaani EV/EBIT: 11x, P/E: 12x). Kreate on verrokkien tasoon nähden linjaan arvostettu. Verrokkien arvostus tosin vaihtelee selkeän premion ja alennuksen väliltä, kun ennusteiden epävarmuus on korkea. Tässä mielessä mielestämme suhteellisen arvostuksen

käyttökelpoisuus ei ole kovin hyvä, emmekä anna sille merkittävää painoarvoa nyt. Verrokkien taso tulee kuitenkin osin huomioitua jo Kreaten absoluuttisessa arvostuksessa.

DCF-arvonmääritys

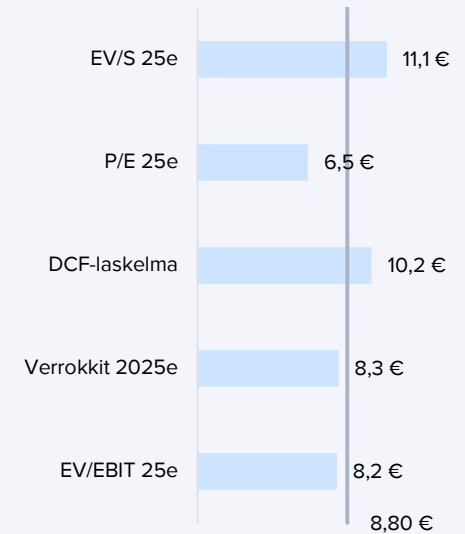
Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksellä 1,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 4,0 %:iin liikevaihdosta. Tämä on alle yhtiön yli 5 %:n EBITA-marginaalin 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 10,2 euroa. Mallin arvo on hieman osakekurssia ja tavoitehintaamme korkeammalla ja tukee maltillisesti osaketta nykytasolla. Tarkemman kuvauksen laskelmasta löydät liitteen kuviosta.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,36	8,36	8,36
Markkina-arvo	74	74	74
Yritysarvo (EV)	100	106	105
P/E (oik.)	16,5	12,9	11,1
P/B	1,7	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,5	6,3	5,6
EV/EBIT (oik.)	11,0	10,2	8,9
Osinko/tulos (%)	96,5 %	77,1 %	67,6 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,0 %	6,1 %

Lähde: Inderes

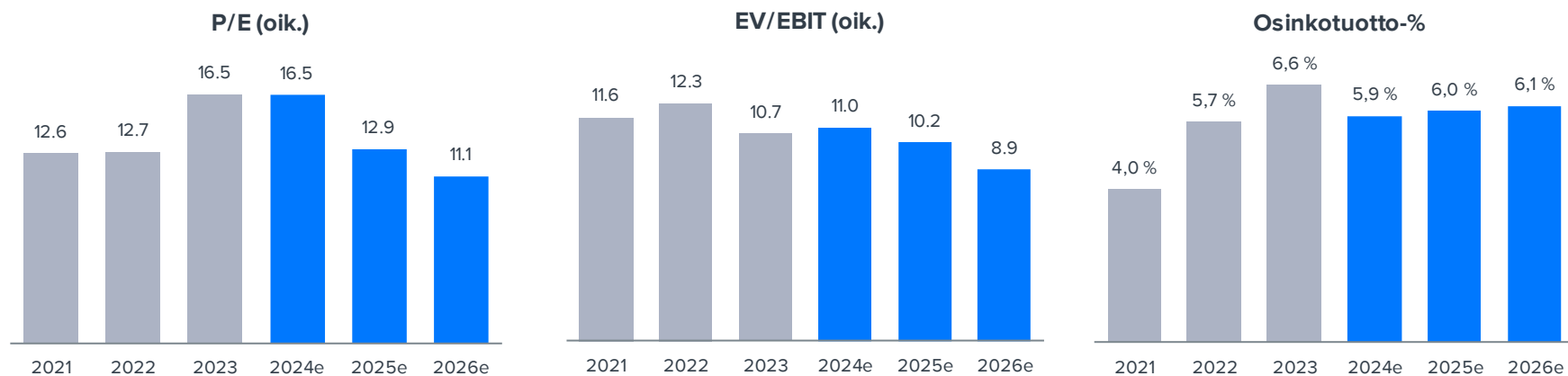
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi			11,4	8,09	7,22	8,36	8,36	8,36	8,36
Markkina-arvo			99	73	64	74	74	74	74
Yritysarvo (EV)			120	106	81	100	106	105	104
P/E (oik.)			12,6	12,7	16,5	16,5	12,9	11,1	10,3
P/B			2,4	1,7	1,5	1,7	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto			0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA			8,4	7,8	5,8	6,5	6,3	5,6	5,2
EV/EBIT (oik.)			11,6	12,3	10,7	11,0	10,2	8,9	8,3
Osinko/tulos (%)			56,4 %	72,4 %	109,7 %	96,5 %	77,1 %	67,6 %	63,9 %
Osinkotuotto-%			4,0 %	5,7 %	6,6 %	5,9 %	6,0 %	6,1 %	6,2 %

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	610	1571	7854,3	27,2	136,6	19,0	0,8	0,8					0,8
NRC Group ASA	30	105		6,8	7,2	3,2	0,2	0,2		3,5		17,7	0,1
Veidekke ASA	1404	1360	9,9	9,1	6,0	5,6	0,4	0,4	13,3	12,4	6,7	7,0	5,0
Sdiptech AB (publ)	1004	1004	12,3	10,9	8,9	8,1	2,1	1,9	23,7	19,7			2,6
Ncc AB	1491	1952	12,4	12,3	7,3	7,3	0,4	0,4	11,8	11,5	4,6	4,6	2,1
Peab AB	2083	3480	17,2	16,9	10,5	10,2	0,7	0,7	14,3	14,1	3,0	3,8	1,5
Skanska AB	7933	7887	12,8	11,1	9,7	8,6	0,5	0,5	14,5	12,8	3,5	3,8	1,5
SRV Yhtiot Oyj	96	226	13,7	9,2	9,8	7,2	0,3	0,3	12,3	7,0		2,3	0,7
Consti Oyj	88	92	8,0	6,8	5,9	5,4	0,3	0,3	10,3	8,6	5,9	6,7	1,9
MT Hoejgaard Holding A/S	223	191	3,2	3,9	2,4	2,7	0,1	0,2	9,2	6,2			1,6
NYAB	383	375	16,7	13,4	13,7	11,6	1,1	1,0	21,5	17,9	1,9	3,7	1,9
Kreate (Inderes)	74	100	11,0	10,2	6,5	6,3	0,4	0,4	16,5	12,9	5,9	6,0	1,7
Keskiarvo			796,0	11,6	19,8	8,1	0,6	0,6	14,5	11,4	4,3	6,2	1,8
Mediaani			12,6	10,9	8,9	7,3	0,4	0,4	13,3	12,0	4,0	4,2	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			-13 %	-6 %	-27 %	-14 %	-4 %	-1 %	24 %	8 %	46 %	42 %	5 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	237,6	273,9	65,8	85,7	88,3	80,2	320,0	54,4	68,0	77,6	75,6	275,6	281,8	296,7	308,0
Suomi	0,0	0,0	62,3	80,0	81,8	73,5	297,5	47,9	61,6	67,5	65,4	242,4	241,6	248,9	254,9
Ruotsi	0,0	0,0	3,5	5,7	6,5	6,7	22,5	6,5	6,4	10,1	10,2	33,2	40,2	47,8	53,1
Käyttökate	14,2	13,6	1,0	4,1	4,0	4,8	14,0	1,6	4,1	4,7	5,0	15,4	16,8	18,8	19,7
Poistot ja arvonalennukset	-3,9	-5,0	-1,4	-1,6	-1,2	-2,2	-6,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,8	-6,3	-6,4	-6,9	-7,2
EBITA (oik.)	10,5	8,8	-0,4	2,6	2,9	2,7	7,8	0,3	2,6	3,1	3,3	9,2	10,5	11,9	12,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,3	8,6	-0,4	2,5	2,8	2,6	7,6	0,2	2,6	3,1	3,2	9,1	10,4	11,9	12,5
Liikevoitto	10,3	8,6	-0,4	2,5	2,8	2,6	7,6	0,2	2,6	3,1	3,2	9,1	10,4	11,9	12,5
Nettorahoituskulut	-2,1	-1,9	-0,4	-0,6	-1,1	-0,8	-2,9	-0,8	-0,5	-0,7	-0,6	-2,6	-2,7	-2,6	-2,5
Tulos ennen veroja	8,2	6,7	-0,9	1,9	1,7	1,9	4,7	-0,6	2,1	2,4	2,6	6,5	7,7	9,3	10,0
Verot	-1,3	-1,1	0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,7	0,1	-0,5	-0,6	-0,5	-1,5	-1,6	-2,2	-2,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Nettotulos	6,9	5,8	-0,7	1,5	1,3	1,6	3,7	-0,7	1,4	1,8	2,0	4,5	5,8	6,7	7,2
EPS (oikaistu)	0,80	0,64	-0,08	0,17	0,16	0,18	0,44	-0,08	0,16	0,20	0,22	0,51	0,65	0,75	0,81
EPS (raportoitu)	0,80	0,64	-0,08	0,17	0,16	0,18	0,44	-0,08	0,16	0,20	0,22	0,51	0,65	0,75	0,81
Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	1,0 %	15,3 %	30,6 %	27,8 %	20,4 %	-3,5 %	16,8 %	-17,3 %	-20,7 %	-12,1 %	-5,7 %	-13,9 %	2,3 %	5,3 %	3,8 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	0,1 %	-17,0 %	-134,5 %	9,2 %	-2,4 %	17,8 %	-10,5 %	-165,8 %	0,0 %	7,9 %	20,4 %	18,0 %	13,2 %	14,0 %	5,4 %
Oikaistu EBITA-%	4,4 %	3,2 %	-0,6 %	3,0 %	3,3 %	3,4 %	2,4 %	0,5 %	3,8 %	4,0 %	4,3 %	3,4 %	3,7 %	4,0 %	4,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,4 %	3,1 %	-0,7 %	3,0 %	3,2 %	3,3 %	2,4 %	0,4 %	3,8 %	4,0 %	4,3 %	3,3 %	3,7 %	4,0 %	4,1 %

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	74,9	75,6	77,5	79,3	80,6
Liikearvo	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Aineettomat hyödykkeet	0,7	0,5	0,5	0,6	0,7
Käyttöomaisuus	22,8	23,3	25,2	26,9	28,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	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	50,6	54,2	57,1
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	42,3	44,5
Likvidit varat	9,4	23,6	14,1	11,3	11,9
Taseen loppusumma	135	135	128	134	138

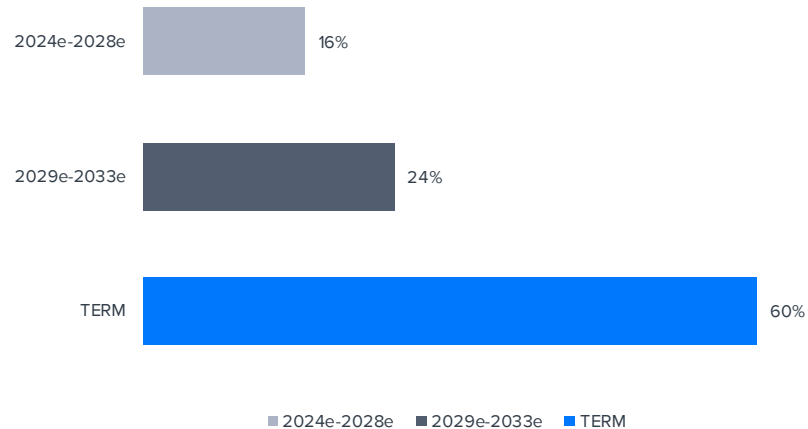
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	42,6	42,7	42,9	44,4	46,6
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	23,4	24,0	24,2	25,7	27,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	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	38,3	36,7
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	34,7	33,1
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	51,4	50,9	54,4
Korolliset velat	10,7	11,0	10,0	8,6	9,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	45,5	46,8	41,3	42,3	44,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	135	135	128	134	138

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	16,8 %	-13,9 %	2,3 %	5,3 %	3,8 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	2,4 %	3,3 %	3,7 %	4,0 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	7,6	9,1	10,4	11,9	12,5	12,8	13,1	13,3	13,6	13,9	14,1	
+ Kokonaispoistot	6,4	6,3	6,4	6,9	7,2	7,5	7,6	7,8	7,9	8,0	8,0	
- Maksetut verot	-0,5	-2,3	-1,8	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-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	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	9,0	16,0	16,8	17,3	17,6	18,0	18,3	18,6	18,8	
+ 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	0,8	7,8	8,6	9,1	9,4	9,8	10,1	10,4	10,8	
+/- 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	0,8	7,8	8,6	9,1	9,4	9,8	10,1	10,4	10,8	147
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,4	0,7	6,4	6,5	6,3	6,0	5,7	5,4	5,1	4,9	66,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		111	114	113	107	100	93,7	87,7	81,9	76,5	71,4	66,5
Velaton arvo DCF		111										
- Korolliset velat		-40,4										
+ Rahavarat		23,6										
-Vähemmistöosuus		0,2										
-Osinko/pääomapalautus		-4,3										
Oman pääoman arvo DCF		90,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,2										

Rahavirran jakauma jaksoittain

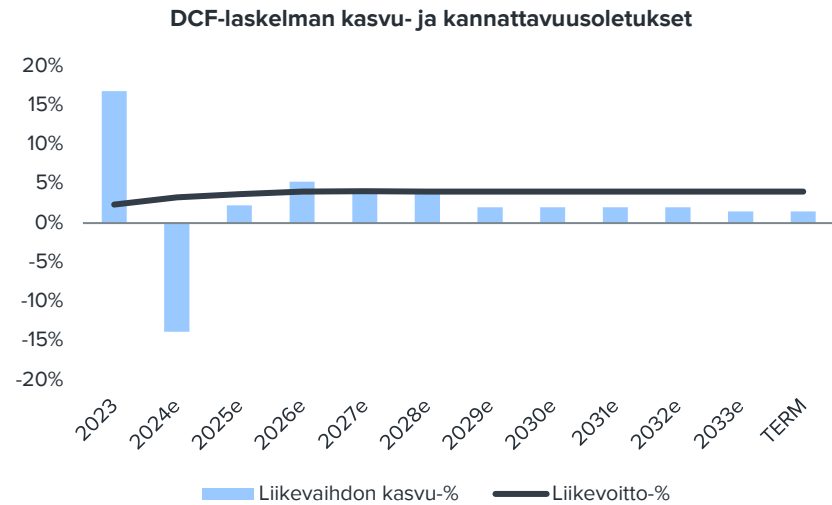
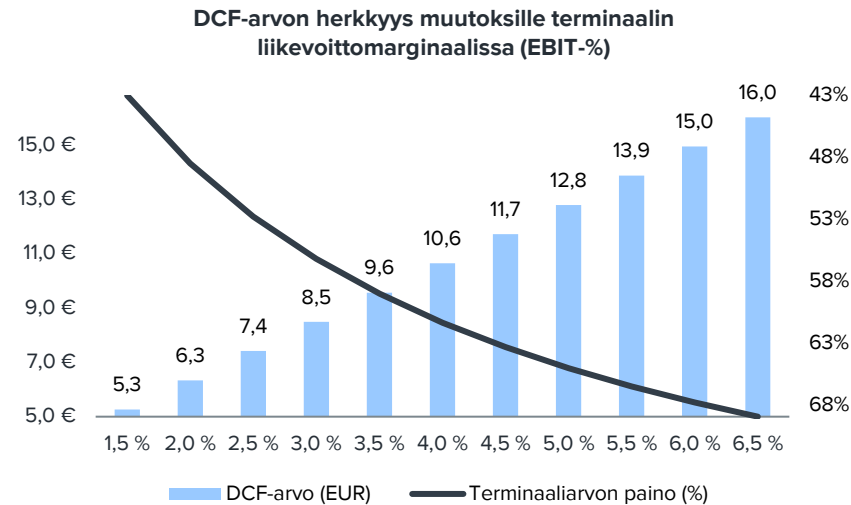
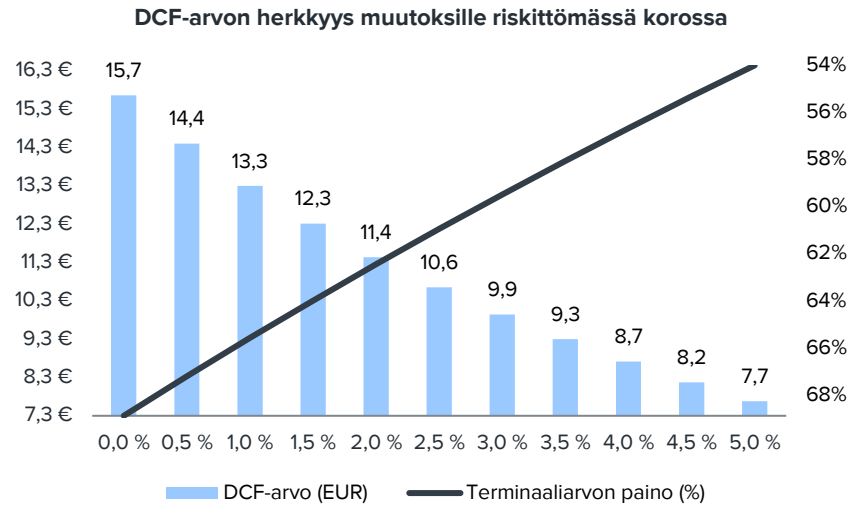
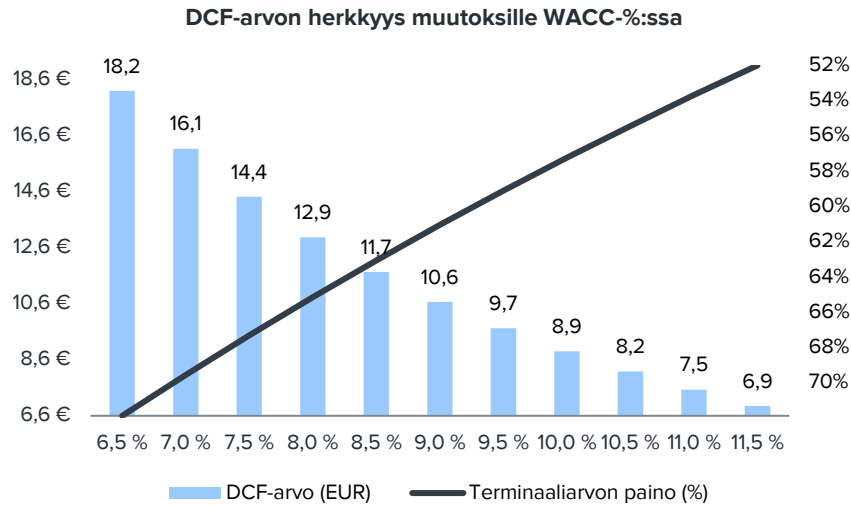


Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
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	275,6	281,8	EPS (raportoitu)	0,64	0,44	0,51	0,65
Käyttökate	13,6	14,0	15,4	16,8	EPS (oikaistu)	0,64	0,44	0,51	0,65
Liikevoitto	8,6	7,6	9,1	10,4	Operat. kassavirta / osake	0,88	3,25	0,65	1,01
Voitto ennen veroja	6,7	4,7	6,5	7,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,63	2,64	-0,28	0,09
Nettovoitto	5,7	3,9	4,5	5,8	Omapääoma / osake	4,75	4,81	4,84	5,00
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	128,1	133,6	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	17 %	-14 %	2 %
Oma pääoma	42,6	42,7	42,9	44,4	Käyttökateen kasvu-%	-4 %	3 %	10 %	9 %
Liikearvo	40,0	40,0	40,0	40,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-17 %	-12 %	20 %	14 %
Nettovelat	33,4	16,8	25,9	32,0	EPS oik. kasvu-%	-29 %	-31 %	16 %	28 %
Kassavirta	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	5,0 %	4,4 %	5,6 %	5,9 %
Käyttökate	13,6	14,0	15,4	16,8	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	9,0	ROE-%	13,6 %	9,1 %	10,5 %	13,2 %
Investoinnit	-12,8	-6,8	-8,2	-8,2	ROI-%	11,2 %	9,0 %	10,9 %	12,2 %
Vapaa kassavirta	-5,7	23,5	-2,5	0,8	Omavaraisuusaste	31,6 %	31,7 %	33,5 %	33,2 %
					Nettovelkaantumisaste	78,5 %	39,3 %	60,3 %	72,2 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024e	2025e					
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,4	0,4					
EV/EBITDA	7,8	5,8	6,5	6,3					
EV/EBIT (oik.)	12,3	10,7	11,0	10,2					
P/E (oik.)	12,7	16,5	16,5	12,9					
P/B	1,7	1,5	1,7	1,7					
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,6 %	5,9 %	6,0 %					

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 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 tehdyin arviot 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 Inderesin, 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 €
1.2.2024	Lisää	8,50 €	7,94 €
29.4.2024	Lisää	8,50 €	7,80 €
17.7.2024	Lisää	8,50 €	7,82 €
1.10.2024	Lisää	9,00 €	8,36 €
28.10.2024	Vähennä	8,80 €	8,36 €

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.**