

Kreate

Yhtiöraportti

13.01.2025 07.00 EET



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Loppuvuonna on kasvulle ajureita

Laskemme Kreaten tavoitehinnan 8,00 euroon (aik. 8,80 euroa), mutta nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Vuonna 2024 Kreate on ennusteidemme mukaan onnistunut marginaaliensa parannuksessa ja vuonna 2025 liikevaihdon kasvu antaa tuloskasvulle ajurin. Lyhyen aikavälin markkinanäkymät ovat kuitenkin vaisut (H1'25) ja näin ollen laskivat hieman ennusteitamme. Kurssilaskun jälkeen näemme kuitenkin tuotto-odotuksen houkuttelevana Kreaten lähivuosina parantuvaan markkinaan sekä tulostasoon nähden.

Vuoden viimeinen kvartaali vahvistaa koko vuoden marginaaliparannuksen

Kreate on pystynyt vuonna 2024 kääntämään tulostasonsa trendin oikeaan suuntaan eli ylöspäin. Odotamme koko vuonna Kreaten EBITA-marginaalin parantuvan 3,2 %:iin vertailukauden 2,4 %:sta ja EBITA:n olevan 8,7 MEUR (2023: 7,8 MEUR). Heikompi markkina ja alhaisempi tilauskanta (isot hankkeet päätyneet) pitävät kuitenkin liikevaihdon tilikaudella 2024 ennusteillamme 14 %:n laskussa 276 MEUR:ssa. Kreate ohjeistaa liikevaihdon laskevan 270-300 MEUR:n välille ja EBITA:n olevan 8-11 MEUR. Olemme näin haarukan alalaidassa.

Q4:ltä odotamme liikevaihdon laskua (-6 %) ja EBITA-marginaalin hienoista parantumista (3,6 % vs. 3,4 % Q4'23). Laskimme hieman tulosennusteitamme ennen 5.2.2024 julkaistavaa tilinpäätöstä, sillä markkina-aktiiviteetti on Q4:llä ollut arviomme mukaan edelleen heikonpuoleista ja kannattavuuteen on voinut hieman vaikuttaa Kirjalansalmen sillan korjauskustannukset. Vanhojen kustannusrasitteita tuoneiden projektien häntien vaikutuksien vertailukaudella tulisi kuitenkin avittaa parannusta nyt vuoden 2024 viimeisellä kvartaalilla.

Kasvua ja kannattavuusparannusta odotuksissa ohjeistuksessa

Odotamme vuoden 2025 liikevaihdon nousevan 4 %:lla 287 MEUR:oon ja oikaistun EBITA:n nousevan 10,2 MEUR:oon (EBITA-%: 3,6 %). Liikevaihdon kasvun ajurina toimii tilauskantaan keväällä tulevat ratahankkeet, joiden pitäisi piristää liikevaihdon kasvua merkittävästi vuoden toisella puoliskolla. Alkuvuosi on volyymien osalta vielä haasteellisempi. Kannattavuuteen vaikuttaa positiivisesti liikevaihdon kasvavat volyymit sekä helpottuvat kustannuspaineet. Ennusteidemme mukaisesti Kreaten tulisi ohjeistaa näin ainakin maltillisesti nousevaa liikevaihtoa sekä parantuva tulosta. Näemme vuonna 2025 vahvistuvan tilauskannan ja piristyvän markkinan myös vievän yhtiön seuraavina vuosina tuloskasvuun (2026-2027). Riskinä on hankkeiden kehitysvaiheiden pitkittyminen, hankkeiden siirtyminen tai heikon markkinanäkymän jatkuminen H1'25:stä pidemmälle syksyyn.

Arvostuksessa maltillista nousuvaraa

Kreaten arvostus on vuodelle 2024 korkeahko alhaisesta tulostasosta johtuen, mutta laskee selvästi houkuttelevammaksi vuosina 2025-2026 (25-26e: EV/EBIT: 9x, P/E: 11x), jolloin myös tulostaso alkaa olla lähempänä normalisoitua tasoa (EBITA-%: 4 %). Hyväksyttävään arvostukseemme (EV/EBIT: 10-12x, P/E: 10-12x) nähden osakkeessa olisi 5 %:n nousuvara. Osinko kasvaa ennusteissamme sentillä 49 senttiin vuonna 2024 ja tekee osinkotuotosta vahvan 7 %. Velkojen maturiteetin ja kassaposition perusteella Kreatella on osinkoon varaa ja tavoite myös kasvattaa sitä vuosi vuodelta. Emme kuitenkaan anna osingolle niin suurta painoarvoa arvonmäärittämisessämme, eikä sen leikkaus olisi mielestämme mahdolliset kasvuinvestoinnit huomioiden merkittävä pettymys. Pitkän aikavälin potentiaalia paremmin heijastava DCF-laskelma on myös selvästi nykykurssia korkeammalla (10,3 euroa) tukien suositustamme.

Suositus

Lisää

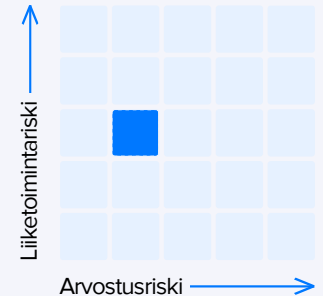
(aik. Vähennä)

8,00 EUR

(aik. 8,80 EUR)

Osakekurssi:

7,30



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	320,0	275,6	287,3	302,2
kasvu-%	17 %	-14 %	4 %	5 %
EBITA (oik.)	7,8	8,7	10,2	11,7
EBITA-% (oik.)	2,4 %	3,2 %	3,6 %	3,9 %
Nettotulos	3,7	4,1	5,7	6,5
EPS (oik.)	0,44	0,46	0,64	0,73

P/E (oik.)	16,5	15,8	11,5	10,0
P/B	1,5	1,5	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	6,6 %	6,7 %	6,8 %	7,0 %
EV/EBIT (oik.)	10,7	10,6	9,6	8,3
EV/EBITDA	5,8	6,1	5,9	5,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3

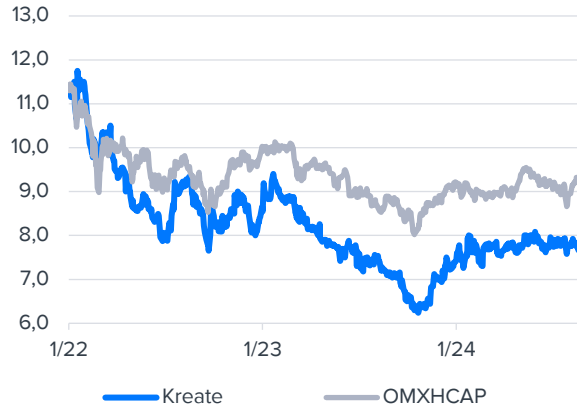
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

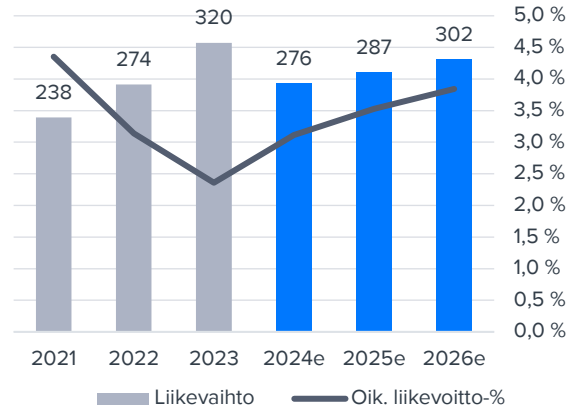
Kreate arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2024 laskee ja on 270-300 miljoonaa euroa (2023: 320 MEUR) ja EBITA kasvaa ja on 8-11 MEUR (2023: 7,8 MEUR).

Osakekurssi



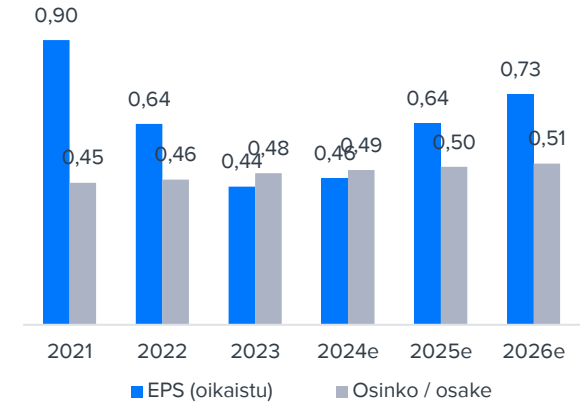
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- 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	7,30	7,30	7,30
Markkina-arvo	65	65	65
Yritysarvo (EV)	91	97	97
P/E (oik.)	15,8	11,5	10,0
P/B	1,5	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,1	5,9	5,2
EV/EBIT (oik.)	10,6	9,6	8,3
Osinko/tulos (%)	105,9 %	78,5 %	69,8 %
Osinkotuotto-%	6,7 %	6,8 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Parannusta vuoden loppuun odotuksissa

Ennusteet Q4'24

- Odotamme liikevaihdon 6 %:n laskua tilauskannan tason perusteella
- Marginaalin ja tulostason odotamme parantuvan heikkokatteisten hankkeiden päätyttyä vuonna 2023
- Kannattavuusparannusta hidastaa kuitenkin alhainen markkina-aktiiviteetti sekä Kirjalansalmen sillan mahdolliset ylimääräiset kustannukset sillan notkahduksesta
- Osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan 0,22 euroon 0,18 eurosta
- Osingon odotamme kasvavan 49 senttiin vertailukauden 48 sentistä
- Osinkoon on varaa kassapositio ja velkojen maturiteetti huomioiden, mutta emme olisi huolissaan, mikäli osinkoa leikattaisiin taloudellisen tilanteen puskurit tai mahdolliset kasvuinvestoinnit huomioiden

Ennustetaulukko	Q4'23	Q4'24	Q4'24e	Q4'24e	Konsensus		2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	80,2		75,6				276
EBITA (oik.)	2,7		2,8				8,7
Liikevoitto	2,6		3,2				8,6
Tulos ennen veroja	1,9		2,6				6,0
EPS (raportoitu)	0,18		0,22				0,46
Osinko/osake	0,48		0,49				0,49
Liikevaihdon kasvu-%	-3,5 %		-5,7 %				-13,9 %
EBITA-% (oik.)	3,4 %		3,6 %				3,2 %

Lähde: Inderes

Laskimme hieman ennusteitamme

Ennusteet 2024e-2026e

- Odotamme markkinan olevan hiljainen vielä H1'25:llä ja liikevaihdon kasvun pirstyvän vuoden loppupuolella
- Kasvuun ajurina toimivat tilauskantaan tulemattomat ratahankkeet (noin 300 MEUR)
- Hankkeiden tulisi siirtyä rakennusvaiheeseen keväällä 2025
- Kireä kilpailu jatkunee myös ensi vuoden puolelle, mikä heikentää marginaaliparannuksen mahdollisuuksia
- Odotamme kasvun jatkuvan vuoden 2026 puolella vahvana, kun isot saadut hankkeet ovat kunnolla käynnissä ja markkina on terveempi

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

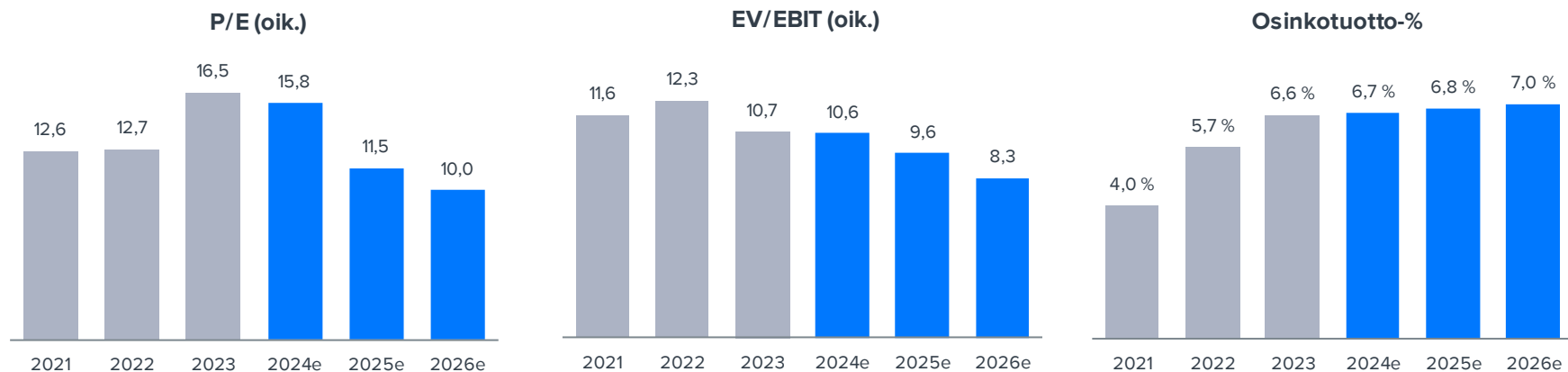
Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	276	276	0 %	282	287	2 %	297	302	2 %
EBITA ilman kertaeriä	9,2	8,7	-5 %	10,5	10,2	-2 %	11,9	11,7	-2 %
Liikevoitto	9,1	8,6	-6 %	10,4	10,1	-2 %	11,9	11,6	-2 %
Tulos ennen veroja	6,5	6,0	-8 %	7,7	7,6	-2 %	9,3	9,1	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,51	0,46	-9 %	0,65	0,64	-2 %	0,75	0,73	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,49	0,49	0 %	0,50	0,50	0 %	0,51	0,51	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi			11,4	8,09	7,22	7,30	7,30	7,30	7,30
Markkina-arvo			99	73	64	65	65	65	65
Yritysarvo (EV)			120	106	81	91	97	97	95
P/E (oik.)			12,6	12,7	16,5	15,8	11,5	10,0	8,7
P/B			2,4	1,7	1,5	1,5	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	6,1	5,9	5,2	4,7
EV/EBIT (oik.)			11,6	12,3	10,7	10,6	9,6	8,3	7,4
Osinko/tulos (%)			56,4 %	72,4 %	109,7 %	105,9 %	78,5 %	69,8 %	61,7 %
Osinkotuotto-%			4,0 %	5,7 %	6,6 %	6,7 %	6,8 %	7,0 %	7,1 %

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	548	1514	24,1	16,3	17,4	12,9	0,8	0,8	1180,0	18,9		2,3	0,7
NRC Group ASA	59	144	11,6	7,5	4,8	4,0	0,2	0,2	4,1	2,5	16,4	20,1	0,4
Veidekke ASA	1620	1458	10,1	9,7	6,1	5,9	0,4	0,4	14,6	14,0	6,1	6,3	5,4
Sdiptech AB (publ)	731	731	8,7	7,8	6,2	5,5	1,4	1,3	15,7	13,2			1,7
Ncc AB	1347	1839	11,4	10,8	6,9	6,7	0,4	0,4	10,5	9,8	5,0	5,2	1,8
Peab AB	1967	3218	15,2	13,6	9,3	8,6	0,6	0,6	12,7	11,2	4,2	4,7	1,3
Skanska AB	8370	7735	10,9	9,9	8,4	8,0	0,5	0,5	13,6	12,6	3,6	4,0	1,5
SRV Yhtiot Oyj	88	217	13,6	8,5	9,7	6,5	0,3	0,3	18,8	6,3	2,0	5,5	0,7
Consti Oyj	83	86	6,9	6,4	5,2	5,1	0,3	0,3	8,7	8,2	6,8	7,5	1,7
MT Hoejgaard Holding A/S	324	322	6,5	6,4	4,5		0,3	0,3	8,9	8,6			1,9
NYAB	305	306	10,4	9,2	9,0	8,0	0,8	0,7	14,3	10,7	4,7	4,7	1,5
Kreate (Inderes)	65	91	10,6	9,6	6,1	5,9	0,3	0,3	15,8	11,5	6,7	6,8	1,5
Keskiarvo			11,8	9,6	7,9	7,1	0,5	0,5	118,3	10,5	6,1	6,7	1,7
Mediaani			10,9	9,2	6,9	6,6	0,4	0,4	13,6	10,7	4,9	5,2	1,5
Erotus-% vrt. mediaani			-3 %	4 %	-11 %	-11 %	-17 %	-13 %	16 %	7 %	38 %	32 %	0 %

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	287,3	302,2	313,5
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	248,0	255,5	261,6
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	39,3	46,8	51,9
Käyttökate	14,2	13,6	1,0	4,1	4,0	4,8	14,0	1,6	4,1	4,7	4,5	14,9	16,5	18,5	20,1
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	2,8	8,7	10,2	11,7	12,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,3	8,6	-0,4	2,5	2,8	2,6	7,6	0,2	2,6	3,1	2,7	8,6	10,1	11,6	12,9
Liikevoitto	10,3	8,6	-0,4	2,5	2,8	2,6	7,6	0,2	2,6	3,1	2,7	8,6	10,1	11,6	12,9
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	-2,6	-2,5	-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	2,1	6,0	7,6	9,1	10,4
Verot	-1,3	-1,1	0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,7	0,1	-0,5	-0,6	-0,4	-1,4	-1,5	-2,2	-2,5
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	1,6	4,1	5,7	6,5	7,5
EPS (oikaistu)	0,80	0,64	-0,08	0,17	0,16	0,18	0,44	-0,08	0,16	0,20	0,18	0,46	0,64	0,73	0,84
EPS (raportoitu)	0,80	0,64	-0,08	0,17	0,16	0,18	0,44	-0,08	0,16	0,20	0,18	0,46	0,64	0,73	0,84

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 %	4,3 %	5,2 %	3,7 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	0,1 %	-17,0 %	-134,5 %	9,2 %	-2,4 %	17,8 %	-10,5 %	-165,8 %	0,0 %	7,9 %	1,7 %	11,6 %	17,2 %	13,7 %	10,8 %
Oikaistu EBITA-%	4,4 %	3,2 %	-0,6 %	3,0 %	3,3 %	3,4 %	2,4 %	0,5 %	3,8 %	4,0 %	3,6 %	3,2 %	3,6 %	3,9 %	4,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,4 %	3,1 %	-0,7 %	3,0 %	3,2 %	3,3 %	2,4 %	0,4 %	3,8 %	4,0 %	3,6 %	3,1 %	3,5 %	3,8 %	4,1 %
Nettotulos-%	2,9 %	2,1 %	-1,1 %	1,8 %	1,6 %	2,0 %	1,2 %	-1,2 %	2,1 %	2,3 %	2,1 %	1,5 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %

Lähde: Inderes

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 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	50,2	55,3	58,1
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	43,1	45,3
Likvidit varat	9,4	23,6	13,7	11,5	12,1
Taseen loppusumma	135	135	128	135	139

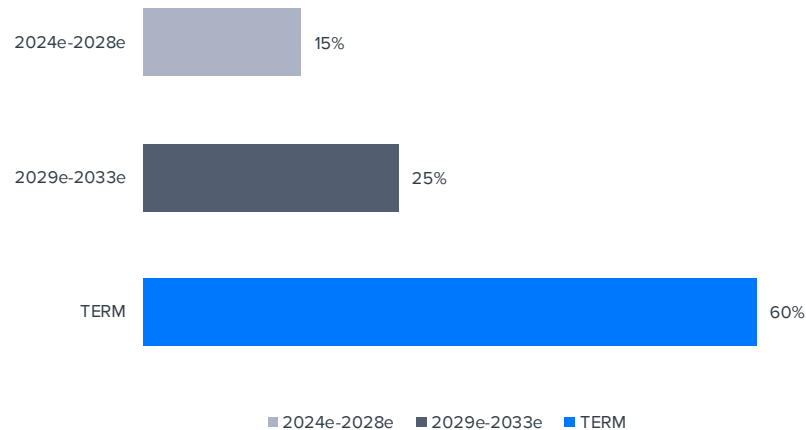
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	42,6	42,7	42,5	43,9	45,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	23,4	24,0	23,8	25,2	27,2
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	38,8	37,3
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	35,2	33,7
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	52,0	55,5
Korolliset velat	10,7	11,0	10,0	8,8	10,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	45,5	46,8	41,3	43,1	45,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	135	135	128	135	139

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	16,8 %	-13,9 %	4,3 %	5,2 %	3,7 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	2,4 %	3,1 %	3,5 %	3,8 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	7,6	8,6	10,1	11,6	12,9	13,0	13,3	13,6	13,8	14,1	14,3	
+ 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	-2,2	-1,7	-2,2	-2,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-3,0	-3,0	
- 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	5,3	8,8	15,7	17,0	17,4	17,8	18,1	18,4	18,7	18,9	
+ 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	-2,9	0,6	7,5	8,8	9,2	9,6	9,9	10,2	10,5	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	-2,9	0,6	7,5	8,8	9,2	9,6	9,9	10,2	10,5	10,8	146
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,9	0,5	6,4	6,8	6,5	6,2	5,9	5,6	5,3	5,0	67,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		113	116	115	109	102	95,4	89,1	83,2	77,6	72,3	67,3
Velaton arvo DCF		113										
- Korolliset velat		-40,4										
+ Rahavarat		23,6										
-Vähemmistöosuus		0,2										
-Osinko/pääomapalautus		-4,3										
Oman pääoman arvo DCF		91,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,3										

Rahavirran jakauma jaksoittain



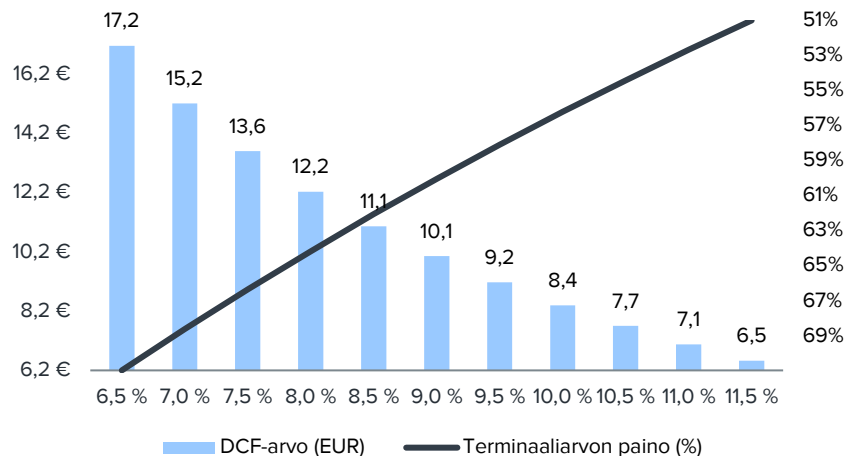
Pääoman kustannus (WACC)

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 %

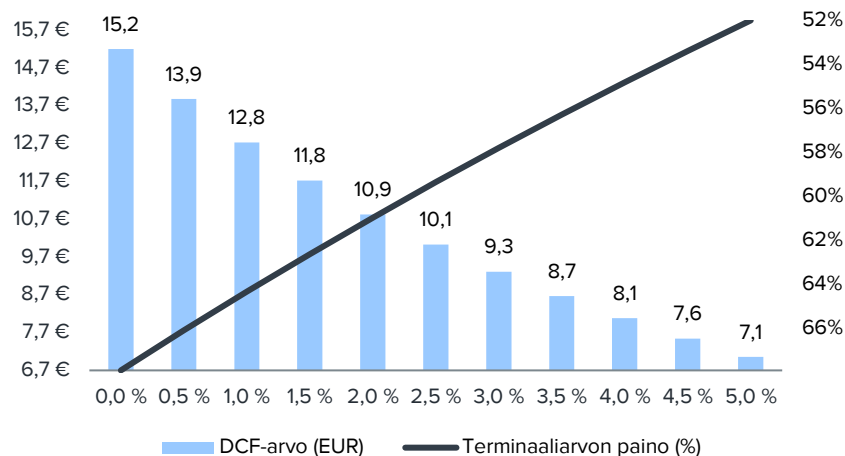
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyyslaskelmat ja avainoletukset graafeina

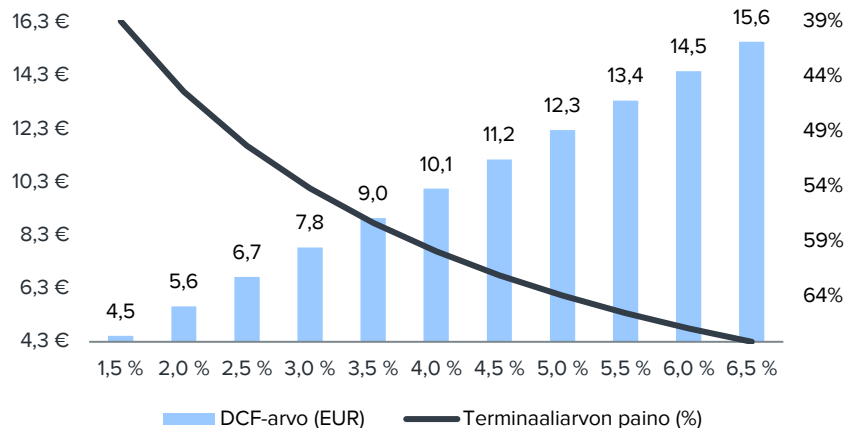
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



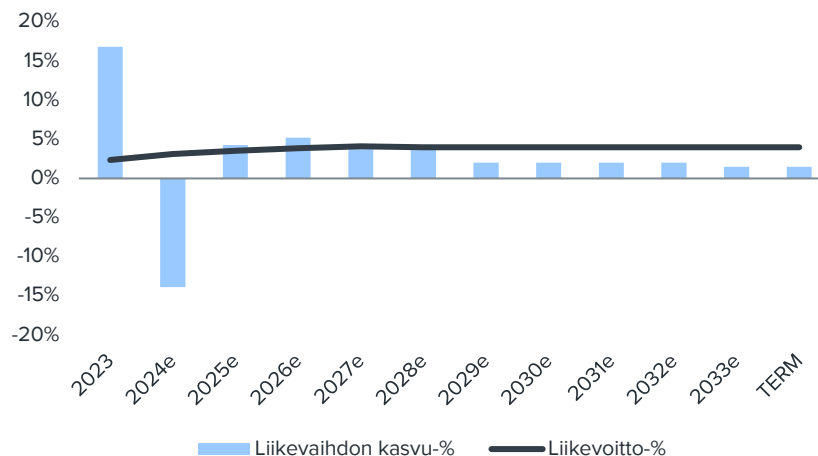
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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	287,3	EPS (raportoitu)	0,64	0,44	0,46	0,64
Käyttökate	13,6	14,0	14,9	16,5	EPS (oikaistu)	0,64	0,44	0,46	0,64
Liikevoitto	8,6	7,6	8,6	10,1	Operat. kassavirta / osake	0,88	3,25	0,60	0,99
Voitto ennen veroja	6,7	4,7	6,0	7,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,63	2,64	-0,32	0,07
Nettovoitto	5,7	3,9	4,1	5,7	Omapääoma / osake	4,75	4,81	4,79	4,94
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	127,7	134,6	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	17 %	-14 %	4 %
Oma pääoma	42,6	42,7	42,5	43,9	Käyttökateen kasvu-%	-4 %	3 %	7 %	11 %
Liikearvo	40,0	40,0	40,0	40,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-17 %	-12 %	14 %	18 %
Nettovelat	33,4	16,8	26,3	32,5	EPS oik. kasvu-%	-29 %	-31 %	6 %	38 %
Kassavirta	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	5,0 %	4,4 %	5,4 %	5,8 %
Käyttökate	13,6	14,0	14,9	16,5	Oik. Liikevoitto-%	3,1 %	2,4 %	3,1 %	3,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,1	15,9	-6,7	-5,5	Liikevoitto-%	3,1 %	2,4 %	3,1 %	3,5 %
Operatiivinen kassavirta	7,9	28,9	5,3	8,8	ROE-%	13,6 %	9,1 %	9,6 %	13,1 %
Investoinnit	-12,8	-6,8	-8,2	-8,2	ROI-%	11,2 %	9,0 %	10,4 %	11,9 %
Vapaa kassavirta	-5,7	23,5	-2,9	0,6	Omavaraisuusaste	31,6 %	31,7 %	33,3 %	32,6 %
					Nettovelkaantumisaste	78,5 %	39,3 %	61,8 %	74,1 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024e	2025e					
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,3					
EV/EBITDA	7,8	5,8	6,1	5,9					
EV/EBIT (oik.)	12,3	10,7	10,6	9,6					
P/E (oik.)	12,7	16,5	15,8	11,5					
P/B	1,7	1,5	1,5	1,5					
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,6 %	6,7 %	6,8 %					

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositusistoria (>12 kk)

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 liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyeseen 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 liikeyeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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 €
13.1.2025	Lisää	8,00 €	7,30 €

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.**