

Kreate

Laaja raportti

1.10.2024 07.00 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Uusilla raiteilla kohti tavoitteita

Infrarakentaja Kreate on ollut yksi alansa vahvimmin kasvaneista ja kannattavimmista yhtiöistä. Markkinoita nopeampaan kasvuun Kreatea on vienyt yhtiön osaaminen vaativissa infrarakentamisen hankkeissa, joiden onnistunut toteutus on luonut yhtiölle omalla alalla hyvän markkina-aseman. Ennennäkemätön kustannusnousu alalla vaati veronsa kannattavuudesta vuosina 2022-2023, mutta tulostrendi osoittaa nyt selkeitä parantumisen merkkejä syklin pohjatasoilta. Normalisoituvaan tulokseen nähden arvostus on maltillinen ja tuotto-odotusta tukee vahva 6 %:n osinko. Toistamme lisää-suosituksemme tarkistaen tavoitehintamme 9,00 euroon (aik. 8,50 €).

Johtava suomalainen infrarakentaja

Kreate on vaativaan infrarakentamiseen keskittynyt yhtiö, jonka palvelut jakautuvat väylä- ja taitorakentamiseen. Väylärakentaminen sisältää tie-, katu- ja ratarakentamisen. Taitorakentamiseen kuuluvat mm. sillanrakentaminen ja erityyppinen pohjarakentaminen. Lisäksi Kreate tarjoaa kiertotalouteen liittyviä palveluita. Kreaten liikevaihto on kasvanut vahvasti viimeisen viiden vuoden aikana. Vuosittain kasvu on ollut keskimäärin 14 % (2017-2023 CAGR-%), mikä on markkinoiden ja kilpailijoiden nollatasoista kasvua selvästi vahvempi suoritus. Kreaten kannattavuus heikkeni ennennäkemättömän rakennusmateriaalien kustannusnousun vuoksi vuosina 2022-2023, mutta vuoden 2023 lopussa ja vuoden 2024 aikana tulostrendi on saatu kääntymään oikeaan suuntaan. Lisäksi viimeisen viiden vuoden aikana EBITA-marginaali on kuitenkin ollut keskimäärin 4,0 %:n tasolla, mikä on alalla hyvä suoritus. Liiketoiminnan tuotosta kertoo myös sijoitetun pääoman tuotto, joka on ollut viimeiset viisi vuotta (19-23) keskimäärin 16 %.

Strategiassa keskiössä kannattavuuden parannus

Kreate kasvoi edellisen strategiakautensa aikana yli tavoitteidensa, mutta kannattavuus on yltänyt yli 5 %:n tavoitetasolle (EBITA-%) vain vuonna 2019. Nyt strategiassa kasvun tavoittelu on maltillisempaa (5-10 % vuosittain) ja keskiössä on tehokkuuden sekä tuotannon parannuksilla nostaa kannattavuus tavoitteisiin. Kasvua haetaan paremmin kannattavasta, mutta pienemmästä Ruotsin liiketoiminnasta sekä vilkkaasta ratarakentamisesta. Kannattavuusparannus syntyy kustannusten paremmasta hallinnasta, Ruotsin osuuden kasvusta (liiketoimintamix) sekä projektien selektiivisyydestä piristyvässä markkinassa (hintakilpailupaine vähenee). Vuosina 2025-2026 odotamme kasvun yltävän tavoitteiden alarajaan (25-26e ka. kasvu-%: 5,3 %) Suomen piristyvän markkinan sekä Ruotsin vahvan kasvuhakuisuuden ansiosta. Kannattavuuden odotamme lähivuosina Kreatella palautuvan normaalimmalle tasolle (EBITA-% 25-26e ka.: 3,8 %) pelkästään kustannusnoususta kärsineiden hankkeiden päättymisen seurauksena, mutta mielestämme tavoitteita kohti eteneminen vaatii yksityisen inframarkkinan piristymistä, projektikatteiden parantumista, kustannustason laskua ja kasvun tuomaa pientä operatiivista vipua.

Tuotto-odotus saa tukea arvostuksen nousuvarasta ja osingosta

Kreaten tulos nousee ennusteissamme vuonna 2024, mutta osake alkaa olla siihen nähden haastavasti hinnoiteltu (24e: EV/EBIT: 11x, P/E: 17x). Ennusteillamme Kreaten tulos palautuu lähemmäs normaalia tasoa vuonna 2025 ja laskee arvostuksen jo houkuttelevammalle tasolle (25e: EV/EBIT: 10x, P/E: 12x). Hyväksyttävään arvostukseemme (EV/EBIT, P/E: 10-12) nähden osakkeessa olisi hieman nousuvaraa. Tämän lisäksi tuotto-odotusta nostaa vahvan kassavirran kautta syntyvä noin 6 %:n osinkotuotto. Myös DCF-laskelman perusskenaarion arvo on selvästi korkeampi (10,7 euroa) tukien positiivista suositustamme.

Suositus

Lisää

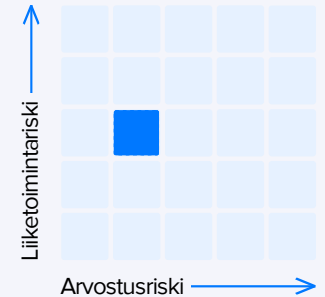
(aik. Lisää)

9,00 EUR

(aik. 8,50 EUR)

Osakekurssi:

8,36



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	320,0	275,2	292,9	304,8
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	4,4	6,2	6,9
EPS (oik.)	0,44	0,50	0,70	0,78
P/E (oik.)	16,5	16,8	12,0	10,8
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	9,7	8,8
EV/EBITDA	5,8	6,6	6,1	5,6
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,4	0,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

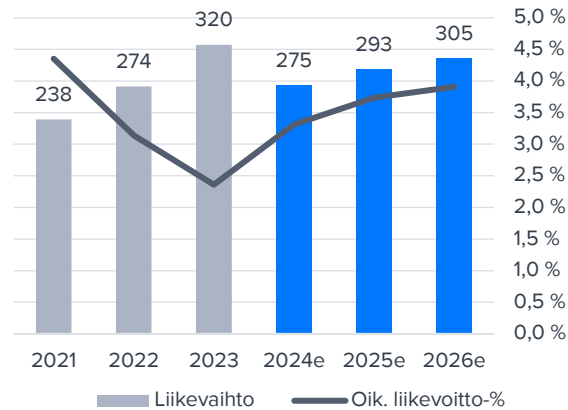
Kreate arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2024 laskee ja on 270-300 miljoonaa euroa (2023: 320 MEUR) ja EBITA kasvaa ja on 8-11 MEUR (2023: 7,8 MEUR).

Osakekurssi



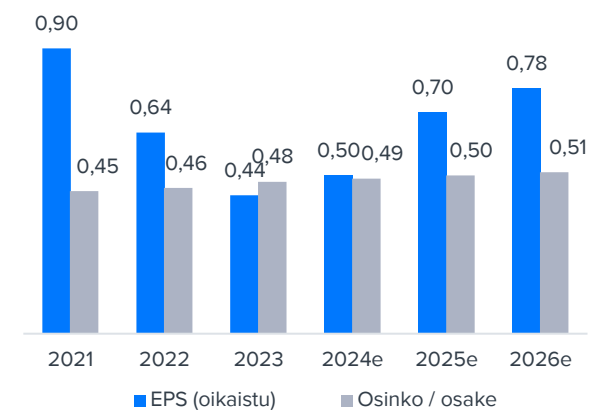
Lähde: Millistream Market Data AB

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	8,36	8,36	8,36
Markkina-arvo	74	74	74
Yritysarvo (EV)	100	106	105
P/E (oik.)	16,8	12,0	10,8
P/B	1,7	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	6,6	6,1	5,6
EV/EBIT (oik.)	11,0	9,7	8,8
Osinko/tulos (%)	98,2 %	71,6 %	65,8 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,0 %	6,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-17
Sijoitusprofiili	18-19
Toimiala ja markkina	20-23
Taloudellinen tilanne	24-25
Ennusteet	26-31
Arvonmääritys	32-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40-

Kreate lyhyesti

Kreate on suomalainen infrarakentaja. Kreate on erikoistunut vaatimaan infraan, johon kuuluu mm. siltoihin, teihin, rata- ja raitiotierakentamiseen sekä pohjarakentamiseen liittyvät ratkaisut.

2015

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

2021

Listautuminen

320 MEUR (+17 % v/v)

Liikevaihto 2023

7,8 MEUR (2,4 % lv:sta)

EBITA 2023

11,2 % (2022: 12,5 %)

Sijoitetun pääoman tuotto-% 2023

200 MEUR (-24 % v/v)

Tilaukanta 2024 H1

496

Henkilöstö keskimäärin H1'24 lopussa

2017-2018

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

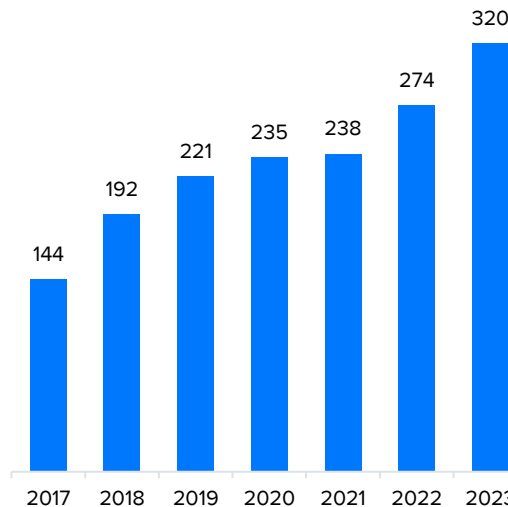
2019-2021

- Korona ei pysäyttänyt Kreatea, mutta hidasti menoa
- Kasvua vuosien aikana, mutta edellisvuosia hitaampana
- Kannattavuus alkoi heikentyä kuumen suhdanteen vuoksi
- Tilaukanta vahvistui merkittävästi 2021 loppua kohden

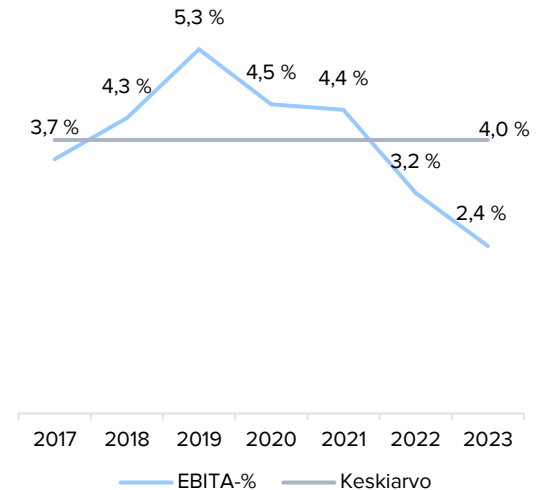
2022-2023

- Tilaukanta ja isot hankkeet tukivat Kreeten kasvua
- Korkeat resurssihinnat ja inflaatio toivat kuluja
- Hankkeet etenivät hyvin ja kasvu oli odotuksia vahvempaa
- Markkinahaasteet painoivat kannattavuuden pohjatasoille ja alle normaalin tason

Liikevaihdon kehitys (MEUR), +14 %
CAGR-% 17-23



Kannattavuuden (EBITA-%) kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Vaativan infran rakentaja

Kreate on suomalainen infrarakentamiseen keskittyvä yhtiö. Yhtiön liiketoimintoihin sisältyy muun muassa ratarakentaminen, teiden ja katujen rakentaminen, sillanrakentaminen, pohja- ja insinöörirakentaminen ja kallio- ja betonirakentaminen Ruotsissa.

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

Kreaten liikevaihto on kasvanut vahvasti viimeisen viiden vuoden aikana ja oli vuonna 2023 noin 320 MEUR. Vuosittain kasvu on ollut keskimäärin 14 % (CAGR-%) vuosien 2017-2023 aikana, mikä on alaan nähden erittäin vahva suoritus. Kannattavuus on myös ollut toimialaan nähden hyvällä tasolla ja keskimäärin noin 4 %:n tasolla (EBITA-%) vuosien 2017-2023 aikana. Viimeisen kahden vuoden aikana kannattavuus on kuitenkin heikentynyt alle keskiarvon kustannusinflaation kurittamien vanhojen hankkeiden vuoksi.

Kreaten liiketoiminta keskittyy Suomeen, sillä vuonna 2023 liikevaihdosta noin 93 % tuli

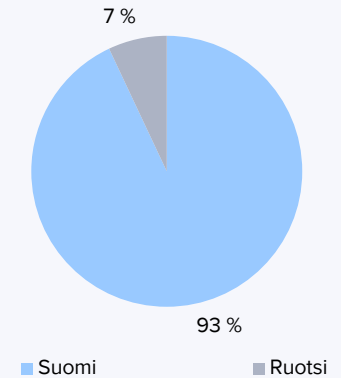
Suomesta ja loput 7 % Ruotsista. Ruotsin osuus on vielä pieni, mutta ollut selvässä kasvussa syyskuussa 2022 tehdyn laajentumisen jälkeen. Ruotsi on myös tärkeässä strategisessa asemassa, sillä se on yksi Kreaten kasvualue rata- ja raitiotieliiketoiminnan lisäksi vuosien 2024-2027 aikana.

Asiakasryhmittäin julkinen sektori tuo isoimman osan liikevaihdosta, mikä luo vakautta yhtiön liiketoimintaan. Yleisesti julkisissa hankkeissa on kuitenkin kova kilpailu ja hankemuodot voivat madaltaa tuottopotentiaalia vakauden vastapuolella. Valtion hankkeet toivat yhtiölle noin 40 % liikevaihdosta vuonna 2023 ja kuntien sekä kaupunkien noin 18 %. Loput (42 %) liikevaihdosta vuonna 2023 tuli yksityiseltä sektorilta, johon voi lukeutua esimerkiksi rakennusyhtiöt, teollisten investointien tilaajat/rakennuttajat sekä muut isot yritykset. Yksityisissä hankkeissa voi yleistäen sanoa olevan parempi tuottopotentiaali, mutta myös riskit ovat usein korkeampia.

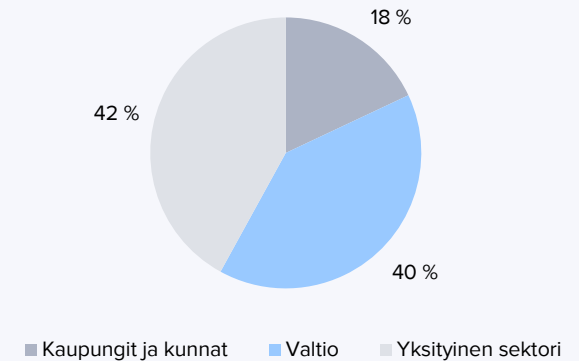
Kreaten vahvan kasvujakson jälkeen yhtiön strategiassa korostetaan vuosien 2024-2027 aikana kestäväää kannattavuutta. Tavoitteena on 5-10 %:n vuosittaisen liikevaihdon kasvun (2025 alkaen) ja paremman kustannushallinnan avulla nostaa kannattavuutta hiljalleen kohti tavoiteltua yli 5 %:n tasoa (EBIT-%). Tavoitteet etenkin kannattavuuden suhteen ovat vielä kaukana, mutta operatiivisesti paremman suorituksen ja piristyvän markkinan vallitessa mielestämme tavoitettavissa.

KREATE

Liikevaihto maittain (2023)



Liikevaihto asiakasryhmittäin (2023)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoimintamalli

Kreatella on yksi raportoitava segmentti, mutta kaksi liiketoiminta-alueetta, joista se esittää erikseen liikevaihdon. Kreaten liiketoiminnat jakautuvat Väylärakentamiseen ja Taitorakentamiseen.

Taitorakentaminen

Taitorakentamisen osuus Kreaten liikevaihdosta vuonna 2023 oli 78 %. Taitorakentamisen voi jakaa siltarakentamiseen ja pohja- ja insinöörirakentamiseen. Kreaten siltarakentaminen kattaa siltojen rakentamisen sekä korjaamisen. Siltaprojektit ovat vaativia ja arviomme mukaan paremmin kilpailulta suojassa. Siltojen vaativuutta lisäävät esimerkiksi vesistöjen ylitykset, ahtaat kaupunkiympäristöt, tekniset vaatimukset (pituus, korkeus, kantavuus ja tyyppi) sekä usein tiukat aikataulut. Kreate on siltarakentamisessa Suomessa johtava toimija ja yhtiön referenssit ovat vahvoja (Kruunusillat, Isoisän silta, Kirjalansalmen ja Hessundinsalmen silta).

Pohja- ja insinöörirakentamisen liiketoiminta toteuttaa rakentamiseen liittyviä perustustöitä sekä pohjatöitä, mutta keskittyen vaativaan kaupunkiympäristöön sekä teollisuuteen. Esimerkkihankkeina mm. Helsinki-Vantaan lentoaseman terminaali 2 -hanke, Keskon Onnela-logistiikkakeskus ja lukuisat vaativat pohjatyöt esimerkiksi Helsingin keskustassa.

Taitorakentamiseen osana kuuluu myös Kreaten kallio- ja betonirakentamisen liiketoiminta

Ruotsissa. Ruotsissa Kreate on erikoistunut maanalaisiin vaativiin töihin aliurakoitsijan roolissa. Kasvun myötä tarkoitus on laajentua maan päälle ja kohti pääurakoitsijan roolia vahvojen referenssien avulla.

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

Väylärakentaminen

Väylärakentamisen osuus yhtiön liikevaihdosta vuonna 2023 oli 22 %. Väylärakentamisen voi jakaa teiden ja ratojen rakentamiseen. Teiden ja katujen rakentamisen liiketoiminnassa Kreate keskittyy erityisesti toteuttamaan vaativia ja laajoja projekteja, joihin liittyy monia teknisiä ulottuvuuksia, kuten geoteknisiä rakenteita, useita erkanemisramppeja sekä risteyksiä. Esimerkkiprojekteina voidaan mainita erilaiset teollisuuden infratyöt (Kemin biotuotetehdas), vaativat aluerakennuskohteet (Nihdin alueen esirakennus) ja valtaväylien työt (Vt19 Seinäjoki Lapua).

Ratarakentamisen liiketoimintaan kuuluvat rautateihin, ratapihoihin, raitioteihin ja metroihin liittyvät rakennustyöt. Projektit vaihtelevat yhtiön

mukaan laajemmista ratapihojen uusimisista pienempiin silta- ja massanvaihtotöihin. Valtion kuntien investointisuunnitelmien perusteella rataosaamisen tarve tulevaisuudessa kasvaa ja se on tärkeässä osassa Kreaten strategiaa. Raideympäristössä tehtävät työt ovat myös Kreatelle kasvava alue ja esimerkkinä saaduista viime aikaisista hankkeista on mm. Koskelan varikon kehitysvaihe, yli 200 MEUR:n Tampereen henkilöratapihan parannustyöt sekä Vantaan Ratikan itäosan allianssihanke yhdessä GRK:n kanssa (217 MEUR). Hankkeet ovat usein pitkäkestoisia, vaativia ja monen osapuolen toteuttamia ja riskejä on usein jaettu allianssimallin mukaisella toteutuksella. Raideympäristössä tehtävät hankkeet sisältävät varsinaisen ratarakentamisen lisäksi usein myös silta-, väylä- ja pohjarakentamista.

Kiertotalous

Kiertotaloudella on tärkeä rooli yhtiön liiketoiminnan tukemisessa. Kiertotalous tuottaa lisäarvoa Kreaten projekteille ja tarjoaa ratkaisuja pienissä määrin myös ulkoisesti. Kreaten kiertotalous tukee materiaalien tehokasta hyödyntämistä, käyttämistä ja kierrättämistä sekä tarvittaessa loppusijoitustoimintaa rakentamisen ylijäämäainekselle ja teollisuuden sivuvirroille. Toiminnan tavoitteena on korvata neitseellistä maa-ainesta sekä Kreaten omissa että yhteistyökumppaneiden projekteissa. Kiertotalous on kuitenkin pienessä osassa Kreaten liiketoimintaa (arvioltamme muutamia prosentteja). Kiertotalous raportoidaan muu ja eliminoinnit kohdassa Kreatella.

Kreaten liiketoiminta

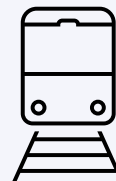
Taitorakentaminen



78 %
liike-
vaihdosta
2023

- Toimii Suomessa ja Ruotsissa
- Isossa osassa sillanrakentaminen ja -korjaus
- Toinen tärkeä osa pohja- ja insinöörirakentaminen, mutta etenkin teknisesti vaativissa kaupunkikohteissa ja teollisuudessa
- Kohteita mm. Kirjalansalmen ja Hessundinsalmen siltojen uusiminen, Kruunusillat-hanke, Tampereen Kansi, Kesko logistiikkakeskus

Väylärakentaminen



22 %
liike-
vaihdosta
2023

- Toimii Suomessa
- Ratarakentamista sekä katujen ja teiden rakentamista
- Keskittyy tierakentamisessa etenkin teknisesti vaativiin hankkeisiin (ei perusväylän ylläpitoa)
- Osuus kasvussa ratakankkeiden käynnistymisten vuoksi
- Merkittävät kasvumahdollisuudet
- Viimeaikaisia saatuja hankkeita mm. Koskelan varikko, Tampereen henkilöratapiha ja Vantaan ratikka itäosa

Projektin elinkaari

Hankekehitys

Suunnittelu

Projektien toteutus

Ylläpito

Kreaten rooli



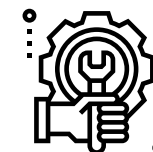
Tilaajat ja asiakkaat hankekehittävät usein projektin



Kreate osittain mukana projektin suunnittelu- ja selvitystöissä



Pääpaino Kreaten liiketoiminnassa on itse toteutuksessa



Ylläpito ja huolto pienemmässä osassa Kreatella

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Kreate toimii projektiliiketoiminnassa

Kreaten liikevaihto syntyy lähes täysin infrarakentamisen urakoinnista. Yhtiö siis tekee rakennushankkeita käytännössä tilaajien/asiakkaiden laskuun ja taseisiin. Yhtiön liikevaihto ja tulos tuloutuvat ajan kuluessa projektien edetessä eikä luovutuksen, myynnin tai valmistumisen mukaan, kuten esimerkiksi omaperusteisessa rakentamisessa.

Yleisimmät sopimustyytit projekteissa Kreatella ovat kokonaisurakkasopimus, ST-sopimus (suunnittele ja toteuta), projektinjohtourakka sekä yhä yleistyvät allianssi- yhteistoimintahankkeet. Kreaten mukaan noin ¾-osaa liikevaihdosta syntyy kokonaisurakoista. Usein urakasta sovitaan jokin hinta, jonka perusteella Kreate sen toteuttaa. Jos urakan toteutuneet kustannukset alittavat tai ylittävät Kreaten budjetin, jää voitto tai lasku Kreatelle. Nykyisin usein urakat on sidottu indekseihin, jotta esim. kustannusten vaihtelulla ei olisi merkittäviä vaikutuksia lopputulokseen. Tämän lisäksi yhä enemmän alalla käytetään nykypäivänä yhteistyösopimuksia, jossa vastuita (kustannuksia) ja tavoitteita (voittoja) jaetaan osallistujien kesken (mm. allianssimallit).

Kreatella ei tietojemme mukaan ole historiassa ollut merkittäviä projektiongelmia. Kreaten mukaan heidän projekteista yli 96 % on historiassa ollut kannattavia (Lähde: CMD-materiaali). Projektiongelmien ovat kuitenkin yksi selkeä ja iso riski, mikä Kreaten liiketoimintamalliin liittyy. Usein projektiongelmia alalla esiintyy isoimmissa ja haastavimmissa hankkeissa, mutta ne ovat Kreatella pääosin allianssimallin hankkeita, missä riskit yllätyksille ovat vähäisiä.

Kreatella liikevaihdosta noin 15 % tulee pienistä (0-3 MEUR) ja noin 50 % keskikokoisista (3-30 MEUR) projekteista, mikä vähentää projektiongelmien realisoituessa niiden laajuutta. Kuitenkin merkittävilta projektiriskeiltä Kreatekaan ei projektikokonsa vuoksi ole turvassa, mutta toistaiseksi näiltä on käsityksemme mukaan vältytty.

Talouden suhdanteet vaikuttavat

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

Infra omaa kuitenkin myös vastasykliisyyden piirteitä. Usein isot infrahankkeet ja -investoinnit ovat julkisen sektorin liikkeellepanemia ja niiden kysyntä ei ole kovinkaan riippuvainen talouden tilanteesta (esim. ratahankkeet). Talouden heikentyessä elvytys valtioiden ja kuntien osalta usein käynnistyy ja infra on historiassa ollut usein tuottava kohde elvytysrahoille, kun infran rakentaminen usein johtaa myös muuhun taloudelliseen aktiviteettiin. Kokonaisuutena julkinen kysyntä tasapainottaa yksityisen kysynnän vaihteluita tehden infrasta suhdanteista vähemmän riippuvaisen. Tämä on myös pitänyt historiallisen kehityksen infra-alalla kohtuullisen vakaana.

Isot projektit

- Koko: yli 30 MEUR
- Kesto: useita vuosia
- Tuovat jatkuvuutta tekemiseen, useamman liiketoiminnan yhteishankkeita, projektinhallinnan vaativuus
- Allianssi- ja yhteistyömallit

35 %

Keskikokoiset projektit

- Koko: 3-30 MEUR
- Kesto: 1-2 vuotta
- Varmistavat resurssien käyttöasteen, kannattavaa peruskauraa
- Kaikki sopimusmallit

50 %

Pienet projektit

- Koko: 0-3 MEUR
- Kesto: alle vuoden
- Yleensä kannattavimpia ja teknisesti erityisen haastavia
- Pääosin kokonaisurakka

15 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Liiketoiminnassa on kausivaihtelua

Kreatan liiketoiminnan kausivaihtelut seuraavat rakentamisen kausivaihteluita, mutta eroavat hieman perinteisestä rakentamisesta. Siinä missä rakennusalalla yleisesti Q4 on paras kvartaali, voi Kreatan tapauksessa Q2-Q3 kvartaalien sanoa olevan yhtiölle tärkeämpiä.

Infra on usein säävaihteluille altista liiketoimintaa, jolloin lämpimämpinä vuodenaikoina pyritään tekemään enemmän töitä. Q1 on yleisesti heikoin kvartaali ja myös Q4:n lopussa sää alkaa vaikeuttamaan projektien toteutusta. Usein kuitenkin myös Q4:llä valmistuu hankkeita ja isot maksuerät voivat tulla maksuun, mikä vähentää kvartaalin kausivaihtelua. Historiallisesti Kreate on tehnyt parasta kannattavuuttaan kolmannella kvartaalilla, mutta myös toisen kvartaalin kannattavuus yltää usein hyvällä tasolle.

Resursseina työvoima, koneet ja materiaalit

Kreatan liiketoiminnan projekteissa tarvitaan paljon käsipareja, työkoneita ja materiaalia. Materiaaleissa on nähty voimakas hinnannousu koko alalla, mikä on myös vaikuttanut Kreateen. Kreate on erityisen riippuvainen teräksestä, koneiden polttoaineista, bitumista, betonista ja puutavarasta sekä muista rakentamisen perusmateriaaleista. Näiden hinnanvaihteluilla voi olla merkittäviäkin vaikutuksia yhtiön liiketoimintaan.

Vuodesta 2020 alkaen maanrakentamisen kustannukset ovat olleet selvässä nousussa sekä työn että panosten osalta, kuten oikealla olevasta kuvaajasta voi huomata. Kannattavuus myös otti

kolauksen kustannusnoususta vuosina 2022-2023, kun vanhoissa pitkäkestoisissa hankkeissa ei ennennäkemätöntä hintojen nousua täysin pystytty huomioimaan. Hankkeet päättyivät kuitenkin vuoden 2023 aikana eikä samanlaista kustannusvaikutusta enää ole vuoden 2024 aikana ollut.

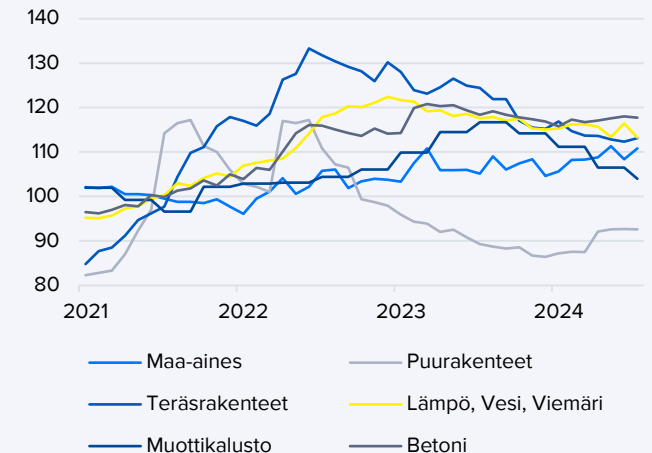
Yleisesti alan projekteissa hinta on sovittu osalle materiaaleille jo etukäteen, mutta hankintoja tehdään paljon myös projektien edetessä. Tällöin lukkoon lyödyt urakkahinnat voivat olla haasteellisia ja heikentää/parantaa projektin kannattavuutta merkittävästi (urakkatyyppistä riippuen), mikäli hinnat voimakkaasti muuttuvat projektin aikana. Pidämme kuitenkin viime vuosien kaltaisen hinnannousun toistumista lähitulevaisuudessa epätodennäköisenä. Arviomme mukaan nykyisin sopimuksissa usein on myös indeksikorotus kustannusten nousua tai laskua varten. Lisäksi eri hankemalleissa usein kustannuksia sekä tuottoja myös jaetaan eri osapuolien kesken.

Työvoima on myös tärkeä resurssi. Arviomme mukaan Kreatan työvoimasta iso osa on Kreatan palkkalistoilla. Omalla työväellä tehdään Kreatan mukaan vaativimmat osat projekteista ja alihankkijoilla toistuvammat sekä helpommat osat. Oman työvoiman käyttö osaltaan parantaa näkyvyyttä sekä myös projektien hallittavuutta. Tämä on arviomme mukaan myös osasyy, miksi Kreatella ei historiassa ole ollut merkittäviä projektiongelmia.

Maanrakennuskustannusindeksin nousu lakannut (2015=100)



Materiaalien hinnat jatkaneet laskussa (2021=100)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Kassavirta painottuu loppuvuoteen

Kreaten operatiivinen vapaa kassavirta on tyypillisesti vahvaa etenkin vuoden toisella puoliskolla, kun projekteja usein valmistuu. Vaihtelu kassavirrassa syntyy hankkeiden käynnistyessä ja sitoessa pääomia, kun kalustoa ja materiaalia hankitaan. Kuitenkin normaalisti käyttöpääoma on yhtiöllä ollut vuositasolla negatiivinen tai nollan tasolla.

Negatiivisen käyttöpääoman ymmärtää, sillä Kreate toimii urakkaliiketoiminnassa eikä valmista mitään omaan taseeseensa (varastoonsa) myyntiä odottamaan. Arvioimme, että Kreatella on myös hyvä neuvotteluasema materiaalitoimittajiin sekä pienempiin alihankkijoihin. Tämä riittää kattamaan tilaajille annettavat maksuajat ja käyttöpääoman sitoutumisen.

Negatiivinen nettokäyttöpääoma on positiivinen asia sijoittajille, sillä liiketoiminta voi kasvaa ilman lisärahoitustarvetta. Laskevan liikevaihdon jakson aikana negatiivinen nettokäyttöpääoma voi toki aiheuttaa kassavirtaan negatiivista painetta, mutta Kreaten operatiivisen suorituskyvyn ja taloudellisen tilanteen ansiosta tämän hallitseminen ei pitäisi mielestämme olla yhtiölle ongelma.

Ei merkittäviä investointeja

Yhtiön liiketoimintamallille ja alalle ominaisesti investointeihin ei mene merkittävästi varoja liiketoiminnan kokoon nähden. Yhtiön täytyy kuitenkin uusia tai päivittää kalustoaan jatkuvasti, jotta tehokkuus säilyy samalla tasolla, mitä se on tähän päivään asti ollut. Tämä vaatii ylläpito- ja

uudisinvestointeja.

Investoinneissa voi myös tulla isompia kertaeriä, kun esimerkiksi erikoiskoneita tai -kalustoa hankitaan. Esimerkiksi viime vuosien aikana Kreate on investoinut voimakkaasti mm. ratarakentamisen liiketoiminnan kalustoon sekä tukemiseen.

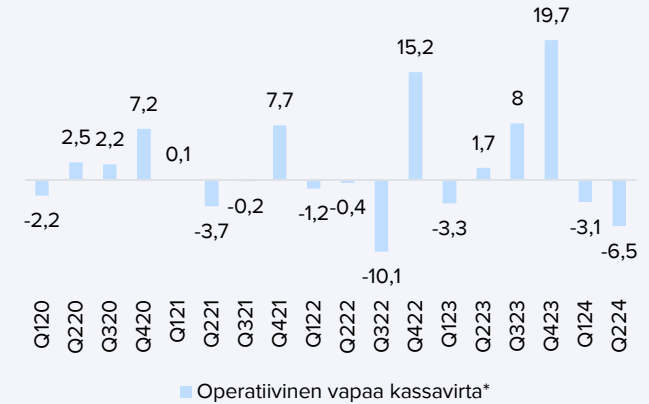
Vuonna 2023 operatiiviset nettoinvestoinnit olivat 5,9 MEUR euroa (2022: 4,1 MEUR). Investoinnit olivat vuonna 2023 poikkeuksellisen isot ja määrää nosti vuonna 2023 vuoden 2022 lopulla alkaneet merkittävät projektit. Investoinnit olivat kuitenkin vuonna 2023 vain noin 2 % liikevaihdon tasosta. Näemme investointien tason olevan jatkossa noin 1-2 % liikevaihdosta mukaan lukien myös koneiden tai kaluston uusimistarpeen.

Kustannukset pääosin muuttuvia

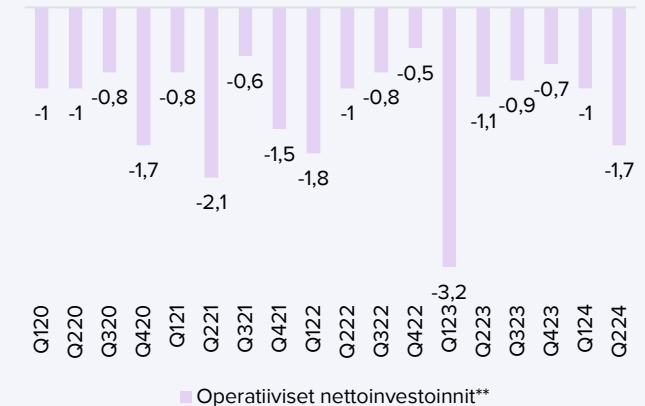
Kreaten kustannuksissa on kohtuullisen paljon joustavuutta. Suurin osa kustannuksista on muuttuvia ja kiinteänä kuluna on oikeastaan vain konsernin tehtävät. Muut kustannukset syntyvät projekteille.

Isossa osassa kustannuksia ovat materiaalit ja palvelut, joiden suhde kokonaiskuluista oli vuonna 2023 noin 80 %. Tämä osa liikkuu hyvin pitkälti myös liikevaihdon mukana, mutta vaihtelee vuosittain resurssien hintojen ja niiden hallinnan onnistumisen kautta, kuten aikaisemmin esitimme. Erän osuus on hieman noussut viime vuosina arviolta nousseiden kustannusten vuoksi, mutta myös alihankinnan lisääntymisellä on voinut olla vaikutusta asiaan.

Kassavirta usein paranee vuoden loppua kohden (MEUR)



Investoinnit maltillisia Kreaten kokoon nähden (MEUR)



Lähde: Inderes, Kreate

*Operatiivinen vapaa kassavirta = Liiketoiminnan rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja + operatiiviset nettoinvestoinnit

**Operatiiviset nettoinvestoinnit = Investoinnit aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin - aineellisten ja aineettomien hyödykkeiden luovutukset

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Materiaali- ja palvelukulujen lisäksi yhtiöllä on henkilöstökuluja, jotka pysyvät kohtuullisen kiinteinä, vaikka niissäkin muuttuvia elementtejä osin on. Arvioimme mukaan yhtiön oma henkilöstö on pääosin hyvin työllistettyjä ja alihankinta on se osuus joka resursseista joustaa tarpeen vaatiessa enemmän. Omaa henkilöstöä voidaan kuitenkin tarpeen mukaan esimerkiksi lomauttaa. Henkilöstökulujen osuus kokonaiskuluista vuonna 2023 oli noin 14 % ja myös tässä kuluuerässä on nähty hieman suhteellista nousua (liikevaihtoon nähden) palkkakustannusten nousua. Liiketoiminnan muut kulut (4 % osuus) ovat pääosin kiinteitä kuluja ja niiden osuus kokonaisuudesta on hyvin pieni.

Liiketoiminta mielestämme skaalautuu vain rajallisesti, sillä samaa projektia ei voi myydä uudestaan, vaan se vaatii aina uudet resurssit. Arvioimme kuitenkin, että kapasiteetin (työntekijöiden resurssien) käyttöasteiden optimointi kannattavuutta tiettyyn pisteeseen asti parantaa.

Vaativien hankkeiden osaaminen luo pientä kilpailuetua

Kreatella on monia referenssejä vaativista infraprojekteista sekä osaamista myös erittäin vaativista projekteista, joka voi osaltaan luoda Kreatelle pienen kilpailuedun muihin nähden. Onnistuneet referenssit ovat omiaan vahvistamaan brändiä ja tuomaan yhtiölle jatkossakin kilpailuetua, sillä toimialalla aikaisempien referenssien merkitys on suuri uusien projektien voittamisessa. Myös tyytyväinen (CMD 2024: henkilöstön suositteluaste 4,23/5,00) ja sitoutunut henkilöstö (henkilöstö omistaa

yhtiöstä noin 16,5 %) ovat Kreatella kilpailukykyä tukevia elementtejä.

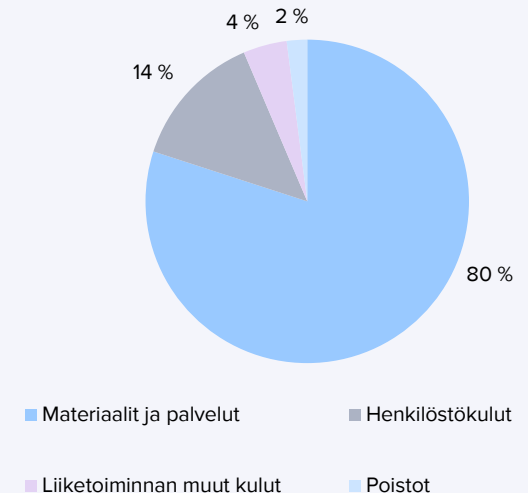
Ala on mielestämme suojassa nopealta kilpailutilanteen muutokselta, sillä koneiden ja kaluston sekä resurssien tarve on isoimmista hankkeissa suuri. Pienemmässä ja yksinkertaisemmassa päässä hankkeita tosin kilpailua on paljon. Pienemmän pään hankkeista on kuitenkin hyvin pitkä matka esimerkiksi Suomen suurimpien siltojen korjaushankkeiden pääurakoitsijaksi.

Vaikka alalle voi olla vaikea murtautua ilman merkittäviä referenssejä, on kestävien kilpailuettujen saavuttaminen alalla kuitenkin mielestämme haastavaa. Alan tekijöillä ei ole mielestämme ylivertaista tuotantoprosessia tai muuta tapaa toimia, mitä muut eivät voisi kopioida. Tämä korostuu varsinkin, kun suurin osa lisäarvosta luodaan työmaalla, missä prosessit sekä käytänteet ovat usein samankaltaisia.

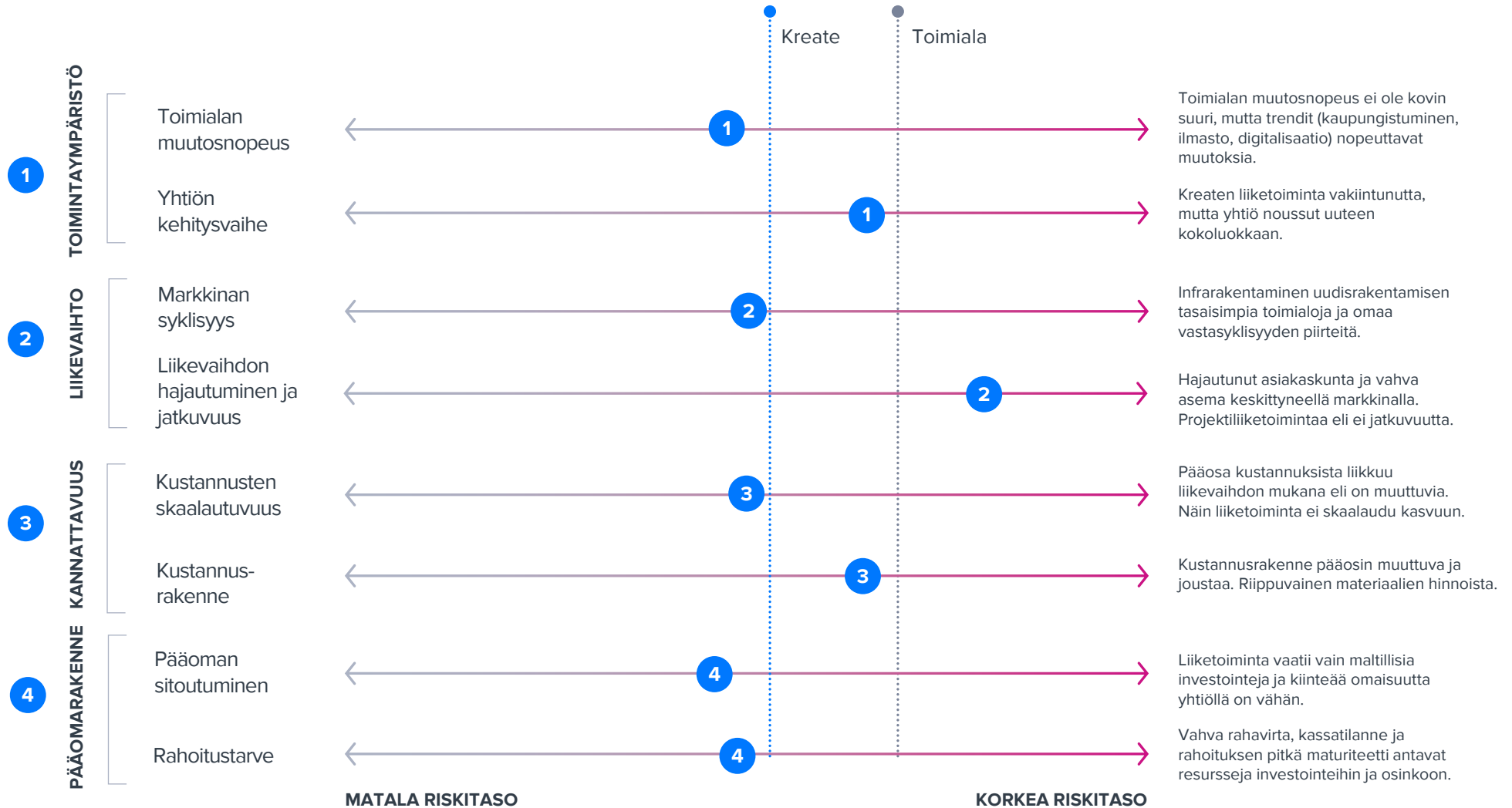
Liiketoimintamallin riskiprofiili maltillisempi kuin muulla rakennusalalla

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

Kreaten kuluista suurin osa projekteihin liittyviä muuttuvia kuluja (%-osuus kokonaiskuluista, 2023)



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia 1/3

Kestävää kannattavuutta 2024-2027

Kreaten vuoden 2024 alussa päivitetyn strategian on tarkoitus jatkaa edellisen strategian luomia mahdollisuuksia. Yhtiö on pörssihistoriansa aikana asemoitunut kasvaviin markkinasegmentteihin (rata, silta, teollisuus, Ruotsi) ja vahvistanut tarjoamaansa asiakkaille. Maailmanlaajuisten kriisien myötä tehokkuus ja kannattavuus ei kuitenkaan ole pysynyt täysin liiketoiminnan kehityksen mukana.

Uuden strategiakauden aikana yhtiön painopiste onkin kannattavuuden parantamisessa ja yhtiö tavoittelee nyt aiempaa maltillisempaa kasvua kannattavuuskehityksen tukemiseksi. Kasvun osalta yhtiön painopiste on rataliiketoiminnassa ja Ruotsin liiketoiminnassa.

Uudistetun strategian toiminnallisena tavoitteena on nousta johtavaksi toimijaksi jokaisella Kreaten liiketoiminnan osa-alueella, olla halutuin kumppani ja paras työnantaja infrarakentamisen alalla sekä jatkaa panostamista yhtiön ketteryyteen sekä tehokkuuteen.

Vaativat hankkeet erikoisosaamista

Kreate on strategisesti keskittynyt vaativan infran rakentamiseen. Kaupungistumisen ja vihreän siirtymän megatrendien vuoksi tuleamme arviomme mukaan tarvitsemaan tulevaisuudessa korkeampia rakennuksia, tiiviimpiä kaupunkiympäristöjä, sujuvampaa liikennettä, kasvua joukkoliikenteeseen sekä esimerkiksi veden päälle laajentumista. Nämä kaikki tarkoittavat, että infrarakentamisen osalta tarvitaan erikoisosaamista vaativimmista hankkeista. Mielestämme vaativan infran ja liiketoimintojen

erikoisosaamisella ja referensseillä Kreate jo erottautuu osin ainutlaatuisena tekijänä Suomen mittakaavassa. Arvioimme, että tämä myös näkyy Kreatelle positiivisena tekijänä markkina-asemassa.

Vaativampien ja erikoisempien hankkeiden kannattavuus on arviomme mukaan myös yleistä infrarakentamista parempaa, mikä luo Kreatelle hyviä mahdollisuuksia. Yhtiö pystyy osaamisellaan ja kalustollaan hoitamaan haastavimmatkin hankkeet onnistuneesti. Samalla kuitenkin vaativissa hankkeissa myös riskit kasvavat, sillä hankkeiden kustannuslaskenta epäonnistuu mielestämme toistettavia hankkeita todennäköisemmin tai toteuttaminen voi tulla muuten ennakoitua kalliimmaksi esimerkiksi rakennusvirheen kautta. Usein kuitenkin sopimusmallit (allianssi, yhteistyömallit) suojaavat osapuolia näiden riskien toteutumiselta etenkin isoimmista hankkeista.

Johtavaksi toimijaksi alallaan

Kreaten asemoitua itsensä kasvaviin markkinasegmentteihin edellisen strategiakauden aikana, on nyt Kreaten tavoitteena nousta liiketoimintojensa johtavaksi toimijaksi. Yhtiö on jo omien sanojensa mukaan markkinajohtaja Suomessa sillanrakentamisessa ja korjauksessa, pohja- ja insinöörirakentamisessa ja erikoispohjarakentamisessa (KFS Finland osakkuusyhtiö). Alueiden markkinaosuuksia on mielestämme vaikea täysin arvioida, sillä esimerkiksi pohjarakentamista tehdään paljon muun rakentamisen yhteydessä, mutta omilla erikoisalueillaan Kreate yltäne jokaisessa mainitussa markkinajohtajien joukkoon.

Strategian toiminnalliset tavoitteet

Paras paikka infra-alan parhaille osaajille

- Olennaiseen keskittyminen
- Jatkuva henkilöstön kehitys
- Työturvallisuus

Oltava halutuin infrakumppani

- Tunnetaan asiakkaiden tarpeet ja toiveet
- Parhaat ratkaisut hankkeisiin
- Laatu ja luotettavuus

Oltava johtavien toimijoiden joukossa kaikissa liiketoiminnoissamme

- Vahvistetaan nykyistä osaamista
- Lisäpanostukset ratarakentamiseen
- Ruotsin kasvu valikoiduissa liiketoiminnoissa

Pidettävä prosessimme ketterinä

- Huomio edelleen riskienhallintaan
- Selektiivisyys ja huolellinen tarjouslaskenta
- Työmaaprosessien jatkuva kehitys

Strategia 2/3

Kreate pyrkii pitämään kiinni vahvasta markkina- asemastaan olemassa olevissa liiketoiminnoissa ja kasvamaan etenkin Ruotsissa ja ratarakentamisessa, missä yhtiö ei vielä yllä kolmen suurimman tekijän joukkoon. Ratarakentamisessa yhtiö on tehnyt viime vuosien aikana merkittäviä investointeja (erikoiskalusto, sähkörata- ja turvalaiteliiketoimintoihin laajentuminen), mikä alkaa näkymään nyt yhtiön voitetuissa hankkeissa.

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

Yhtiö laajentui Ruotsiin syyskuussa 2022 ostamalla ruotsalaisen vaativaan kallio- ja betonirakentamiseen erikoistuneen Bror Bergentreprenad AB:n (BBEAB), millä Kreate sai strategiansa mukaisen Ruotsiin laajentumisen hyvin liikkeelle. Ostettu yhtiö oli kasvanut historiassa vahvasti, mutta pystyi myös vuonna 2022 tekemään jopa 10 %:n käyttökatemarginaalia, kun se esim. Kreatella oli vuonna 2022 5 %:n tasolla.

Kasvava ja kannattava yritys uudelta markkinalta on antanut hyvän lähtökohdan laajentumiseen Ruotsissa. Vuosi 2023 meni myös vahvasti, sillä liikevaihto oli tällöin jo 258 MSEK eli noin 23

MEUR lähes tuplatan lähtötason yrityskaupan ostosta Kreatelle. Ruotsin tytäryhtiön (Kreate Sverige AB) kannattavuus on myös säilynyt erittäin hyvänä, kun liikevoittomarginaali oli tietojemme mukaan noin 6,6 % vuonna 2023.

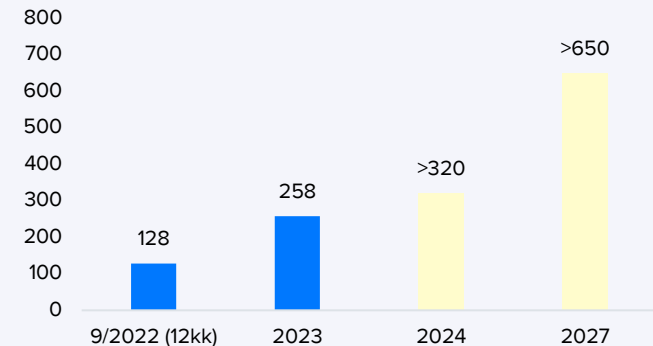
Ruotsissa Kreatella on kuitenkin myös kunnianhimoiset kasvutavoitteet. Tämän vuoden tavoitteena on nostaa liikevaihtoa noin 25 % yli 320 MSEK:iin vuonna 2024. Kasvuvauhdin ei odoteta hidastuvan ja vuoteen 2027 mennessä liikevaihto olisi tarkoitus saada nostettua yli 650 MSEK:iin. Ruotsin yksikön on siis tarkoitus tuplata liikevaihtonsa vuoden 2024 tasosta strategiakauden aikana.

Yhtiö on ollut Ruotsissa pienempi aliurakoitsija kallio- ja betonirakentamisen hankkeissa, mutta nyt se aikoo laajentua vahvemmin maanpäällisiin töihin sekä hiljalleen siirtyä kasvun myötä myös pääurakoitsijan rooliin. Tästä esimerkki saatiin jo elokuun aikana, kun Ruotsin yksikkö sai ensimmäisen maanrakennusurakan Tukholman metroon liittyen. Kasvunvaraa yhtiöllä ainakin on, sillä nykyinen markkina Ruotsissa Kreatelle on heidän mukaan 15 miljardin kokoinen (SEK) ja laajentumisen osa-alueiden avulla markkinakoko kasvaa 120-150 miljardilla (SEK). Näemme, että tavoitteet ovat Ruotsissa saavutettavissa, mutta emme nojaa ennusteissamme niihin. Ruotsin laajentumisen riskit uusiin liiketoiminta-alueisiin sekä pääurakoitsijan rooliin myös mielestämme sisältävät selkeitä kannattavuusriskejä. Odotammekin kannattavuuden Ruotsissa hieman maltillistuvan nykyisestä yli 6 %:n tasosta muun muassa kasvupanostusten johdosta.

Kreatan markkina-asema* liiketoiminnoissa

Sillanrakentaminen- ja korjaus	#1
Pohja- ja insinöörirakentaminen	#1
Kallio- ja betonirakentaminen (Ruotsi)	-
Erikoispohjarakentaminen	#1
Tie- ja katurakentaminen	-
Ratarakentaminen	-

Kreate tavoittelee voimakasta liikevaihdon kasvua Ruotsissa (MSEK)**



Lähde: Inderes, Kreate

*Kreatan arvio nykytilasta

**Kreatan Ruotsin yksikön liikevaihto, 2022 ei vielä osa Kreatea

Strategia 3/3

Paras työpaikka infra-alan osaajille ja halutuin kumppani

Jotta Kreate voisi onnistua strategian tavoitteissaan, on sen pärjättävä myös osaajamarkkinoilla. Kreate tavoitteleeekin olevansa paras paikka infra-alan osaajille. Kreatella on viihdytty tähänkin asti ja odotamme saman tahdin jatkuvan. Kreaten mittauksien mukaan heidän henkilöstön suositteluaste on korkea (4,23/5,00) ja moni henkilöstöstä myös näkee Kreaten omistamisen mielekkäänä, kuten aikaisemmin kerroimme. Kasvuyhtiönä kuitenkin kasvukipuja voi myös tulla ja arviomme mukaan tyytymättömyys väistämättä hieman kasvaa, mitä suuremmaksi yhtiö kasvaa. Samalla kuitenkin houkuttelevuus työnantajana kasvaa, kun etenemismahdollisuudet ovat isossa yhtiössä paremmat ja hankkeet mielenkiintoisempia.

Osaamisen haaliminen työmarkkinoilta tai yritysostoin tulee kuitenkin olemaan yksi laajentumisstrategian onnistumisen kulmakivistä. Yhtiö nähdään arviomme mukaan alalla houkuttelevana työnantajana kunnianhimoisuuden, ketteryuden, vaativien ja mielenkiintoisten hankkeiden sekä oikeudenmukaisen palkitsemisjärjestelmän vuoksi. Työntekijöillä on omalla panoksellaan mahdollisuus vaikuttaa omaan ansaintaan, joka lisää motivaatiota sekä kannustimia.

Osaamisen haalimisen lisäksi on huolehdittava, että kumppanit ja muut sidosryhmät ovat tyytyväisiä. Rakennusalalla onnistuneet asiakas- sekä kumppanuussuhteet merkitsevät erittäin

paljon, sillä rakennushankkeissa monen eri osapuolen pitää toimia yhdessä tavoitteen saavuttamiseksi. Usein myös hyvät kumppanuuskokemukset johtavat uusiin töihin ja yhteistöihin helpommin. Riita-asiat sekä neuvottelut sopimuksiin kuuluvista asioista kuitenkin kuuluvat myös rakennusalalle emmekä näe, että Kreate pystyy niiltä täysin välttymään.

Ketteryyden sekä tehokkuuden ylläpito kysymysmerkki

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

Kreate on kasvanut vuoden 2017 noin 144 MEUR:n liikevaihtotasosta yli 300 MEUR:oon tuplaten näin kokonsa. Usein rakentamisen alalla kannattavuus urakointiliiketoiminnassa heikkenee, mitä isommaksi toimijaksi kasvaa. Jossain vaiheessa ennen hyvin toiminut organisaatorakenne on liian pieni hoitamaan kasvaneiden projektien määrää tai niiden kokoa. Yhtiössä ennen ollutta tehokkuutta tai osaamista voi olla vaikea monistaa uusiin liiketoimintoihin, uusille markkinoille tai uusiin työntekijöihin. Tämä voi olla mahdollista myös Kreatella, mutta toistaiseksi kulurakenteen

perusteella näyttäisi, että markkinahaasteet ovat päällimmäinen syy kannattavuuden laskuun.

Kuitenkin tässä mielessä vuonna 2019 saavutetut yli 5 %:n EBITA-marginaalit vaikuttavat lyhyellä aikavälillä haastavilta saavuttaa. Taso kertoo kuitenkin Kreaten potentiaalista jo todistetusti ja myös toimia uuden kokoluokan hallitsemiseksi yhtiössä tehdään koko ajan. Selkeämpi kannattavuuden parantuminen nykyiseltä alhaiselta tasolta ei vaadi merkittäviä mullistuksia (kustannusmuutoksille herkkien hankkeiden päätyminen), mutta lähemmäs tavoitetasoa pääsy vaatii kustannustason laskua, projektien parempaa katekehitystä, projektimixin muutosta, parempaa markkinaa sekä tehokkuuden nousua organisaatiossa.

Arvioimme, että parempi markkina vähentää kilpailua hankkeista ja tuo myös tarjolle muutakin kuin allianssi/yhteistyömalli-hankkeita, joissa kannattavuudet eivät yllä samalle tasolle perinteisen urakoinnin kanssa. Lisäksi yksityisen markkinan parempikatteiset hankkeet lisääntyvät. Kustannuskehitys myös kääntyy jossain vaiheessa tukemaan urakointi- tai projektinjohtoyrityksiä, mikä on myös hyvä ottaa huomioon usean kustannusnousuvuoden jälkeen. Nykyisin yleistyneet indeksisidonnaiset sopimukset tai yhteistyömallit tosin syövät tuottoja siinä vaiheessa, kun kustannusten muutoksen vaikutus jaetaan osapuolien kesken.

Strategian taloudelliset tavoitteet



Taloudelliset tavoitteet (2024-2027)

Kasvu

5-10 % vuosittain 2024 alkaen

- Kasvua haetaan orgaanisesti, mutta mahdollisesti myös tarkoin valikoituilla yritysostoilla
- Liikevaihdon kasvutavoite vaikuttaa realistiselta ja kohtalaisen maltilliselta historiaan nähden
- 2017-2023 kasvu 14 % vuosittain (CAGR-%)
- Kovan kasvuvaiheen jälkeen odotamme kasvun jäävän historiaa alhaisemmaksi
- Kasvun sijaan keskiössä operatiivinen tehokkuus

Kannattavuus

EBITA-marginaali yli 5 %

- Kannattavuustavoite vaikuttaa realistiselta, sillä yhtiö pääsi jo tähän vuonna 2019 (5,3 %)
- Kestävästi tason ylläpitäminen vaatii töitä ja tehokkuuden parantamista sekä markkinahaasteiden helpottumista
- Kreate on kasvanut uuteen kokoluokkaan, mikä arvioimme mukaan haastaa historialliseen kannattavuuteen yltämistä
- Emme näe tavoitteen nostoa tai sen ylittämistä todennäköisenä lyhyellä aikavälillä

Velkaantuminen

Nettovelka / oikaistu käyttökate < 2,5x

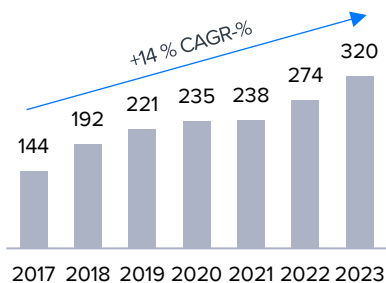
- Kreateen kassavirta vahvistunut ja investointitarpeet maltillisia
- Velkaantuminen oli 2023 lopussa 1,2x eli selvästi alle tavoitteen
- Arvioimme, että velkaantuneisuutta kasvattaa yli tavoitteiden lähinnä yritysostot tai muut isot kertainvestoinnit (tai odottamaton kannattavuuden lasku)
- Velkaantumistavoite on mielestämme hyvällä tasolla ja sallii kohtuullisen velkavivun

Osinkopolitiikka

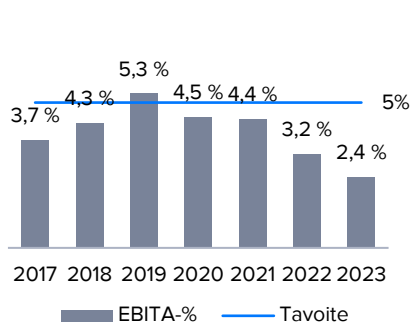
Osingonjakosuhte vähintään 50 % nettutuloksesta

- Osinkoa jaetaan ottaen huomioon Kreateen taloudellinen asema, rahavirrat sekä kasvumahdollisuudet
- Liiketoimintamallin maltillinen pääomaintensiivisyys ja hyvä kassavirta mahdollistavat osingonjakokyvyn
- Osinkoa on jaettu avokätisesti tulokseen nähden viimeiset vuodet (2022: 72 %, 2023: 110 %).
- Arvioimme osingon jatkavan maltillisessa kasvussa tulosnusteiden toteutuessa

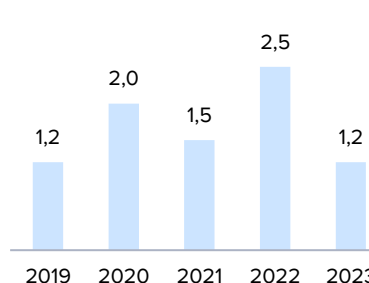
Liikevaihto yltenyt tavoitteeseen historiassa



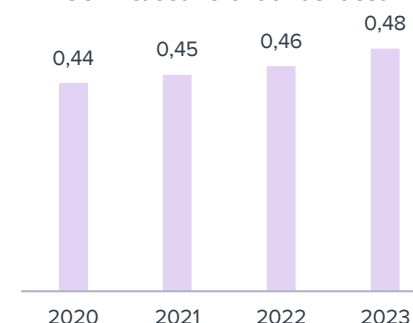
Kannattavuus ollut jo lähellä tavoitteita



Nettovelka/käyttökate pysynyt hyvällä tasolla



Osinko/osake ollut kasvussa



Lähde: Inderes, Kreate

Sijoitusprofiili

Kannattavuuden parannus lähivuosina tulokasvun ajuri

Kreate voidaan sijoitusprofiililtaan mieltää edelleen kasvuyhtiöksi, vaikka viime vuosien kovan kasvun tahti nyt hidastuukin. Arvioimme, että myös tulevaisuudessa Kreate pystyy kasvamaan markkinoita nopeammin oman erikoisosaamisensa ja kasvavien liiketoiminta-alueiden vuoksi.

Kannattavuus on historiassa ollut Kreatella hyvä (EBITA-% 2017-2023 ka.: 4,0 %) alaan nähden, mutta viime vuosina kannattavuudessa on ollut selkeitä haasteita. Tarkoituksena Kreatella on nostaa kannattavuus takaisin yli 5 %:n tason, mutta kannattavuuden nostaminen voi olla nykyisen organisaatiokoon kasvun sekä kasvuvaiheen jäljiltä haastavampaa, kuten aikaisemmin totesimme.

Liiketoiminta tuottaa matalasta kannattavuudesta huolimatta hyvin tuottoa pääomille. Kreaten viimeisen viiden vuoden sijoitetun pääoman tuotto-% on ollut keskimäärin yli 16 %. Luku on rakennusalaan nähden erinomainen ja nousee myös Helsingin pörssin vertailussa hyvälle tasolle. Tehokas liiketoimintamalli ja matala pääomaintensiivisyys luovat mahdollisuuksia hyviin tuottoihin alhaisellakin kannattavuudella ja potentiaalinen taso yhtiöllä on mielestämme lähempänä 20 % keskipitkällä aikavälillä.

Vahvuudet ja potentiaali

Vahva osaaminen infrarakentamisessa ja erityisesti vaativissa kohteissa. Kreatella on

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

Hyvä projektien hallinta ja tehokkaat operaatiot.

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

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

Markkinakasvua tukevat selkeät trendit.

Vakaasti pitkällä aikavälillä kasvava infra-ala saa tukea useasta trendistä (kaupungistuminen, tiivis rakentaminen, vihreä siirtymä, joukko- ja raideliikenteen kasvu, turvallisuus, huoltovarmuus).

Vahva operatiivinen kassavirta antaa liikkumavaraa kasvuinvestointeihin sekä osinkoihin.

Vahva pääomien tuottopotentiaali investoinneille yhtiön pääomakevyyden taseen vuoksi.

Riskit

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

Projektiriskit. Projektiliiketoiminnassa kustannukset voivat nousta nopeasti ja ongelmia projektien hallinnassa voi tulla esiin. Kustannusten nousu on heikentänyt koko konsernin

kannattavuutta jo usean vuoden ajan.

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

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

Yritysostojen integraation epäonnistuminen.

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

Kansainvälinen laajentuminen. Ruotsiin laajentuminen yritysoston kautta sisältää yllämainittujen riskien lisäksi maakohtaisten erojen vaikutukset ja usein poikkeavan kilpailuasetelman. Lisäksi Ruotsin yhtiön laajentuminen eri liiketoimintoihin ja isompaan kokoluokkaan vaatii tarkkaa riskienhallintaa.

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

Sijoitusprofiili

1.

Vahva kasvuhakuisuus ja markkinoita nopeampi kasvu

2.

Erikoisosaaminen vaativassa infrassa tukee kilpailukykyä markkinalla

3.

Liiketoimintamalli mahdollistaa hyvät pääoman tuotot

4.

Isot projektit, suurempi organisaatio ja kasvuvaiheen sulattelu voivat heikentää kannattavuuspotentiaalia

5.

Hyvä kassavirta mahdollistaa kasvuinvestoinnit ja kasvavan osinkovirran

Potentiaali



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

Riskit



- Toimiala on riippuvainen talouden suhdanteista ja omaa syklisiä piirteitä
- Hyvän markkinajakson jälkeen heikompi markkina on lisännyt kilpailua hankkeista
- Isot projektit aiheuttavat myös isoja riskejä
- Yritysostojen tai laajentumisen tuomat riskit
- Riippuvuus Suomen markkinoista

Toimiala ja markkina 1/4

Markkinakoot antavat tilaa kasvaa

Rakentamisen kokonaismarkkina Suomessa oli vuonna 2023 noin 38 miljardia euroa. Rakennusteollisuus RT:n mukaan, josta infran osuus on Kreaten laajan tulkinnan mukaan reilu 9 miljardia euroa. Laaja tulkinta sisältää maa- ja vesirakentamisen lisäksi muun muassa talonrakentamisen ulkoalueiden kunnossapitoa ja pohjatöitä. Kreate arvioi tästä sille soveltuvan markkinan tästä olevan Suomessa noin 5 miljardia euroa. Markkinan koko antaa siis Kreatelle hyvin varaa kasvaa Suomessa.

Ruotsissa markkina on merkittävästi Suomea isompi. Kreaten CMD-materiaalin perusteella Ruotsin inframarkkina on yli tuplat Suomen koosta ollen noin 18 miljardia euroa. Tästä noin 1,3 miljardia on Kreaten nykyisen Ruotsin liiketoiminnan alla (perinteinen kalliorakentaminen), mutta laajentumisen avulla relevantti markkina Kreatelle kasvaa Ruotsissakin suurin piirtein 12-15 miljardiin euroon. Ruotsissa Kreate on vielä pieni toimija (2024 liikevaihtotavoite: 28 MEUR), joten markkinakoolla ei ole juuri merkitystä yhtiön kasvunäkymälle. Keskitymmekin suurimmaksi osaksi Suomen markkinaan tässä osiossa.

Trendit tukevat markkinan vakaan kasvun jatkoa

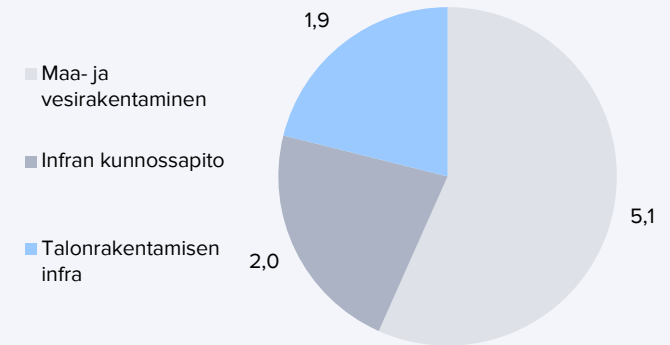
Tulevaisuudessa molempien markkinoiden kysyntää ajavat erityisesti kaupungistuminen, vihreä siirtymä, raideliikenteen ja julkisen liikenteen investoinnit ja teollisuuden investoinnit. Suomessa rakentamisen korjausvelka sekä NATO-jäsenyyden tuoma tarve sotilaalliselle liikkuvuudelle tukee markkinakysyntää. Isoista

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

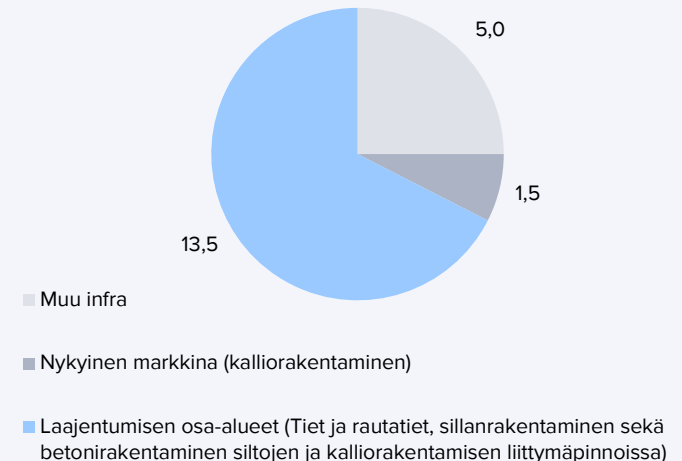
Vihreään siirtymään tarvitaan infraa

Infran kannalta julkiset investoinnit ovat tärkeitä. Suomessa hallitus on korostanut edistäväänsä kaudellaan entistä vahvemmin vihreitä tai puhtaan siirtymän hankkeita, mikä tukee pitkällä aikavälillä etenkin infra-alan kehitystä. Tämä on jo näkynyt markkinalla, kun Suomessa on alettu edistämään suunniteltuja ja puhuttuja infrahankkeita mm. tie- ja rataverkoston parantamiseen (Turun tunnin juna, Lentorata, Savon rata yms.). Useassa ratakannkeessa ollaan jo edetty kehitysvaiheeseen ja myös jatkossa näemme tämän tuovan hyvin kysyntää Kreatelle. Vihreä siirtymä voi tuoda myös yksityisiä teollisuusinvestointeja Suomeen, missä infralla olisi arviomme mukaan merkittävä rooli. Suomen hyvä ilmasto sekä hyvä energiainfrastruktuuri on tässä tukevana elementtinä.

Suomen inframarkkina noin 9 miljardia euroa



Ruotsin infrarakentamisen markkina 20 miljardia euroa*



Lähde: Inderes, Kreate, Rakennusteollisuus RT
*Kreate arvio

Toimiala ja markkina 2/4

Infralla heikompia aikoja odotuksissa

Infrarakentamisen markkina on kasvanut laskelmiemme perusteella keskimäärin vuosien aikana 2000-2023 noin 3 %. Vuoden 2020 hyvän kasvuvuoden jälkeen markkina on kohdannut laskupaineita jo muutaman vuoden etenkin talonrakentamisen infran osalta. Laskun odotetaan kuitenkin taittuvan kasvuun ensi vuonna.

Rakennusteollisuus RT:n syksyn ennusteen mukaan odotuksissa on tälle vuodelle noin 2 %:n volyymien (määrä) lasku seuraten vuoden 2023 7 %:n laskua. Liikevaihdot tuntuvat kuitenkin kehittyvän monella infraan erikoistuneella toimijalla kovin erilaisesti. Vuosi 2023 oli esimerkiksi Kreatella vielä kovan kasvun vuosi, kun taasen vuodesta 2024 näyttää tulevan liikevaihdon laskun vuosi. Useita vuosia heikompaa kehitystä on nähty etenkin perusinfraa ja talonrakentamisen pohjia tekevien yhtiöiden tilauskirjoissa. Näillä enemmän toimitila- tai asuntorakentamista palvelevilla yhtiöillä myös palautuminen heikommasta markkinajaksosta voi olla ripeämpää, kun markkina lähtee jälleen uudisrakentamisessa vetämään.

Vuodesta 2025 tulee RT:n ennusteen mukaan laskuvuosien jälkeen parempi ja RT ennustaa volyymien nousevan 2 %:lla. Merkittävästä kasvusta ei voi puhua, mutta kolmen vuoden arvioidun volyymilaskun jälkeen pienikin käänne parempaa olisi toivottua. Infran suhdannenäkymää tukevat tällä hetkellä valtion, teollisuuden ja kuntien investoinnit. Varsinkin raideliikenteeseen tehdyt panokset alkavat näkymään volyymeissa ensi vuonna arviomme mukaan. Kuitenkin etenkin

yksityisen rakentamisen lasku (toimistot, asunnot) ja muuhun uudisrakentamiseen linkittyvän perusinfran näkymät ovat edelleen heikot tällä hetkellä. Kreate keskittyy omassa liiketoiminnassaan etenkin vaativiin infra-aloihin sekä hankkeisiin, jotka ovat kehitykseltään olleet vakaampia. Nämä (silta, rata) hankkeet usein eivät myöskään liity merkittävästi muuhun uudisrakentamiseen ja se suojaa niitä suhdanteilta.

Kreaten mukaan markkina on erittäin hyvä

Kesällä 2024 Kreate arvioi, että sekä Suomen että Ruotsin markkinanäkymä on erittäin hyvä. Tarjoustoiminta lähti piristymään vuoden 2023 loppupuolella ja tämän vuoden aikana Kreate on saanut merkittävästi pitkäkestoisia tilauksia niin Suomesta kuin Ruotsista. Heikko muu rakentaminen on kuitenkin kiristänyt kilpailua vähemmän vaativissa infrahankkeissa, jossa kilpailun odotetaan säilyvän kireänä niin kauan kunnes asuinrakentaminen ja niihin liittyvän infran rakentaminen lähtevät kasvuun. Vaativiin infrahankkeisiin uusia toimijoita ei ole Kreaten mukaan tullut ja kilpailu on siellä tavanomaista.

Oikealla näkyvien eri liiketoimintojen nykyisen ja tulevan markkinatilanteen perusteella ratarakentamisessa markkinanäkymä on parantunut. Muissa liiketoiminnan aloissa kehitys on muuttumattoman vakaa edelliseen kvartaaliin nähden. Vahvistuvaa markkinaa seuraavien 12 kuukauden aikana odotetaan ratarakentamisessa, Ruotsissa ja erikoispohjarakentamisessa. Muilla markkinoilla tilanne vaikuttaa Kreaten mukaan stabiililta seuraavan 12 kuukauden ajan.



Taitorakentaminen

Näkymä (12kk) ja nykyinen markkinatilanne Q2'24

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



Väylärakentaminen

Ratarakentaminen	↗
Tie- ja katurakentaminen	→

Näkymä (nuoli)

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

Tilanne (väri)

- Parantunut
- Muuttumaton
- ↘ Heikempi

Lähde: Inderes, Kreate

Toimiala ja markkina 3/4

Isot toimijat erottuvat

Markkinalla toimii paljon erityyppisiä toimijoita, mutta Krateen kilpailijoiksi erottuvat eritoten isoimmat toimijat, joilla on laaja tarjoama ja osaaminen. Markkinoilla on myös keskisuuria toimijoita, jotka ovat erikoistuneet johonkin tiettyyn osaan alasta tai omaavat osaamista vain kapeasta osasta inframarkkinaa.

Kasvuvauhti kilpailijoita kovempaa

Vertailimme hieman Krateen suoritusta yhtiön verrokkiyhtiöihin. Osa yhtiöistä on tytäryhtiöitä, osa konserneja ja osalla on myös liiketoimintaa ulkomailla, mikä heikentää hieman vertailtavuutta. Kreate on vuosien 2019-2023 aikana kasvanut noin 10 %:n vuosivauhtia, kun kilpailijoilla* liikevaihdot ovat nousseet vain 1 %:lla vuosittain. Kilpailijoista GRK on kasvanut vahvasti (CAGR-%: 16 %) ja Destiakin yltää noin 3 %:n vuosikasvuun (CAGR-%). Pienemmistä Louhintahiekka on kasvanut jopa 24 %:n vuosivauhtia ja on noussut Suomen isoimpien infratoimijoiden joukkoon.

YIT:llä liikevaihto on aikajaksolla lähes puolittunut ja myös Terrawisen liikevaihto on ollut yli 10 %:n vuositahdin laskussa. Markkinalla kasvua ovat selkeimmin saaneet aikaan toimijat, joilla on vahvempi ja laajempi tarjoama infrarakentamisen osalta ja ovat selkeämmin erikoistuneet infrarakentamiseen. Viime vuosina tarjolla on ollut vaativia hankkeita (siltahankkeet) ja perusinfran tekeminen on ollut vähäisempää. Kreate ja GRK ovat myös mielestämme olleet selvästi kasvuhallukkaampia viimeisten vuosien aikana.

Mielenkiintoisesti usealla isommalla pohjoismaisella toimijalla (Peab, NCC) vaikuttaisi, että infrarakentaminen tai sen kaltainen toiminta on Suomessa vähentynyt. Viime vuodet ovatkin alalle mielestämme olleet hajanaisia, sillä osa yhtiöistä on saavuttanut markkinaosuuksia, mutta osa on selvästi halunnut vähentää liiketoimintojaan.

Kannattavuus kilpailijoita parempi

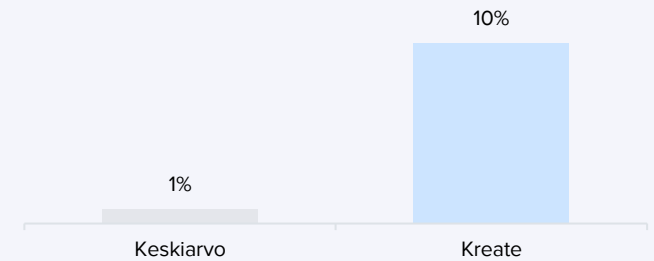
Alalla on yleisesti matala kannattavuus urakointiliiketoiminnan luonteen ja riskitason (matalan pääoman sitovuus) vuoksi. Lisäksi useasti vuositasoinen vaihtelu kannattavuudessa ovat isoja ja kestävästi tasaiseen kannattavuuteen vain harva tuntuu pystyvän.

Lyhyen historiansa aikana Krateen kannattavuus on pysynyt suhteellisen tasaisena noin 4-5 %:n tasolla, mutta on viime vuosina myös kokenut heikentymistä. Kilpailijoihin nähden yhtiön viimeisen neljän vuoden liikevoittomarginaali on ollut kuitenkin selvästi parempi, kun se on ollut keskimäärin noin 3,6 % vs. kilpailijoiden noin 2,0 %. Krateen osaaminen vaativissa kohteissa, valikoiva tarjoaminen, tehokkaat prosessit, ketteryytensä sekä nykyaikaiset järjestelmät ovat avittaneet Kreatea mielestämme kilpailijoita parempaan kannattavuuteen.

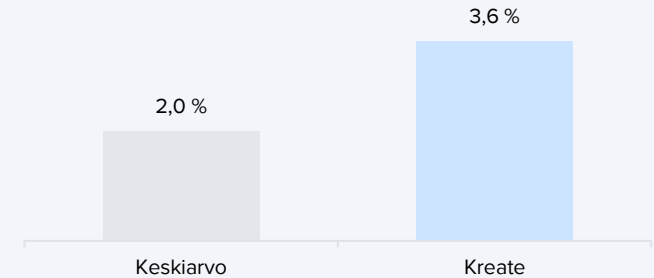
Kilpailijoista NRC ja GRK ovat yltäneet Kreatea parempaan kannattavuuteen viimeisen 4 vuoden aikana. NRC Suomen liikevoittomarginaali on keskimäärin ollut noin 4,7 % ja GRK:n noin 4,5 %. Yhtiöt ovat Kreatea paremmin hallinneet nousseet

Krateen suoritus vs. kilpailijat*

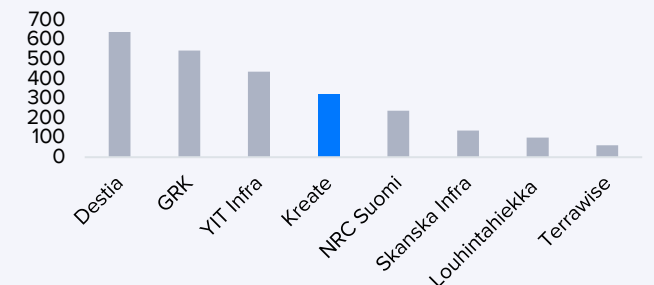
Liikevaihdon kasvu (2019-2023 CAGR-%)



Liikevoitto-% 4v ka.



Suomen kilpailukentässä moninaista toimijaa (liikevaihto 2023, MEUR)



* Vertailtaessa liikevaihdon kasvua sekä kannattavuutta on käytetty isoimpien kilpailijoiden infrasegmenttien lukuja. Vertailussa mukana YIT Infra-segmentti, GRK, Destia, Terrawise, NRC Suomi, Skanska Infra ja Louhintahiekka.

Toimiala ja markkina 4/4

materiaalikustannukset tai pystyneet muuta kautta saavuttamaan Kreatea parempaa kannattavuutta. Hyvin lähelle 5 %:n kannattavuutta yltävät luvut kertovat kuitenkin myös siitä, että Kreateen oma kannattavuustavoite (yli 5 %) ei ole epärealistinen. Tämä tosin vaatii mielestämme markkinan piristymistä ja kustannustason maltillistumista.

Pääoman tuotot hyvällä tasolla

Infrarakentamisen alalla on mahdollista saavuttaa korkeat pääoman tuottoluvut alhaisesta kannattavuudesta huolimatta. Alan yhtiöiden taseet ovat pääosin kevyitä (ainakin infrarakentamisen osalta) ja vaativat lähinnä ylläpitoinvestointeja koneisiin ja kalustoihin.

Oikealla näkyviin lukuihin olemme vertailleet konsernilukuja infraliiketoiminnan sijaan, mikä voi hieman heikentää vertailtavuutta, kun toimijoilla on muutakin rakentamista. Pelkästään infrayhtiöiden tai Suomen maayhtiöiden pääoman tuottoja ei ole helposti saatavilla, mutta luvut kertovat jotain osviittaa mihin Kreate omalla liiketoiminnallaan yltää pohjoismaisessa skaalassa. Olemme myös valinneet oman pääoman tuoton mielestämme paremman sijoitetun pääoman tuoton sijasta, sillä siitä löytyy varmemmin lukuja myös kilpailijoilta. Näkemyksemme mukaan esimerkiksi asuntorakentamisen ja toimitilarakentamisen osalta kannattavuudet ja osin pääoman tuototkin voivat olla normaalitilanteessa korkeampia kuin infrarakentajilla, mutta viime vuosina markkinan heikkous on iskenyt näillä toimialoilla toimiviin sekä heidän pääoman tuottoihin.

Olemme valinneet vertailuun YIT:n, GRK:n, Destian, Skanskan ja Peab:n. Kasvun ja kannattavuuden osalta Kreate erottui joukosta selvästi, mutta pääoman tuotot ovat lähempänä toisiaan. Kreateen neljän viime vuoden keskimääräinen oman pääoman tuotto on ollut noin 17 %, kun se keskiarvoisesti kilpailijoilla on ollut 15 %.

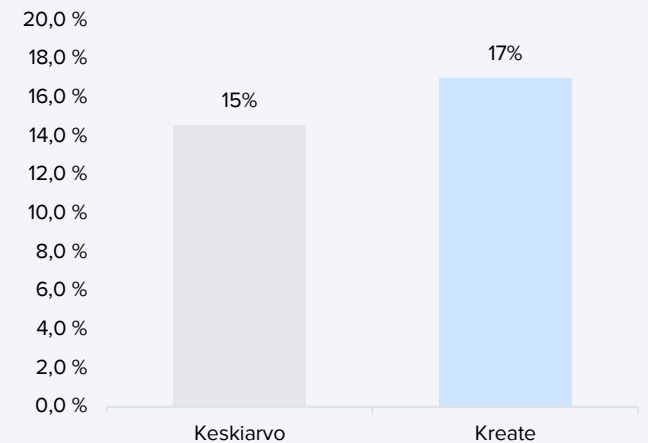
Kreate on jäänyt viime vuosina jälkeen infra-alan parhaimmista kilpailijoistaan. Destia on tehnyt 4 viime vuoden aikana keskimäärin 25 %:n oman pääoman tuottoa, kun taas GRK:n ROE-% on ollut noin 22 %:n tasolla. Yhtiöillä kannattavuus on viime vuosina noussut tai säilynyt hyvällä tasolla, mikä on myös heijastunut pääoman tuottoihin. Velkamäärät ja velkaantuneisuus ei ole kovien pääomien tuottojen takana tarkastelumme perusteella (isolla velkavivulla voi saada korkean ROE-%:n). Heikentävästi keskiarvolukuihin vaikuttaa YIT, jonka 4 vuoden oman pääoman tuotot ovat selvästi negatiiviset.

Kreateen kannalta ajateltuna yhtiön keskimääräiset pääoman tuottoluvut ovat hyvällä tasolla, mutta parempaan yhtiö voisi yltää. Kannattavuuden oltua parempi vuosina 2019-2020 yhtiö ylsikin yli 25 %:n oman pääoman tuottoon. Tämä kertoo Kreateen luvuissa olevan selvää parannusvaraa ja yltäminen yli 20 %:n oman pääoman tuottoon vaikuttaa realistiselta.

Ruotsin markkinoilla toimivia infrarakentajia



ROE-% 4v ka.



Taloudellinen tilanne

Taloudellinen asema on hyvä

Kreaten taloudellinen tilanne on hyvä. Taseen tunnusluvut ovat hyvällä tasolla, kassavirtaa kertyy hyvin ja velkamäärä sekä velkaantuneisuus ovat terveellä tasolla.

Läpi historian yhtiön taseen tunnusluvut ovat liiketoimintamalliin nähden mielestämme olleet kohtuullisen hyvällä tasolla. Omavaraisuusaste on vuodesta 2019 lähtien ollut keskimäärin hieman yli 30 % ja oli myös nyt Q2'24 lopussa noin 32 %:n tasolla. Yhtiön seuraama velkaantuneisuus-tunnusluku on nettovelkojen suhde käyttökatteeseen. Tunnusluku on vuodesta 2019 alkaen ollut keskimäärin 1,7x-tasolla, mikä on alle yhtiön tavoitetason (<2,5x). Q2:n lopussa luku oli 2,2x-tasolla. Vuoden 2024 H1:n luvun tasoon vaikuttaa myös vuoden sisäiset vaihtelut nettovelan (kassan/kassavirran) vaihteluissa. Luku oli vuoden lopussa 2023 vain 1,2x.

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

Liiketoimintamallinsa ansiosta yhtiö joutuu tekemään ylläpitoinvestointeja kohtuullisen vähän, kuten aikaisemmin totesimme. Ylläpitoinvestointien ollessa alhaiset (bruttoinvestoinnit olleet noin 2 % liikevaihdosta),

jää liiketoiminnan rahavirtaa enemmän käytettäväksi kasvuun ja osinkoihin. Kevyen taseen ansiosta myös pääoman tuottopotentiali on korkealla, kuten aikaisemmillä sivuilla näytimme.

Tase yksinkertainen

Tarkastelemme tasetta vuoden 2024 toisen kvartaalin lopussa. Taseen loppusumma oli Q2:n lopussa noin 131 MEUR, josta varojen puolella tästä liikearvoa oli 40 MEUR. Liikearvo vastaa näin noin 31 % taseen loppusummasta. Liikearvoa kertyy taseeseen yritysostoista eikä sitä IFRS-standardin mukaisesti poisteta. Yrityskauppojen myötä syntynyttä muuta aineetonta omaisuutta poistetaan, minkä vuoksi EBITA-lukua käytetään kannattavuuden mittaamisessa vertailtavuuden parantamiseksi. Merkittäviä aineettomien poistojen yritysostoista Kreatella ei kuitenkaan tässä vaiheessa ole. EBIT-liikevoitto on näin lähellä EBITA-liikevoittoa.

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

Isoin erä varojen puolella oli Q2 lopussa saamiset noin 47 MEUR:n osuudellaan. Kolmanneksi esiin nousee aineelliset hyödykkeet (21 MEUR), josta suurin osa muodostuu yhtiön käyttämästä kalustosta. IFRS 16 -käyttöoikeusomaisuuseriä oli taseessa noin 3 MEUR:lla. Sen lisäksi esiin nousee

sijoitukset yhteisyrityksiin (KFS Finland) noin 10 MEUR:lla. Kassassa yhtiöllä oli Q2 lopussa noin 7,5 MEUR, mikä on varsin riittävä määrä yhtiön liiketoiminnan terveeseen pyörittämiseen ottaen huomioon loppuvuonna parantuvan kassavirran.

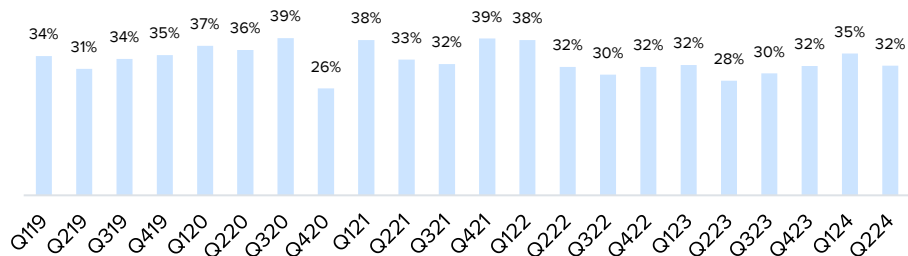
Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli noin 42 MEUR. Velkojen puolella pitkäaikaisesta velasta korotonta oli Q2 lopussa noin 1 MEUR ja noin 29 MEUR korollista. Suurin osa lainoista oli liiketoimintaan liittyviä (esim. rahalaitoslainoja) ja IFRS 16 -vuokravastuiden määrä yhtiöllä oli vähäinen.

Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 10 MEUR, josta suurin osa oli rahalaitoslainoja. Yhteensä korollista nettovelkaa yhtiöllä oli Q2:n lopussa 31,7 MEUR (2023: 16,8 MEUR) ja tämän keskikorko ilman vuokravastuista oli 6,2 %. Lyhytaikainen koroton velka muodostuu lähinnä ostovelloista (47 MEUR).

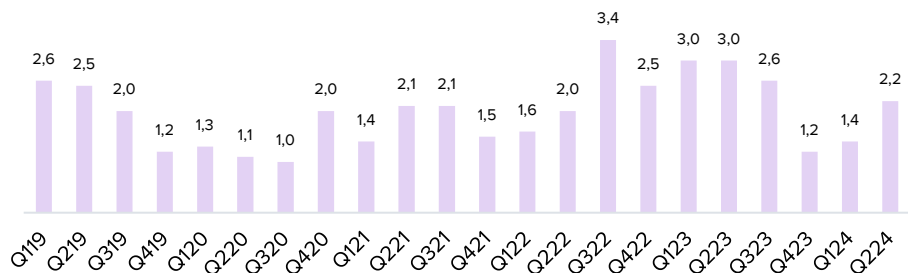
Taseasema nettovelan osalta näyttää heikentyneen, mutta se on seurausta pääoman sitoutumisesta hankkeisiin H1 2024. Alkuvuoden aikana H1:n operatiivinen kassavirta oli 9,6 MEUR negatiivinen, kun se vertailukaudella oli -1,6 MEUR. Viime vuonna kassavirta oli äärimmäisen vahva, mikä tekee vertailuluvuista hieman liian hyvät.

Taloudellinen tilanne

Omavaraisuusaste



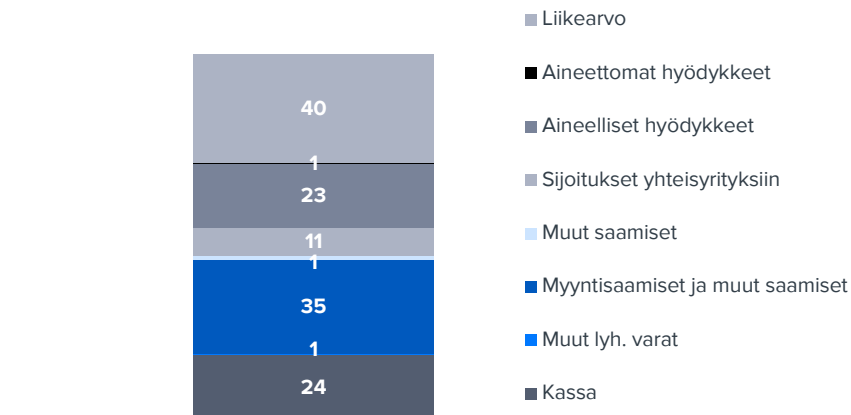
Nettovelka/käyttökate



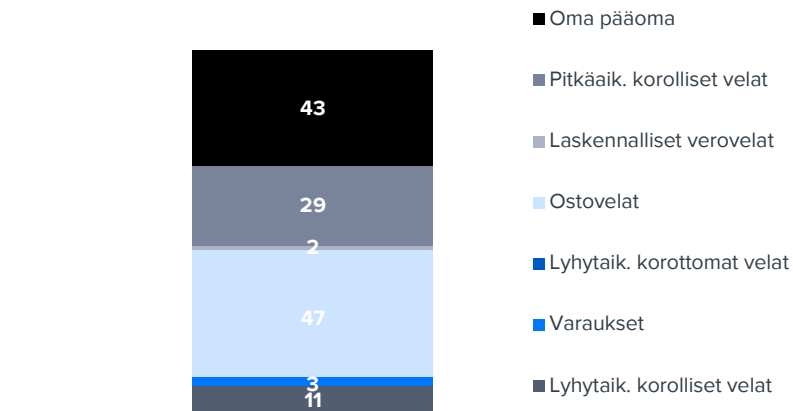
Nettokäyttöpääoma (MEUR)



Taseasema 2023



Vastaavaa



Vastattavaa

Ennusteet 1/4

Ennusteiden lähtökohdat

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

Ennusteisiimme ei tullut merkittäviä muutoksia. Lisäsimme kuitenkin näkyviin sekä Suomen että Ruotsin liikevaihdon ennusteemme. Osana Ruotsin tarkempia ennusteita kohotimme vähemmistöosuuksien ennusteitamme, mikä laskee alarivin tulosenusteitamme hieman.

Vuonna 2024 keskiössä kannattavuus

Vuosi 2024 on mennyt Kreatella hyvin odotuksien mukaisesti. Liikevaihto on ollut monen kasvuvuoden jälkeen laskussa (H1'24: -19 %), mutta kannattavuus on osoittanut selkeitä parantumisen merkkejä (EBITA-%: H1'24 2,4 % vs. H1'23 1,4 %). 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). Liikevaihdon odotetaan keskihaarukassa laskevan noin 11 %:lla ja EBITA:n odotetaan nousevan jopa 22 %:lla.

H2:n voi odottaa olevan H1:stä parempi tänä vuonna, sillä niin näkymissä kuin tilausvirrassakin on tapahtunut käänne parempaan suuntaan. Kuten aikaisemmin puhuimme, markkinatilanne infrassa on tällä hetkellä oikein hyvä etenkin

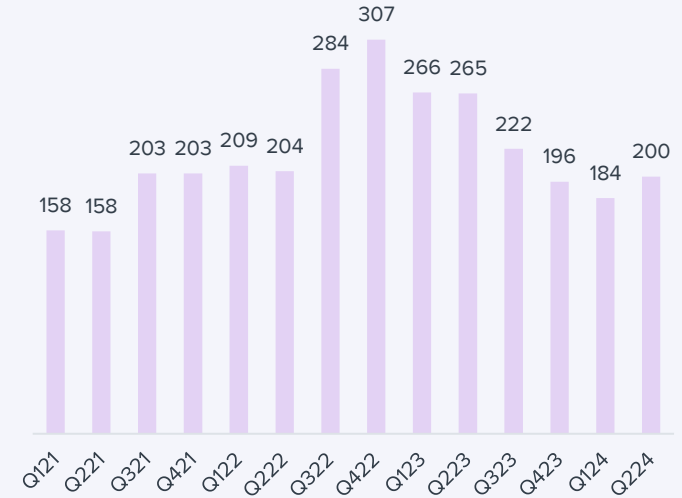
Kreatelle ja uusia hankkeita on tarjoustoiminnan pirstymisen myötä odotuksissa.

Kannattavuus on kärsinyt markkinan epäsuotuisista oloista (kilpailun kiristyminen ja korkeat resurssihinnat). Kustannusten ennustettavuus on kuitenkin nyt parantunut eikä kannattavuuteen enää vaikuta vanhat heikkokatteiset hankkeet. Hankkeet olivat sovittu ennen merkittävää kustannusnousua, joka niiden kiinteän sopimustyyppin myötä vaikutti selkeästi Kreaten kannattavuuteen heikentävästi.

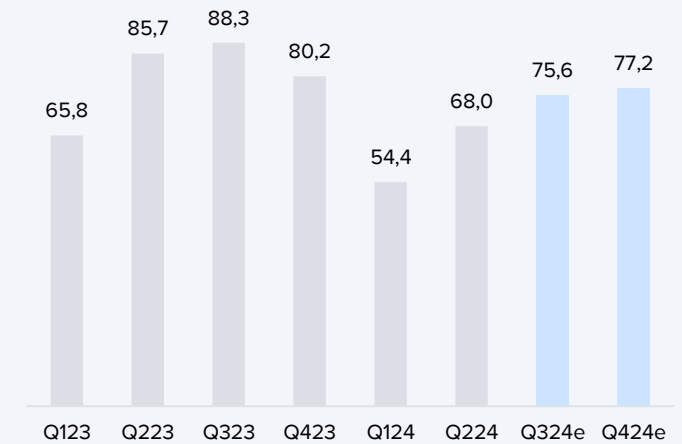
Ennusteillamme liikevaihto laskee tänä vuonna 19 %:lla (2024e: 275 MEUR) ja on ohjeistuksen keskihaarukan alapuolella. Odotamme liikevaihdon laskun kuitenkin selvästi hiipuvan loppuvuonna (H2: -9 %). Liikevaihdon laskuun vaikuttaa tilauskannassa nähty lasku huipputasoilta. Tilauskanta oli Q2:n lopussa noin 24,5 %:n laskussa 200 MEUR:ssa, kun se vertailukauden lopussa oli 265 MEUR.

Oikealla olevasta kuviosta voi kuitenkin havaita, että tilauskanta on jo alkanut näyttää kasvua edelliseen kvartaaliin nähden. Yhtiö on saanut merkittäviä ratakankkeita viime aikoina ja niiden tuleminen tilauskantaan entisestään tulee pirstämään tilannetta. Hankkeet ovat kuitenkin isoja ja alkavat kehitysvaiheella, jotka ovat yleisesti vain muutamia prosentteja koko hankkeen arvosta. Odotammekin, että saadut hankkeet eivät vielä vuoden 2024 aikana merkittävästi Kreaten liikevaihtoon vaikuta. Tämän vuoksi olemme myös ennusteissamme lähempänä ohjeistuksen

Tilaukanta lähdössä nousuun (MEUR)



Liikevaihto kvartaaleittain (MEUR)



Ennusteet 2/4

alarajaa. Emme olisi kuitenkaan huolissaan, vaikka hankkeiden tuloutukset hieman siirtyisivätkin eteenpäin vuodelle 2025. Tärkeämmässä keskiössä tänä vuonna on kannattavuus ja sen systemaattinen parantuminen lähivuosien aikana.

Yleisesti Kreaten tilauskannan pituus vaihtelee lyhyistä projekteista (3kk) pidempiin (2-6v) hankkeisiin, joten selkeästi tietyille vuodelle kuuluvaa tilauskantaa on vaikea hahmottaa. Laskelmiemme ja Kreaten aikaisempien arvioiden mukaan viimeisien vuosien aikana Kreate on tuottanut tilikauden aikana keskimäärin noin 60-80 MEUR liikevaihtoa tilikauden alussa olleen tilauskannan lisäksi (2018-2023). Olemme arvioineet suhteen muuttuvan, kun yhtiön hankkeiden kestot ovat kasvaneet (siltahankkeet, ratahankkeet) ja hankkeet jakautuvat useammalle vuodelle. Viime vuosina suhde on ollut alhainen, mutta tänä vuonna ennusteillamme liikevaihtoa tulee noin 80 MEUR enemmän kuin tilauskanta oli vuoden alussa.

Maantieteellisesti odotamme Suomen liikevaihdon olevan selvässä laskussa tämän vuoden aikana (2024e: -17 %) 247 MEUR:ssa. Ruotsissa odotamme kasvun olevan vahvaa (2024e: +28 %) saatujen tilausten perusteella ja liikevaihdon asettuvan 29 MEUR:oon. Yhtiö tavoittelee Ruotsissa tänä vuonna yli 320 MSEK:n (noin 28 MEUR) liikevaihtoa ja odotamme Kreaten yltävän siihen tänä vuonna.

Kannattavuus parantuu selvästi

Liikevaihdon laskusta huolimatta odotamme tuloksen ja kannattavuuden parantuvan selvästi. Ennusteillamme EBITA nousee tänä vuonna 9,2

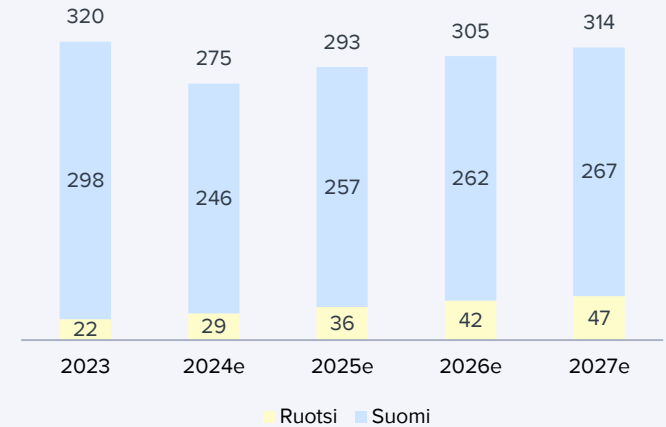
MEUR:oon (2023: 7,8 MEUR) ja marginaali nousee 3,3 %:iin (2023: 2,4 %). Vanhojen hankkeiden kustannusrasitteen poistuma, maltillistunut kustannuskehitys ja hyvin edenneet projektit tukevat kannattavuusparannusta. H1:llä yhtiö on jo pystynyt kasvattamaan tulostaan 28 %:lla, kun ohjeistus odottaa keskihaarukassaan noin 22 %:n kasvua. Siinä mielessä yhtiön suoritus on ollut vahvalla tasolla jo alkuvuonna, ja odotamme yhtiön yltävän selkeästi tulosohjeistukseensa tänä vuonna.

Kulupuolen osalta odotamme liikevaihdon laskun näkyvän alhaisempina materiaalit ja palvelut kulutaakkana (vähemmän materiaalia hankkeisiin ja alihankintaa), kun henkilöstökulujen suhteellinen osuus nousee palkkapaineiden sekä oman työväestön kiinteämmän luonteen vuoksi. Alarivillä rahoituskulut ovat ennusteissamme vertailukauden tasolla, vaikka koroissa yleisesti ollaan markkinoilla nähty laskua. Ennusteissamme oikaistu osakekohtainen tulos nousee 0,50 euroon (2023: 0,44 euroa). Osingon ennustamme nousevan 0,49 euroon osakkeelta (2023: 0,48 euroa). Osingonjakosuhte on yli 50 %, mutta näemme yhtiön haluavan pitää kiinni kasvavasta osingosta, kun heillä on siihen lähtökohtaisesti varaa.

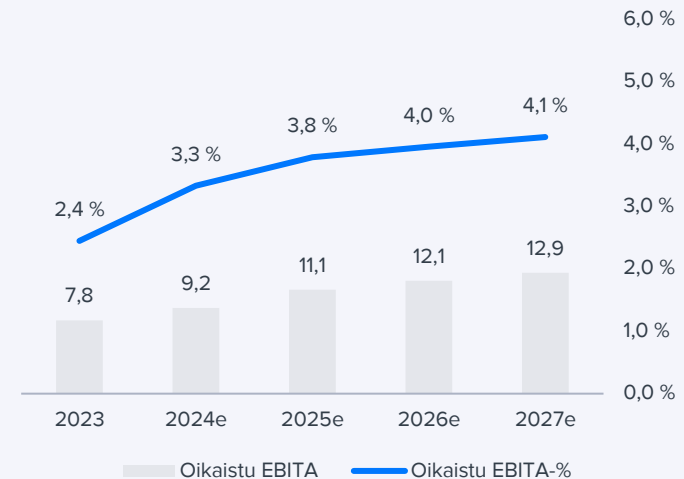
Vuosi 2025 näyttää kasvun suhteen paremmalta

Piristyvään tilauskantaan, solmittuihin ratahankkeisiin sekä piristyvään markkinaan pohjautuen odotamme lähivuosien kasvunäkymän olevan vuotta 2024 parempi. Odotamme liikevaihdon vuonna 2025 nousevan noin 6 %:lla 293 MEUR:oon. Odotamme, että isojen

Liikevaihdon ennusteet (MEUR)



Kannattavuuden ennusteet (MEUR, %)



Ennusteet 3/4

hankkeiden käynnistymiset ja markkinan virkoaminen tukevat liikevaihtoa enemmän H2:lla. Odotamme Suomen markkinan palautuvan kasvuun kolmen vuoden hiljaiselon jälkeen ja liikevaihdon kasvavan Suomessa 4,4 %:lla 257 MEUR:oon. Ruotsissa näemme kasvun jatkuvan vahvana (+24 %) ja liikevaihdon yltävän 36 MEUR:oon. Ruotsissa yksikön toimet kasvun ja pääurakoitsijan rooliin laajentumisen myötä ovat poikineet vahvasti hankkeita ja odotamme tilausvirran jatkuvan vahvana myös vuoden 2025 aikana.

Liikevaihdon kasvun myötä odotamme hieman isompaa parannusta tulokseen vuonna 2025. Investoinnit uusiin liiketoimintoihin on tehty (Ruotsi, rataliiketoiminta, rekrytoinnit) ja etupainotteiset kustannukset alkavat tuottamaan. Lisäksi näemme, että markkinan kustannuspaineet hellittävät edelleen ja kilpailupaine markkinoilta vähenee muun uudisrakentamisen houkutellessa yleisrakentajia pois infrasta.

Kokonaisuutena odotamme vuonna 2025 EBITA:n nousevan noin 21 %:lla 11,1 MEUR:oon ja marginaalin nousevan 3,8 %:iin. Vuosina 2017-2023 yhtiö on yltänyt keskimäärin noin 4,0 %:n kannattavuuteen, joten parannus ei vaadi yhtiöltä ihmetekoja. Odotammamme rahoituskulujen laskun sekä ylemmän rivin tuloskasvun ansiosta osakekohtaisen tuloksen ennustamme nousevan jopa 40 %:lla 0,70 euroon. Tämän myötä osingon odotamme nousevan 0,50 euroon per osake.

Vuonna 2026 kasvu jatkuu

Vuoteen 2026 lähdeettäessä odotamme tilauskannan kertymän luovan pohjaa jälleen

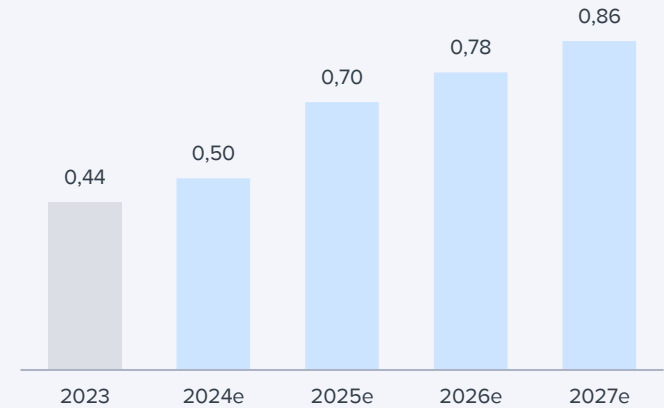
kasvun vuodelle. Odotamme liikevaihdon olevan edelleen noin 4 %:n kasvussa ja laantuvan noin 3 %:n kasvuun vuoden 2027 aikana.

Kasvuennusteemme ovat maltillisempia kuin mihin yhtiö on viime vuosina yltänyt. Odotamme yhtiön panostavan jatkossa yhä enemmän kannattavuuteen, mikä alentaa kasvukulmaa. Näemme markkinatilanteen antavan edellytykset ylläpitää kuitenkin hyvää kasvua valikoivasta lähestymistavasta huolimatta.

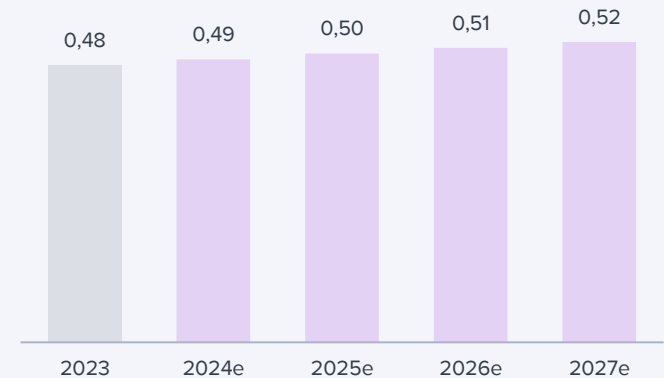
Suomessa kasvu on selvästi Ruotsia maltillisempaa ennusteissamme. Odotamme Ruotsin etenevän kohti vuoden 2027 650 MSEK:n tavoitteita (noin 57 MEUR), mutta jäävän tämän alapuolelle (2027e: 47 MEUR). Yhtiön liiketoiminta on Ruotsissa nuorta ja haluamme nähdä konkreettisia todisteita isompien (pääurakoitsijan) hankkeiden toteuttamisesta onnistuneesti. Ilman niitä kasvutavoitteen saavuttaminen on mielestämme vaikea saavuttaa.

Kannattavuuden odotamme edelleen parantuvan vuosina 2026-2027. Kustannuspaineiden maltillistuminen, uusien hankkeiden optimaalisemmat sopimusrakenteet sekä paremmin kannattavamman Ruotsin (2023 EBIT-%: 6,6 %) osuuden nousu mahdollistaa kasvun kanssa pienen marginaaliparannuksen (2026e: 4,0 %, 2027e: 4,1 %).

Oikaistu osakekohtainen tulos (euroa/osake)



Osingon odotamme kasvavan maltillisesti (euroa/osake)



Ennusteet 4/4

Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä näemme yhtiön kasvun hidastuvan hiljalleen. Vuosien 2028-2030 aikana yhtiön orgaaninen kasvu lähestyy ennusteillamme noin 3 %:n tasoa ja hidastuu pitkällä aikavälillä noin 1,5 %:iin. Näemme yhtiön inframarkkinan kasvun olevan hyvällä tasolla myös pitkällä aikavälillä suotuisten megatrendien myötä.

Kreaten kannattavuuden odotamme pitkällä aikavälillä parantuvan pohjatasoiltaan. Pitkän aikavälin ennusteemme Kreaten liikevoittomarginaalille on noin 4 %:n tasolla, mikä vastaa yhtiön pidempää historiallista tasoa (17-23: 4,0 %). Mielestämme yhtiöllä on potentiaalia parempaan, mutta viime vuosina heikentynyt kannattavuus pitää odotuksemme vielä maltillisena. Samaan aikaan mikäli yhtiö ei lähivuosien aikana onnistu kannattavuuttaan selvästi parantamaan kohti historiallisia tasoja, voi yhtiön pitkän aikavälin kannattavuustavoitetta ja -potentiaalia alkaa myös kyseenalaistamaan. Toistaiseksi arviomme mukaan markkinahaasteet ovat ennemminkin olleet synnä heikkoon kannattavuuteen kuin että yhtiöllä itsellään olisi ollut operatiivisia haasteita projektien toteutuksen kanssa. Siinä mielessä pidämme todennäköisenä, että Kreate pääsee takaisin lähemmäs huippuvuosien kannattavuuksiaan keskipitkällä aikavälillä.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	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	75,6	77,2	275,2	292,9	304,8	313,9
Suomi	0,0	0,0	62,3	80,0	81,8	73,5	297,5	47,9	61,6	67,9	69,1	246,5	257,3	262,4	266,9
Ruotsi	0,0	0,0	3,5	5,7	6,5	6,7	22,5	6,5	6,4	7,7	8,1	28,7	35,6	42,3	47,0
Käyttökate	14,2	13,6	1,0	4,1	4,0	4,8	14,0	1,6	4,1	4,4	5,1	15,2	17,4	18,8	20,0
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	3,1	3,4	9,2	11,1	12,1	12,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,3	8,6	-0,4	2,5	2,8	2,6	7,6	0,2	2,6	3,0	3,3	9,1	10,9	11,9	12,8
Liikevoitto	10,3	8,6	-0,4	2,5	2,8	2,6	7,6	0,2	2,6	3,0	3,3	9,1	10,9	11,9	12,8
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	-2,6	-2,5
Tulos ennen veroja	8,2	6,7	-0,9	1,9	1,7	1,9	4,7	-0,6	2,1	2,1	2,7	6,3	8,4	9,3	10,2
Verot	-1,3	-1,1	0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,7	0,1	-0,5	-0,4	-0,5	-1,4	-1,8	-2,0	-2,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-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	1,6	2,1	4,4	6,2	6,9	7,6
EPS (oikaistu)	0,90	0,64	-0,08	0,17	0,16	0,18	0,44	-0,08	0,16	0,18	0,23	0,50	0,70	0,78	0,86
EPS (raportoitu)	0,80	0,64	-0,08	0,17	0,16	0,18	0,44	-0,08	0,16	0,18	0,23	0,50	0,70	0,78	0,86

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 %	20,4 %	-3,5 %	16,8 %	-17,3 %	-20,7 %	-14,4 %	-3,8 %	-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 %	7,1 %	23,9 %	17,0 %	20,9 %	8,7 %	7,1 %
Oikaistu EBITA-%	4,4 %	3,2 %	-0,6 %	3,0 %	3,3 %	3,4 %	2,4 %	0,5 %	3,8 %	4,1 %	4,4 %	3,3 %	3,8 %	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 %	3,9 %	4,1 %
Nettotulos-%	2,9 %	2,1 %	-1,1 %	1,8 %	1,6 %	2,0 %	1,2 %	-1,2 %	2,1 %	2,1 %	2,7 %	1,6 %	2,1 %	2,3 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	275	275	0 %	293	293	0 %	305	305	0 %
EBITA ilman kertaeriä	9,2	9,2	0 %	11,1	11,1	0 %	12,1	12,1	0 %
Liikevoitto	9,1	9,1	0 %	10,9	10,9	0 %	11,9	11,9	0 %
Tulos ennen veroja	6,3	6,3	0 %	8,5	8,4	0 %	9,4	9,3	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,56	0,50	-10 %	0,74	0,70	-5 %	0,82	0,78	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,49	0,49	0 %	0,50	0,50	0 %	0,51	0,51	0 %

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 osakkuusyhtiöihin	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	50,3	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	13,8	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	42,9	44,7	47,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	23,4	24,0	24,2	26,0	28,5
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	38,4	36,6
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	34,8	33,0
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	52,6	55,6
Korolliset velat	10,7	11,0	10,0	8,7	9,9
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

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen yhteenveto

Toistamme Kreaten suosituksen lisää-tasolla nostaen tavoitehintamme 9,00 euroon (aik. 8,50 euroa). Tarkistimme tavoitehintaamme hieman ylöspäin nousseen verrokkiarvostuksen sekä arvostuskertoimien painotuksen muutoksen perusteella. Hinnoittelimme Kreatea ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan hyvään ja laajaan verrokkiryhmään. Suomalaisista rakennusyhtiöverrokeista saamme hyvän pohjan yhtiölle hyväksyttävästä arvostuksesta. Suosimme arvonnäilyksessä erityisesti EV/EBIT-kerrointa sekä P/E-kerrointa. Tase pohjainen (P/B) ei ole kevyen taserakenteen vuoksi mielestämme kovinkaan relevantti, mutta tulosneutraaleista kertoimista liikevaihtopohjainen (EV/S) arvostus voi toimia mielestämme hyvänä arvostusta tukevana tasona.

Mielestämme Kreaten osakkeen tuotto-odotus puoltaa osakkeiden ostoja. Vahvan tuloskasvun myötä arvostus omaa hieman nousuvaraa, jota tukee vahva 6 %:n osinko. Rakennusmarkkinan palautumisen aikataulu sekä vahvuus luovat vielä epävarmuutta, mutta samalla yhtiön pitkän aikavälin potentiaalille nykykurssi ei mielestämme anna merkittävästi painoarvoa, mikä heijastuu mm. DCF-laskelmamme (10,7 €) nykykurssia korkeammassa arvossa. Arviomme osakkeen käyvistä arvosta tässä vaiheessa on 7-12 euroa. Käypä arvo pohjautuu soveltamiimme arvonnäilytysmenetelmiimme. Nykykurssi ja tavoitehintamme ovat hieman käyvän arvon haarukan puolivälin alapuolella.

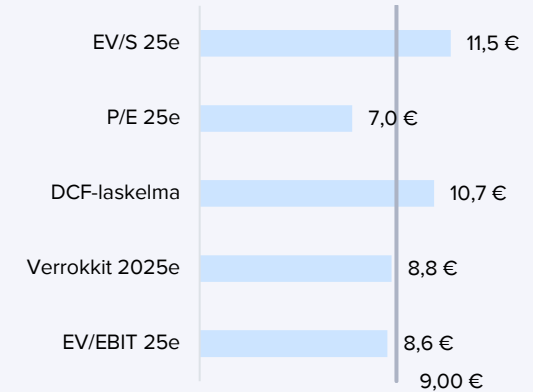
Hyväksyttävä arvostus

Kreatella on kevyt taserakenne, kohtuullisen vähän pääomia sitova liiketoiminta ja se tuottaa hyvin kassavirtaa. Ala omaa trendien mukaisesti hyvät kasvunäkymät keskipitkällä aikavälillä ja Kreaten kannattavuus on toimialan kontekstissa hyvällä tasolla. Tämän vuoksi näemme, että Kreatelle voi pienestä koostaan ja nuoresta iästään huolimatta hyväksyä vähintään suomalaisten verrokkiyhtiöiden historialliset kertoimet.

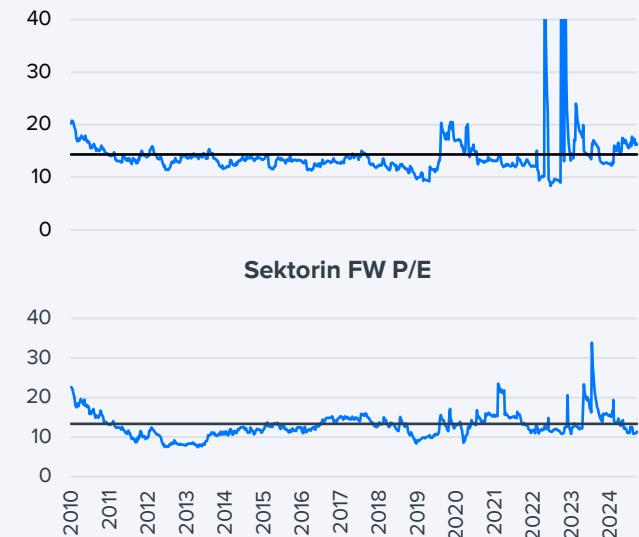
Olemme oikealle koostaneet Suomen rakennussektorin pitkän aikavälin eteenpäin katsovat (Forward, FW) arvostuksen kuviot, joita käytämme hyväksyttävän arvostustason määrittämisen pohjana. Kuten kuvioistakin nähdään, kertoimet nousevat voimakkaasti heikkojen ennustettujen tulosvuosien aikana (22-23). Oikeastaan vuoden 2020 jälkeen kertoimet eivät ole antaneet kovin hyvää kuvaa yli syklin arvostuksesta sektorille.

Keskisarvot ennen tätä (2010-2020) antavat kuitenkin mielestämme hyvän pohjan hyväksyttävälle arvostukselle. Vuodesta 2010 lähtien eteenpäin katsova (Forward) EV/EBIT-kerroin on ollut tällä aikavälillä noin 13x ja P/E-kerroin noin 13x. Matalat korot ja sijoitusvaihtoehtojen puute ovat osaltaan nostaneet hyväksytyjä kertoimia 2010-luvulla. Siinä mielessä 12x-tasoiset kertoimet ovat mielestämme yli syklin kohtuullisen neutraalit sektorille.

Tavoitehinnan muodostuminen



Sektorin FW EV/EBIT



Sektorin FW P/E



Arvonmääritys 2/4

Mielestämme tämä taso (12x) toimii molemmissa kertoimissa hyvänä lähtökohtana Kreatelle arvostusta pohdittaessa, mutta nykyisellään lähinnä haarukan ylärajana. Hyväksyttävä arvostushaarukamme Kreatelle on: P/E 10-12x ja EV/EBIT: 10-12x.

Kreate toimii vastasyklisellä alalla ja yhtiö on todistetusti pystynyt tekemään vahvaa pääoman tuottoa sekä kasvanut markkinoita nopeammin historiassa. Nykyinen tulokunto yhdistettynä markkinan riskeihin kuitenkin rajaa kertoimien nousuvaraa mielestämme. Hyväksyttävässä arvostuksessa voi olla nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu jatkamaan kasvuaan tavoitteiden mukaisesti samalla nostaen kannattavuutensa tavoitteidensa tasolle kestävästi. Mielestämme tosin myös pääomamarkkinoiden arvostukseen vaikuttavien tekijöiden (korkojen lasku, tuottovaatimuksien lasku) tulisi helpottaa vielä selvästi, jotta selkeästi korkeampaa arvostusta voisi hyväksyä.

Absoluuttiset kertoimet

Kreaten tulos nousee ennusteissamme vuonna 2024, mutta on vielä kohtalaisen alhaisella tasolle historiaan sekä potentiaaliin nähden. Osakekurssin nousun myötä arvostus (24e: EV/EBIT: 11x, P/E: 17x) onkin kuluvalle vuodelle jo noussut yli hyväksyttävien tasojemme. 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: 10x, P/E:

12x). Hyväksyttävän arvostushaarukamme (EV/EBIT: 10-12x, P/E: 10-12x) keskitasoon ja vuoden 2025 arvostukseen nojaten osakkeessa olisi hieman nousuvaraa. Tulostaso on vuosina 2025-2026 lähempänä kestäväää normalisoitua tulostasoa (25-26e ka.: EBITA-% 3,8 %), mihin arvioimme myös markkinan keskittyvän Kreaten edetessä raiteillaan.

Volyymipohjainen EV/Liikevaihto-kerroin on verrattain alhaisella tasolla, vaikka kovin korkeaa arvostusta tämän perusteella on vaikea perustella. Yhtiön suomalaiset verrokkiyhtiöt ovat kuitenkin arvostettu 2010-luvulta alkaen noin 0,5x-tasolla, joka toimii mielestämme kohtuu hyvänä tukitasona myös Kreatelle. Tällä hetkellä 0,4x tasolla olevassa arvostuksessa olisi myös tämän perusteella nousuvaraa. Käytämme EV/Liikevaihto-kerrointa lähinnä kuitenkin tukena muulle arvonmääritykselle heijastamaan räikeitä yli- tai alilyöntöjä arvotuksessa.

Liiketoimintamallin vahva kassavirta mahdollistaa Kreatelle maltillisesti kasvavan osingon. Nykyinen 6 %:n osinkotuotto tukee osakkeen tuotto-odotusta hyvin. Kreate on ilmaissut halunsa jakaa kasvavaa osinkoa ja mielestämme yhtiöllä on siihen mahdollisuudet, vaikka osinko/tulos-% nouseekin lähiaikoina lähes 100 %:iin. Liiketoiminta ei vaadi merkittävästi pääomia investointeja varten, ja myös kasvuinvestointeja varten yhtiöllä on rahoituskapasiteettia. Korostamme osingon kuitenkin olevan tällä jakosuhteella riippuvainen yhtiön tulokunnosta ja mahdolliset haasteet kannattavuudessa tulevat todennäköisesti laskemaan osinkoa. Korkea osingonjakosuhte mielestämme hieman madaltaa osingon luotettavuutta tällä hetkellä.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,36	8,36	8,36
Markkina-arvo	74	74	74
Yritysarvo (EV)	100	106	105
P/E (oik.)	16,8	12,0	10,8
P/B	1,7	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	6,6	6,1	5,6
EV/EBIT (oik.)	11,0	9,7	8,8
Osinko/tulos (%)	98,2 %	71,6 %	65,8 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,0 %	6,1 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

Verrokkiryhmä

Kreatelle on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan pohjoismaisista listatuista yhtiöistä. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat suomalaiset rakennusyhtiöt samaisen markkinan myötä sekä myös pohjoismaiset infraan keskittyneet yhtiöt. Listalla on kuitenkin myös isompia pohjoismaisia toimijoita kuten Skanska, NCC ja PEAB.

Verrokkien arvostustaso vuodelle 2025 katsoessa on mielestämme maltillinen (2025e mediaani EV/EBIT: 11x, P/E: 12x). Verrokkiryhmän vuoden 2025e mediaaneihin kertoimiin nähden Kreate on arvostettu hieman päälle 5 % alle verrokkien tason, mutta erot eri verrokkien arvostuksissa ovat tällä hetkellä suuria.

Verrokkiryhmästä näkee, että tasaisesti tulosta

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

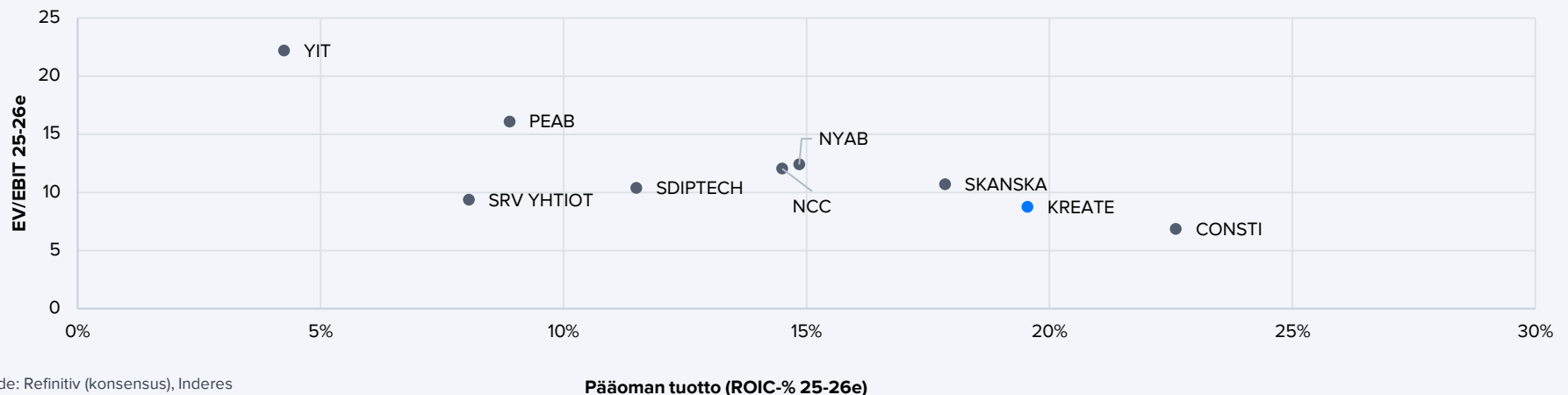
Kreate tulisi hinnoitella vähintään verrokkien tasolle

Mielestämme on perusteltua hinnoitella Kreate vähintään verrokkiryhmän tasolle. Krateen kannattavuus ja kasvu on ollut viime vuosina verrokkeja vahvempaa. Lisäksi Krateen alla näkyvä ennustettu pääoman tuotto / arvostus on houkuttelevimmista päästä.

Yhtiön kehitys- ja laajentumisvaihe, konsernin lyhyt historia, osaa verrokkeja pienempi koko ja keskittyneempi liiketoiminta laskevat kuitenkin hyväksyttävää tasoa.

Näiden syiden takia hinnoitlemme Krateen verrokkien tasolle (0 %). Tähän nähden nykyinen yli 5 %:n alennus yhtiön arvostuksessa omaisi hieman nousuvaraa. Verrokkien tulosennusteisiin tosin kohdistuu tässä markkinakysynnän epävarmuudessa erittäin paljon riskejä. Tässä mielessä mielestämme lyhyen aikavälin suhteellisessa arvostuksessa kanssa tulee olla nyt varovainen emmekä anna sille kovinkaan merkittävää painoarvoa. Verrokkien pitkän aikavälin taso tulee kuitenkin huomioitua jo Krateen absoluuttisessa arvostuksessa.

Krateen pääoman tuotto ja arvostus vs. valitut verrokkit



Arvonmääritys 4/4

DCF-skenaariot

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Rahavirtamalli on kuitenkin herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden, mikä sijoittajan on hyvä huomioida. Olemme tehneet ennusteita muuttamalla kolme erilaista DCF-skenaariota, jotta näkisimme hieman, minkälaista tulevaisuutta osakekurssiin nykyisellään jo hinnoitellaan sisään. Jokaisessa skenaariossa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,0 % ja oman pääoman kustannus on 11,0 %. Pääoman kustannus on hieman alle syklisempien rakentajien, mutta linjassa urakointiliiketoiminnassa työskentelevien rakentajien kanssa.

Peruskkenaariossamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin noin 3,6 %:n kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,5 %:n tasolle. Kasvu olisi näin arviolta BKT:n mukaista tai hieman yli terminaalijaksolla. Perusskenaariossa liikevoittomarginaali nousee keskipitkällä aikavälillä 4,0 %:iin ja hieman yli, mutta tasaantuu terminaaliiin noin 4,0 %:iin. Tämä on alle yhtiön yli 5 %:n EBITA-marginaalin tavoitetason, mutta yhtiön historiallisen kannattavuuden tasolla. Perusskenaariossa DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 10,7 € euroa.

Pessimistisessä skenaariossa yhtiön kasvu jää heikoksi ja on keskipitkällä aikavälillä nollan tuntumassa. Terminaalissa kasvu jäisi 0,5 %:iin ollen alle BKT:n tason. Kasvun heikkous voi johtua epäonnistumisesta Ruotsin ylösajossa ja Suomen heikon markkinan ja kireän kilpailun jatkumisesta.

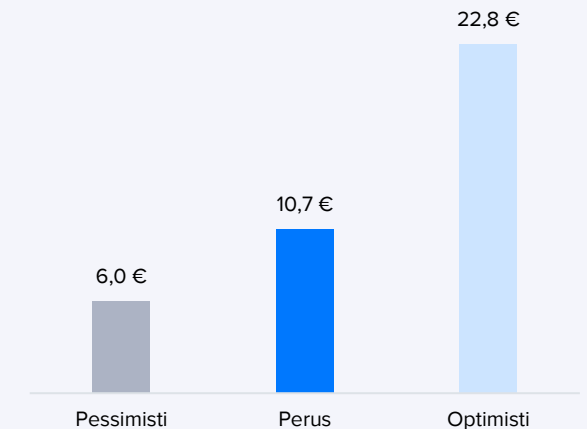
Nämä tekijät painavat myös kannattavuuden keskipitkällä aikavälillä noin 3,0 %:iin ja pitävät sen terminaalissa Kreaten historian pohjatasoilla 2,5 %:ssa. Pessimistisen skenaarion toteutuessa DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo olisi 6,0 euroa.

Optimistisessä skenaariossa yhtiön kasvu nousee keskipitkällä aikavälillä tavoitetasolle (5-10 %) Ruotsin odotuksia vahvemman kasvun sekä Suomen piristyvien rakennusinvestointien ansiosta. Kreaten vahvan kilpailukyvyyn sekä infran megatrendien avulla terminaalissa kasvu nousisi yli BKT:n tason 2,5 %:iin. Hyvä liikevaihdon kasvu sekä onnistuminen Ruotsissa nostaisivat myös kannattavuuden keskipitkällä aikavälillä tavoitetasolle noin 5 %:iin ja terminaalissa noin 5,5 %:iin. Optimistisen skenaarion toteutuessa DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo olisi 22,8 euroa.

Nykyiseen noin 8 euron osakekurssiin ei näin ole ladattu ainakaan merkittävän positiivista skenaariota Kreatelle toteutuvaksi. Kuitenkin riskien toteutuessa, on osakkeessa myös vielä selvää laskuvaraa. Skenaariot ovat tosin vain havainnollistavia esimerkkejä siitä, mitä osakekurssiin on tällä hetkellä hinnoiteltu. Muistutamme, että negatiivisessa skenaariossa investoinnit voisivat olla alhaisemmat ja käytetty WACC-% riskien myötä korkeampi. Sen sijaan positiivisemmassa skenaariossa investoinnit todennäköisesti olisivat kasvun myötä korkeammat, mutta WACC-% voisi jopa hieman laskea nykyisestä.

DCF-skenaarioiden oletukset	Pessimisti	Perus	Optimisti
Kasvu CAGR 2025–2030e	0 %	3,6 %	7,5 %
Terminaali kasvuoletus	0,5 %	1,5 %	2,5 %
EBIT-% ka. 2025e–2030e	3,0 %	4,0 %	5,0 %
Terminaali EBIT-%	2,5 %	4,0 %	5,5 %

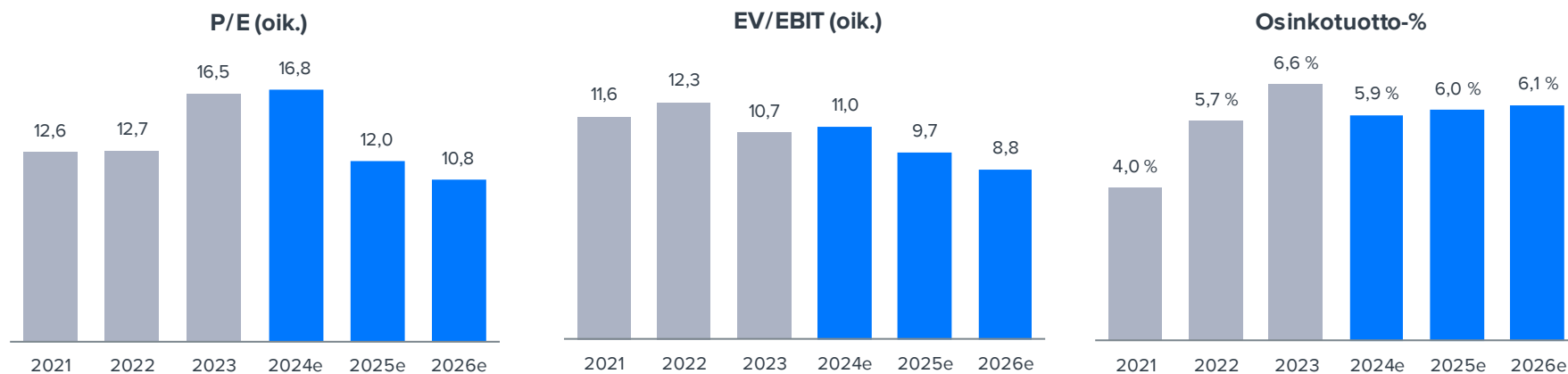
DCF-skenaariot



Arvostus

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	103
P/E (oik.)			12,6	12,7	16,5	16,8	12,0	10,8	9,8
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	0,3	0,3
EV/EBITDA			8,4	7,8	5,8	6,6	6,1	5,6	5,1
EV/EBIT (oik.)			11,6	12,3	10,7	11,0	9,7	8,8	8,0
Osinko/tulos (%)			56,4 %	72,4 %	109,7 %	98,2 %	71,6 %	65,8 %	60,7 %
Osinkotuotto-%			4,0 %	5,7 %	6,6 %	5,9 %	6,0 %	6,1 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
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
Sdipotech 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	9,7	6,6	6,1	0,4	0,4	16,8	12,0	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			-12 %	-11 %	-26 %	-17 %	-4 %	-5 %	26 %	0 %	46 %	42 %	6 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

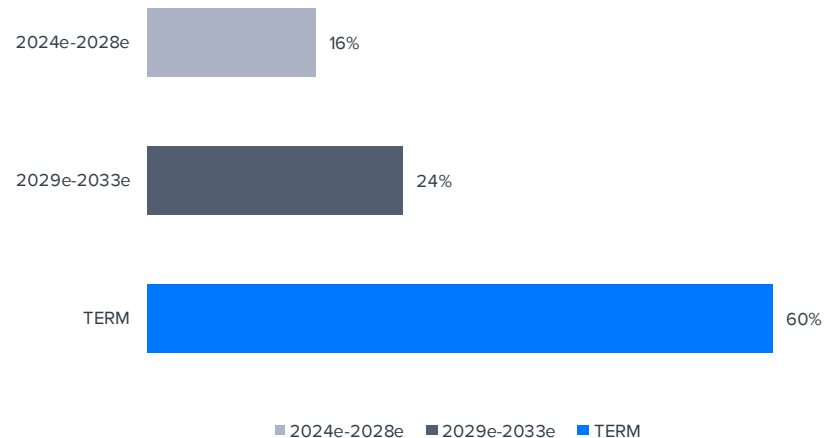
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	16,8 %	-14,0 %	6,4 %	4,1%	3,0 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	2,4 %	3,3 %	3,7 %	3,9 %	4,1%	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	7,6	9,1	10,9	11,9	12,8	13,1	13,3	13,6	13,9	14,1	14,3	
+ 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	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	
+ 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	17,2	17,7	18,1	18,4	18,7	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	-8,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	23,3	-2,5	1,1	8,0	9,0	9,5	9,9	10,2	10,5	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	9,0	9,5	9,9	10,2	10,5	10,8	11,3	153
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,4	1,0	6,6	6,8	6,6	6,3	6,0	5,7	5,3	5,1	69,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		116	119	118	111	104	97,6	91,3	85,3	79,6	74,3	69,2
Velaton arvo DCF		116										
- Korolliset velat		-40,4										
+ Rahavarat		23,6										
-Vähemmistöosuus		0,2										
-Osinko/pääomapalautus		-4,3										
Oman pääoman arvo DCF		95,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,7										

Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



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	0,50	0,70
Käyttökate	13,6	14,0	15,2	17,4	EPS (oikaistu)	0,64	0,44	0,50	0,70
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	8,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,63	2,64	-0,28	0,13
Nettovoitto	5,7	3,9	4,4	6,2	Omapääoma / osake	4,75	4,81	4,83	5,04
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	128,0	135,8	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	17 %	-14 %	6 %
Oma pääoma	42,6	42,7	42,9	44,7	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	26,2	31,8	EPS oik. kasvu-%	-29 %	-31 %	14 %	40 %
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 %	10,3 %	14,1 %
Investoinnit	-12,8	-6,8	-8,2	-8,2	ROI-%	11,2 %	9,0 %	11,0 %	12,8 %
Vapaa kassavirta	-5,7	23,5	-2,5	1,1	Omavaraisuusaste	31,6 %	31,7 %	33,5 %	32,9 %
					Nettovelkaantumisaste	78,5 %	39,3 %	61,1 %	71,1 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024e	2025e					
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,4	0,4					
EV/EBITDA	7,8	5,8	6,6	6,1					
EV/EBIT (oik.)	12,3	10,7	11,0	9,7					
P/E (oik.)	12,7	16,5	16,8	12,0					
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 (välittömät 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Lisätieto 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 €

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.**