

Kreate

Seurannan aloitus

22.11.2021 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Infran erikoisosaaja

Aloitamme Kreate seurannan 13,0 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Infrarakentamiseen erikoistunut Kreate on yksi alansa nopeimmin kasvavista ja kannattavimmista yhtiöistä. Kreate kilpailuetuna on vankka osaaminen erityisesti vaativissa infrarakentamisen hankkeissa ja tavoitteillaan yhtiö on matkalla alansa johtavaksi vaativan infrastruktuurin rakentajaksi. Viime vuosien vahva ja kannattava kasvu näyttäisi saavan jatkoa lähivuosien aikana yhtiön vahvassa kasvussa olevan tilauskannan ja putkessa olevien hankkeiden perusteella. Arvostus on mielestämme hyvin alhainen yhtiön hyvään tuloskasvunäkymään ja liiketoiminnan tuottopotentiaaliin nähden.

Suomalainen infrarakentamisen pioneeri

Kreate on johtava vaativaan infrarakentamiseen keskittynyt yhtiö, jonka palvelut jakautuvat väylä- ja taitorakentamiseen. Väylärakentaminen sisältää ratarakentamisen sekä teiden ja katujen rakentamisen. Taitorakentamiseen kuuluu mm. sillanrakentaminen ja erityyppinen pohjarakentaminen. Lisäksi Kreate tarjoaa kiertotalouteen liittyviä palveluita. Kreate liikevaihto on kasvanut vahvasti viimeisen kolmen vuoden aikana ja oli vuonna 2020 noin 235 MEUR. Vuosittain kasvu on ollut keskimäärin 11 % (CAGR-%), mikä on alaan nähden vahva suoritus. Yhtiön kannattavuus oli vuoteen 2020 asti nousujohteista ja EBITA-% on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut keskimäärin 4,7 %, mikä on myös alaan nähden hyvällä tasolla. Liiketoiminnan tuottopotentiaalista kertoo myös vahva oman pääoman tuotto, joka on ollut viimeiset kolme vuotta keskimäärin 24 %.

Tuloskasvunäkymät hyvät

Yhtiö tavoittelee vuoteen 2024 mennessä 300 MEUR:n liikevaihtoa. Samalla yhtiö tavoittelee keskipitkällä aikavälillä liikevoitto-%:n nostoa yli 5 %:iin (EBITA). Liikevaihtotavoite vaatii yhtiöltä noin 6 %:n kasvua vuosittain vuoden 2020 tasosta, mikä historian kasvuun peilaten vaikuttaa realistiselta. Kannattavuustavoitteen yhtiö saavutti jo vuonna 2019 (EBITA-%: 5,3 %), mutta kestävästi sen ylläpito vaatii vielä töitä. Vuonna 2021 yhtiö ohjeistaa liikevaihdon laskevan vuodesta 2020 (2021e: -2,5 %). Emme kuitenkaan olisi yllättyneitä, jos ohjeistusta vielä loppuvuonna nostettaisiin. Lähivuosien kasvunäkymät näyttävät nimittäin vahvoilta, sillä tilauskanta oli Q3:n lopussa yli 30 %:n kasvussa vertailukaudesta ja kehityspotkessa on hankkeita yli 100 MEUR:n edestä. Ennustamme liikevaihdon kasvun olevan keskimäärin noin 8 % seuraavien kolmen vuoden aikana päätyen 263 MEUR:oon vuonna 2023. Kannattavuuden odotamme hiljalleen parantuvan lähemmäs yhtiön tavoitteita volyymin nousun, kustannuspaineiden hälventymisen ja tehokkuuden parantumisen myötä. Ennustamme liikevoittomarginaalin nousevan vuoden 2021 4,1 %:sta noin 4,7 %:iin vuonna 2023. Riskinä ennusteissamme on markkinakehityksen selkeä heikentyminen, kustannuspaineiden kiihtyvä nousu ja projektien kustannusylitykset.

Arvostus hyvin houkutteleva

Yhtiön hyvään tuloskasvunäkymään ja vahvaan tuottopotentiaaliin nähden arvostus on mielestämme houkutteleva (2022e: EV/EBIT: 10x, P/E: 12x). Yhtiön profiiliin ja listattujen verrokkien kautta muodostettuun arvostushaarukkaamme (EV/EBIT: 12-14x, P/E: 12-14x) ja sen keskitasoon nähden osake tarjoaisi noin 20 %:n nousuvaran. Verrokkeihin nähden yhtiö on mittareillamme mediaanin tason alapuolella (-10 %), kun mielestämme arvostuksen tulisi olla vähintään linjassa. Nousuvaran lisäksi osakkeen vuotuinen 2-3 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta. Lisäksi DCF-laskelmamme (13,6 euroa) ja tavoiteskenaariomme arvot (17,3 euroa) ovat molemmat nykyistä kurssia korkeammalla.

Suositus

Osta

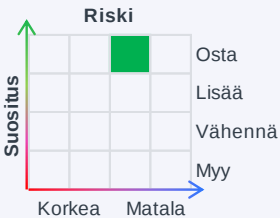
(aik.-)

13,00 EUR

(aik. - EUR)

Osakekurssi:

10,75



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	235,3	229,5	250,7	263,5
kasvu-%	6 %	-2 %	9 %	5 %
EBIT oik.	10,4	9,5	10,9	12,4
EBIT-% oik.	4,4 %	4,1 %	4,3 %	4,7 %
Nettotos	7,8	5,9	7,9	9,2
EPS (oik.)	0,87	0,77	0,89	1,03

P/E (oik.)	0,0	14,0	12,1	10,4
P/B	0,0	2,2	1,9	1,7
Osinkotuotto-%		2,3 %	2,5 %	2,8 %
EV/EBIT (oik.)	2,7	11,6	9,7	8,0
EV/EBITDA	2,0	8,3	7,1	6,0
EV/Liikevaihto	0,1	0,5	0,4	0,4

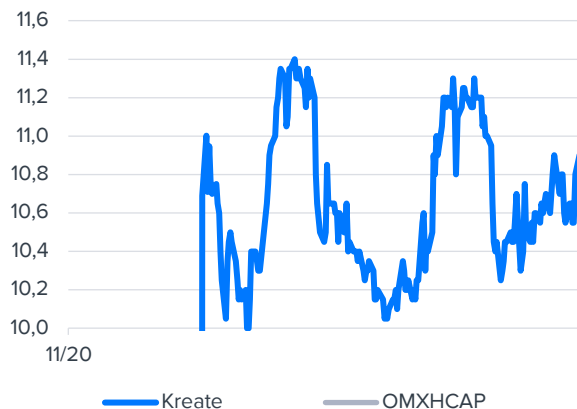
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

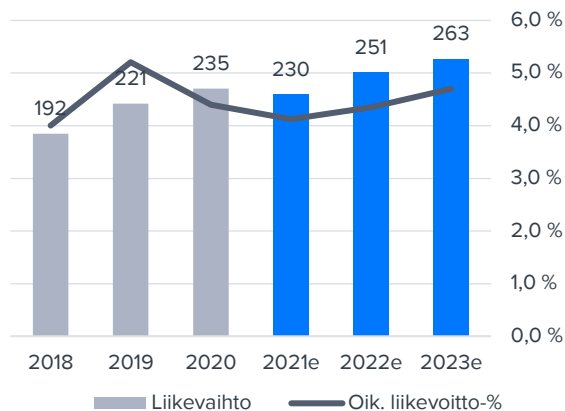
Liikevaihto (2020: 235,3 MEUR) laskee vuonna 2021 verrattuna vuoteen 2020.

Osakekurssi



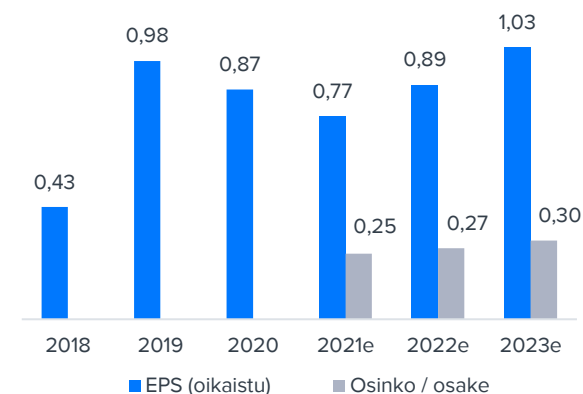
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vahva markkinoita nopeampi kasvu
- Kestävä kannattavuustaso
- Vahva pääoman tuottopotentiali
- Infrarakentamisen suhdannekestävämpi liiketoiminta muuhun alaan nähden
- Vaativien hankkeiden erikoisosaamisella kilpailuetua
- Kaupungistuminen, tiivis rakentaminen, kestävä kehitys, korjausvelka, infraelvytys tukevat markkinan kasvunäkymiä
- Yritysosotot 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	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	10,8	10,8	10,8
Osakemäärä, milj. kpl	8,89	8,89	8,89
Markkina-arvo	96	96	96
Yritysarvo (EV)	110	105	99
P/E (oik.)	14,0	12,1	10,4
P/B	2,2	1,9	1,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	8,3	7,1	6,0
EV/EBIT (oik.)	11,6	9,7	8,0
Osinko/tulos (%)	37,4 %	30,3 %	29,0 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,5 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Strategia	12-13
Sijoitusprofiili	14-15
Toimiala ja kilpailu	16-18
Taloudellinen tilanne	19-20
Ennusteet	21-25
Arvonmääritys	26-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34-36

Kreate lyhyesti

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

2015

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

2021

Listautuminen

224 MEUR (-4,9 % v/v)

Liikevaihto 2021 Q3 LTM

9,8 MEUR (4,4 % lv:sta)

EBITA 2021 Q3 LTM

203 MEUR (+36 % v/v)

Tilauskanta 2021 Q3

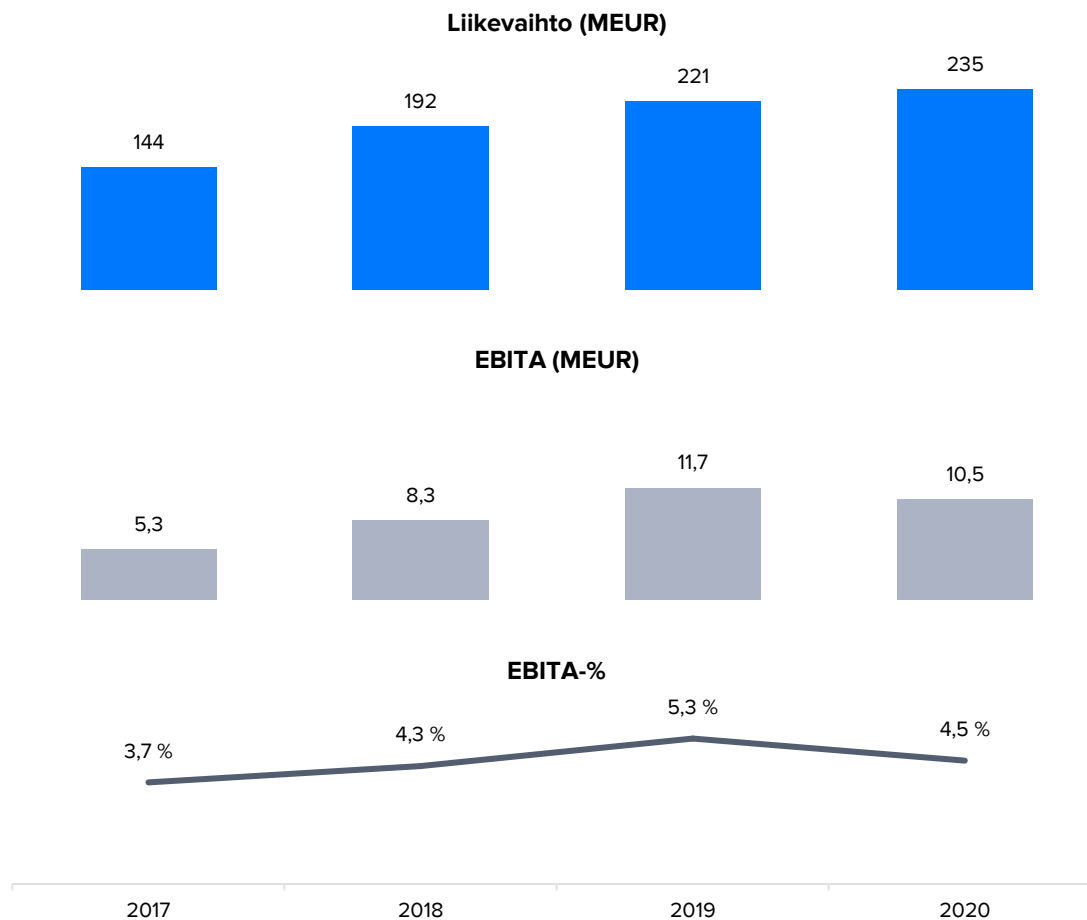
Noin 400

Henkilöstö 2021 Q3 lopussa

15 % (2020 Q3: 21 %)

Sijoitetun pääoman tuotto-% 2021 Q3

Kreatan liiketoiminnan kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Vaativan infran rakentaja

Kreate on suomalainen vaativaan infrarakentamiseen keskittyvä yhtiö. Yhtiön tarjoama jakautuu väylärakentamiseen ja taitorakentamiseen. Väylärakentamiseen kuuluvat ratarakentaminen sekä teiden ja katujen rakentaminen. Taitorakentamiseen kuuluvat sillanrakentaminen ja -korjaus, pohja- ja betonirakentaminen, erikoispohjarakentaminen ja kalliorakentaminen. Lisäksi Kreate tarjoaa pienessä määrin kiertotalouteen liittyviä palveluita.

Kreaten tavoitteena on olla yksi Suomen johtavista vaativan infrarakentamisen toteuttajista. Tarkoituksena on pystyä tarjoamaan kokonaisratkaisuja vaativiin infrarakentamisen projekteihin.

Kreatella on toimintaa pääasiallisesti Suomessa ja Kreaten pääkonttori sijaitsee Suomen Tuusulassa. Tämän lisäksi yhtiöllä on toimipisteet Tampereella, Hämeenlinnassa, Lappeenrannassa, Joensuussa, Seinäjoella, Kouvolassa, Oulussa ja Vantaalla.

Kreaten liikevaihto on kasvanut vahvasti viimeisen kolmen vuoden aikana ja oli vuonna 2020 noin 235 MEUR. Vuosittain kasvu on ollut keskimäärin 11 % (CAGR-%), mikä on alaan nähden vahva suoritus. Koronan vaikutukset eivät vielä vuonna 2020 näkyneet liikevaihdossa, mutta kiristynyt kilpailu heikensi kannattavuutta. EBITA-marginaali laski 4,5 %:iin vuosien vuoden 2019 5,3 %:sta. Yhtiön kannattavuus oli vuoteen 2020 asti

nousujohteista ja EBITA-% on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut keskimäärin 4,7 %.

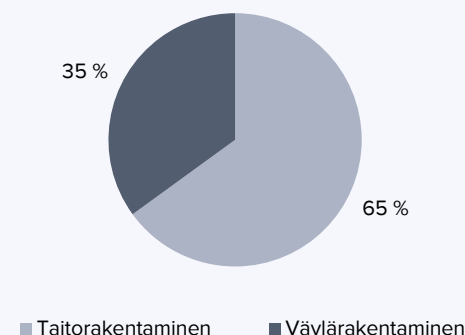
Vuonna 2021 liikevaihto on Q3:een mennessä laskenut 7 % koronan haasteista johtuen. Yhtiö ohjeistaakin vuodelle 2021 liikevaihdon laskevan. Markkinakysyntä on kuitenkin piristynyt ja näkymät kirkastuneet vuoden loppua kohti. Alhaisempi volyyymi on näkynyt kannattavuuden hienoisena heikentymisenä. EBITA-marginaali oli tammi-syyskuussa Q3:n lopussa 4,6 % (Q1-Q3'20: 4,7 %).

Liiketoiminnoittain taitorakentaminen tuo yhtiön liikevaihdosta noin 65 % (2020) ja väylärakentaminen noin 35 %. Maantieteellisesti liikevaihto tulee pääasiallisesti Suomesta ja maariskit ovat keskittyneet yhteen markkinaan. Asiakasryhmittäin julkinen sektori tuo ison osan liikevaihdosta, mikä luo vakautta yhtiön liiketoimintaan. Samalla se kuitenkin alentaa hankkeista saatavaa tuottoa kovan kilpailun vuoksi. Valtion hankkeet toivat yhtiölle vuonna 2020 noin 36 % liikevaihdosta ja kuntien sekä kaupunkien noin 29 %. Loput 35 % liikevaihdosta tulee yksityisen sektorilta, johon voi lukeutua esimerkiksi rakennusyhtiöt tai rakennuttajat/tilaajat. Näissä hankkeissa yleisesti riskit ovat korkeammat, mutta myös tuottomahdollisuudet ovat paremmat.

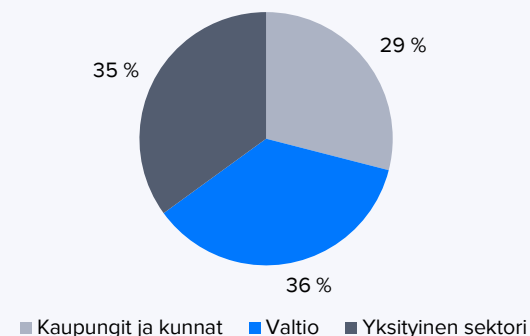
Yhtiön taloudellisena tavoitteena on kasvaa vuoteen 2024 mennessä 300 MEUR:n liikevaihtoon samalla nostaen EBITA-marginaalinsa yli 5 %:n tasolle. Se vaatii vahvaa kasvua, johon vuoden 2021 listautuminen tarjoaa yhtiölle resursseja.

KREATE

Liikevaihto liiketoiminnoittain (2020)



Liikevaihto asiakasryhmittäin (2020)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintamalli

Kreaten tarjoama jakautuu väylärakentamiseen, taitorakentamiseen sekä kiertotalouteen liittyviin palveluihin. Yhtiön tarjoama jakautuu siltoihin, teihin ja ratoihin, ympäristö- ja pohjarakentamiseen, kiertotalouteen sekä geoteknisiin tarpeisiin.

Yhtiöllä on yksi segmentti ja kaksi aikaisemmin esitettyä liiketoiminta-aluetta. Yhtiön vuoden 2021 alun listautumisesitteessä on jaoteltu liiketoimintoja hieman tarkemmin ja siinä etenkin sillanrakentaminen (34 % liikevaihdosta), teiden ja katujen rakentaminen (27 %) sekä pohja- ja betonirakentaminen (26 %) olivat isossa osassa. Ratarakentaminen (6 %), kalliorakentaminen (7 %) ja kiertotalous (1 %) jäivät pienemmälle osalle. Usein projektit tehdään kuitenkin osa-alueiden yhteistyönä kokonaisvaltaisena projektina ja Kreate pystyykin vastaamaan hyvin vaativiinkin ja isoihin infrahankkeisiin. Seuraavaksi on esitelty jokaisen liiketoiminnan olennaiset osat.

Väylärakentaminen

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

Ratarakentamisen liiketoimintaan kuuluvat rautateihin, ratapihoihin, raitiotieihin ja metroihin

liittyvät rakennustyöt. Projektit vaihtelevat yhtiön mukaan laajemmista ratapihojen uusimisista pienempiin silta- ja massanvaihtotöihin.

Taitorakentaminen

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

Pohja- ja betonirakentamisen liiketoiminta suunnittelee ja toteuttaa pääosin rakentamiseen liittyvät perustukset, paalutukset ja ponttaukset sekä paalulaatat asuinrakennuksiin, liikekiinteistöihin, julkisille asiakkaille sekä teollisuuden tarpeisiin. Kreatessa on eritelty myös erikoispohjarakentaminen, jossa osaaminen on keskitetty sen puoliksi omistamaan yhteisyritykseen, KFS Finlandiin. KFS Finland on erikoistunut erikoispohjarakentamiseen ja on yhtiön mukaan markkinajohtaja omalla alallaan. Erikoispohjarakentamisen liiketoimintaan kuuluvat muun muassa suihkuinjektiot, stabiloinnit, porapaalutus, tukiseinien rakentaminen sekä ankkuroidit.

Kreaten kalliorakentamisen liiketoiminta toteuttaa asutuskeskus-, murska- ja massalouhinnat sekä kalliorakennuskohteet eri ympäristöissä, kuten kaupunkien keskustoissa, teollisissa ympäristöissä sekä liikenneinfrastruktuuria rakennettaessa.

Kiertotalous

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Vaativien hankkeiden osaaminen voi luoda kilpailuetua

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

Projektiliiketoimintaa

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

Usein urakasta sovitaan jokin hinta, jonka perusteella Kreate sen toteuttaa. Jos urakan toteutuneet kustannukset alittavat tai ylittävät Kreaten budjetin, jää lasku tai voitto Kreatelle (ts. kiinteähintainen urakka). Yhä enemmän alalla käytetään kuitenkin nykypäivänä yhteistyösopimuksia, jossa vastuita (kustannuksia)

ja tavoitteita (voittoja) jaetaan osallistujien kesken (mm. allianssimallit).

Sykleille altista liiketoimintaa

Yhtiön liiketoimintaan ja rakennusalaan vaikuttaa paljon talouden suhdanteet. Näin Kreaten liiketoiminta omaa selkeitä syklisyyden piirteitä. Kreaten liiketoiminta on isolta osin uudisrakentamista, jossa osaltaan paino on rakennusvaiheen alkupuolella. Kreaten tarjoama myös luo edellytyksiä muulle rakentamiselle, sillä infra on muun rakentamisen ensimmäinen kehitysaskel.

Infra liikkuu talouden suhdanteiden mukana, mutta omaa myös vastasyklisyyden piirteitä. Usein isot infrahankkeet ovat julkisia hankkeita ja niiden kysyntä ei riipu niin paljoa talouden tilanteesta. Talouden heikentyessä elvytys valtioiden ja kuntien osalta usein käynnistyy ja infra on historiassa ollut usein tuottava kohde elvytysrahoille. Infran rakentaminen tietyille alueelle usein johtaa myös muuhun uudisrakentamiseen sekä luo alueelle työpaikkoja sekä asuintiloja tai harrastustiloja. Talouden heikentyminen laskee kuitenkin usein yksityistä kysyntää, mikä tasoittaa liiketoimintaa niin hyvässä kuin huonossakin suhdanteessa. Näin ollen infrarakentamista voi luonnehtia melko tasaiseksi liiketoiminnaksi pitkällä aikavälillä.

Resursseina työvoima, koneet ja materiaalit

Kreaten liiketoiminnan projekteissa tarvitaan paljon käsipareja, työkoneita ja raaka-aineita. Kreaten työvoimasta noin 60 % oli

listautumisesitteen mukaisesti omaa väkeä ja noin 40 % tulee alihankkijoilta. Omalla työväellä tehdään vaativimmat osat projekteista ja alihankkijoilla toistuvammat sekä helpommat osat. Oman työvoiman käyttö osaltaan parantaa näkyvyyttä sekä myös projektien hallittavuutta.

Kreate on erityisen riippuvainen teräksestä, koneiden polttoaineista, bitumista, betonista ja puutavarasta sekä muista rakentamisen perusmateriaaleista. Näiden raaka-aineiden hinnanvaihteluilla voi olla merkittäviäkin vaikutuksia yhtiön kannattavuuteen sekä liiketoimintaan. Erityisempiä komponentteja tai muuta elektroniikkaa yhtiö tarvitsee arviomme mukaan muita rakentajia vähemmän.

Yhtiö on kärsinyt viimeaikaisesta raaka-aineiden hintojen noususta erittäin rajallisesti Q3-raportin kommenttien mukaan. Hintojen nousu kuitenkin rajoittaa tulostason nousua arviomme mukaan vielä lähiaikoina. Yleisesti projektiliiketoiminnassa hinta on sovittu osalle materiaaleille jo etukäteen, mutta hankintoja tehdään paljon myös projektien edetessä. Tällöin lukkoon lyödyt urakkahinnat usein ovat ongelmallisia. Kreate sanoo listautumisesitteessään, että se hankkii raaka-aineet pääasiallisesti projektin kuluessa, jolloin äkisti nousevat hinnat voivat heikentää projektin kannattavuutta merkittävästi (urakkatyypistä riippuen). Nykyisin sopimuksissa usein kuitenkin on jonkinlainen indeksikorotus kustannusten nousua varten. Hintojen noustessa myös markkinakysyntä voi hieman hiipua, sillä tilaajat saattavat lykätä uusien hankkeiden aloituksia.

Krean palvelujakauma



Projektin elinkaari

Hankekehitys

Suunnittelu

Projektien toteutus

Ylläpito

Krean rooli



*Tilaaajat ja asiakkaat
hankekehittävät
usein projektin*



*Kreate osittain
mukana projektin
suunnittelu
ja selvitystyöissä*



*Pääpaino Krean
liiketoiminnassa on
itse toteutuksessa*



*Ylläpito ja huolto
pienemmässä
osassa Kreatella*

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Kassavirta painottuu loppuvuoteen

Kreaten operatiivinen vapaa kassavirta on tyypillisesti vahvaa etenkin vuoden toisella puoliskolla, kun projekteja usein valmistuu. Yhtiön liiketoimintamallille ja alalle ominaisesti investointeihin menee kassavirrasta kohtuullinen osa. Yhtiön täytyy uusia tai päivittää kalustoaan jatkuvasti, jotta tehokkuus säilyy samalla tasolla, mitä se on tähän päivään ollut. Tämä vaatii jatkuvia ylläpito- ja uudisinvestointeja.

Investoinneissa voi tulla isompia kertaeriä, kun esimerkiksi erikoiskoneita hankitaan. Joulukuussa 2020 Kreate toteutti tällaisen strategisen investoinnin, jossa yhtiö hankki 1,1 MEUR:n arvoisen päälyysrakenteen tukemiskoneen rataliiketoimintaansa varten. Kokonaisuudessaan vuonna 2020 bruttoinvestoinnit olivat 5,1 MEUR euroa (2019: 5,3 MEUR), joka on noin 2 % liikevaihdon tasosta. Näemme tämän tason olevan jatkossa myös investointien taso pois lukien kerralla tulevat isommat investointierät.

Nettokäyttöpääoma on yhtiöllä ollut viime vuodet negatiivisena, mikä on hyvä asia yhtiön pääoman hallinnan kannalta. Projektien käyttöpääoman hallinta on yhtiön toiminnan keskiössä, mikä on johtanut hyvään asemaan. Näemme, että nettokäyttöpääomalla on myös jatkossa edellytykset olla negatiivinen tai ainakin lähellä nollan tasoa yhtiön historiaan ja tavoitteisiin peilaten.

Hyvä kassavirta sekä negatiivinen käyttöpääoma ovat pitäneet myös yhtiön rahoitus- ja taseaseman hyvänä. Nettovelka/käyttökate-luku on vuoden

2020 lopussa 2x-tasolla, mikä on mielestämme varsin kohtuullinen luku kasvavalle yritykselle infrarakentamisen toimialalla. Velkavivun käyttö Kreaten liiketoiminnassa on hyvin yleistä ja myös korollisen velan kasvattaminen ei ole mielestämme poissuljettua. Jo kohtuullisella velkavivulla saadaan liiketoiminnan pääoman tuotot nousemaan korkealle tasolle. Yhtiöllä on kuitenkin tavoitteena pitää luku alle 2x-tasolla, mikä pitäisi taseaseman hyvässä kunnossa.

Liiketoiminnassa on kausivaihtelua

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

Kustannukset pääosin muuttuvia

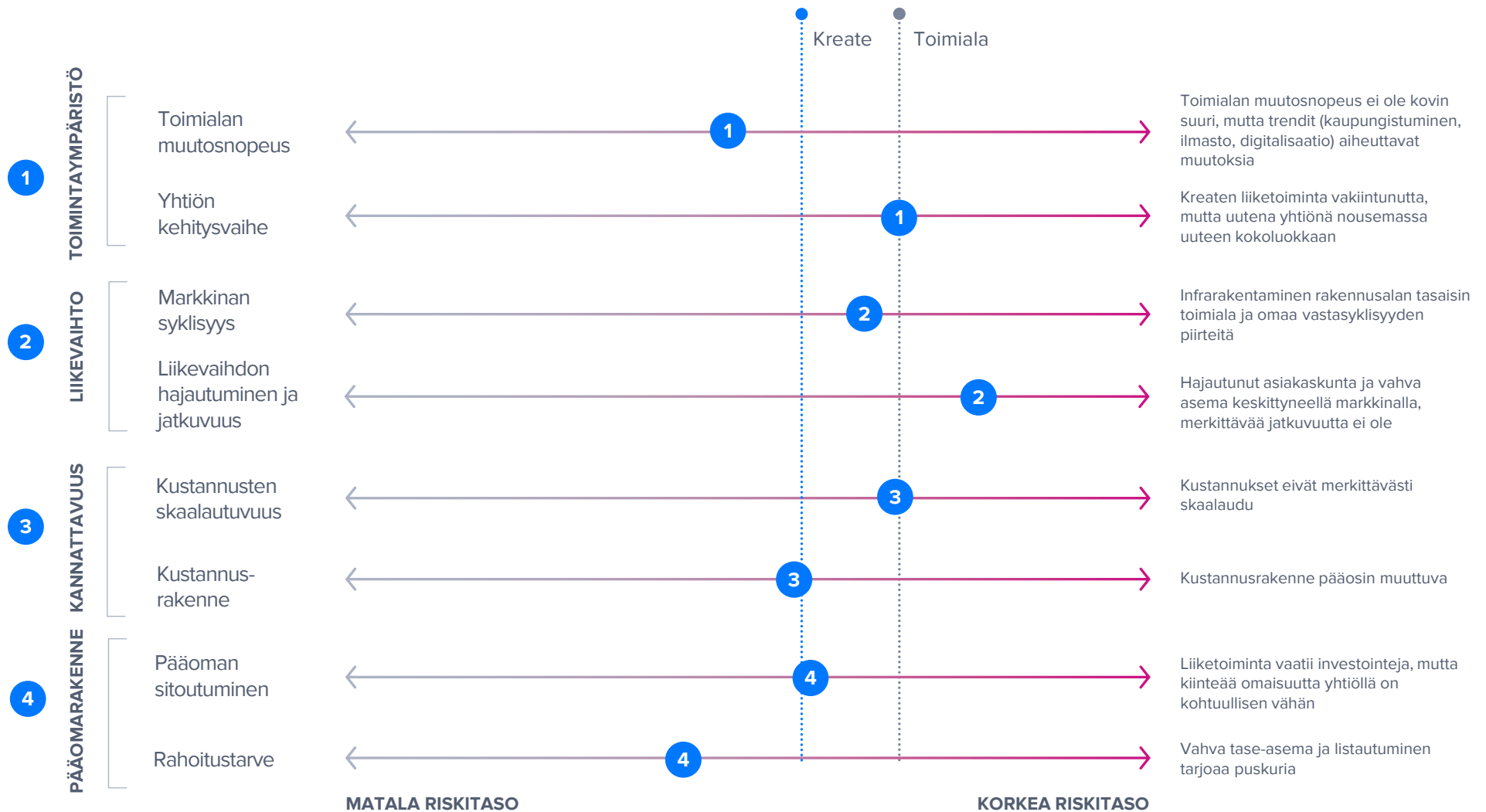
Kreaten kustannuksissa on kohtuullisen paljon joustavuutta. Suurin osa kustannuksista on muuttuvia ja kiinteänä kuluna on oikeastaan vain konsernin tehtävät. Muut kustannukset syntyvät projekteille. Isossa osassa kustannuksia ovat materiaalit ja palvelut, joiden suhde liikevaihtoon oli vuonna 2020 noin 77 %. Tämä osa liikkuu hyvin

pitkälti myös liikevaihdon mukana, mutta vaihtelee vuosittain kustannuspaineiden ja niiden hallinnan onnistumisen kautta. Tämän lisäksi yhtiöllä on henkilöstökuluja, jotka pysyvät kohtuullisen kiinteinä, vaikka niissäkin muuttuvia elementtejä osin on. Tämän suhde liikevaihtoon vuonna 2020 oli noin 14 %. Liiketoiminnan muut kulut (4 % liikevaihtoon nähden) ovat pääosin kiinteitä kuluja ja niiden osuus kokonaisuudesta on hyvin pieni. Liiketoiminta ei mielestämme skaalaudu erityisen hyvin, vaikka kapasiteetin (työntekijöiden resurssien) käyttöasteiden optimointi kannattavuutta tiettyyn pisteeseen asti parantaakin.

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 osaaminen ja liiketoiminta, laaja asiakaskunta, tunnettu brändi, hyvä kassavirta sekä vahva operatiivinen kehitys ja hyvä taseasema. Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa liiketoiminnan sykliisyys, projektiliiketoiminnan riskit, kustannusvaihteluille altis liiketoiminta, jatkuva ylläpitoinvestointien tarve, riippuvuus yhdestä toimialasta ja riippuvuus yhdestä markkinasta.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia

Strategia nojaa yhtiön vahvaan osaamiseen

Kreatan tavoitteena on olla yksi Suomen johtavista vaativien infrarakentamisen projektien toteuttajista. Kreatan taloudellisena tavoitteena on kasvaa markkinoita nopeammin ja ylläpitää samalla hyvää kannattavuutta. Taseasema on tarkoitus pitää vahvana ja jakaa myös iso osa tuloksesta osinkoina vuosittain ulos omistajille. Kreate on historiassaan kasvanut kannattavasti ja onnistunut laajentumaan infrarakentamisen uusiin liiketoimintoihin, joka valaa luottoa tavoitteisiin.

Kulmakivet, joilla yhtiö strategiassaan etenee nivoutuu neljään osaan:

1. Asemoituminen kasvaviin markkinasegmentteihin. Kreate omin sanoin pyrkii hyödyntämään markkina-asemaansa ja kasvamaan niissä markkinan osa-alueissa, jotka erityisesti hyötyvät infran vaativuuden kasvusta. Arviomme mukaan tämä tarkoittaa kaupungistumisen trendin aallonharjalla mm. korkeampia rakennuksia, tiiviimpiä kaupunkiympäristöjä, sujuvampaa liikennettä, joukkoliikenteen kasvua sekä esimerkiksi veden päälle laajentumista, mikä tarkoittaa infrarakentamisen osalta vaativimpia hankkeita. Erikoisosaamisella ja referensseillä yhtiö voi erottautua joukosta laadukkaana tai ainutlaatuisena tekijänä Suomen mittakaavassa, jota osaltaan Kreate jo nykyisin on. Vaativampien hankkeiden kannattavuus on arviomme mukaan myös yleistä infraa parempaa, joka tekee suuntauksesta hyvän yhtiön kannalta.

2. Asiakkuuksien ja tarjoaman vahvistaminen ja laajentaminen. Kreate haluaa myös laajentaa ja vahvistaa asiakaskuntaansa sekä tarjoamaansa. Yhtiö näkee kasvumahdollisuuksia muun muassa kunnallistekniikassa, suurissa kaupallisissa satamissa ja vesiväylissä, raideratojen teknisissä töissä sekä kevyiden raideratkaisujen parissa, vaativien kaupunkikatujen rakentamisessa ja tuulivoimapuistoprojekteissa. Arviomme mukaan laajentuminen yllämainittuihin mahdollisuuksiin on tehtävissä pienelläkin panostuksella, mutta esimerkiksi satamien ja vesiväyliä työt vaativat erikoisosaamista.

Osaamisen haaliminen työmarkkinoilta tai yritystoin tuleekin olemaan yksi strategian onnistumisen kulmakivistä. Yhtiö nähdään arviomme mukaan kuitenkin alalla houkuttelevana työnantajana yrittäjähenkisyyden, ketteryuden, vaativien ja mielenkiintoisten hankkeiden sekä aggressiivisenkin palkitsemisjärjestelmän vuoksi. Työntekijöillä on omalla panoksellaan mahdollisuus vaikuttaa omaan ansaintaan, joka lisää varmasti motivaatiota sekä kannusteita tehdä parasta jälkeä.

3. Yritystotot strategian tukemiseksi. Yritystotot ovat myös yksi tapa laajentua ja vahvistaa osaamista. Kreate on historiassa toteuttanut muutamia yritystotoja onnistuneesti. Emme kuitenkaan näe yritystotoja ensisijaisena kasvustrategiana yhtiöllä, sillä yhtiö on onnistunut siinä myös organisaation varsin hyvin. Oikean hinnan ja oikean osaamisen osuessa kohdalle on mielestämme kuitenkin hyvä, että yhtiöllä löytyy

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

4. Kannattavuuden tukeminen operatiivisen tehokkuuden kehittämisellä. Kreate on ollut historiassaan hyvin kannattava vahvasta liikevaihdon kasvusta huolimatta. Tämän ovat mahdollistaneet arviomme mukaan vahva osaaminen, valikoiva urakoiden tarjoaminen, vaativien hankkeiden tuoma kannattavuus, kevyt hallinto sekä tehokkaat prosessit ja nykyaikaiset järjestelmät. Kreatan mukaan yhtiö pyrkii jatkuvasti parantamaan operatiivista tehokkuuttaan esimerkiksi tekemällä vuosittain toimintaohjelman, jossa se tunnistaa tulevan vuoden keskeiset alueet toiminnan tehostamisen kehittämiseksi. Arviomme mukaan yhtiön kone toimii tällä hetkellä hyvin. Vaikka parannettavaa on varmasti aina, on kannattavuus jo hyvin lähellä (tai jopa yli) yhtiön taloudellista tavoitetasoa. Volyymien nousulla ja pienellä tehokkuudella kannattavuus voisi nousta sinne kestävämmiin.

Kokonaisuutena strategian kulmakivet vaikuttavat yksinkertaisilta ja toimivilta. Yhtiö jatkaa liiketoiminnan kehitystä hyväksi koetulla tavalla ja omaa mielestämme hyvät mahdollisuudet onnistua visiossaan ja tavoitteissaan.

Strategian taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet

Kasvu	Liikevaihdon kasvattaminen 300 miljoonaan euroon vuoteen 2024 mennessä orgaanisen kasvun ja valikoitujen yritysostojen tasapainoisen yhdistelmän kautta
Kannattavuus	EBITA-marginaali yli 5 prosenttia keskipitkällä aikavälillä
Velkaantuminen	Nettovelka/käyttökate alle 2,0
Osinko	Kreatan tavoitteena on jakaa vähintään puolet Kreatan vuosittaisesta nettotuloksesta osinkoina, ottaen huomioon Kreatan taloudellisen aseman, rahavirrat sekä kasvumahdollisuudet

Inderesin kommentti:

Liikevaihdon kasvutavoite vaatii noin 6 %:n vuotuista liikevaihdon kasvuvauhtia vuoden 2020 tasosta alkaen (CAGR-%). Pidämme tavoitetta mahdollisena yhtiön vuosien 2017-2020 kasvuvauhdin ollessa noin 18 % vuosittain. Tavoitteen saavuttamista auttaa lisäksi mahdolliset yritysostot.

Kannattavuustavoite vaikuttaa hyvin realistiselta, sillä yhtiö pääsi jo tähän vuonna 2019 (5,3 %). Kestävästi tason ylläpitäminen vaatii kuitenkin vielä töitä ja tehokkuuden parantamista.

Velkaantumistavoite on mielestämme maltillinen ottaen huomioon, että optimaalinen taso liiketoimintamallille voisi olla korkeampikin. Se antaa kuitenkin jo nyt hyvin liikkumavaraa yritysostoihin ja kasvuinvestointeihin.

Yhtiö haluaa mieltää itsensä osinkoyhtiöksi, jonka vuoksi näemme osingon olevan jatkossa myös tärkeä tavoite. Liiketoimintamallin kohtuu maltillinen pääomaintensiivisyys, hyvä kassavirta sekä alhainen velkaantuneisuus mahdollistavat hyvän osingonjakokyvyn kasvuinvestoinneista huolimatta.

Sijoitusprofiili

Kasvuyhtiö vakaalla markkinalla ja hyvin vahvalla pääoman tuotolla

Kreate voidaan sijoitusprofiililtaan mieltää kasvuyhtiöksi. Nyt tehty listautuminen tukee Kreation strategiaa kasvaa sekä orgaanisesti että valikoidusti myös yritysostojen avulla. Yhtiö tavoittelee vuoden 2024 loppuun mennessä 300 MEUR:n liikevaihtoa (2020: 235 MEUR).

Yhtiö on kasvanut viime vuodet vahvasti ja kannattavuus on pysynyt hyvällä tasolla, mikä vahvistaa luottoa tavoitteisiin. Yhtiö on kasvanut vuodesta 2017 vuoteen 2020 asti vuosittain keskimäärin noin 18 % (CAGR-%). Vuoden 2020 tasosta 300 MEUR:n liikevaihtotasoon vuonna 2024 vaatisi hieman yli 6 %:n kasvuvauhtia, joten tavoite vaikuttaa realistiselta. Rakentamisen markkina on tosin ollut viime vuodet vahvassa vedossa, joten pientä hidastumista on oletettavasti lähivuosien aikana odotettavissa.

Yhtiöllä ja alalla on yleisesti alhainen kannattavuus, mutta Kreate on pystynyt pitämään kannattavuutensa lähihistoriassa suhteellisen vakaana (2017-2020 EBITA-% ka.: 4,5 %). Tarkoituksena Kreatella on vielä nostaa kannattavuus yli 5 %:n tason keskipitkällä aikavälillä, joka parantaisi tulokasvumahdollisuuksia.

Liiketoiminta tuottaa alhaisesta kannattavuudesta huolimatta hyvin tuottoa pääomille. Kreation viimeisen kolmen vuoden sijoitetun pääoman tuotto-% on ollut keskimäärin 18,1 %. Oman pääoman tuotto on samalla ajanjaksolla ollut jopa 23,7 %. Molemmat luvut ovat rakennusalaan

nähtä erinomaisia ja nousevat myös Helsingin pörssin vertailussa kärkipäähän. Tehokas liiketoimintamalli ja velkavipu luovat mahdollisuuksia koviinkin tuottoihin alhaisellakin kannattavuudella.

Vahvuudet ja potentiaali

Vahva osaaminen infrarakentamisessa ja erityisesti vaativissa kohteissa. Kreatella on vahvat referenssit haastavista kohteista, joka voi toimia pienenä kilpailuetuna markkinalla.

Tehokkaat operaatiot. Kreation kannattavuus on säilynyt tasaisena lähihistoriassa ja yhtiön mukaan vuodesta 2017 uusista projekteista noin 95 % on ollut euromääräisesti kannattavia.

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

Markkinakasvua tukee selkeät megatrendit.

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

Vahva tase ja hyvä operatiivinen kassavirta antavat liikkumavaraa kasvuinvestointeihin, yritysostoihin sekä osinkoihin.

Vahva pääomien tuottopotentiaali hyvällä kassavirralla tehtäville investoinneille kevyen taseen ja maltillisen velkavivun avulla.

Riskit

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

Projektiriskit. Projektiliiketoiminnassa kustannukset voivat nousta nopeasti ja ongelmia projektien hallinnassa voi tulla esiin. Kreation isot projektit ovat vielä alttiita aiheuttamaan ison loven koko konsernin tulokseen pahimmassa skenaariossa.

Kasvun hallinta. Yhtiön kasvunhallinnan on jatkossakin oltava tehokasta, jotta kasvun kustannukset eivät karkaa liian suuriksi.

Talouden ja suhdanteen kuumentuminen.

Kreation kannattavuus on viime vuosina ollut hyvällä tasolla. Talouden palautumisen jatkuessa, kustannuspaineet (raaka-aineet, palkat) ja kysynnän tasaantuminen voivat aiheuttaa kannattavuuteen tasokorjauksia lähivuosina.

Riippuvuus Suomen markkinasta. Yhtiö toimii Suomessa ja se on hyvin riippuvainen mm. julkisen sektorin investoinneista ja Suomen taloudesta.

Yritysostojen integraation epäonnistuminen. Yritysostoissa on aina iso riski, että integraatio epäonnistuu.

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

Sijoitusprofiili

1.

Vahva kasvuhakuisuus orgaanisesti ja yritysostoin

2.

Vahva osaaminen voi luoda kilpailuetua

3.

Liiketoimintamalli mahdollistaa hyvät pääoman tuotot

4.

Isot projektit, kasvuvaihe ja suhdanteen kuumentuminen lisäävät riskitasoa

5.

Vahva taseasema ja hyvä kassavirta luovat edellytyksiä kasvuun ja osinkoihin

Potentiaali



- Vahva ja tasaisen kannattava kasvu
- Kattava tarjoama koko infrarakentamisen tarpeisiin
- Kaupungistuminen ja kestävä kehitys tukevat markkinan vakaata kasvunäkymää
- Hyvä kassavirta, kevyt tase, tasaisen hyvä kannattavuus nostavat yhtiön pääoman tuottopotentialin korkealle

Riskit



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

Markkina

Lähitulevaisuuden trendit tukevat markkinan vakaan kasvun jatkoa

Infrarakentamisen markkina on kasvanut tasaisesti viimeisen 20 vuoden ajan. Tulevaisuudessa markkinan kysyntää ajavat erityisesti kaupungistuminen, rakentamisen korjausvelka sekä julkisen puolen elvytysohjelmat. Lisäksi maankäytön, asumisen ja liikenteen sopimusten sekä Suomen hallituksen 12 vuoden liikennejärjestelmäsuunnitelman odotetaan tukevan kasvua tulevina vuosina. Suurten infraprojektien kysynnän odotetaan myös pysyvän vakaana. Heikentyneen kunnallisen talouden ja asuntorakentamisen markkinan kehityksen toisaalta odotetaan hillitsevän kasvuvauhtia tulevina vuosina.

Kaupungistumisen odotetaan jatkuvan ja Suomen viiden suurimman kaupungin väestön arvioidaan Tilastokeskuksen väestöennusteen mukaan kasvavan yhteensä 14 % vuosien 2021-2040 välillä. Kaupungistuminen kasvattaa tarvetta parantaa kaupunkien eri alueiden välisiä yhteyksiä, kuten väyliä ja siltoja ja lisää näin myös infrarakentamisen tarvetta. Lisäksi kaupungistumisen myötä infrahankkeiden vaativuustaso 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. Samaisen raportin mukaan noin kolmannes silloista ja teistä on korjauksen tarpeessa lähitulevaisuudessa.

Suomen liikennejärjestelyuudistus luo investointeja

Suomen hallitus aloitti vuonna 2019 valmistelut luodakseen valtakunnallisen järjestelmän Suomen liikenneverkostolle ja palveluille. Suomen kattavan 12 vuoden liikennejärjestelmäsuunnitelma on suunnitteilla vuosille 2021–2032.

Suunnitelmaluonnoksen mukaan valtio suuntaisi väyläverkon kehittämiseen ensimmäisellä 12-vuotisella suunnittelukaudella 2021–2032 yhteensä noin 6,1 miljardia euroa, eli keskimäärin kehittämishankkeisiin olisi käytössä noin 500 miljoonaa euroa vuodessa. Tämä lisäisi investointeja ja ennustettavuutta alan kysyntää kohtaan.

Kuntien taloudellinen tila ja julkiset elvytystoimet vaikuttavat myös infrarakentamisen investointeihin. Kuntien taloudellinen tila on heikentynyt koronavirustaudin myötä, mutta toisaalta valtion elvytyksellä pyritään paikkaamaan taudin negatiivisia taloudellisia vaikutuksia. Valtioneuvoston tiedon mukaan hallituksen budjettiesitys syyskuussa 2020 sisälsi noin 1,45 miljardin euron tukipaketin kunnille vuodelle 2021 koronan vuoksi, joka tukee kuntien taloustilannetta ja antaa panoksia investointeihin. EU:n Suomelle antama 2,3 miljardin euron tukipaketti allokoidaan käyttöön vuosille 2021–2026. 200–400 MEUR tukipaketista jaetaan suoriin infrainvestointeihin mm. kestävän

infrastruktuurin ja digitalisaation vahvistamiseen. Myös esimerkiksi ilmastoneutraaliuteen pääsemiseen allokoidut varat voivat tukea infrarakentamista, kun esimerkiksi energia- tai liikenneinvestointeja tehdään.

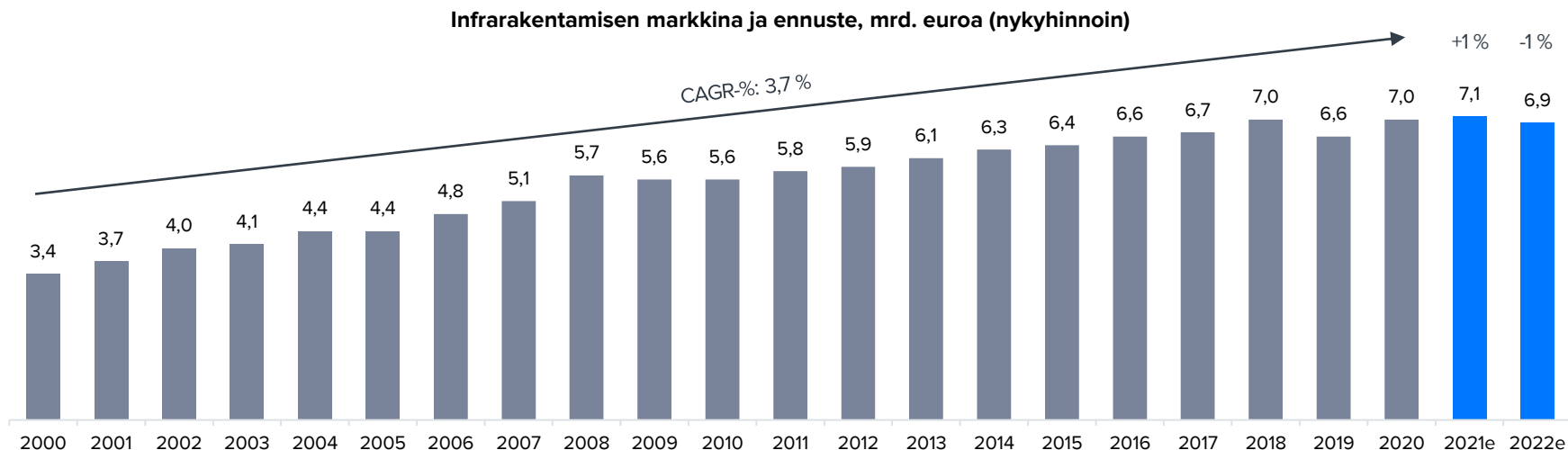
Kaiken kaikkiaan trendit ovat infrarakentamisen vakaan kasvun jatkumisen puolella pitkällä aikavälillä, vaikka lähitulevaisuudessa pientä hidastumista kasvussa voi olla havaittavissa.

Tasaantumista odotettavissa

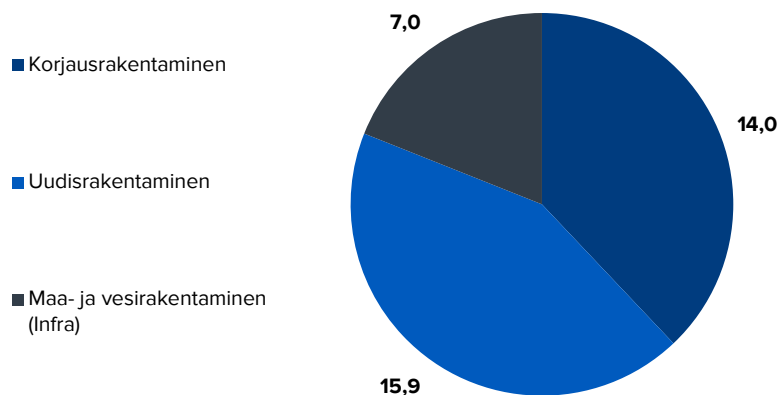
Infrarakentamisen markkina on kasvanut Kreation teettämän markkinatutkimuksen tietojen perusteella 2000-2020 noin 3,7 % vuosittain. Nyt kasvun ennustetaan hidastuvan, sillä Rakennusteollisuus RT:n ennusteita käyttäen vuosien 2020-2022 aikana volyymit laskisivat alalla 0,5 % vuosittain. RT:n ennusteen mukaan infran suhdannenäkymä on tällä hetkellä hyvä ja kapasiteetin käyttöasteet ovat korkealla. Valtion budjetin varat tukevat tasoa lähivuodet. Kuitenkin asuntorakentamisen jarruttaminen korkealta tasolta vähentänee näiden pohjatöitä, mikä laskisi volyymeja vuonna 2022 ennusteen mukaan prosentilla.

Kreation näkymät viestivät vahvaa markkinaa myös seuraavalla 12 kuukaudelle. Näkymä on parantunut etenkin Taitorakentamisen puolella ja siellä odotuksissa on vahva vuosi. Sen sijaan Väylärakentamisessa näkymissä odotetaan vakaata markkinaa.

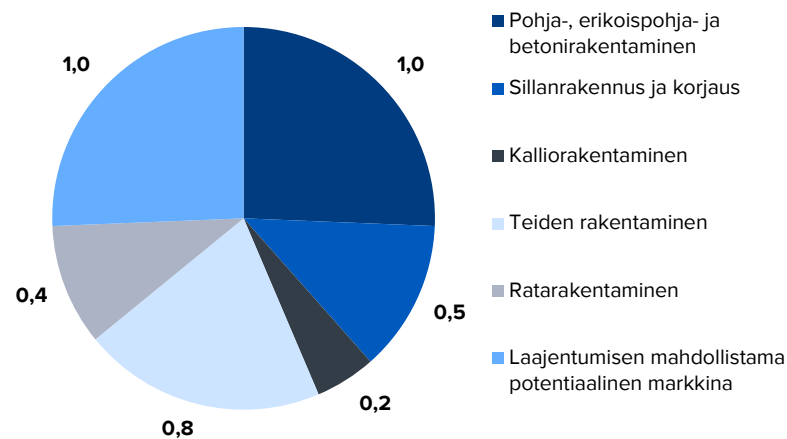
Markkinassa tasaantumista odotettavissa



Rakennusmarkkina:
Yhteensä 36,9 mrd. euroa (2020)



Kreaten ydinmarkkina ja potentiaalinen markkina*:
Yhteensä 3,8 mrd. euroa



Lähde: Inderes, Kreate, Rakennusteollisuus RT (ennuste)

*laajentuminen kohdemarkkinan eri osa-alueille: kunnallistekniikka, tunnelit, kaivos, satamat, tuulivoimalat, vesivoima

Kilpailu

Isot toimijat erottuvat

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

Kreate on omien sanojensa mukaan johtava toimija siltarakentamisessa, pohja- ja betonirakentamisessa sekä erikoispohjarakentamisessa. Kalliorakentamisessa yhtiö on kolmen suurimman joukossa ja teiden sekä katujen rakentamisessa viiden parhaan joukossa.

Kasvuvauhti kilpailijoita kovempaa

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

Kreate on viimeisen neljän vuoden (2017-2020) aikana kasvanut 18 %:n vuosivauhtia, kun kilpailijat* ovat keskimäärin kasvaneet 12 %:n vauhtia. Markkinalla kasvua ovat selkeimmin saaneet aikaan toimijat, joilla on vahvempi ja laajempi tarjoama infrarakentamisen osalta. Tämä on käsityksemme mukaan seurausta vaativien ja isojen hankkeiden lisääntymisestä, missä kokonaisvastuun ottaminen pienellä toimijalla ei olisi mahdollista.

Kannattavuus kilpailijoita parempi

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

Alalla on yleisesti matala kannattavuus urakointiliiketoiminnan luonteen ja riskitason (matalan pääoman sitovuus) vuoksi. Lisäksi useasti vuositasoon vaihtelut kannattavuudessa ovat isoja ja kestävästi tasaista kannattavuuteen vain harva tuntuu pystyvän. Lyhyen historiansa aikana Krateen kannattavuus on kuitenkin pysynyt suhteellisen tasaisena noin 4-5 %:n tasolla. Kilpailijoihin nähden yhtiön viimeisen neljän vuoden liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin noin 4,5 %, kun se kilpailijoilla on ollut noin 2,4 %. Krateen osaaminen vaativissa kohteissa, valikoiva tarjoaminen, tehokkaat prosessit, ketteryys sekä nykyaikaiset järjestelmät avittavat mielestämme kilpailijoita parempaan kannattavuuteen.

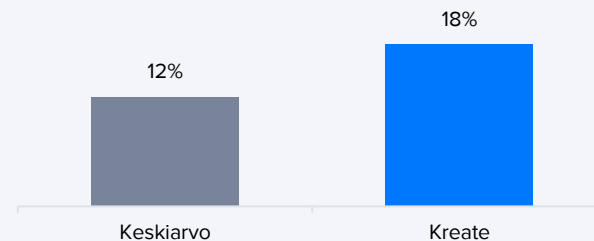
Pääoman tuotto hyvällä tasolla

Infrarakentamisen alalla on mahdollista saavuttaa korkeat pääoman tuottoluvut alhaisesta kannattavuudesta huolimatta. Kreate erottuu kannattavuudelta, mutta myös pääomien tuotoiltaan joukosta. Krateen kolmen viime vuoden keskimääräinen oman pääoman tuotto on ollut noin 24 %. Sijoitetun pääoman tuottokin on ollut noin 18 %.

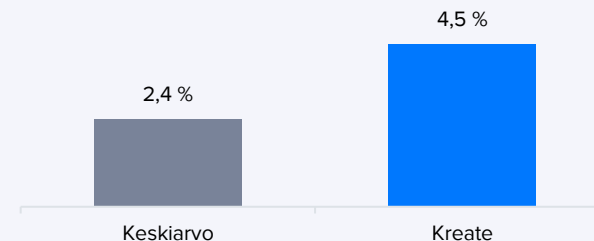
Luvut ovat hyviä jo koko pörssin tasolla, mutta myös kilpailijoihin nähden. Kilpailijoiden keskimääräinen oman pääoman tuotto on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut noin 14 %. Luvussa on vertailtu konsernilukuja infraliiketoiminnan sijaan, mikä voi hieman heikentää vertailtavuutta, kun toimijoilla on muutakin rakentamista. Tästäkin huolimatta Krateen tuottoluvut ovat oikein hyvällä tasolla.

Krateen suoritus vs. kilpailijat*

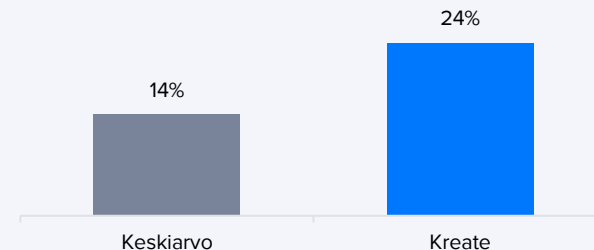
Liikevaihdon kasvu (17-20 CAGR-%)



Liikevoitto-% 4v ka.



ROE-% 3v ka.



Taloudellinen tilanne

Taloudellinen asema on hyvä

Kreaten taloudellinen asema on listautumisen myötä hyvässä kunnossa, mutta myös ennen listautumista taloudellisesta asemasta on hyvin pidetty huolta.

Yhtiön taseen tunnusluvut ovat liiketoimintamalliin nähden mielestämme olleet kohtuullisen hyvällä tasolla. Omavaraisuusaste on vuodesta 2019 lähtien ollut keskimäärin noin 34 %, joka on kohtuullinen taso. Velkaantuneisuus-tunnusluku, mitä yhtiö seuraa, on nettovelkojen suhde käyttökatteeseen. Tunnusluku on vuodesta 2019 alkaen ollut keskimäärin 1,8x-tasolla, mikä on alle yhtiön 2x-tavoitetason. Liiketoiminnalle ominaisesti velkavivun vahvempikin käyttö voisi olla mahdollista, ja mielestämme tunnusluvut ovat siihen nähden hyvällä tasolla.

Yhtiön liiketoimintamalli generoi 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 näette. Vuonna 2021 käyttöpääomaa on tosin sitoutunut hieman enemmän, kun hankkeita on lähtenyt käyntiin. Se näkyy myös kassavirran negatiivisuutena.

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

liikevaihdosta), jää liiketoiminnan rahavirtaa enemmän käytettäväksi kasvuun ja osinkoihin. Kevyen taseen ansiosta myös pääoman tuottopotentiaali on korkealla, kuten aikaisemmilta sivuilta näimme.

Taseessa korostuu liikearvo ja kalusto

Listautumisen myötä tarkastelemme Q3-tasetta, mutta huomioitavaa on, että kesken vuoden taseen tarkastelu ei välttämättä anna oikeaa kuvaa yhtiön tilanteesta. Taseen loppusumma oli Q3'21 lopussa noin 120 MEUR, josta liikearvoa oli 36 MEUR. Se vastasi näin 30 % taseen loppusummasta. Liikearvoa kertyy taseeseen yritysostoista eikä sitä IFRS-standardin mukaisesti poisteta. Kauppojen myötä syntynyttä muuta aineetonta omaisuutta kuitenkin poistetaan, minkä vuoksi EBITA-lukua käytetään kannattavuuden mittaamisessa vertailtavuuden parantamiseksi.

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

Toiseksi isoin erä varojen puolella oli Q3'21 lopussa saamiset noin 46 MEUR:n osuudellaan. Kolmanneksi esiin nousee aineelliset hyödykkeet (19 MEUR), josta suurin osa muodostuu yhtiön käyttämästä kalustosta. IFRS-16 käyttöoikeusomaisuuseriä tästä oli noin 1 MEUR. Sen lisäksi esiin nousee sijoitukset yhteisyrityksiin (KFS Finland) noin 9 MEUR:lla.

Kassassa yhtiöllä oli Q3'21 lopussa noin 9 MEUR. Yhtiöllä oli vahva kassa jo ennen listautumista, mikä kertoo liiketoiminnan terveestä tilasta ja hyvästä kassavirrasta.

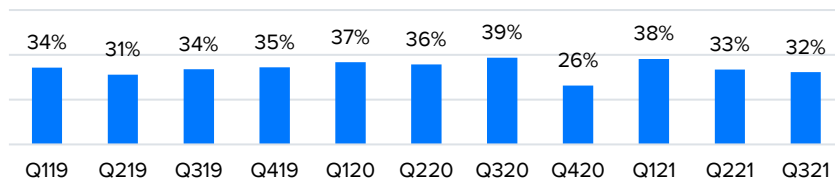
Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli noin 39 MEUR. Viime vuonna yhtiö maksoi 16 MEUR:n oman pääomanehtoisen lainan pois. Tämä on mielestämme järkevää taserakenteen optimoinnin ja osakkeenomistajien etujen kannalta.

Velkojen puolella pitkäaikaisesta velasta korotonta oli Q3'21 lopussa noin 1 MEUR ja noin 23 MEUR korollista. Suurin osa lainoista oli rahalaitoslainoja ja IFRS 16 -vuokravastuiden määrä yhtiöllä on minimaalinen. Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 12 MEUR, josta myös suurin osa oli rahalaitoslainoja. Yhteensä korollista nettovelkaa yhtiöllä oli Q3'20 lopussa 28 MEUR ja tämän keskikorko ilman vuokravastuista oli tammi-syyskuussa 2,8 %. Lyhytaikainen koroton velka muodostuu lähinnä ostoveloihin (42 MEUR).

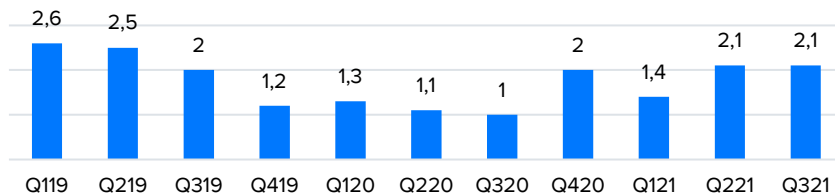
Kaiken kaikkiaan Kreaten taseasema näyttää olevan hyvällä tasolla yhtiön strategiaa kohtaan. Listautuminen entisestään paransi yhtiön asemaa, vaikka merkittäviä vaikutuksia tällä ei ollutkaan.

Taloudellinen tilanne

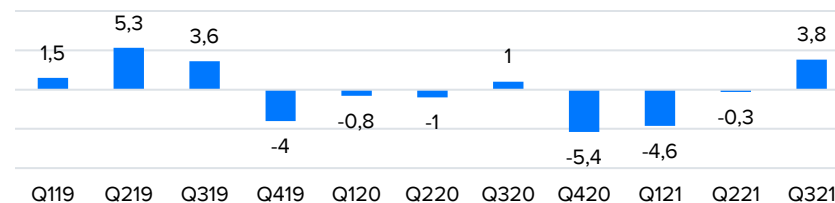
Omavaraisuusaste



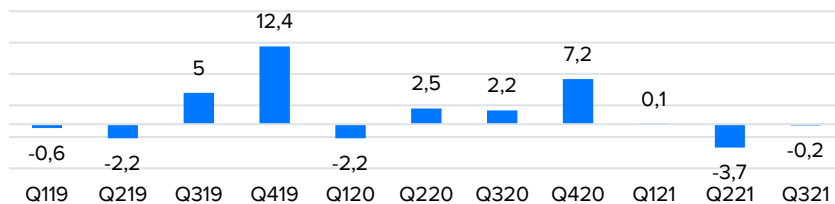
Nettovelka/käyttökate



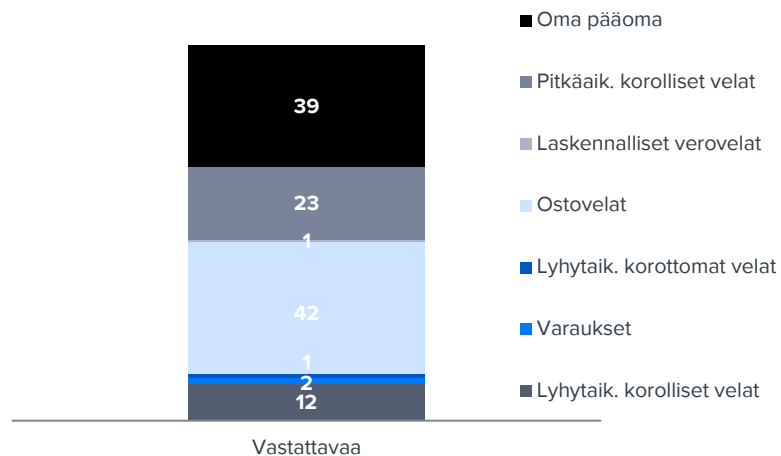
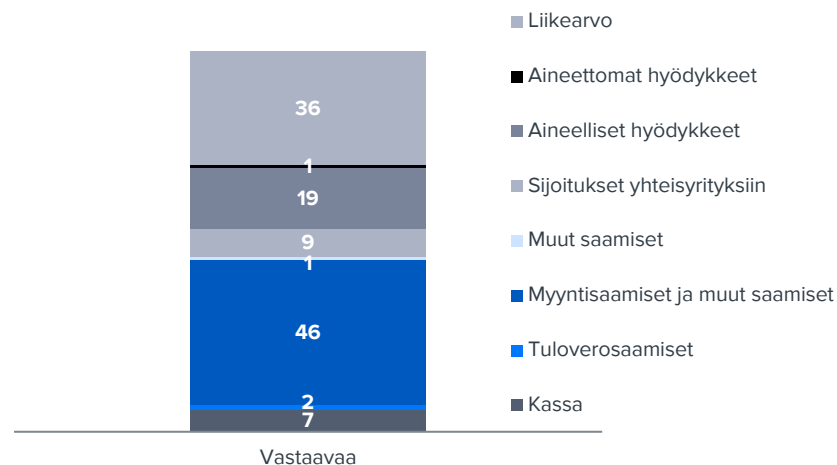
Nettokäyttöpääoma (MEUR)



Operatiivinen vapaa kassavirta (MEUR)



Taseasema Q3'21



Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

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

Vuonna 2021 tilauskanta kasvussa

Vuosi 2021 alkaa olla jo hyvinkin loppusuoralla. Ensimmäiset kolme kvartaalia on yhtiöllä mennyt odotuksien mukaisesti ja ohjeistus on pidetty ennallaan. Yhtiö ohjeistaa, että sen liikevaihto (2020: 235,3 MEUR) laskee vuonna 2021 verrattuna vuoteen 2020. Yhtiön liikevaihto on kolmen kvartaalin jälkeen noin 7 % alle vertailukauden tason, mutta nousi jo Q3:lla 8 %:lla vertailukaudesta.

Vaikka liikevaihto on vielä koko vuoden osalta laskusuunnassa, lupaa tilauskannan kehitys hyvää tulevaisuuden kasvua ajatellen. Tilauskanta oli Q3:n lopussa noin 203 MEUR, kun se vertailukauden lopussa oli 149 MEUR. Tämä on jopa 36 %:n kasvu edellisvuoteen nähden. Tilauskannan isoa kasvua selittää muutama isompi hanke (Kruunusillat), mutta isoja hankkeita on vielä tulossa mahdollisesti tilauskantaan lähitulevaisuudessa.

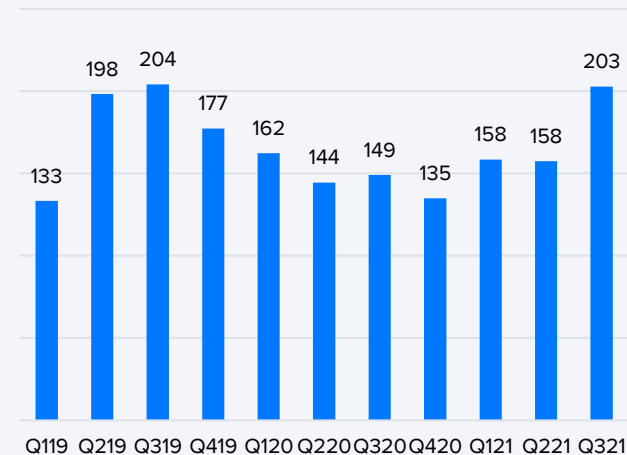
Kreatella on kehitysvaiheessa Kirjalansalmen ja Hessundinsalmen siltojen uusimishanke, jonka

kustannusarvio on noin 100 MEUR. Kehitysvaihe kestää ainakin ensi vuoden puolelle, jolloin välitöntä vaikutusta tästä ei tilauskantaan tule. Tämän lisäksi yhtiöllä on kuitenkin kehitysvaiheessa väyläkohde Vt 19 Seinäjoki-Lapua sekä Sulkavuoren keskuspuhdistamo, joiden vaikutus Kreaten liikevaihtoon arvioidaan olevan noin 50 MEUR. Näiden odotetaan etenevän toteutusvaiheeseen loppuvuoden aikana. Jo näiden hankkeiden perusteella yhtiön lähitulevaisuuden näkymiä voidaan pitää oikein hyvinä.

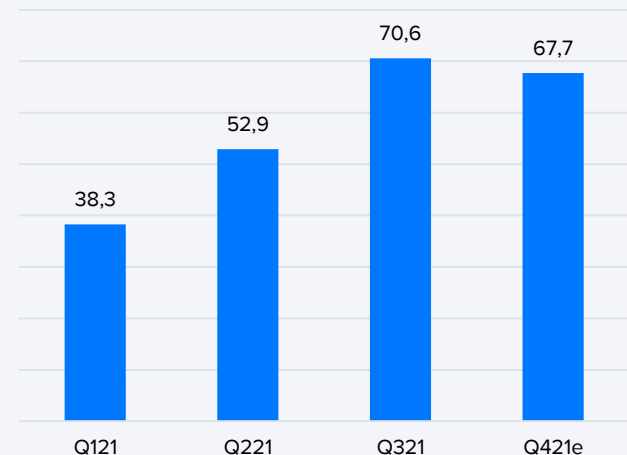
Yleisesti Kreaten tilauskannan pituus vaihtelee lyhyistä projekteista (3kk) pidempiin (2-3v) hankkeisiin, joten selkeästi tietylle vuodelle kuuluvaa tilauskanta on vaikea hahmottaa. Vuonna 2021 Kreate on ilmoittanut ohjeistuksessaan, että sen vuoden 2020 lopun tilauskannasta (2020: 134,9 MEUR) odotetaan realisoituvan 111 MEUR vuoden 2021 aikana. Tämän lisäksi viimeisen kolmen vuoden aikana Kreate on tuottanut tilikauden aikana keskimäärin 107 MEUR liikevaihtoa tilikauden alussa olleen tilauskannan lisäksi.

Näemme suhteen muuttuvan lähitulevaisuudessa hieman, kun yhtiön hankkeiden kestot hieman kasvavat. Todennäköisesti tilauskannasta realisoituu suhteellisesti hieman vähemmän vuodelle, mutta sen lisäksi tuleva absoluuttinen liikevaihto hieman kasvaa, kun tilauskannan kokokin kasvaa. Joka tapauksessa tilauskannan perusteella kasvunäkymät näyttävät Kreatelle tällä hetkellä hyvältä.

Tilauskannan kehitys



Liikevaihto kvartaalittain



Ennusteet 2/3

Ohjeistus ei ole kiveen hakattu

Emme olisi myöskään kovin yllättyneet, jos hankkeiden mahdollisesti loppuvuonna käynnistyessä, nousisi yhtiön liikevaihto vuodesta 2020. Ohjeistuksen nosto ei siis näin ole poissuljettua, mutta ennustamme vielä liikevaihdon hieman laskevan.

Ennustamme koko vuodelle 2021, että Kreaten liikevaihto laskee -2,5 % noin 230 MEUR:oon (2020: 235 MEUR). Näemme, että liikevaihto kasvaa loppuvuonna jo 9 %:n vauhtia, mutta alkuvuoden heikompi jakso vielä pitää koko vuoden liikevaihtotason vertailukauden alapuolella.

Kannattavuuden odotamme laskevan hieman vahvasta vertailukaudesta. Tähän vaikuttaa koronan tuomat kustannussäätöt vertailukaudella, mutta etenkin rakennusalan kustannuspaineiden nousu ja sen vaikutukset. Krete ei ole tästä merkittävin kärsijä, mutta se lisää hieman kannattavuuden tasoon liittyviä epävarmuustekijöitä. Yhtiö on ohjeistuksensa perusteissa kuitenkin maininnut, että tilauskannan odotettu kannattavuus oli normaalilla tasolla, joka hieman hälventää epävarmuutta ainakin kuluvalta vuodelta.

Ennustamme koko vuonna liikevoiton olevan 9,5 MEUR:ssa (2020: 10,4 MEUR) ja marginaalin 4,1 % (2020: 4,4 %). Yhtiön EBITA:n odotamme olevan 9,7 MEUR:ssa ja EBITA-marginaalin 4,2 %:ssa. EBITA ja liikevoitto (EBIT) ovat yhtiöllä hyvin lähellä toisiaan, sillä yritysostoihin liittyvät aineettomien poistot ovat marginaaliset tällä hetkellä. Molemmat kannattavuusmittarit antavat

mielestämme hyvän kuvan yhtiön kannattavuustasosta tällä hetkellä, mutta yritysostojen painoarvon mahdollisesti tulevaisuudessa kasvaessa antaisimme enemmän painoa EBITA:lle.

Alarivillä kertaluonteiset listautumiskulut painavat raportoituja lukuja vertailukauteen nähden. Tämän vuoksi ennusteissamme raportoitu osakekohtainen tulos laskee 0,67 euroon (2020: 0,87 euroa). Osinkoa ennustamme yhtiön jakavan 0,25 euroa osakkeelta. Luku on alle yhtiön tavoitetasen (puolet nettotuloksesta), mutta olemme vielä konservatiivisia osingon suhteen yhtiön pörssitaipaleen ja kovan kasvuvaiheen alkupuolella.

Vuosi 2022 on kasvun vuosi

Vuonna 2022 odotamme yhtiön pääsevän kasvuun kiinni. Ennustamme liikevaihdon kasvavan noin 9 %:lla 251 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvua ajaa yli 30 %:n kasvussa oleva tilauskanta ja myös kehitteillä olevien hankkeiden hyvä putki. Liikevaihdon ennusteemme on vielä riippuvainen yhtiön saamista tilauksista myös ensi vuoden aikana, joten markkinatilanteen tulisi säilyä jossain määrin kohtuullisena. Nyt jo saadulla tilauskannalla näkymät ovat kuitenkin ensi vuoteen hyvät. Epävarmuutta hieman ennusteisiin tuo hankkeiden käynnistymisten viivästymiset osin koronan takia, mutta etenkin rakennusmateriaalien hintojen nousun ja resurssien saatavuusongelmien vuoksi. Tämä voi vielä jarruttaa kasvua ensi vuoden aikana, jos tilanne jatkuu samanlaisena tai kiristyy entisestään.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Oikaistu osakekohtainen tulos*



Lähde: Inderes

*Vertailukausien luvut osakeantioikaistu

Ennusteet 3/3

Kannattavuuden odotamme ensi vuonna parantuvan korkeampien volyymien vuoksi. Näemme, että yhtiö pystyy nykyisellä organisaatiolla ja kulurakenteella tekemään korkeampiakin volyymeja, mikä avittaa yhtiötä kannattavuusparannukseen. Ennustamme liikevoiton nousevan 15 %:lla 10,9 MEUR:oon vuonna 2022 ja marginaalin nousevan 4,3 %:iin.

Vuonna 2023 näemme edelleen liikevaihdon kasvavan pitkäkestoisten tilauskannassa olevien hankkeiden sekä hyvänä jatkuvan markkinatilanteen myötä. Näemme, että yhtiö hakee lähivuosina aktiivisesti kasvua ja myös pystyy jatkamaan markkinoita nopeampaa kasvuaan. Ennustamme liikevaihdon nousevan 5 %:lla vuonna 2023 noin 263 MEUR:oon.

Kannattavuuden odotamme edelleen nousevan vuonna 2023 volyymien mukana. Odotamme marginaalisesti kuitenkin isompaa parannusta vuonna 2023, kun kasvuvaihe hieman rauhoittuu, rekrytoinnin etupainotteiset kustannukset alkavat tuottamaan ja kustannuspaineet hellittävät. Vuonna 2023 odotamme liikevoiton nousevan edelleen noin 14 %:lla 12,4 MEUR:oon ja marginaalin nousevan 4,7 %:iin.

Vuonna 2024 kohti tavoitteita

Vuonna 2024 Kreate tavoittelee 300 MEUR:n liikevaihtotasoa, johon yhtiöllä on mielestämme mahdollisuudet yltää. Ennustamme kuitenkin liikevaihdon jäävän tästä ja asettuvan vuonna 2024 noin 273 MEUR:oon. Tämä tarkoittaisi vielä vahvaa, noin 4 %:n, kasvua vuodesta 2023.

Emme täysin suoraan nojaa Kreation tavoitteisiin

myöskään kannattavuuden osalta, mutta odotamme liikevoittomarginaalin parantuvan tehokkuuden nousun myötä vuonna 2024 noin 4,9 %:iin. Yhtiö tavoittelee EBITA-marginaalin nostamista yli 5 %:iin keskipitkällä aikavälillä.

Olemme vielä odotuksiemme suhteen maltillisia yhtiön lyhyen historian, isojen hankkeiden, markkinan vedon jatkumisen ja kireähkön kilpailun luoman epävarmuuden myötä. Muutamilla tai jopa yksittäisellä yritysostolla tavoitetason saavuttaminen helpottuisi merkittävästi, mutta mahdollisten yritysostojen ajoitusten ja kokojen epävarmuuden vuoksi emme ennusta niitä.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2024 ja strategiakauden päättymisen jälkeen näemme yhtiön kasvun hidastuvan hiljalleen nopeamman kasvuvaiheen jälkeen. Vuosien 2025-2027 aikana yhtiön orgaaninen kasvu lähestyy ennusteillamme noin 3 %:n tasoa ja hidastuu pitkällä aikavälillä noin 2 %:iin. Näemme yhtiön inframarkkinan kasvun olevan hyvällä tasolla myös pitkällä aikavälillä suotuisten megatrendien myötä.

Kreation kannattavuuden odotamme pysyvän tasaisena hyvällä tasolla ja siinä voi olla myös pitkällä aikavälillä mahdollisesti nousupotentiaalia yli nykyisten tavoitetasojen. Näimme vuonna 2019, mihin yhtiö voi jo nykyisellä organisaatiolla ja tehokkuudella päästä (2019 EBITA-%: 5,3 %). Pitkällä aikavälillä pidämme kannattavuusodotukset kuitenkin vielä maltillisina noin 4,5 %:ssa. Jäämme odottamaan vielä yhtiöltä kestävämpiä näyttöjä kannattavuuden tasosta.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	192	221	50,0	58,0	65,3	62,0	235	38,3	52,9	70,6	67,7	230	251	263	273
Käyttökate	10,7	14,9	2,1	4,0	4,9	3,1	14,0	1,7	3,4	5,1	3,1	13,2	14,9	16,6	17,8
Poistot ja arvonalennukset	-3,0	-3,4	-0,9	-1,0	-0,9	-0,9	-3,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-3,8	-4,0	-4,2	-4,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,7	11,5	1,2	3,0	4,0	2,3	10,4	0,8	2,5	4,1	2,2	9,5	10,9	12,4	13,4
Liikevoitto	7,7	11,5	1,2	3,0	4,0	2,3	10,4	0,8	2,5	4,1	2,2	9,5	10,9	12,4	13,4
Nettorahoituskulut	-3,0	-1,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-1,1	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-2,1	-1,0	-0,9	-0,9
Tulos ennen veroja	4,7	10,3	1,0	2,7	3,7	1,9	9,3	-0,4	2,1	3,8	1,9	7,4	9,9	11,5	12,5
Verot	-0,9	-1,6	-0,1	-0,7	-0,7	0,0	-1,5	0,1	-0,4	-0,8	-0,4	-1,4	-2,0	-2,3	-2,5
Nettotulos	3,8	8,7	0,9	2,0	3,0	1,9	7,8	-0,3	1,7	3,0	1,5	5,9	7,9	9,2	10,0
EPS (oikaistu)	0,43	0,98	0,10	0,23	0,34	0,21	0,87	0,07	0,19	0,34	0,17	0,77	0,89	1,03	1,12
EPS (raportoitu)	0,43	0,98	0,10	0,23	0,34	0,21	0,87	-0,03	0,19	0,34	0,17	0,67	0,89	1,03	1,12

Tunnusluvut	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	33,7 %	14,9 %					6,4 %	-23,4 %	-8,8 %	8,1 %	9,2 %	-2,5 %	9,2 %	5,1 %	3,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		49,4 %					-10,0 %	-33,3 %	-16,9 %	2,5 %	-3,8 %	-8,6 %	15,1 %	13,6 %	8,2 %
Käyttökate-%	5,6 %	6,7 %	4,2 %	6,8 %	7,4 %	5,0 %	6,0 %	4,4 %	6,3 %	7,2 %	4,6 %	5,8 %	5,9 %	6,3 %	6,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,0 %	5,2 %	2,4 %	5,1 %	6,0 %	3,6 %	4,4 %	2,1 %	4,6 %	5,7 %	3,2 %	4,1 %	4,3 %	4,7 %	4,9 %
Nettotulos-%	2,0 %	3,9 %	1,8 %	3,5 %	4,6 %	3,0 %	3,3 %	-0,8 %	3,3 %	4,3 %	2,2 %	2,6 %	3,2 %	3,5 %	3,7 %

Lähde: Inderes

Vertailukausien luvut osakeantioikaistu

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	60,4	62,7	64,7	65,8	66,7
Liikearvo	35,6	35,6	35,6	35,6	35,6
Aineettomat hyödykkeet	0,9	1,0	0,9	0,7	0,7
Käyttöomaisuus	15,7	17,2	18,7	20,2	21,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	7,6	8,4	9,0	9,0	9,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,5	0,3	0,2	0,1
Vaihtuvat vastaavat	45,1	38,6	52,0	55,4	63,3
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	32,1	30,4	32,1	35,1	36,9
Likvidit varat	12,7	8,1	19,8	20,2	26,3
Taseen loppusumma	105	101	117	121	130

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	36,4	26,6	44,1	49,8	56,6
Osakepääoma	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	11,9	18,3	24,3	30,0	36,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	16,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	8,3	8,3	19,7	19,7	19,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	26,5	32,6	26,0	22,8	22,9
Laskennalliset verovelat	0,5	0,8	1,0	0,8	0,9
Varaukset	1,5	1,5	2,0	2,0	2,0
Lainat rahoituslaitoksilta	24,5	30,4	23,0	20,0	20,0
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	42,6	42,1	46,6	48,6	50,5
Lainat rahoituslaitoksilta	5,5	5,6	11,0	10,0	10,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	36,2	35,8	34,4	37,6	39,5
Muut lyhytaikaiset velat	1,0	0,7	1,2	1,0	1,0
Taseen loppusumma	105	101	117	121	130

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen perusteet

Hinnoittelimme Kreatea ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan hyvään ja laajaan verrokkiryhmään. Sen lisäksi saamme suomalaisista rakennusyhtiöverrokeista hyvän pohjan yhtiölle hyväksyttävästä arvostuksesta. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti EV/EBIT- ja P/E-tuloskertoimia. Hyvää pääoman tuottoa tekevälle yhtiölle tase pohjainen (P/B) voi olla korkeakin, mutta käytämme sitä vähemmän arvonmäärityksessä kevyen taserakenteen vuoksi. Volyympohjainen (EV/S) arvostus voi toimia mielestämme hyvänä tuloneutraalina tulostasona.

Hyväksyttävä arvostus

Kreatella on kevyt taserakenne, kohtuullisen vähän pääomia sitova liiketoiminta, se tuottaa hyvin kassavirtaa, omaa hyvät kasvunäkymät, tekee hyvää pääoman tuottoa sekä kannattaa alaan nähden 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 arvostuksen kuviot, joita käytämme hyväksyttävän arvostustason määrittämisen pohjana. Kuten kuvioistakin nähdään, kertoimet nousivat voimakkaasti koronan aikaan, mutta ovat sittemmin tasoittuneet historiallisille tasoilleen.

Vuodesta 2010 lähtien eteenpäin katsova

(Forward) EV/EBIT-kerroin on ollut noin 13x ja P/E-kerroin noin 13x. Matalat korot ja sijoitusvaihtoehtojen puute on osaltaan nostanut myös rakennusyhtiöille hyväksytyjä kertoimia, mutta nykyinen taso on mielestämme kohtuullisen neutraali.

Mielestämme historiallinen taso (13x) toimii molemmissa kertoimissa hyvänä lähtökohtana Kreatelle arvostusta mietittäessä. Hyväksyttävä arvostushaarakkamme Kreatelle näin on: P/E 12-14x ja EV/EBIT: 12-14x.

Kertoimissa voi olla nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu jatkamaan kasvuaan historiallisesti samalla pitäen kannattavuutensa kestävästi hyvällä tasolla tai jopa nostamaan sitä. Kertoimet tosin myös voivat nopeasti laskea tulostason jäädessä odotuksista.

Absoluuttiset kertoimet

Seuraamme Kreatessa jo tarkemmin vuoden 2022 arvostustasoa, vaikka myös vuoden 2021 tulostaso antaa mielestämme kohtuullisen hyvän vertailukohtan. Vuosi 2021 alkaa kuitenkin olla jo loppusuoralla ja markkinat seuraavat jo seuraavia vuosia.

Kreaten tulosta ja sitä kautta P/E-kerrointa painaa vuodelle 2021 lisäksi listautumisannin kulut sekä myös yritystoihin liittyvät aineettomat poistot. Aineettomien poistojen vaikutus on kuitenkin pieni tällä hetkellä. Eteenpäin mentäessä painotamme kuitenkin hyvin taseaseman huomioivaa EV/EBIT-kerrointa enemmän arvonmäärityksessämme.

Sektorin EV/EBIT (Forward)



Sektorin P/E (Forward)



Arvonmääritys 2/4

Kreaten arvostus on mielestämme lähivuosille hyvinkin maltillinen. Vuonna 2021 arvostus (2021e: oik. EV/EBIT 12x, oik. P/E: 14) on lähempänä hyväksymämme arvostushaarukan ylärajaa eikä tarjoaisi merkittävää nousuvaraa. Hyvän tulokasvun johdosta vuoden 2022 arvostus (2022e: oik. EV/EBIT 10x, oik. P/E: 12) laskee jo hyvinkin houkuttelevalle tasolle. Vuoden 2022 ennusteisiin ja hyväksymämme arvostushaarukan keskiväliin (EV/EBIT: 13x, P/E: 13x) nojaten, osakkeessa olisi noin 20 %:n nousuvara.

Volyympipohjainen EV/Liikevaihto on verrattain alhaisella tasolla, vaikka kovin korkeaa arvostusta tämän perusteella on vaikea perustella. Yhtiön suomalaiset verrokkiyhtiöt on kuitenkin arvostettu 2010-luvulla noin 0,6x-tasolla, joka toimii mielestämme kohtuu hyvänä tukitasona myös Kreatelle. Tällä hetkellä 0,5x tasolla olevassa arvostuksessa olisi myös tämän perusteella nousuvaraa. Käytämme EV/Liikevaihto-kerrointa lähinnä kuitenkin tukena muulle arvonmääritykselle.

Ennustamme yhtiöltä kasvavaa osinkoa lähivuosien aikana. Osinko ei ole mielestämme vielä merkittävä ajuri osakkeelle, mutta se tarjoaa pientä tukea tuotto-odotukselle. Lähivuosien ajan osinkotuotto on maltillinen ollen noin 2-3 %:n tasolla. Ennustamme osingonjakosuhteen olevan matala, sillä yhtiö juuri teki listautumisannin. Yhtiö kuitenkin korostaa olevansa osinkoyhtiö ja tarpeen vaatiessa osinkosuhte voi nousta, jos kasvuinvestointimahdollisuuksia ei sillä hetkellä ole.

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 vuoteen 2022 katsoessa ei ole mielestämme merkittävän koholla. Toinen tekijä tietenkin on se, onko ennustetut tulostasot kestäviä kustannuspaineiden ollessa pinnalla. Tässä mielessä mielestämme suhteellisen arvostuksen kanssa tulee olla varovainen.

Verrokkiryhmästä näkee, että tasaisesti tulosta tekevillä yhtiöillä arvostustasot eivät merkittävästi vaihtelee vuosittain, mutta rakennusalalle tyypillisesti osalla yhtiöistä tulostasot ovat hyvin kaukana normaalista, jolloin niitä arvostetaan käännetyhtiöinä. Tämä vuoksi kaikkien arvostustasoon ei voi suoraan nojata. Myös liiketoimintamixit ovat isolla osalla joukosta erilaisia Kreateen verrattuna ja sisältävät jossain määrin enemmän riskiäkin (enemmän syklisiä rakentamista).

Verrokkiryhmän vuoden 2022e mediaani P/E-kerroin on noin 13x, kun vastaava EV/EBIT-kerroin on noin 11x. Vuodelle 2022 Kreate on arvostettu näillä mittareilla noin 10 % alle verrokkien tason, mikä on mielestämme liian suuri alennus.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	10,8	10,8	10,8
Osakemäärä, milj. kpl	8,89	8,89	8,89
Markkina-arvo	96	96	96
Yritysarvo (EV)	110	105	99
P/E (oik.)	14,0	12,1	10,4
P/B	2,2	1,9	1,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	8,3	7,1	6,0
EV/EBIT (oik.)	11,6	9,7	8,0
Osinko/tulos (%)	37,4 %	30,3 %	29,0 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,5 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

Kreate tulisi hinnoitella vähintään verrokkien tasolle

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

Yhtiön kehitys- ja laajentumisvaihe, konsernin lyhyt historia, osaa verrokkeja pienempi koko ja keskittyneempi liiketoiminta laskevat kuitenkin hyväksyttävää tasoa. Myös riskiprofiilit ovat Kreatea suuremmilla ja monialaisimmalla yhtiöillä mahdollisesti alhaisempia.

Näiden syiden takia hinnoitlemme Kreation verrokkien tasolle (0 %). Tähän nähden nykyinen noin 10 %:n alennus yhtiön arvostuksessa on mielestämme liian suuri.

DCF-arvonmääritys

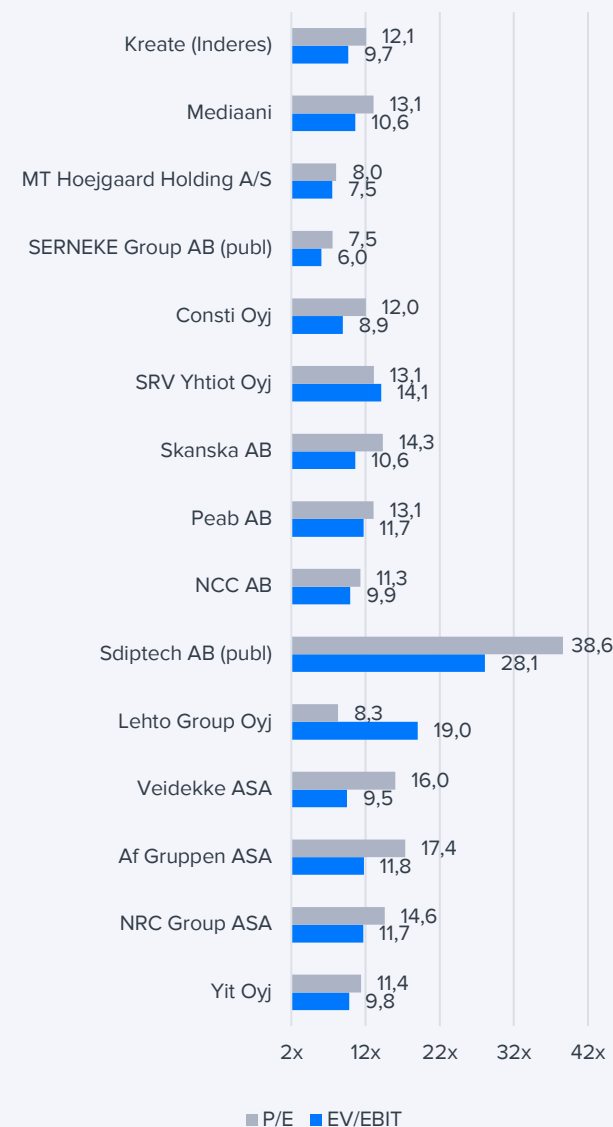
Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös hieman painoarvoa. Yhtiön vahvojen kasvuvuosien vuoksi se ei välttämättä anna parasta kuvaa yhtiön arvostuksesta. Tämän lisäksi rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaali-jakson muuttujiin nähden, jonka vuoksi sen paino arvonmäärityksessä on vielä matala. Se toimii vielä tässä vaiheessa enemmänkin arvostuksen tukityökaluna. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 13,6 euroa kohtuullisen maltillisilla odotuksilla.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman

kasvun jälkeen terminaali-jaksolla 2 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 4,5 %:iin liikevaihdosta. Tämä on alle yhtiön yli 5 %:n EBITA-marginaalin tavoitetason, mutta odotamme vielä enemmän näyttöjä kestävästä kannattavuudesta.

Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on noin 60 % korostaen isoimman arvon jakautuvan terminaaliin. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 7,9 % ja oman pääoman kustannus on 10,1 %. Mielestämme tuottovaatimustasossa ei ole merkittävästi laskuvaa lyhyellä aikavälillä. Tasaisuuden ja suhdannekestävyyden parantuessa, voi se kuitenkin vielä laskea. Näkisimme kuitenkin, että DCF-arvon nousun olisi tultava ennemmin yhtiön kassavirtojen parantumisen kautta.

Verrokkiryhmän arvostus 2022e



Arvonmääritys 4/4

Tavoitteiden mukainen skenaario

Olemme haarukoineet yhtiön arvoa skenaariossa, jossa Kreate pääsee tavoitteisiinsa vuoden 2024 loppuun mennessä. Ennusteissa emme niihin vielä täysin nojaa, mutta skenaario on hyvä pitää mielessä, jos yhtiö suorittaa odotuksiamme paremmin.

Skenaariossamme yhtiö tekisi vuonna 2024 300 MEUR liikevaihtoa ja 15 MEUR:n EBITA:n. Tämä vastaa noin 5 %:n EBITA-marginaalia. Pienillä aineettomilla poistoilla liikevoitto pysyy myös noin 15 MEUR:ssa. Hyväksyttävänä arvostuksena olemme käyttäneet haarukkamme (13x) keskitasoa, josta yritysarvoksi vuonna 2024 muodostuisi noin 192 MEUR.

Nettovelan osalta olemme arvioineet, että se olisi kaksinkertainen käyttökatteeseen nähden ollen näin yhtiön tavoitetasolla (nettovelka/EBITDA<2x). Tästä saamme markkina-arvoksi vuonna 2024 noin 154 MEUR. Osakkeen arvo olisi tällöin nykyisillä osakemäärillä vuoden 2024 lopussa 17,3 euroa.

Nykykurssilla osakkeen nousuvara skenaarion arvoon nähden on jopa 60 %. Vuotuiseksi tuotoksi vuoteen 2024 asti muodostuisi näin 16 %. Tämän lisäksi mukaan on laskettava vielä vuotuiset noin 2-3 %:n osingot. Tämä on selvästi yli tuottovaateemme. Diskontattuna nykypäivään yhtiön WACC:lla olisi osakkeen arvo noin 14 euroa. Eli vielä noin 14 euron arvosta vuotuinen tuotto-odotus olisi meidän haarukoiman WACC:n (8 %) verran. Tavoitteiden näin toteutuessa onnistuneesti, on yhtiössä selvästi nousuvaraa.

Tavoitehinta ja suositus

Aloitamme Kreaten seurannan Osta-suosituksella ja 13,0 euron tavoitehinnalla. Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin hyväksyttyjä arvostuskertoimia ja pienemmällä painolla verrokkiryhmää sekä DCF-laskelmaa.

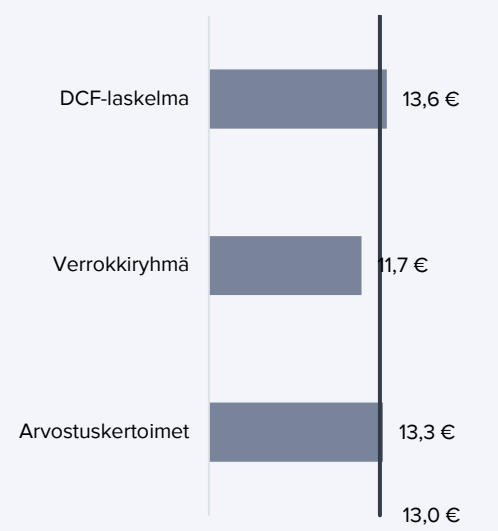
Kreate on jäänyt mielestämme pörssitaipaleensa alussa rakennusyhtiöiden alekoriin eikä hyviä tulokasvunäkymiä hinnoitella täysin yhtiön nykyiseen kurssiin. Yhtiö suorituskyky on ollut viime vuodet hyvällä tasolla, mikä yhdessä vahvan tilauskannan ja markkinanäkymän myötä lisää luottamusta ennusteisiimme.

Yhtiön pystyessä ylittämään ennusteemme ja markkinatilanteen samanaikaisesti jatkaessa edes kohtalaisena, voi arvostuksessa olla vielä nousuvaraa haarukkamme ylälaitaa kohti. Tämä vaatii mielestämme kuitenkin liikevaihdolta odotuksia vahvempaa kasvua sekä kannattavuudelta odotuksia parempaa tasoa lähempänä yhtiön tavoitteita. Kannattavuuden tai tulostason jäädessä odotuksista, on arvostuksessa mielestämme laskuvaraa lähemmäs haarukkamme alarajaa.

Vuoden 2024 tavoitteiden mukainen skenaario

Tulostaso (MEUR)	
Liikevaihto 2024e	300
EBITA	15
EBIT	15
Hyväksytty arvostustaso	
EV/EBIT	13
Osakekannan arvo (MEUR)	
Yritysarvo 2024e	192
Nettovelka 2024e (2 x EBITDA)	38
Markkina-arvo 2022e	154
Osakkeen arvo 2024e (euroa)	
	17,3

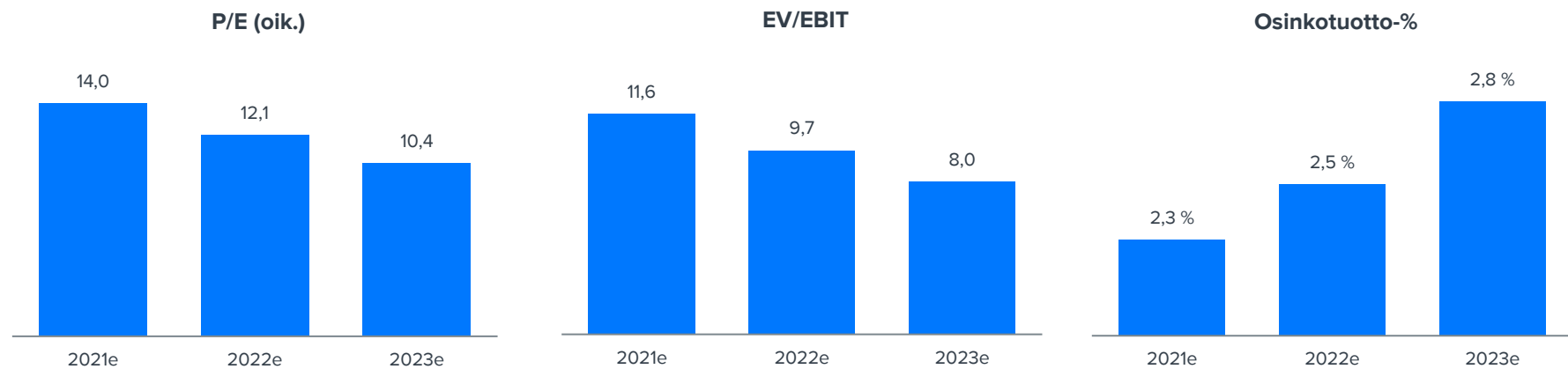
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,8	10,8	10,8	10,8
Osakemäärä, milj. kpl	8,89	8,89	8,89	8,89
Markkina-arvo	96	96	96	96
Yritysarvo (EV)	110	105	99	93
P/E (oik.)	14,0	12,1	10,4	9,6
P/B	2,2	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	8,3	7,1	6,0	5,2
EV/EBIT (oik.)	11,6	9,7	8,0	6,9
Osinko/tulos (%)	37,4 %	30,3 %	29,0 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,5 %	2,8 %	3,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Yit Oyj	4,99	1062	1523	11,9	9,8	9,2	8,1	0,6	0,5	12,7	11,4	3,6	5,0	1,1
NRC Group ASA	24,70	183	301	22,1	11,7	7,9	5,5	0,4	0,4	48,6	14,6		2,3	0,7
Af Gruppen ASA	21,35	2110	2241	13,3	11,8	9,7	8,7	0,7	0,7	19,7	17,4	5,5	5,8	6,4
Veidekke ASA	125,80	1720	1406	10,4	9,5	6,2	5,9	0,4	0,3	17,9	16,0	4,7	4,8	5,5
Lehto Group Oyj	0,95	83	171		19,0	80,8	8,3	0,4	0,3		8,3		0,4	0,7
Sdiptech AB (publ)	476,00	1608	1736	40,4	28,1	29,8	23,7	6,3	5,2	55,7	38,6			6,9
NCC AB	160,40	1748	1885	10,7	9,9	6,2	5,8	0,4	0,4	11,9	11,3	4,0	4,6	3,4
Peab AB	112,40	2957	4295	14,1	11,7	9,5	8,2	0,7	0,6	14,9	13,1	4,2	4,3	2,5
Skanska AB	224,70	9038	7882	10,3	10,6	8,5	8,6	0,6	0,6	13,4	14,3	3,5	3,7	2,2
SRV Yhtiot Oyj	0,55	147	410	23,0	14,1	16,4	11,2	0,5	0,5	43,8	13,1			0,8
Consti Oyj	12,90	102	120	18,2	8,9	11,6	6,6	0,4	0,3	17,1	12,0	3,3	4,0	3,2
SERNEKE Group AB (publ)	52,40	124	236	5,9	6,0	4,9	4,9	0,1	0,1	5,1	7,5		4,5	0,6
MT Hoejgaard Holding A/S	205,00	216	334	14,0	7,5	6,0	4,5	0,3	0,3	13,9	8,0			2,2
Kreate (Inderes)	10,75	96	110	11,6	9,7	8,3	7,1	0,5	0,4	14,0	12,1	2,3	2,5	2,2
Keskiarvo				16,2	12,2	15,9	8,5	0,9	0,8	22,9	14,3	4,1	3,9	2,8
Mediaani				13,7	10,6	9,2	8,1	0,4	0,4	16,0	13,1	4,0	4,4	2,2
Erotus-% vrt. mediaani				-15 %	-9 %	-10 %	-12 %	8 %	16 %	-13 %	-8 %	-42 %	-43 %	-2 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-laskelma

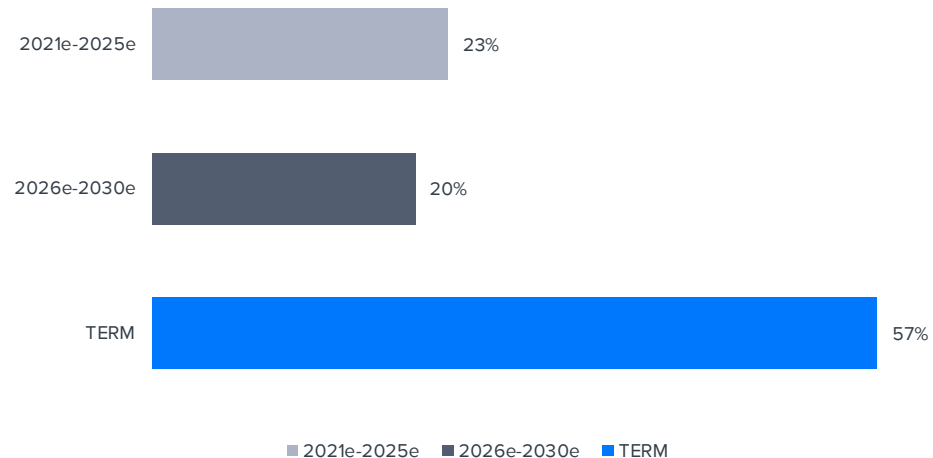
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	10,4	9,5	10,9	12,4	13,4	13,4	12,9	13,4	13,9	14,1	14,4	
+ Kokonaispoistot	3,7	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	4,9	5,0	
- Maksetut verot	0,0	-1,0	-2,1	-2,1	-2,6	-2,7	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ 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	1,2	-2,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	15,1	9,2	12,6	14,5	15,1	15,1	15,1	15,7	16,0	16,3	16,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,1	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2	-6,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	10,0	4,5	7,4	9,3	9,9	9,9	9,9	10,5	10,8	11,1	9,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	10,0	4,5	7,4	9,3	9,9	9,9	9,9	10,5	10,8	11,1	9,8	168
Diskontattu vapaa kassavirta		4,5	6,8	7,9	7,8	7,3	6,7	6,6	6,3	6,0	4,9	84,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		149	144	137	130	122	115	108	101	94,9	88,9	84,1
Velaton arvo DCF		149										
- Korolliset velat		-36,0										
+ Rahavarat		8,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		121										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,6										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	192,4	221,1	235,3	229,5	250,7	EPS (raportoitu)	0,43	0,98	0,87	0,67	0,89
Käyttökate	10,7	14,9	14,0	13,2	14,9	EPS (oikaistu)	0,43	0,98	0,87	0,77	0,89
Liikevoitto	7,7	11,5	10,4	9,5	10,9	Operat. kassavirta / osake	0,38	2,09	1,70	1,03	1,41
Voitto ennen veroja	4,7	10,3	9,3	7,4	9,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,21	1,51	1,13	0,51	0,83
Nettovoitto	3,8	8,7	7,8	5,9	7,9	Omapääoma / osake	3,38	4,09	2,99	4,96	5,60
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,25	0,27
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	96,0	105,5	101,3	116,7	121,2	Liikevaihdon kasvu-%	34 %	15 %	6 %	-2 %	9 %
Oma pääoma	30,0	36,4	26,6	44,1	49,8	Käyttökateen kasvu-%	43 %	39 %	-6 %	-6 %	12 %
Liikearvo	35,6	35,6	35,6	35,6	35,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	71 %	49 %	-10 %	-9 %	15 %
Nettovelat	27,5	17,3	27,9	14,2	9,8	EPS oik. kasvu-%	280 %	130 %	-11 %	-12 %	16 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	5,6 %	6,7 %	6,0 %	5,8 %	5,9 %
Käyttökate	10,7	14,9	14,0	13,2	14,9	Oik. Liikevoitto-%	4,0 %	5,2 %	4,4 %	4,1 %	4,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,0	5,6	1,2	-2,6	0,0	Liikevoitto-%	4,0 %	5,2 %	4,4 %	4,1 %	4,3 %
Operatiivinen kassavirta	3,4	18,6	15,1	9,2	12,6	ROE-%	19,9 %	26,3 %	24,7 %	16,8 %	16,9 %
Investoinnit	-5,9	-5,6	-5,1	-5,2	-5,2	ROI-%	13,0 %	17,7 %	16,1 %	13,5 %	13,8 %
Vapaa kassavirta	-1,9	13,4	10,0	4,5	7,4	Omavaraisuusaste	31,3 %	34,5 %	26,3 %	37,8 %	41,1 %
						Nettovelkaantumisaste	91,5 %	47,5 %	104,7 %	32,2 %	19,7 %

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.11.2021	Osta	13,00 €	10,75 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**