

Kreate

Yhtiöraportti

31.1.2023 19:25



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Haastavalle vuodelle hyvä lopetus

Toistamme Kreateen 10,50 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme yhtiön Q4-raportin jälkeen. Q4-raportti oli tuloksellisesti yllätyksetön yhtiön antamien ennakkotietojen jälkeen, mutta tarjosi varovaisen positiivisen näkymän kuluvaan vuoteen. Tilauskannan ennätyksellinen taso, kustannuspaineiden asteittainen helpottaminen sekä piristyneitä merkkejä tarjoava markkina antavat yhtiölle mielestämme hyvät edellytykset tuloskasvuun epävarmasta talousympäristöstä huolimatta. Lähivuosien tuloskasvunäkymään ja riskeihin nähden arvostus on mielestämme houkuttelevalla tasolla. Lisäksi 5 %:n tasolle nouseva osinkotuotto vahvistaa tuotto-odotusta.

Hyvä kvartaali vaikeassa markkinassa

Kreate raportoi tiistaina Q4-tuloksensa, joka oli ennakkotietojen jälkeen tulokseltaan yllätyksetön. Kreateen liikevaihto nousi Q4:llä 10 % noin 83,1 MEUR:oon vahvan tilauskannan ja hyvin edenneiden projektien vetämänä. Kreateen tilauskanta oli Q4:n lopussa 307 MEUR:n tasolla, joka on jopa 50 % yli vertailukauden tason. Tämä vahvistaa etenkin kuluvaan vuoden liikevaihtoa. Kreateen EBITA-liikevoitto laski vertailukauden tasolta 2,3 MEUR:oon (Q4'21: 3,1 MEUR) ja EBITA-marginaali oli 2,8 % (Q4'21: 4,1 %). Tulosta avitti hyvin kehittynyt liikevaihto, mutta ennakkotiedoistakin selville käynyt inflaatio sekä vanhojen hankkeiden kustannusylitykset laskivat tulosta. Inflaation ja vanhojen hankkeiden negatiivisten vaikutuksien yhtiö on odottanut poistuvan vuonna 2023, minkä pitäisi yhtenä tekijänä parantaa tulosta kuluvaan vuonna. Osinkoehdotus vuodelta 2022 oli 0,46 euroa, kun odotimme 0,25 euron osinkoa. Tulokseen nähden (72 %) korkea osinko kertoo mielestämme yhtiön luottamuksesta tulevaan.

Ohjeistus ja näkymät olivat varovaisen positiiviset

Vuonna 2023 Kreate arvioi, että liikevaihto on edellisvuoden tasolla (2022: 274 MEUR) ja EBITA kasvaa vertailukaudesta (2022: 8,8 MEUR). Yhtiö totesi arvion vielä tässä vaiheessa vuotta olevan konservatiivinen. Markkinanäkymässä on Kreatella ollut havaittavissa pientä positiivista virettä, vaikka se odottaakin taito- ja väylärakentamisen markkinan laskevan hieman vuonna 2023 edellisvuodesta. Ohjeistusta ja näkymää peilaten emme tehneet merkittäviä muutoksia ennusteisiimme. Vuonna 2023 ennustamme liikevaihdon kasvun hidastuvan noin 3 %:iin (2023e: 281 MEUR), mutta samalla näemme projektien paremman katerakenteen (ei vanhoja projekteja) ja kustannuspaineiden helpottamisen nostavan tulosta selvästi (2023e EBITA: 10,4 MEUR). Selkeimpinä riskeinä ennusteissamme on markkinakehityksen merkittävä heikentyminen, kustannusvaikutuksen odotuksia pidempi vaikutus ja projektien mahdolliset kustannusylitykset.

Arvostuskuva houkuttelee yhtiön näkymään nähden

Arvostus on mielestämme houkuttelevalla tasolla yhtiön tuloskasvunäkymään nähden vuodelle 2023 (23e: EV/EBIT: 11x, P/E: 11x). Osake tarjoaa noin 15 %:n nousuvaran hyväksyttävän arvostushaarukkamme (EV/EBIT: 12-14x, P/E: 12-14x) alarajaan nähden. Arvostus on toteutuneella tuloksella (2022) haarukkamme keskivälissä, joten nousuvara perustuu odotetun tulosparrannuksen toteutumiseen. Verrokkien mediaanitasoon nähden Kreate on hinnoiteltu lähes linjaan, mikä ei puoltaisi nousuvaraa. Verrokkeihin nähden arvostus tosin heittelee nyt talousympäristön epävarmuudesta johtuen ali- ja yliarvostuksen välillä. Osinkoehdotus nostaa myös osinkotuoton vahvalla tasolle noin 5 %:iin, mikä tukee tuotto-odotusta arvostuksen nousuvaran lisäksi. DCF-laskelmamme arvo (11,7 euroa) on myös nykyistä kurssia selkeästi korkeammalla kertoen osakkeen potentiaalista.

Suositus

Lisää

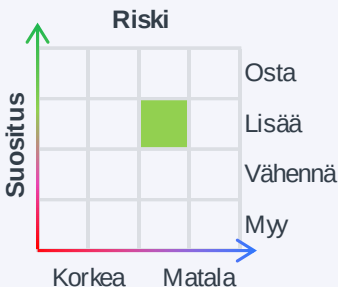
(aik. Lisää)

10,50 EUR

(aik. 10,50 EUR)

Osakekurssi:

9,30



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	273,9	281,2	292,2	299,5
kasvu-%	15 %	3 %	4 %	3 %
EBITA (oik.)	8,8	10,4	11,9	12,7
EBITA-% (oik.)	3,2 %	3,7 %	4,1 %	4,3 %
Nettotulos	5,8	7,8	8,0	8,8
EPS (oik.)	0,64	0,86	0,89	0,98

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

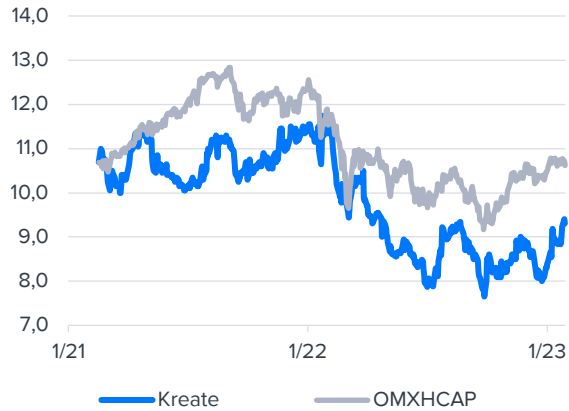
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

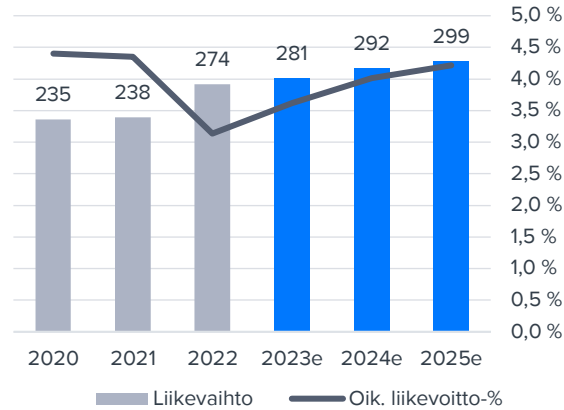
Kreate arvioi, että sen liikevaihto on vuoden 2022 tasolla (2022: 273,9 MEUR) ja EBITA (2022: 8,8 MEUR) kasvaa vuoteen 2022 verrattuna.

Osakekurssi



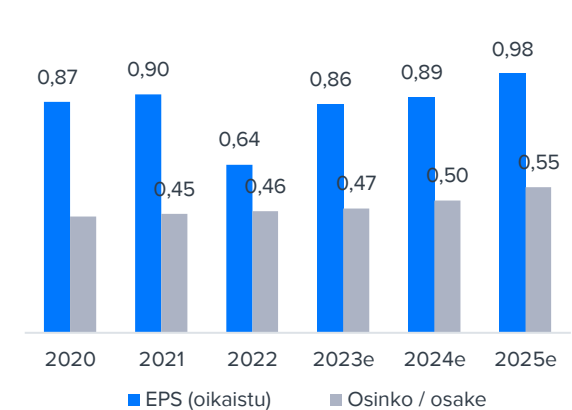
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vahva markkinoita nopeampi kasvu
- Vahva pääoman tuottopotentiali
- Infrarakentamisen suhdannekestävämpi liiketoiminta muuhun alaan nähden
- Vaativien hankkeiden erikoisosaamisella kilpailuetua
- Kaupungistuminen, tiivis rakentaminen, kestävä kehitys, korjausvelka, infraelvytys tukevat markkinan kasvunäkymiä
- Yritysosot kotimaassa sekä ulkomailla laajentumiseen



Riskitekijät

- Toimiala on osin riippuvainen suhdanteista etenkin yksityisellä puolella
- Julkisten investointien tyrehtyminen
- Kuntien taloustilanteen heikentyminen
- Kasvun hallitseminen
- Isojen hankkeiden riskien jakaminen ja hallitseminen
- Erikoisosaamisen ylläpito ja henkilöstön kannusteiden riittävyys
- Hintakilpailu
- Kustannuspaineet ja materiaalien saatavuushaasteet

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,30	9,30	9,30
Markkina-arvo	84	84	84
Yritysarvo (EV)	111	108	104
P/E (oik.)	10,8	10,5	9,5
P/B	1,8	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	7,2	6,4	5,7
EV/EBIT (oik.)	10,9	9,2	8,2
Osinko/tulos (%)	54,4 %	56,3 %	56,2 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,4 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Hyvä kvartaali vaikeassa markkinassa

Liikevaihto vahvassa kasvussa

Kreatan liikevaihto nousi Q4:llä 10 % noin 83,1 MEUR:oon ollen ennakkotietojen mukainen. Liikevaihdon kasvun taustalla oli merkittävästi kasvanut tilauskanta ja hyvin edenneet hankkeet. Koko vuonna liiketoiminnoittain liikevaihto Taitorakentamisessa nousi 28 %:lla 177 MEUR:oon ja Väylärakentamisessa laski 3 % 95 MEUR:oon. Vaativan infran hankkeet ovat avittaneet Kreatan liiketoimintaa kasvamaan, kun väylärakentamisen markkina on supistunut. Ruotsin osuus koko vuoden liikevaihdosta oli noin 3,9 MEUR, mutta se muodostui vain syyskuusta joulukuuhun..

Kreatan tilauskanta oli Q4:n lopussa 307 MEUR:n tasolla, joka on jopa 50 % yli vertailukauden tason. Tämä vahvistaa etenkin kuluvan vuoden liikevaihtoa, vaikka arviomme mukaan tilauskannan taso hiipuu vuoden edetessä. Investoinnit voivat viivästyä tai peruuntua talousluottamuksen heikentymisen vuoksi

ja yhtiö totesikin tarjoustoiminnan vähentyneen vuoden loppua kohti.

Kannattavuus oli alle vertailukauden

Kreatan EBITA-liikevoitto laski vertailukauden tasolta 2,3 MEUR:oon (Q4'21: 3,1 MEUR) ollen ennakkotietojen mukainen. EBITA-marginaali oli 2,8 % (Q4'21: 4,1 %). Tulosta avitti hyvin kehittynyt liikevaihto, mutta ennakkotiedoistakin selville käynyt inflaatio sekä vanhojen hankkeiden kustannusylitykset laskivat tulosta. Inflaation ja vanhojen hankkeiden negatiivisten vaikutuksien yhtiö on odottanut poistuvan vuonna 2023, minkä pitäisi parantaa tulosta kuluvana vuonna. Alariveillä raportoidut luvut laskivat odotuksiamme enemmän isompien rahoituskulujen vuoksi. Velkataakka on yhtiöllä investointien (yritysosto) myötä noussut, mikä nostaa rahoituskuluja. Keskikorko on kuitenkin tilinpäätöshetkellä ollut vain prosentin kymmenyksen vertailukautta korkeampi 2,9 %:ssa (2021: 2,8 %).

Osinkotuotto nousee 5 %:iin

Osinkoehdotus vuodelta 2022 oli 0,46 euroa, kun odotimme 0,25 euron osinkoa. Yhtiö piti odotuksiemme vastaisesti osinkoehdotuksellaan osingon kasvussa (2021: 0,45), mutta jakaa osingon maksun kahteen erään helpottaen rahavirtavaikutusta. Korkeampaa osinkoa avitti kassavirran parantuminen vuoden lopussa, kun hankkeita tuli luovutusvaiheeseen. Q4:llä operatiivinen rahavirta oli 15,2 MEUR (Q4'21: 7,7 MEUR). Koko vuonna rahavirta jäi kuitenkin hieman vertailukaudesta jälkeen niin heikkomman tuloksen kuin isojen pääomia sitovien hankkeiden käynnistymisen vuoksi. Näemme rahavirran paranevan kuluvana vuonna jälleen pääomien sitoutumisen helpottaessa ja kannattavuuden parantuessa.

Ennustetaulukko	Q4'21	Q4'22	Q4'22e	Q4'22e	Konsensus		Erutus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	75,8	83,1	83,1				0 %	274
EBITA (oik.)	3,1	2,3	2,3				0 %	8,8
Liikevoitto	3,0	2,3	2,2				3 %	8,5
Tulos ennen veroja	2,7	1,4	1,7				-19 %	6,9
EPS (raportoitu)	0,34	0,14	0,15				-9 %	0,63
Osinko/osake	0,45	0,46	0,25				84 %	0,25
Liikevaihdon kasvu-%	8,0 %	9,6 %	9,7 %				-0,1 %-yks.	15,3 %
EBITA-%	4,1 %	2,8 %	2,8 %				0 %-yks.	3,2 %

Lähde: Inderes



Ennustemuutokset vähäisiä

Näkymä ja ohjeistus povaavat kohtuu hyvää vuotta

Ohjeistus ja näkymät olivat varovaisen positiiviset kokonaisuudessaan. Vuonna 2023 Kreate arvioi, että liikevaihto on edellisvuoden tasolla (2022: 274 MEUR) ja EBITA kasvaa vertailukaudesta (2022: 8,8 MEUR). Yhtiö totesi arvion vielä tässä vaiheessa vuotta olevan konservatiivinen. Markkinanäkymässä on Kreatella ollut havaittavissa pientä positiivista virettä, vaikka se odottaakin taito- ja väylärakentamisen markkinan laskevan hieman vuonna 2023 edellisvuodesta. Ruotsin markkinan odotetaan kuitenkin vahvistuvan selvästi ja myös ratarakentamisessa voidaan nähdä kasvua.

Ohjeistusta ja näkymää peilaten emme tehneet merkittäviä muutoksia ennusteisimme. Vuonna 2023 ennustamme liikevaihdon kasvun hidastuvan noin 3 %:iin (2023e: 281 MEUR), mutta samalla näemme

projektien paremman katerakenteen (ei vanhoja projekteja) ja kustannuspaineiden helpottamisen nostavan tulosta selvästi (2023e EBITA: 10,4 MEUR).

Kulurakenteen osalta odotamme yhtiön materiaalikulujen painon vähentyvän, mutta henkilöstökulujen kokevan nousupaineita palkkainflaation muodossa. Rahoituskulujen odotamme olevan vertailukauden tasolla kertaluonteisten erien hieman nostaessa vertailukauden kuluja. Osakekohtainen tulos nousee ennusteissamme 0,72 euroon (2022: 0,64 euroa). Selkeimpinä riskeinä ennusteissamme on markkinakehityksen merkittävä heikentyminen, kustannusvaikutuksen odotuksia pidempi vaikutus ja projektien mahdolliset kustannusylitykset.

Vuonna 2024 taloudelliset tavoitteet kiikarissa

Vuonna 2024 Kreate tavoittelee 300 MEUR:n

liikevaihtotasoa, johon yhtiöllä on mielestämme mahdollisuudet yltää. Ennustamme liikevaihdon nousevan lähes tavoitetasolle ja asettuvan vuonna 2024 noin 292 MEUR:oon. Keskipitkän aikavälin tavoitekannattavuuden (EBITA-%: yli 5 %) osalta olemme selvemmin alle yhtiön tavoitteiden, mutta odotamme EBITA-marginaalin parantuvan tehokkuuden ja volyymien nousun myötä vuonna 2024 noin 4,0 %:iin.

Olemme vielä pitkän aikavälin suhteen maltillisia yhtiön lyhyen historian, isojen hankkeiden, markkinan vedon jatkumisen ja taloudellisen tilanteen luoman epävarmuuden myötä. Muutamilla tai jopa yksittäisellä yritysosalla tavoitetason saavuttaminen helpottuisi merkittävästi, mutta mahdollisten yritysostojen ajoituksien epävarmuuden vuoksi emme ennusta niitä.

Ennustemuutokset	2022e	2022	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Tot.	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	274	274	0 %	281	281	0 %	292	292	0 %
EBITA ilman kertaeriä	8,8	8,8	-1 %	10,4	10,4	0 %	11,9	11,9	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,5	8,6	1 %	10,1	10,2	0 %	11,6	11,7	1 %
Liikevoitto	8,5	8,6	1 %	10,1	10,2	0 %	11,6	11,7	1 %
Tulos ennen veroja	6,9	6,7	-4 %	8,4	8,3	-2 %	9,9	9,9	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,63	0,64	0 %	0,75	0,72	-3 %	0,88	0,89	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus mielestämme houkutteleva

Absoluutiset kertoimet

Kreatella on kevyt taserakenne, kohtuullisen vähän pääomia sitova liiketoiminta, se tuottaa hyvin kassavirtaa, omaa hyvät kasvunäkymät, tekee hyvää pääoman tuottoa sekä sen kannattavuus on alaan nähden hyvällä tasolla. Tämän vuoksi näemme, että Kreatelle voi pienestä koostaan ja nuoresta iästään huolimatta hyväksyä vähintään suomalaisten verrokkiyhtiöiden historialliset kertoimet, jotka ovat vuodesta 2010 olleet molempien mittareiden osalta noin 13x-tasolla.

Arvostus on säilynyt mielestämme houkuttelevana yhtiön tulospääasunäkymään nähden vuodelle 2023 (23e: EV/EBIT: 11x, P/E: 11x). Osake tarjoaa noin 15 %:n nousuvaran hyväksyttävän arvostushaarukkamme (EV/EBIT: 12-14x, P/E: 12-14x) alarajaan nähden. Arvostus on toteutuneella tuloksella (2022) haarukkamme keskipitkällä, joten nousuvara perustuu odotetun tulospääasun toteutumiseen.

Osinkoehdotuksen ollessa odotuksiamme korkeampi nostimme myös osinkotuotto-odotuksiamme. Lähivuosien ajan osinkotuotto on nyt ennusteillamme noin 5 %:n tasolla, mikä tarjoaa hyvin tukea tuotto-odotukselle.

Verrokkiryhmä

Kreatelle on saatavilla kohtuu 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 ja PEAB.

Verrokkien arvostustaso vuoteen 2023 katsoessa on mielestämme kohtuu maltillinen (2023 mediaani EV/EBIT: 9x, P/E: 11x). Toinen tekijä tietenkin on se, onko ennustetut tulostasot kestäviä kustannuspaineiden ja markkinahaasteiden ollessa pinnalla. Tässä mielessä mielestämme suhteellisen arvostuksen kanssa tulee olla varovainen emmekä anna sille kovinkaan merkittävää painoarvoa nyt. Verrokkien taso tulee kuitenkin osin huomioitua jo Kreaten absoluutisessa arvostuksessa.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttuihin nähden, jonka vuoksi sen paino arvonmäärityksessä on vielä matala. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 11,7 euroa.

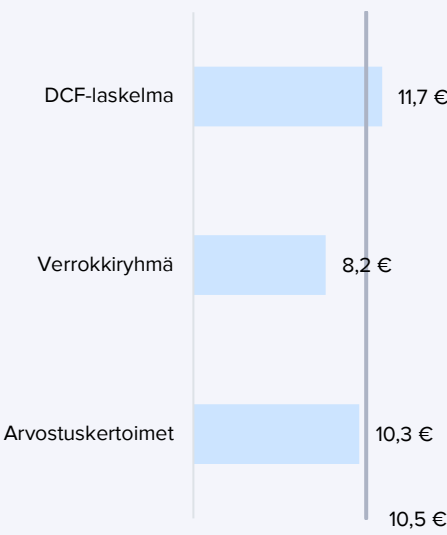
Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 4,0 %:iin liikevaihdosta. Tämä on alle yhtiön yli 5 %:n EBITA-marginaalin tavoitetaso, mutta emme myöskään näe yhtiön yltävän tähän nykyisten näyttöjen pohjalta kestävästi.

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on noin 50 %. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,7 % ja oman pääoman kustannus on 10,7 %. Mielestämme tuottovaatimustasossa ei ole laskuvaraa tuottovaatimusten noustua yleisesti markkinoilla.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,30	9,30	9,30
Markkina-arvo	84	84	84
Yritysarvo (EV)	111	108	104
P/E (oik.)	10,8	10,5	9,5
P/B	1,8	1,7	1,5
EV/ Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/ EBITDA (oik.)	7,2	6,4	5,7
EV/ EBIT (oik.)	10,9	9,2	8,2
Osinko/ tulos (%)	54,4 %	56,3 %	56,2 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,4 %	5,9 %

Lähde: Inderes

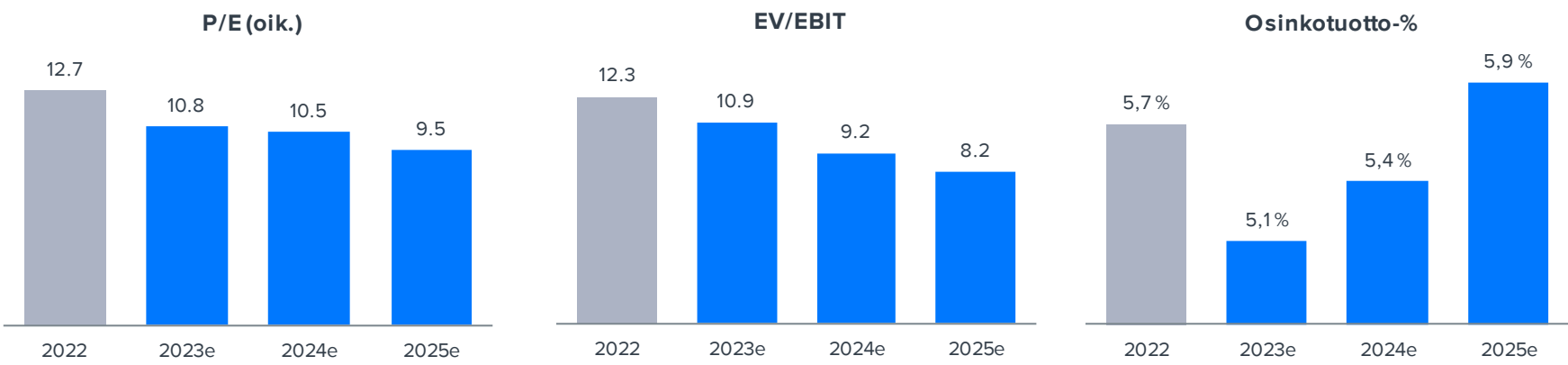
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi				11,4	8,09	9,30	9,30	9,30	9,30
Markkina-arvo				99	73	84	84	84	84
Yritysarvo (EV)				120	106	111	108	104	100
P/E (oik.)				12,6	12,7	10,8	10,5	9,5	8,5
P/B				2,4	1,7	1,8	1,7	1,5	1,4
EV/Liikevaihto				0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)				8,4	7,8	7,2	6,4	5,7	5,1
EV/EBIT (oik.)				11,6	12,3	10,9	9,2	8,2	7,1
Osinko/tulos (%)				56,4 %	72,4 %	54,4 %	56,3 %	56,2 %	50,0 %
Osinkotuotto-%				4,0 %	5,7 %	5,1 %	5,4 %	5,9 %	5,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
YIT Oyj	574	1327	12,8	11,4	9,6	8,7	0,5	0,5	11,1	9,2	6,4	7,0	0,6
NRC Group ASA	101	194	7,7	6,0	4,5	3,8	0,3	0,3	6,7	4,7	6,0	9,0	0,4
Af Gruppen ASA	1416	1422	9,3	8,4	6,9	6,4	0,5	0,5	14,9	13,7	72,9	72,9	5,6
Veidekke ASA	1287	1073	8,2	7,7	4,9	4,8	0,3	0,3	13,5	12,7	7,4	7,9	4,5
Sdiptech AB (publ)	785	785	12,4	10,7	9,7	8,6	2,2	2,0	19,7	16,8			2,7
Peab AB	1740	3265	14,4	13,9	9,3	9,0	0,6	0,6	9,5	9,2	7,2	7,3	1,3
Skanska AB	6876	5828	10,4	9,7	7,9	6,9	0,4	0,4	15,0	13,8	4,3	4,8	1,5
SRV Yhtiot Oyj	71	191	9,6	7,4	7,5	6,0	0,3	0,3	6,0	4,3		6,4	0,5
Consti Oyj	89	102	9,0	8,3	7,0	6,4	0,3	0,3	11,0	9,5	4,7	5,1	2,2
SERNEKE Group AB	61	174	7,8	6,6	6,6	5,7	0,2	0,2	3,1	2,7	8,3	10,4	0,2
MT Hoejgaard Holding A/S	154	226	5,8	6,1	3,6	3,8	0,2	0,2	6,3	6,5			1,2
Kreate (Inderes)	84	111	10,9	9,2	7,2	6,4	0,4	0,4	10,8	10,5	5,1	5,4	1,8
Keskiarvo			10,9	9,1	7,3	6,5	0,5	0,5	10,6	8,9	14,7	14,5	1,7
Mediaani			9,4	8,4	7,2	6,4	0,3	0,3	10,7	9,2	6,8	7,3	1,2
Erotus-% vrt. mediaani			16 %	11 %	0 %	0 %	21 %	18 %	0 %	14 %	-26 %	-26 %	45 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	235	238	50,4	67,0	73,3	83,2	274	52,5	64,3	77,9	86,5	281	292	299	308
Käyttökate	14,0	14,2	2,1	3,5	4,2	3,8	13,6	2,0	3,2	5,1	5,1	15,3	17,0	18,1	19,7
Poistot ja arvonalennukset	-3,7	-3,9	-1,1	-1,1	-1,3	-1,5	-5,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,6	-5,2	-5,3	-5,5	-5,7
EBITA (oik.)	11,6	10,5	1,1	2,4	3,0	2,3	8,8	0,9	2,0	3,9	3,6	10,4	11,9	12,7	14,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,4	10,3	1,0	2,4	2,9	2,3	8,6	0,8	2,0	3,8	3,5	10,2	11,7	12,7	14,0
Liikevoitto	10,4	10,3	1,0	2,4	2,9	2,3	8,6	0,8	2,0	3,8	3,5	10,2	11,7	12,6	14,0
Nettorahoituskulut	-1,1	-2,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,9	-1,9	-0,5	-0,4	-0,4	-0,6	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8
Tulos ennen veroja	9,3	8,2	0,7	2,1	2,5	1,4	6,7	0,3	1,6	3,4	2,9	8,3	9,9	10,9	12,2
Verot	-1,5	-1,3	-0,10	-0,42	-0,35	-0,23	-1,1	-0,1	-0,3	-0,7	0,0	-1,7	-2,0	-2,2	-2,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1
Nettotulos	7,8	6,9	0,6	1,6	2,1	1,3	5,8	0,2	1,2	2,7	2,3	6,5	8,0	8,8	9,9
EPS (oikaistu)	0,87	0,90	0,07	0,19	0,23	0,14	0,64	0,03	0,14	0,30	0,26	0,72	0,89	0,98	1,10
EPS (raportoitu)	0,87	0,80	0,07	0,19	0,23	0,14	0,64	0,03	0,14	0,30	0,26	0,72	0,89	0,98	1,10

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	6,4 %	1,0 %	22,2 %	1,0 %	31,8 %	26,6 %	15,3 %	4,1 %	-4,1 %	6,3 %	4,1 %	2,7 %	3,9 %	2,5 %	3,0 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%		-9,5 %	23,6 %	-4,0 %	-27,5 %	-25,1 %	-17,0 %	-18,7 %	-15,5 %	30,9 %	55,5 %	18,5 %	14,6 %	7,3 %	9,5 %
Oikaistu EBITA-%	4,9 %	4,4 %	2,2 %	3,6 %	4,1 %	2,8 %	3,2 %	1,7 %	3,1 %	5,0 %	4,1 %	3,7 %	4,1 %	4,3 %	4,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,4 %	4,4 %	2,1 %	3,5 %	4,0 %	2,7 %	3,1 %	1,6 %	3,1 %	4,9 %	4,1 %	3,6 %	4,0 %	4,3 %	4,5 %
Nettotulos-%	3,3 %	2,9 %	1,3 %	2,5 %	2,9 %	1,6 %	2,1 %	0,5 %	1,9 %	3,5 %	2,7 %	2,3 %	2,7 %	2,9 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	65,5	74,9	76,3	77,6	78,6
Liikearvo	35,6	40,0	40,0	40,0	40,0
Aineettomat hyödykkeet	0,9	0,7	0,5	0,4	0,3
Käyttöomaisuus	19,0	22,8	24,4	25,7	26,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	8,9	10,0	10,0	10,0	10,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Vaihtuvat vastaavat	41,1	59,6	63,0	60,6	64,8
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Myyntisaamiset	34,2	49,8	45,0	45,3	44,9
Likvidit varat	6,3	9,4	17,6	14,9	19,5
Taseen loppusumma	107	135	139	138	143

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	41,1	42,6	46,2	50,0	54,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	21,3	23,4	27,0	30,8	35,1
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	19,7	19,2	19,2	19,2	19,2
Vähemmistöosuus	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Pitkäaikaiset velat	26,3	35,4	32,8	32,6	22,4
Laskennalliset verovelat	1,1	1,5	0,9	0,7	0,5
Varaukset	2,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Lainat rahoituslaitoksilta	22,6	32,1	30,0	30,0	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	39,2	56,6	60,3	55,6	66,8
Lainat rahoituslaitoksilta	4,6	10,7	15,0	10,0	20,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	34,5	45,5	45,0	45,3	46,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Taseen loppusumma	107	135	139	138	143

DCF-laskelma

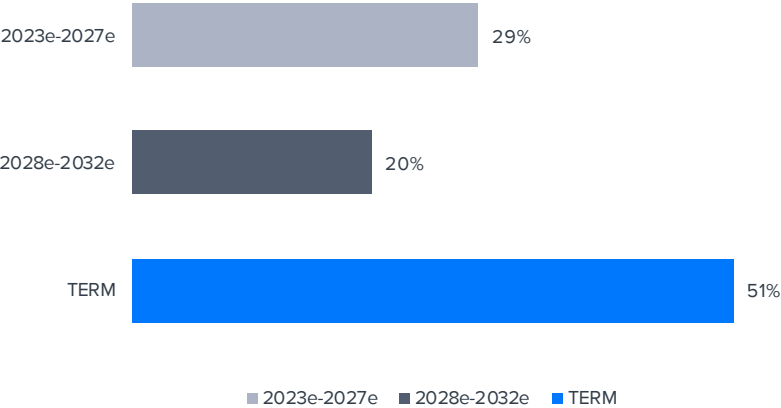
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	15,3 %	2,7 %	3,9 %	2,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	3,1 %	3,6 %	4,0 %	4,2 %	4,5 %	4,2 %	4,1 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	8,6	10,2	11,7	12,6	14,0	13,3	13,4	13,7	13,6	13,9	14,1	
+ Kokonaispoistot	5,0	5,2	5,3	5,5	5,7	5,9	6,0	6,1	6,2	6,3	6,3	
- Maksetut verot	-1,3	-0,9	-2,2	-2,4	-2,4	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-4,1	4,3	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	7,9	18,6	14,4	16,9	16,9	16,6	16,8	17,1	17,1	17,4	17,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-12,8	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,6	12,1	7,9	10,4	10,4	10,1	10,3	10,6	10,6	10,9	11,3	
+/- 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	-5,7	12,1	7,9	10,4	10,4	10,1	10,3	10,6	10,6	10,9	11,3	159
Diskontattu vapaa kassavirta	11,2	6,7	8,1	7,5	6,7	6,3	6,0	5,5	5,2	4,9	69,9	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	138	127	120	112	104	97,7	91,4	85,5	80,0	74,8	69,9	
Velaton arvo DCF	138											
- Korolliset velat	-42,8											
+ Rahavarat	9,4											
-Vähemmistöosuus	0,2											
-Osinko/pääomapalautus	0,0											
Oman pääoman arvo DCF	105											
Oman pääoman arvo DCF per osake	11,7											

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	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	237,6	273,9	281,2	292,2	EPS (raportoitu)	0,80	0,64	0,86	0,89
Käyttökate	14,2	13,6	15,3	17,0	EPS (oikaistu)	0,90	0,64	0,86	0,89
Liikevoitto	10,3	8,6	10,2	11,7	Operat. kassavirta / osake	0,74	0,88	2,07	1,61
Voitto ennen veroja	8,2	6,7	8,3	9,9	Vapaa kassavirta / osake	0,19	-0,63	1,34	0,88
Nettovoitto	6,9	5,7	7,8	8,0	Omapääoma / osake	4,72	4,75	5,16	5,58
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,45	0,46	0,47	0,50
Tase	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	106,6	134,5	139,3	138,2	Liikevaihdon kasvu-%	1 %	15 %	3 %	4 %
Oma pääoma	41,1	42,6	46,2	50,0	Käyttökateen kasvu-%	2 %	-4 %	13 %	11 %
Liikearvo	35,6	40,0	40,0	40,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	0 %	-17 %	18 %	15 %
Nettovelat	20,9	33,4	27,4	25,1	EPS oik. kasvu-%	3 %	-29 %	36 %	3 %
Kassavirta	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	6,0 %	5,0 %	5,4 %	5,8 %
Käyttökate	14,2	13,6	15,3	17,0	Oik. Liikevoitto-%	4,4 %	3,1 %	3,6 %	4,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,3	-4,1	4,3	0,0	Liikevoitto-%	4,4 %	3,1 %	3,6 %	4,0 %
Operatiivinen kassavirta	6,4	7,9	18,6	14,4	ROE-%	20,5 %	13,6 %	17,4 %	16,6 %
Investoinnit	-5,9	-12,8	-6,5	-6,5	ROI-%	15,8 %	11,2 %	11,5 %	12,9 %
Vapaa kassavirta	1,7	-5,7	12,1	7,9	Omavaraisuusaste	38,6 %	31,6 %	33,2 %	36,2 %
					Nettovelkaantumisaste	50,9 %	78,5 %	59,2 %	50,2 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023e	2024e					
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4	0,4					
EV/EBITDA (oik.)	8,4	7,8	7,2	6,4					
EV/EBIT (oik.)	11,6	12,3	10,9	9,2					
P/E (oik.)	12,6	12,7	10,8	10,5					
P/B	2,4	1,7	1,8	1,7					
Osinkotuotto-%	4,0 %	5,7 %	5,1 %	5,4 %					

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa 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 (välttämättä 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 käsitellä 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 osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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 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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.11.2021	Osta	13,00 €	10,75 €
24.11.2021	Osta	13,00 €	11,45 €
27.1.2022	Lisää	13,00 €	11,75 €
27.4.2022	Osta	12,00 €	9,00 €
28.7.2022	Osta	12,00 €	8,80 €
4.10.2022	Osta	11,00 €	8,02 €
27.10.2022	Osta	11,00 €	8,45 €
21.11.2022	Lisää	10,50 €	8,92 €
12.1.2023	Lisää	10,50 €	9,05 €
1.2.2023	Lisää	10,50 €	9,30 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen 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 Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa 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.**