

Kreate

Laaja raportti

21.11.2022 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Oleellinen osa infraa

Laskemme Kreation suosituksen lisää-tasolle (aik. osta) ja tavoitehinnan 10,5 euroon (aik. 11,0 euroa) osakekurssin nousun ja laajan raportin päivityksen yhteydessä tehtyjen pienten ennustarkistusten myötä. Infrarakentamiseen erikoistunut Kreate on ollut yksi alansa nopeimmin kasvaneista ja kannattavimmista yhtiöistä. Tätä on tukenut hyvä projektihallinta ja Kreation vahvuus erityisesti vaativissa infrarakentamisen hankkeissa. Markkinahaasteiden sävyttämän vuoden 2022 jälkeen yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet lähteä vahvan tilauskantansa avulla kasvattamaan tulostaan. Arvostus on mielestämme edelleen houkuttelevalla tasolla, vaikka riskit markkinalla ja yhtiön kustannuskehityksessä ovatkin tänä vuonna kasvaneet.

Suomalainen infrarakentamisen pioneeri

Kreate on vaativaan infrarakentamiseen keskittynyt yhtiö, jonka palvelut jakautuvat väylä- ja taitorakentamiseen. Väylärakentaminen sisältää tie-, katu- ja ratarakentamisen. Taitorakentamiseen kuuluu mm. sillanrakentaminen ja erityyppinen pohjarakentaminen. Lisäksi Kreate tarjoaa kiertotalouteen liittyviä palveluita. Kreation liikevaihto on kasvanut vahvasti viimeisen neljän vuoden aikana. Vuosittain kasvu on ollut keskimäärin 13 % (2017-2021 CAGR-%), mikä on alaan nähden vahva suoritus. Yhtiön kannattavuus oli vuoteen 2019 asti nousujohteista ja EBITA-% on viimeisen neljän vuoden aikana ollut keskimäärin 4,6 %, mikä on myös alaan nähden hyvällä tasolla. Liiketoiminnan potentiaalista kertoo myös vahva oman pääoman tuotto, joka on ollut viimeiset neljä vuotta keskimäärin 23 %.

Tasaisen ja kestäväen kasvun yhtiö

Yhtiö tavoittelee vuoteen 2024 mennessä 300 MEUR:n liikevaihtoa. Samalla yhtiö tavoittelee keskipitkällä aikavälillä EBITA-%:n nostoa yli 5 %:iin. Liikevaihtotavoite vaatii yhtiöltä noin 8 %:n kasvua vuosittain vuoden 2021 tasosta, mikä olisi yhtiön historiallista kasvuvauhtia (13 % p.a) melko selvästi alempi taso. Markkinatilanne huomioiden kasvutavoitteen saavuttaminen vaikuttaa kuitenkin mielestämme tällä hetkellä epätodennäköiseltä lähivuosien osalta. Kannattavuustavoitteen yhtiö saavutti jo vuonna 2019 (EBITA-%: 5,3 %), mutta kestävästi sen ylläpito vaatii markkinahaasteiden helpottumista ja tehokkuuden parantumista. Vuonna 2022 yhtiö ohjeistaa liikevaihdon kasvavan 250-260 MEUR:oon (2022e: 256 MEUR) ja EBITA:n laskevan 8,5-9,5 MEUR:oon (2022e: 8,7 MEUR). Kustannusinflaatio sekä epävarma markkinatilanne aiheuttavat lähivuosille epävarmuuksia, mutta vahva tilauskanta ja hankeputki tukevat kasvunäkymiä. Ennustamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 4 % seuraavien kolmen vuoden aikana päätyen 273 MEUR:oon vuonna 2024. EBITA-marginaalin odotamme hiljalleen parantuvan noin 4,2 %:n vuoteen 2024 mennessä volyymien nousun, kustannuspaineiden ja markkinahaasteiden helpottamisen sekä tehokkuuden parantumisen myötä. Riskeinä ennusteissamme on markkinakehityksen selkeä heikentyminen, kustannuspaineiden jatkuvan nousu sekä projektien mahdolliset kustannusylytykset.

Arvostus edelleen houkutteleva

Noussut osakekurssi ja pienet ennustetarkistukset laskivat tavoitehintaamme ja suositustamme. Yhtiön näkymään ja pääomien tuottopotentiaaliin nähden arvostus on mielestämme kuitenkin edelleen houkuttelevalla tasolla (23e: EV/EBIT: 10x, P/E: 12x). Yhtiön profiiliin ja listattujen verrokkien kautta muodostettuun arvostushaarukkaamme (EV/EBIT: 12-14x, P/E: 12-14x) ja sen alarajaan nähden osake tarjoaisi noin 15 %:n nousuvaran. Arvostuksen nousuvaran lisäksi osakkeen vuotuinen 3-4 %:n osinkotuotto tukee myös tuotto-odotusta. Lisäksi DCF-laskelmamme (11,7 euroa) ja tavoiteskenaariomme arvot (15,9 euroa) ovat molemmat osakekurssia korkeammalla.

Suositus

Lisää

(aik. Osta)

10,50 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

8,92



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	237,6	254,9	262,1	272,9
kasvu-%	1 %	7 %	3 %	4 %
EBITA (oik.)	10,5	8,7	10,2	11,5
EBITA-% (oik.)	4,4 %	3,4 %	3,9 %	4,2 %
Nettotulos	6,9	5,7	6,7	7,6
EPS (oik.)	0,90	0,63	0,75	0,85

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

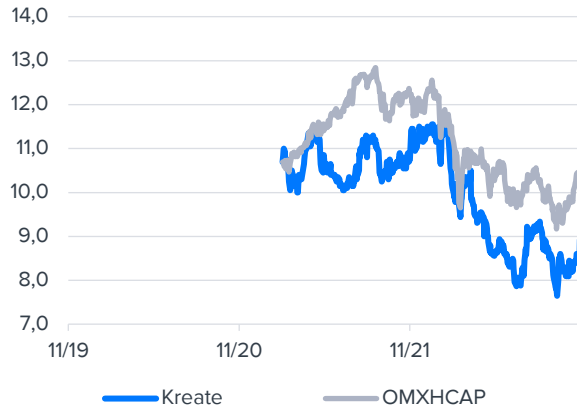
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

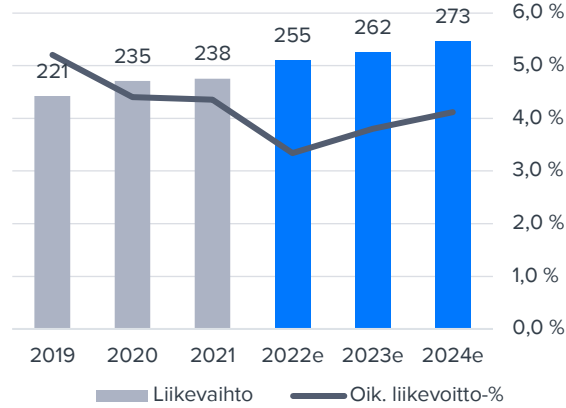
Liikevaihto (2021: 237,6 MEUR) kasvaa vuoteen 2021 verrattuna ja tulee olemaan noin 250-260 MEUR. EBITA (2021: 10,5 MEUR) laskee 8,5-9,5 MEUR:n tasolle.

Osakekurssi



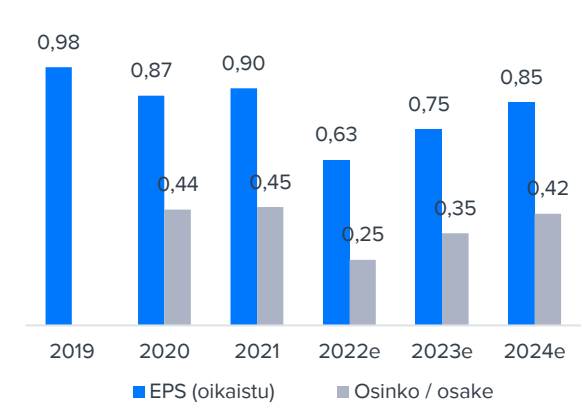
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,92	8,92	8,92
Markkina-arvo	80	80	80
Yritysarvo (EV)	109	98	91
P/E (oik.)	14,1	12,0	10,5
P/B	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	8,2	6,8	5,7
EV/EBIT (oik.)	12,8	9,8	8,1
Osinko/tulos (%)	39,7 %	47,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,9 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Strategia	12-14
Sijoitusprofiili	15-16
Toimiala ja markkina	17-19
Taloudellinen tilanne	20-21
Ennusteet	22-26
Arvonmääritys	27-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	35-37

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

238 MEUR (+1,0 % v/v)

Liikevaihto 2021

10,5 MEUR (4,4 % lv:sta)

EBITA 2021

284 MEUR (+40 % v/v)

Tilauskanta 2022 Q3

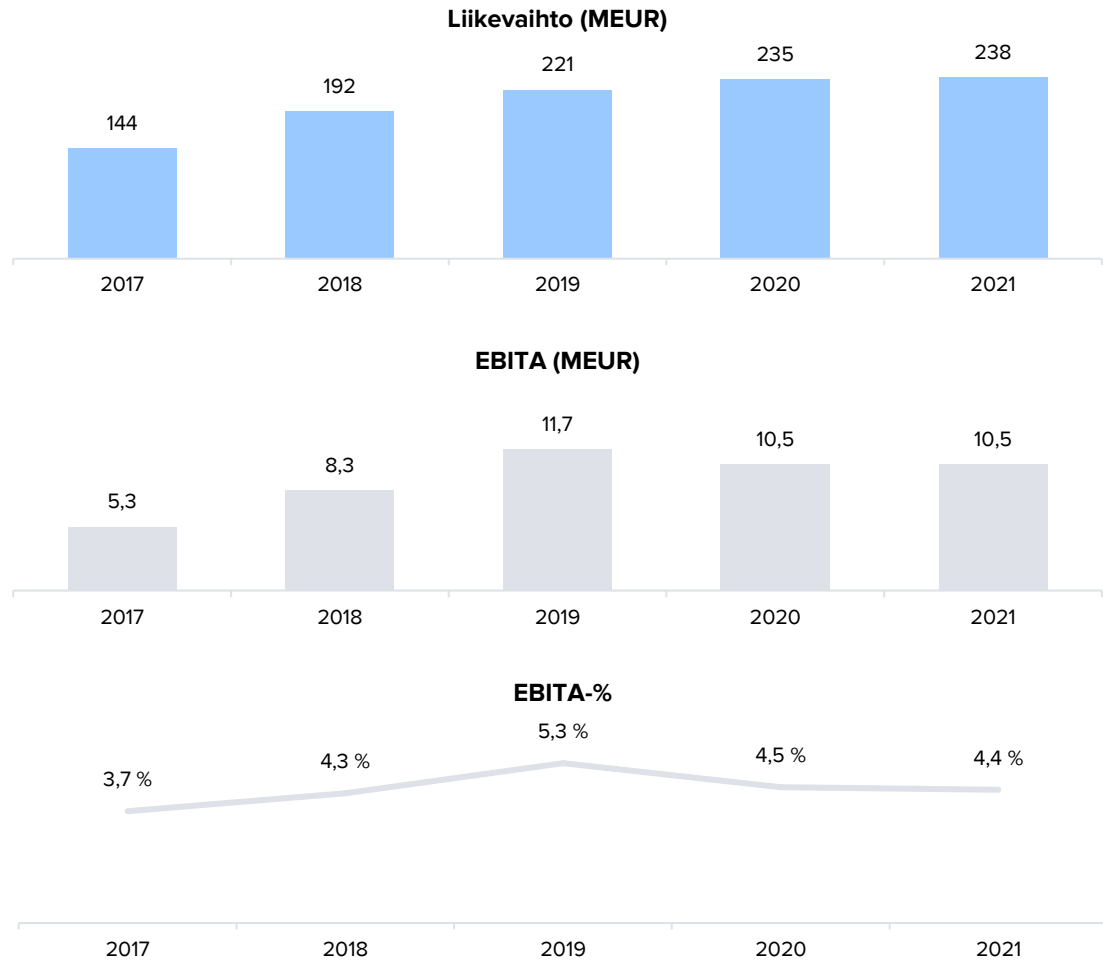
385

Henkilöstö 2021 lopussa

18 % (2020: 19 %)

Sijoitetun pääoman tuotto-% 2021

Kreaten 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 sen pääkonttori sijaitsee Tuusulassa. Yhtiöllä on toimipisteet lisäksi Tampereella, Hämeenlinnassa, Lappeenrannassa, Joensuussa, Seinäjoella, Kouvolassa, Oulussa ja Vantaalla.

Kreaten liikevaihto on kasvanut vahvasti viimeisen neljän vuoden aikana ja oli vuonna 2021 noin 238 MEUR. Vuosittain kasvu on ollut keskimäärin 13 % (CAGR-%) vuosien 2017-2021 aikana, mikä on alaan nähden vahva suoritus. Kannattavuus on myös ollut alaan nähden hyvällä tasolla ja selvästi yli 4 %:n tason (EBITA-%). EBITA-marginaali oli vuonna 2021 4,4 % ja pysyi edellisvuoden tasolla (2020: 4,5 %). Yhtiön kannattavuus oli vuoteen 2019 asti nousujohteista ja EBITA-% on viimeisen

neljän vuoden aikana ollut keskimäärin 4,6 % (2018-2021). Tänä vuonna tosin kustannusinflaatio on kurittanut kannattavuutta, vaikka kasvu onkin ollut toistaiseksi hyvin vahvaa.

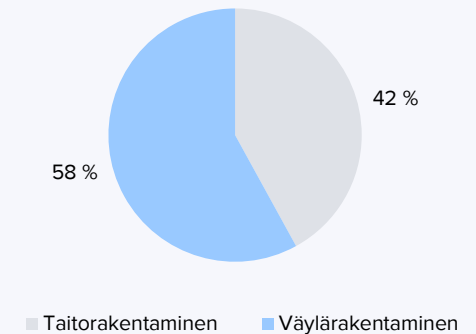
Liiketoiminnoittain taitorakentaminen tuo yhtiön liikevaihdosta noin 42 % (2021) ja väylärakentaminen noin 58 %. Maantieteellisesti liikevaihto tulee pääasiallisesti Suomesta. Ruotsissa yhtiö teki kasvuavauksen yritysoston avulla vuonna 2022. Arviomme mukaan Ruotsin osuus kokonaisuudesta olisi vielä alle 5 %, mutta tulee jatkossa kasvun myötä nousemaan.

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 2021 noin 47 % liikevaihdosta ja kuntien sekä kaupunkien noin 16 %. Loput 37 % liikevaihdosta tuli yksityiseltä sektorilta, johon voi lukeutua esimerkiksi rakennusyhtiöt tai rakennuttajat/tilaajat. Näissä hankkeissa yleisesti riskit ovat korkeammat, mutta myös tuottomahdollisuudet ovat paremmat.

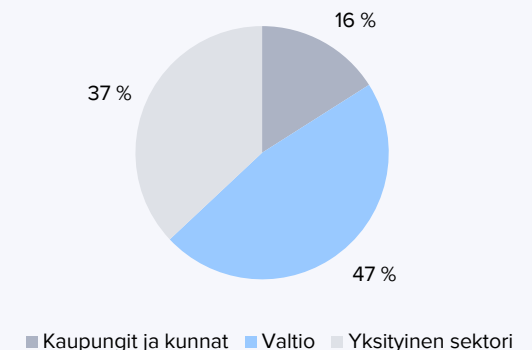
Yhtiön taloudellisena tavoitteena on kasvaa vuoteen 2024 mennessä 300 MEUR:n liikevaihtoon samalla nostamalla EBITA-marginaalinsa yli 5 %:n tasolle. Se vaatii vahvaa kasvua, johon vuoden 2021 listautuminen tarjosi yhtiölle resursseja. Lisäksi kannattavuutta pitäisi pystyä parantamaan lähemmäs vuoden 2019 tasoja (EBITA-%: 5,3 %). Jo saavutettu taso kertoo kuitenkin potentiaalinsa ja tavoitteiden realistisuudesta.

KREATE

Liikevaihto liiketoiminnoittain (2021)



Liikevaihto asiakasryhmittäin (2021)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintamalli

Kreaten tarjoama jakautuu väylärakentamiseen, taitorakentamiseen sekä kiertotalouteen liittyviin palveluihin. Yhtiön palvelut jakautuvat siltoihin, teihin ja ratoihin, ympäristö- ja pohjarakentamiseen, kiertotalouteen sekä geoteknisiin tarpeisiin. Usein projektit tehdään osa-alueiden yhteistyönä kokonaisvaltaisena projektina ja Kreate pystyykin vastaamaan hyvin vaativiinkin ja isoihin infrahankkeisiin.

Yhtiöllä on yksi segmentti ja kaksi aikaisemmin esitettyä liiketoiminta-aluetta. Yhtiön vuoden 2021 alun listautumisesitteessä oli 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.

Painotukset ovat muuttuneet osin viimeisen vuoden aikana, mutta etenkin siltarakentaminen ja vaativa pohjarakentaminen ovat Kreatelle ominaisia alueita. Nyt myös ratarakentamiseen panostetaan enemmän uuden sähkörata- ja turvalaiteliiketoiminta-alueen muodossa. 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 erkanemismramppeja sekä risteyskiä.

Ratarakentamisen liiketoimintaan kuuluvat rautateihin, ratapihoihin, raitioteihin ja metroihin liittyvät rakennustyöt. Projektit vaihtelevat yhtiön mukaan laajemmista ratapihojen uusimisista pienempiin silta- ja massanvaihtotöihin.

Taitorakentaminen

Taitorakentamisen voi jakaa siltarakentamiseen ja pohjarakentamiseen. Kreaten siltarakentaminen ja niiden korjaus kattaa sekä uusien siltojen rakentamisen että jo olemassa olevien kohteiden korjauksen. Siltaprojektien vaatavuutta 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, mikä kertoo yhtiön 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 keskittetty sen puoleksi omistamaan yhteisyritykseen, KFS Finlandiin. KFS Finland on

erikoistunut erikoispohjarakentamiseen ja on yhtiön mukaan markkinajohtaja omalla alallaan. Erikoispohjarakentamisen liiketoimintaan kuuluvat muun muassa suihkuinjektoinnit, stabiloinnit, porapaalutus, tukiseinien rakentaminen sekä ankkuroinnit.

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.

Kreaten palvelujakauma*



Projektin elinkaari

Hankekehitys

Suunnittelu

Projektien toteutus

Ylläpito

Kreaten rooli



Tilaajat ja asiakkaat hankekehittävät usein projektin



Kreate osittain mukana projektin suunnittelu ja selvitystöissä



Pääpaino Kreaten liiketoiminnassa on itse toteutuksessa



Ylläpito ja huolto pienemmässä osassa Kreatella

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

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 rakennusalalla ammattimaisessa projektiliiketoiminnassa. Kreaten liikevaihto syntyy lähes täysin infrarakentamisen urakoinnista. Yleisimmät sopimustyyppit 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 omaperusteisessa 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. Yhä enemmän alalla käytetään kuitenkin nykypäivänä yhteistyösopimuksia, jossa vastuita (kustannuksia) ja tavoitteita (voittoja) jaetaan osallistujien kesken

(mm. allianssimallit). Myös usein urakat on sidottu indekseihin, jotta esim. kustannusten vaihtelulla ei olisi merkittäviä vaikutuksia lopputulokseen.

Liiketoimintaa tukee talouden kasvu, mutta se omaa myös vastasyklisyyttä

Rakennusalaan ja infrarakentamiseen vaikuttaa talouden suhdanteet. Näin Kreaten liiketoiminta omaa osin syklisyyden piirteitä, vaikka se on muuta uudisrakentamista tasaisempaa. Kreaten liiketoiminta on isolta osin uudisrakentamista, jossa paino on yhdistetyissä hankkeissa rakennusvaiheen alkupuolella. Kreaten tarjoama myös luo usein edellytyksiä muulle rakentamiselle, sillä infra on muun rakentamisen ensimmäinen kehitysaskel.

Infra liikkuu siis talouden suhdanteiden mukana, mutta omaa myös vastasyklisyyden piirteitä. Usein isot infrahankkeet ovat julkisia hankkeita ja niiden kysyntä ei ole kovinkaan riippuvainen 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. Vanhat pidempikestoiset hankkeet eivät ole pystyneet hintojen nousuja täysin huomioimaan ja energian hinta on pysynyt korkeana. Yleisesti projektiliiketoiminnassa hinta on sovittu osalle materiaaleille jo etukäteen, mutta hankintoja tehdään paljon myös projektien edetessä. Tällöin lukkoon lyödyt urakkahinnat usein ovat ongelmallisia ja voivat heikentää projektin kannattavuutta merkittävästi (urakkatyypistä riippuen). Nykyisin sopimuksissa usein kuitenkin on jonkinlainen indeksikorotus kustannusten nousua varten. Kreate onkin sanonut, että vuodelle 2023 vaikutuksia kustannusinflaatiosta ei enää odoteta, kun pitkäkestoisten hankkeiden vaikutus poistuu.

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.

Kokonaisuudessaan vuonna 2021 bruttoinvestoinnit olivat 5,6 MEUR euroa (2020: 5,1 MEUR), joka on noin 2 % liikevaihdon tasosta. Näemme tämän tason olevan jatkossa myös investointien taso pois lukien kerralla tulevat isommat investointierät. Vuonna 2021 yhtiö investoi kaluston lisäksi Tuusulan varastohalliin ja toimitilojen muutostöihin, mikä nosti investointeja.

Nettokäyttöpääoma on yhtiöllä ollut viime vuodet negatiivisena tai nollan tasolla, mikä on hyvä asia yhtiön pääoman hallinnan kannalta. Projektien käyttöpääoman hallinta on yhtiön toiminnan keskiössä. Näemme, että nettokäyttöpääomalla on myös jatkossa edellytykset olla negatiivinen tai ainakin lähellä nollan tasoa yhtiön historiaan ja tavoitteisiin peilaten, vaikka tänä vuonna Q3:een mennessä tilanne onkin ollut myös poikkeusoloista johtuen hieman erilainen, kun isoihin hankkeisiin on sitoutunut pääomia.

Hyvä kassavirta sekä negatiivinen käyttöpääoma

ovat pitäneet yhtiön rahoitus- ja taseaseman hyvänä historiassa. Nettovelka/käyttökate-luku oli vuoden 2021 lopussa 1,5x-tasolla, mikä on mielestämme varsin kohtuullinen luku kasvavalle yritykselle infrarakentamisen toimialalla. Nyt vuoden 2022 Q3:n lopussa luku onkin noussut yli 3x-tasolle, vaikka yhtiöllä tavoitteena on pitää luku alle 2x-tasolla. Kuluvan vuoden yritysosto, investoinnit ja rahoituksen uudelleenjärjestely sekä viime vuosia heikompi tulos ovat kasvattaneet tunnuslukua, mutta näemme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet laskea luku jälleen tavoitetasolle lähitulevaisuudessa.

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

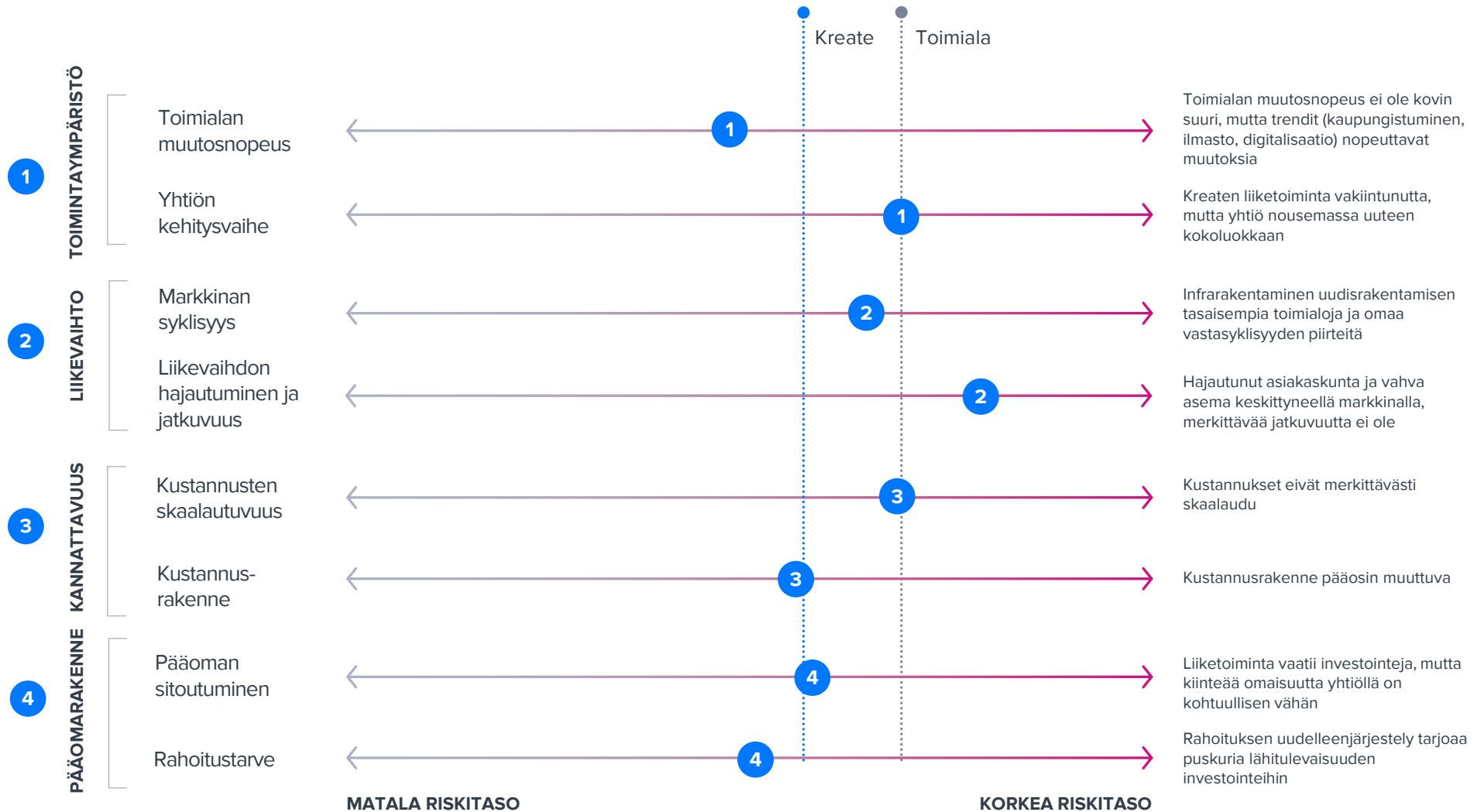
Kreaten kustannuksissa on kohtuullisen paljon joustavuutta. Suurin osa kustannuksista on muuttuvia ja kiinteänä kuluna on oikeastaan vain konsernin tehtävät. Muut kustannukset syntyvät

projekteille. Isossa osassa kustannuksia ovat materiaalit ja palvelut, joiden suhde liikevaihtoon oli vuonna 2021 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 2021 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 ja hyvä operatiivinen kehitys. Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa liiketoiminnan sykliisyys, projektiliiketoiminnan riskit, kustannusvaihteluille altis liiketoiminta, jatkuva ylläpitoinvestointien tarve, riippuvuus yhdestä toimialasta ja riippuvuus yhdestä markkinasta.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia 1/2

Strategia nojaa yhtiön vahvaan osaamiseen

Kreaten tavoitteena on olla yksi Suomen johtavista vaativien infrarakentamisen projektien toteuttajista. Kreaten 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. Vaativimpien 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 vesiväylien työt vaativat erikoisosaamista.

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

3. Yritysostot strategian tukemiseksi. Yritysostot ovat myös yksi tapa laajentua ja vahvistaa osaamista. Kreate on historiassa toteuttanut yritysostoja onnistuneesti ja teki myös vuonna 2022 yritysoston Ruotsissa. Emme kuitenkaan näe yritysostoja ensisijaisena kasvustrategiana yhtiöllä, sillä yhtiö on onnistunut siinä myös orgaanisesti varsin hyvin. Oikean hinnan ja oikean osaamisen osuessa kohdalle on mielestämme kuitenkin hyvä, että yhtiöllä löytyy tähän tahtoa. Yritysjärjestelyt nähdään ensisijaisesti keinona laajentaa ja täydentää Kreaten 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. Kreaten mukaan yhtiö pyrkii jatkuvasti parantamaan operatiivista tehokkuuttaan esimerkiksi tekemällä vuosittain toimintaohjelman, jossa se tunnistaa tulevan vuoden keskeiset alueet toiminnan tehostamisen kehittämiseksi.

Yhtiön operatiivinen suoritus on tällä hetkellä hyvää, vaikka parannettavaa vuoden 2022 ennustetusta tulostasosta on selkeästi tehtävä. Kannattavuus on kuitenkin ollut jo hyvin lähellä (tai jopa yli) yhtiön taloudellista tavoitetasoa (EBITA-% yli 5 %). Volyymien nousulla, pienellä tehokkuudella ja markkinahaasteiden väistymisellä kannattavuus arviomme mukaan 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.

Strategia 2/2

Kreaten laajentuminen Ruotsiin käynnissä

Kreaten ruotsalainen tytäryhtiö Kreate Infra Sverige AB osti syyskuussa (2022) ruotsalaisen vaativaan maanalaiseen infrarakentamiseen erikoistuneen Bror Bergentreprenad AB:n (BBEAB). Yrityskaupalla Kreate saa strategiansa mukaisen Ruotsiin laajentumisen hyvin liikkeelle.

Ostettu yritys BBEAB on erikoistunut monipuoliseen ja erikoisosaamista vaativaan maanalaiseen infrarakentamiseen Ruotsissa. Yhtiössä työskentelee noin 50 henkilöä ja yhtiön arvioitu liikevaihto 31.8.2022 päättyneeltä tilikaudelta oli noin 12 MEUR ja käyttökate yli 10 % liikevaihdosta.

Kreaten jo hyvään kannattavuuteen nähden ostettava yhtiö kannattaa todella hyvin. Kreaten viime vuoden käyttökatemarginaali oli 6 % ja Q3:een mennessä tänä vuonna 5,2 %. Siinä mielessä yritysosto tuo vahvistusta yhtiön suhteelliseen kannattavuuteen.

Tiedotteen mukaan BBEAB:n liikevaihto on myös kasvanut kahden vuoden takaisesta tilikaudesta yli 20 %:n vuosivauhtia, jonka aikana se on säilyttänyt myös hyvän kannattavuustasonsa. Kasvava ja kannattava yritys uudelta markkinalta antaa hyvän lähtökohdan laajentumiseen Ruotsissa.

Hyvin kannattava ja kasvava yhtiö isoilta markkinoilta ei kuitenkaan heijastanut liikaa mielestämme hinnassa. BBEAB:n koko osakekannan kauppahinta oli 70 miljoonaa Ruotsin kruunua sekä myyjälle siirtyvä 25 %:n

osuus Kreate Infra Sverige AB:n osakekannasta. Kreaten Ruotsin tytäryhtiö on keväällä perustettu, joten sen koko tai arvo Kreatelle ei vielä ole merkittävän suuri. Pelkästään käteishinnalla arvioituna kauppahinta vastaa 0,5x EV/Liikevaihtokerrointa ja 5,4x EV/EBITDA-kerrointa, joten hinta ei mielestämme ole kannattavalle ja kasvavalle liiketoiminnalla ollenkaan korkea.

Liikevaihtokerroin oli kaupan aikaan Kreaten verrokkien tasolla, mutta Kreaten ja Kreaten verrokkien sen aikaiseen noin 7x EV/EBITDA-kertoimeen nähden kauppa vaikuttaa halvemmalta. Pieni koko ja listaamattomuus näkyy näin hinnassa, mutta kokonaisuudessaan pidämme käteishintaa kohtuullisen maltillisena.

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	Kreaten tavoitteena on jakaa vähintään puolet Kreaten vuosittaisesta nettotuloksesta osinkoina, ottaen huomioon Kreaten taloudellisen aseman, rahavirrat sekä kasvumahdollisuudet

Inderesin kommentti:

Liikevaihdon kasvutavoite vaatii noin 8 %:n vuotuista liikevaihdon kasvuvauhtia vuoden 2021 tasosta. Tavoite on mahdollinen (2017-2021: +13 % CAGR-%), mutta markkinaepävarmuudet mielestämme jarruttavat orgaanista kehitystä lähivuosina. Tavoitteen saavuttamista avittaa yritysostot.

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

Velkaantumistavoite on mielestämme maltillinen ottaen huomioon, että optimaalinen taso liiketoimintamallille voisi olla korkeampikin. Se antaa kuitenkin 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. Viime vuonna tehty listautuminen tukee Kreation strategiaa kasvaa sekä orgaanisesti että valikoidusti myös yritysostojen avulla. Yhtiö on kasvanut viime vuodet vahvasti ja kannattavuus on pysynyt hyvällä tasolla, mikä vahvistaa luottoa tavoitteisiin. Rakentamisen markkina on tosin ollut viime vuodet vahvassa vedossa, joten hidastumista on oletettavasti lähivuosien aikana odotettavissa.

Yhtiöllä ja alalla on yleisesti alhainen kannattavuus, mutta Kreate on pystynyt pitämään kannattavuutensa lähihistoriassa hyvällä tasolla (2017-2021 EBITA-% ka.: 4,4 %). Tarkoituksena Kreatella on nostaa kannattavuus yli 5 %:n tason, joka parantaisi tuloskasvumahdollisuuksia.

Liiketoiminta tuottaa kohtuullisen alhaisesta kannattavuudesta huolimatta hyvin tuottoa pääomille. Kreation viimeisen neljän vuoden sijoitetun pääoman tuotto-% on ollut keskimäärin 18 %. Oman pääoman tuotto on samalla ajanjaksolla ollut jopa 23 %. Molemmat luvut ovat rakennusalaan nähden 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 hyvällä tasolla lähihistoriassa. Nyt markkinahaasteet kurittavat kannattavuutta, mutta taso on vielä alaan nähden hyvällä tasolla.

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 ja kasvua on tukenut hyvä suhdanne. Talouden mahdollisesti sakatessa, kustannuspaineiden jatkuessa (raaka-aineet, palkat) ja kysynnän tasaantuessa, kannattavuuteen voi tulla vielä selkeämpiä tasokorjauksia lähivuosina. Vuosi 2022 voi olla tästä näin vain esimakua.

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

Yritysostojen integraation epäonnistuminen.

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

Kansainvälinen laajentuminen. Ruotsiin laajentuminen yritysoston kautta sisältää yllämainittujen riskien lisäksi maakohtaisten erojen vaikutukset ja usein poikkeavan kilpailuasetelman.

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

Sijoitusprofiili

1.

Vahva kasvuhakuisuus orgaanisesti ja yritysostoin

2.

Erikoisosaaminen vaativassa infrassa tukee kilpailukykyä markkinalla

3.

Liiketoimintamalli mahdollistaa hyvät pääoman tuotot

4.

Isot projektit, kasvuvaihe ja suhdanteen kuumentuminen lisäävät riskitasoa

5.

Taseasema mahdollistaa edellytykset 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 tuottopotentiaalin 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

Toimiala ja markkina 1/3

Trendit tukevat markkinan vakaan kasvun jatkoa

Infrarakentamisen markkina on kasvanut tasaisesti viimeisen 20 vuoden ajan. Infrarakentamisen markkina Suomessa oli rakennusteollisuus RT:n keräämien tietojen mukaan noin 7 miljardia euroa 39 miljardin euron kokonaismarkkinasta. Kreaten liiketoimintojen (nykyisten ja potentiaalisten) osuus tästä on noin 4 miljardia euroa, mikä luo Kreatelle varaa kasvaa.

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.

Kaupungistumisen odotetaan jatkuvan ja Suomen viiden suurimman kaupungin väestön arvioidaan Tilastokeskuksen väestöennusteen mukaan kasvavan yhteensä 14 % vuosien 2021-2040 välillä. Kaupungistuminen kasvattaa tarvetta parantaa kaupunkien eri alueiden välisiä yhteyksiä, kuten väyliä ja siltoja. Lisäksi kaupungistumisen myötä infrahankkeiden vaatavuustaso kasvaa, kun esimerkiksi kaupunkeja rakennetaan yhä tiiviimmin ja korkeammalle.

Korjausvelan kasvu tukee myös infran kysyntää. Suomessa infrastruktuuriin liittyvän korjausvelan on arvioitu olevan noin 6 miljardia euroa Rakennusomaisuuden tila -raportin mukaan. Tämä johtaa siihen, että tulevaisuudessa on iso tarve korjata siltoja, teitä, katuja ja ratoja sekä viemäristä.

Elvytys ja tulevaisuuden investoinnit tukevat infraa

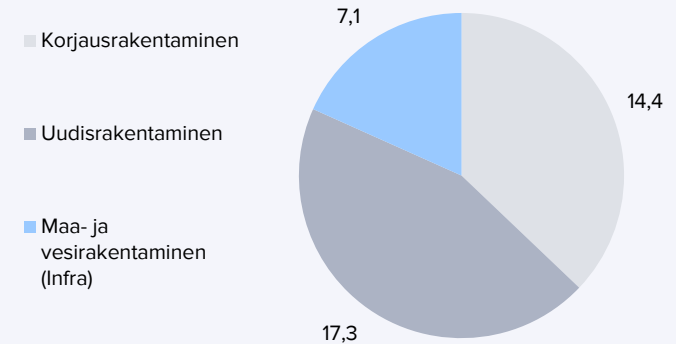
Suomen eduskunta hyväksyi vuoden 2021 huhtikuussa suunnitelman luoda valtakunnallinen järjestelmä Suomen liikenneverkostolle ja palveluille. Koko Suomen kattava liikennejärjestelmäsuunnitelma on suunnattu vuosille 2021–2032 ja suunnitelman mukaan väyläverkon kehittämiseen suunnattaisiin noin 500 MEUR vuosittain.

Suomen valtion budjettiesityksessä vuodelle 2023 määrärahat kuitenkin laskevat, mikä heikentää näkymiä perusinfrale. Väylien kunnostamisen rahoitus laskee noin 100 MEUR:lla 1293 MEUR:oon ja kehittämisinvestointien rahoitus noin 90 MEUR:lla 504 MEUR:oon. Kreaten osaaminen on kuitenkin vähemmän riippuvainen perusinfraan rahoituksesta, mutta myös vaativammat hankkeet ottanevat osumaa lyhyellä aikavälillä.

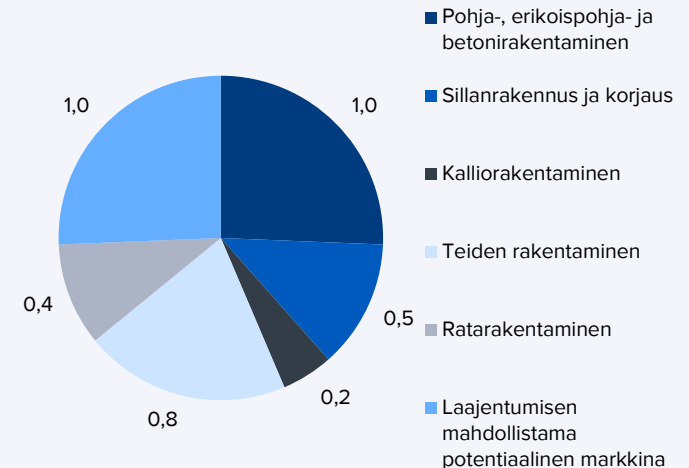
Kuntien taloudellinen tila ja julkiset elvytystoimet vaikuttavat myös infrarakentamisen investointeihin. Kuntien taloudellinen tila heikentyi koronan myötä, mutta toisaalta valtion elvytyksellä tilannetta pystyttiin tasapainottamaan. Myös EU:n koronaviruksen aikaisesta tukipaketista jaetaan tukea suoriin infrainvestointeihin, jotka liittyvät mm. kestäväan infrastruktuurin ja digitalisaation vahvistamiseen. Myös ilmasto-neutraaliuteen pääsemiseen allokoitujen varojen avulla voidaan 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.

Rakennusmarkkina: Yhteensä 39 mrd. euroa (2021)



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



Lähde: Inderes, Kreate, Rakennusteollisuus RT, Forecon
*kunnallistekniikka, tunnelit, kaivos, satamat, tuulivoimalat, vesivoima

Toimiala ja markkina 2/3

Infralla heikompia aikoja odotuksissa

Infrarakentamisen markkina on kasvanut Kreaten teettämän markkinatutkimuksen tietojen perusteella 2000-2020 noin 3,7 % vuosittain. Vuoden 2020 hyvän kasvuvuoden jälkeen markkina on kohdannut laskupaineita, mutta arviomme mukaan eri infra-alat ovat eri asemassa tällä hetkellä.

Rakennusteollisuus RT:n syksyisiä ennusteita peilaten odotuksissa on tälle vuodelle noin 2 %:n volyymien lasku seuraten vuoden 2021 arvioitua 1,5 %:n laskua. Liikevaihdot ovat kuitenkin monella infraan erikoistuneilla toimijoilla olleet viime vuoden lopusta ja alkuvuodesta vielä kasvussa korkeita tilauskantoja heijastellen. Osa kasvusta selittyy myös hintojen nousulla, mutta arviomme myös volyymien kasvaneen osalla

vauhdikkaammin kuin markkinaennusteet näyttävät kokonaisuudessaan. Loppuvuosi tosin on jo monelle heikompi, kuten Kreatellekin arvioimme.

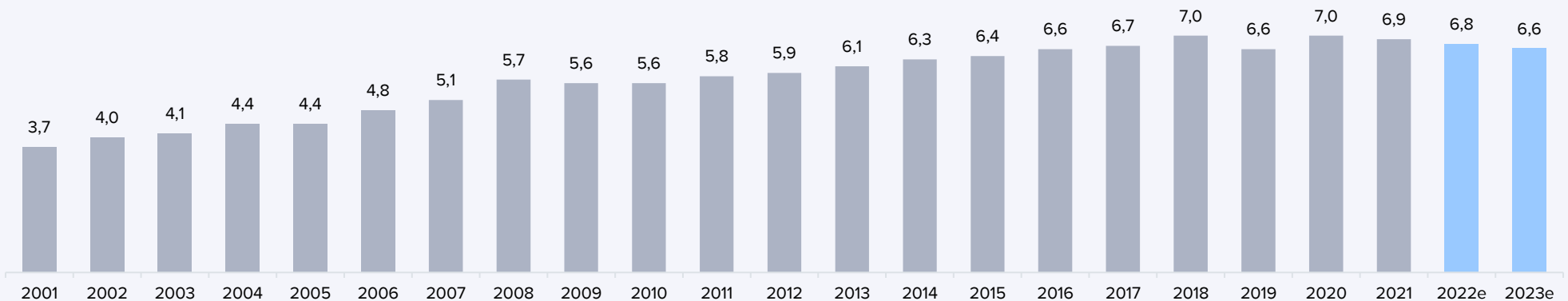
Vuodesta 2023 tulee RT:n ennusteen mukaan edelleen heikompi ja RT ennustaa volyymien laskevan 2 %:lla. Merkittävästä laskusta ei voi vielä puhua, mutta ennusteen mukaan infralla olisi edessä kolmen vuoden volyymien laskuputki.

Infran suhdannenäkymää tukee tällä hetkellä valtion, teollisuuden ja kuntien investoinnit, mutta etenkin yksityisen rakentamisen lasku (toimistot, asunnot) ja muuhun uudisrakentamiseen linkittyvän perusinfran näkymät ovat selvästi heikommat tällä hetkellä. Kreaten osuus perusinfrasta on kuitenkin vähäistä ja yhtiö keskittyy vaativiin infra-aloihin sekä hankkeisiin.

Kreaten näkymät viestivät markkinan vakaantumisesta vahvemman ajanjakson jälkeen. Rata-, silta- ja erikoispohjarakentamisen markkinassa tarjoustoiminta on pysynyt hyvällä tasolla ja myös teollisten investointien edistäminen lisää aktiviteettia.

Kreaten osaaminen on tukenut yhtiötä myös teknisesti haastavien ja erikoisosaamista vaativien hankkeiden kilpailutilanteissa. Alkuvuonna käynnistettyjen hankkeiden suuri määrä on pitänyt rakentamisen volyymin kasvussa, mutta loppuvuonna volyymit maltillistuvat arviomme ja yhtiön ohjeistuksenkin suuntaviivojen perusteella. Vahva tilauskanta kuitenkin tukee näkymiä.

Infrarakentamisen markkina ja ennuste, mrd.euroa



Toimiala ja markkina 3/3

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 vuosien 2017-2021 aikana kasvanut 13 %:n vuosivauhtia, kun kilpailijat* ovat keskimäärin kasvaneet 7 %:n vauhtia. Markkinalla kasvua ovat selkeimmin saaneet aikaan toimijat, joilla on vahvempi ja laajempi tarjoama infrarakentamisen osalta ja ovat selkeämmin erikoistuneet infrarakentamiseen. 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.

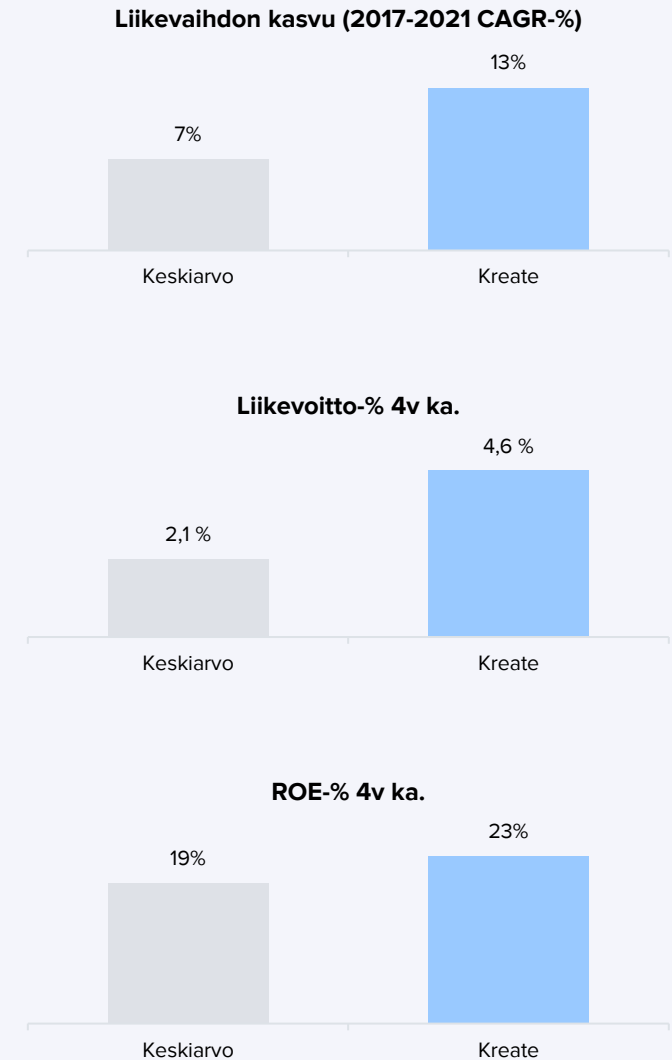
Alalla on yleisesti matala kannattavuus urakointiliiketoiminnan luonteen ja riskitason (matalan pääoman sitovuus) vuoksi. Lisäksi useasti vuositasoinen vaihtelu kannattavuudessa ovat isoja ja kestävästi tasaista kannattavuuteen vain harva tuntuu pystyvän. Lyhyen historiansa aikana Krateen kannattavuus on kuitenkin pysynyt suhteellisen tasaisena noin 4-5 %:n tasolla. Kilpailijoihin nähden yhtiön viimeisen neljän vuoden liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin noin 4,6 %, kun se kilpailijoilla on ollut noin 2,1 %. 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 pääoman tuotot ovat hyvät. Krateen neljän viime vuoden keskimääräinen oman pääoman tuotto on ollut noin 23 %. Sijoitetun pääoman tuottokin on ollut noin 18 %.

Luvut ovat hyviä jo koko pörssin tasolla, mutta myös isoimmat kilpailijat ovat pärjänneet kohtuu hyvin. Kilpailijoiden keskimääräinen oman pääoman tuotto on viimeisen neljän vuoden aikana ollut noin 19 %. Luvussa on vertailtu konsernilukuja infraliiketoiminnan sijaan, mikä voi hieman heikentää vertailtavuutta, kun toimijoilla on muutakin rakentamista. Tämä huomioiden Krateen tuottoluvut ovat oikein hyvällä tasolla.

Krateen suoritus vs. kilpailijat*



Taloudellinen tilanne

Taloudellinen asema on hyvä

Kreaten taloudellinen asema on hiljattaisen 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 35 % nousten hieman korkeammalle yhtiön listautumisen myötä. Yhtiön seuraama velkaantuneisuus-tunnusluku on nettovelkojen suhde käyttökatteeseen. Tunnusluku on vuodesta 2019 alkaen ollut keskimäärin 1,7x-tasolla, mikä on alle yhtiön 2x-tavoitetason. Liiketoiminnalle ominaisesti velkavivun vahvempikin käyttö on mahdollista, joka on heijastunut tänä vuonna yhtiön lukuihin, kuten aiemmin kerroimme.

Yhtiön liiketoimintamalli tuottaa hyvin kassavirtaa, minkä vuoksi osinkojen ja investointien yhdistelmä tulorahoituksella on mahdollista. Kassavirrassa kuitenkin näkyvä kausivaihtelu. Alkuvuoden kvartaaleilla kassavirta on tyypillisesti heikompaa kuin loppuvuonna, kun hankkeita valmistuu ja isoja maksueriä tulee maksuun, kuten seuraavan sivun kuvioista näette. Vuoden 2021 lopussa ja nyt vuoden 2022 aikana käyttöpääomaa on tosin sitoutunut aikaisempaa enemmän, kun merkittäviä hankkeita on lähtenyt käyntiin ja kasvu on vahvistunut. Se näkyy myös kassavirran heikentymisenä.

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.

Kreaten taseasema hyvällä tasolla yhtiön strategian toteutusta varten

Tarkastelemme tasetta vuoden 2021 lopussa, sillä se antaa paremman kuvan kuin kesken vuoden tehty tarkastelu. Taseen loppusumma oli 2021 lopussa noin 107 MEUR, josta liikearvoa oli 36 MEUR. Se vastasi näin 34 % taseen loppusummasta. Liikearvoa kertyy taseeseen yritysostoista eikä sitä IFRS-standardin mukaisesti poisteta. Yrityskauppojen myötä syntynyttä muuta aineetonta omaisuutta kuitenkin poistetaan, minkä vuoksi EBITA-lukua käytetään kannattavuuden mittaamisessa vertailtavuuden parantamiseksi. Merkittäviä aineettomien poistoja yritysostoista Kreatella ei kuitenkaan tässä vaiheessa ole, mutta ne voivat yritysostojen myötä kasvaa.

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

Toiseksi isoin erä varojen puolella oli vuoden 2021 lopussa saamiset noin 34 MEUR:n osuudellaan. Kolmanneksi esiin nousee aineelliset hyödykkeet (18 MEUR), josta suurin osa muodostuu yhtiön käyttämästä kalustosta. IFRS-16 käyttöoikeusomaisuuseriä oli taseessa noin 1

MEUR:lla. Sen lisäksi esiin nousee sijoitukset yhteisyrytyksiin (KFS Finland) noin 9 MEUR:lla.

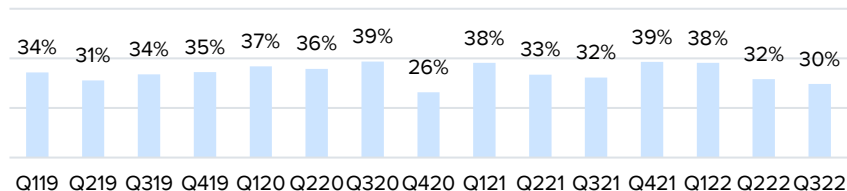
Kassassa yhtiöllä oli vuoden 2021 lopussa noin 6 MEUR, mikä on varsin riittävä määrä yhtiön liiketoiminnan terveeseen pyörittämiseen. Yhtiöllä oli vahva kassa jo ennen listautumista, mikä kertoo liiketoiminnan terveestä tilasta ja hyvästä kassavirrasta.

Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli noin 41 MEUR. Velkojen puolella pitkäaikaisesta velasta korotonta oli vuoden 2021 lopussa noin 1 MEUR ja noin 23 MEUR korollista. Suurin osa lainoista oli liiketoimintaan liittyviä (esim. rahalaitoslainoja) ja IFRS 16 -vuokravastuiden määrä yhtiöllä oli minimaalinen. Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli vuoden 2021 yhteensä noin 5 MEUR, josta suurin osa oli rahalaitoslainoja. Yhteensä korollista nettovelkaa yhtiöllä oli vuoden 2021 lopussa 21 MEUR ja tämän keskikorko ilman vuokravastuista oli 2,8 %. Lyhytaikainen koroton velka muodostuu lähinnä ostoveloloista (35 MEUR).

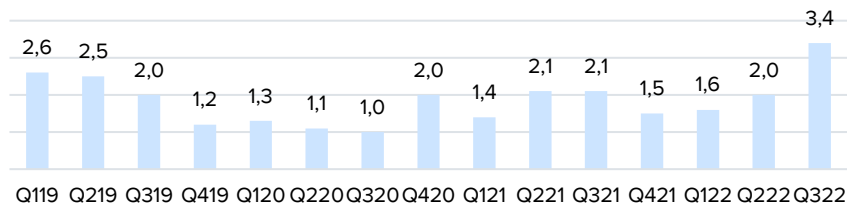
Vuoden 2022 aikaisista tapahtumista oleellisia ovat olleet rahoitusjärjestelyt, mitä yhtiö on solminut. Vuoden 2022 alussa solmittiin rahoitusjärjestely 50 MEUR:n yritystodistusohjelmasta ja heinäkuussa yhtiö solmi 52,5 MEUR:n luottolimiittisopimuksen. Järjestelyjä käytetään olemassa olevien lainojen uudelleenrahoittamiseen, yleisiin käyttöpääomatarpeisiin sekä liiketoiminnan kasvattamiseen. Tehtyjen muutoksien myötä yhtiön keskikorko tämän vuoden Q3:lla oli 2,8 %.

Taloudellinen tilanne

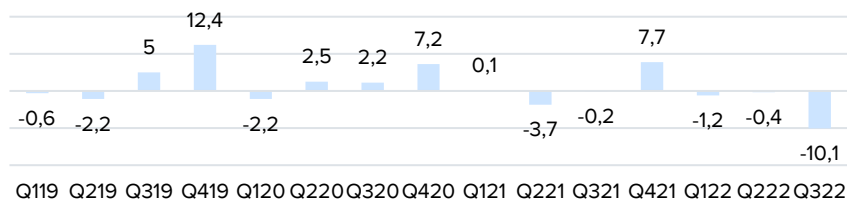
Omavaraisuusaste



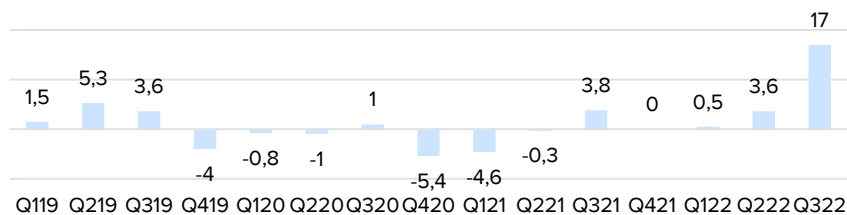
Nettovelka/käyttökate



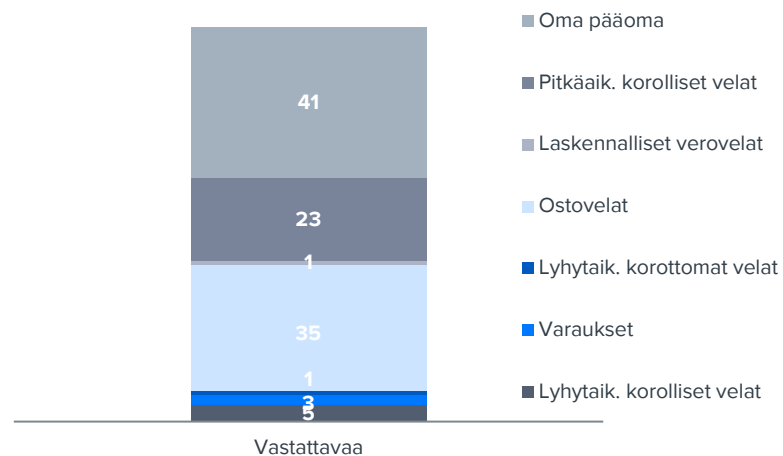
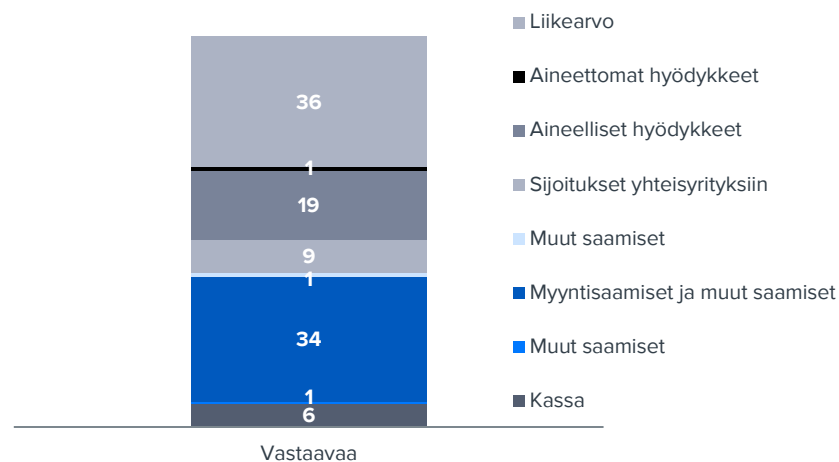
Operatiivinen vapaa kassavirta (MEUR)



Nettokäyttöpääoma (MEUR)



Taseasema 2021



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 arvioimme yhtiön tavoitteiden realistisuutta. Mahdollisia yritysostoja ei ole ennusteissamme mukana.

Vuonna 2022 markkinahaasteet kurittavat

Vuosi 2022 on mennyt Kreatella hieman odotuksiamme heikommin. Liikevaihto on ollut vahvassa kasvussa, mutta ennen Q3-tulosta laskettu tulosohjeistus lisäsi epävarmuutta lähivuosien tulostasoon. Yhtiö ohjeistaa nyt, että liikevaihto (2021: 237,6 MEUR) kasvaa vuoteen 2021 verrattuna ja tulee olemaan noin 250-260 MEUR. EBITA:n (2021: 10,5 MEUR) Kreate odottaa laskevan 8,5-9,5 MEUR:n tasolle.

Aikaisemmin Kreate odotti vielä kannattavuuteenkin kasvua, mutta ohjeistuksen laskuun ajoi odotuksia korkeammat kustannuspaineet (mm. energia, polttoaine) sekä aikaisemmin alkaneet pitkäkestoiset hankkeet, joissa kustannusvaikutuksia ei ole sidottu indeksiin. Kreate kuitenkin odottaa, että näillä tai yleisellä kustannusinflaatiolla ei olisi tulosvaikutusta enää vuonna 2023. Uudemmissa hankkeissa Kreate on paremmin pystynyt ottamaan huomioon kustannustason muutokset.

Lisäksi yhtiön syyskuussa julkaisema

laajentuminen nopeutetulla aikataululla sähkörata- ja turvalaiteliiketoimintaan aiheuttaa kertaluonteisia kustannuksia vuodelle 2022, mikä myös vaikutti ohjeistukseen. Tämä kuitenkin mahdollistaa liiketoiminta-alueen kasvusuunnitelmien toteutumisen tehokkaammin lähivuosina.

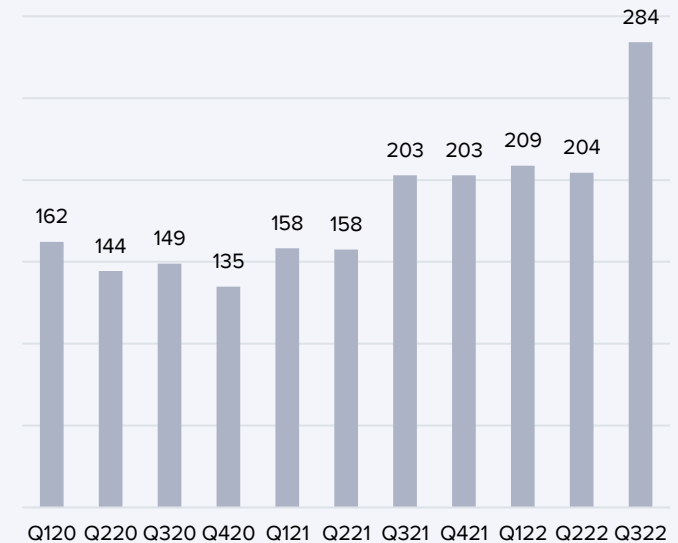
Arviomme mukaan ohjeistuksen keskipohdan kuvaama kannattavuustaso (2022e EBITA-%: 3,5 %) ei ole tässä markkinatilanteessa kuitenkaan huono suoritus. Kannattavuus säilyykin yleisesti alaan nähden hyvällä tasolla.

Liikevaihto kasvussa

Yhtiön liikevaihto on kolmen kvartaalin jälkeen selvässä kasvussa, mutta ohjeistus ennakoii liikevaihdon laskevan jo loppuvuonna. Ennustammekin viimeisellä kvartaalilla liikevaihdon olevan jo selvässä laskussa vahvaan vertailukauteen nähden. Arvioimme, että osaltaan hankkeiden käynnistäminen tai eteenpäin vieminen on vaikeutunut markkinahaasteiden vuoksi, mikä on voinut hidastaa liikevaihdon kehitystä ja tätä kautta johtaa myös odotuksia heikompaan kannattavuuteen.

Vaikka liikevaihto kääntyykin laskuun loppuvuonna, lupaa tilauskannan kehitys hyvää tulevaisuuden kasvua ajatellen. Tilauskanta oli Q3:n lopussa ennätystasolla noin 284 MEUR:ssa, kun se vertailukauden lopussa oli 203 MEUR. Tämä on lähes 40 %:n kasvu edellisvuoteen nähden.

Tilauskanta vahvassa kasvussa



Liikevaihto kvartaaleittain (MEUR)



Ennusteet 2/3

Vahvaa tilauskantaa tukee yhtiön juuri solmima siltahanke. Q4:llä käynnistyvä 120 MEUR:n arvoinen Mt 180 Kirjalansalmen ja Hessundinsalmen siltojen uusimishankkeen toteutusvaihe vaikuttaa jo vuoden 2022 liikevaihtoon. Kyseessä on kuitenkin pitkäkestoinen hanke (2022-2026), jonka vaikutukset jakautuvat monelle vuodelle. Lisäksi yhtiö solmi Keskon kanssa mittavasta maanrakennusurakasta Q4:llä, jonka yhtiö sanoi kasvattavan tilauskantaa merkittävästi. Loppuvuonna tilauskannassa on arviomme mukaan kuitenkin myös laskupaineita, kun hankkeita valmistuu.

Yleisesti Kreaten tilauskannan pituus vaihtelee lyhyistä projekteista (3kk) pidempiin (2-4v) hankkeisiin, joten selkeästi tietyille vuodelle kuuluvaa tilauskantaa on vaikea hahmottaa. Laskelmiemme ja Kreaten aikaisempien arvioiden mukaan viimeisien vuosien aikana Kreate on tuottanut tilikauden aikana keskimäärin noin 105 MEUR liikevaihtoa tilikauden alussa olleen tilauskannan lisäksi (2018-2021).

Näemme suhteen muuttuvan lähitulevaisuudessa hieman, kun yhtiön hankkeiden kestot hieman kasvavat (Kruunusillat ja Kirjalansalmi & Hessundinsalmi). Todennäköisesti tilauskannasta realisoituu suhteellisesti hieman vähemmän vuodelle, mutta sen lisäksi tuleva absoluuttinen liikevaihto hieman kasvaa, kun tilauskannan kokokin kasvaa.

Ennustamme koko vuodelle 2022, että Kreaten liikevaihto nousee 6 %:lla noin 255 MEUR:oon (2021: 238 MEUR). Näemme, että liikevaihto laskee loppuvuonna jo yli 10 %:n vauhtia, mutta

alkuvuoden vahvempi jakso pitää koko vuoden liikevaihtotason vertailukauden yläpuolella.

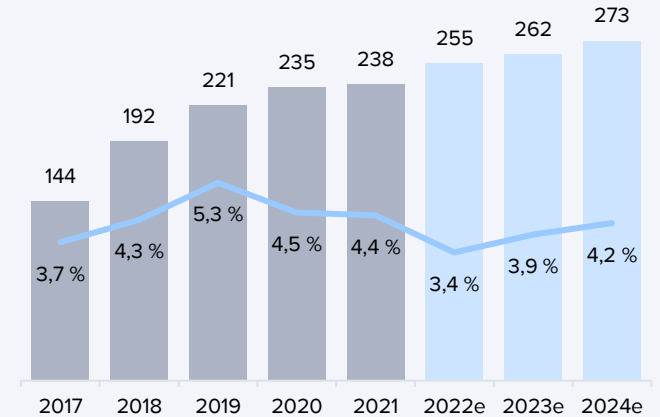
Kannattavuuden odotamme laskevan selvemmin vertailukaudesta kustannuspaineiden ja vanhojen hankkeiden painolastin vetämänä. Ennustamme koko vuonna EBITA-liikevoiton olevan 8,7 MEUR:ssa (2021: 10,5 MEUR) ja marginaalin 3,4 % (2021: 4,4 %). EBITA ja liikevoitto (EBIT) ovat yhtiöllä hyvin lähellä toisiaan, sillä yritysostoihin liittyvät aineettomien poistot ovat pienet tällä hetkellä.

Alarivillä rahoituskulut laskevat vertailukauden kertaluonteisten kulujen vuoksi. Ennusteissamme oikaistu osakekohtainen tulos laskee kuitenkin laskee 0,63 euroon (2021: 0,90 euroa). Osingon ennustamme olevan 0,25 eurossa osakkeelta (2021: 0,45 euroa). Ennustammekin osingon laskevan vertailukaudesta tärkeiden kasvuinvestointien ja heikomman tuloksen vuoksi. Yhtiö on kuitenkin kasvuvaiheessa eikä osingon priorisointi mielestämme ole relevanttia vielä tässä vaiheessa.

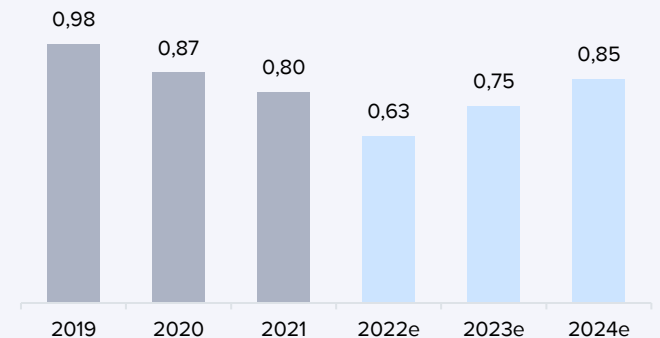
Vuonna 2023 kasvu hidastuu

Vuonna 2023 näemme liikevaihdon kasvavan hieman (+3 %) noin 262 MEUR:oon. Putkessa on hyviä hankkeita ja markkinanäkymä on vielä vakaa, mutta taloudellisen tilanteen epävarmuus vähentää investointeja ensi vuoteen. Odotammekin vuoden 2023 alussa liikevaihdon vielä laskevan, mutta lähtevän nousuun loppuvuonna. Kasvua tukee yhtiön tekemä pieni yritysosto Ruotsissa, mutta yhtiö oli alle 5 % Kreaten liikevaihdosta, joten merkittävää kasvua tällä ei saada. Ostettu yhtiö on kuitenkin ollut

Liikevaihto (MEUR) ja EBITA-%



Osakekohtainen tulos (raportoitu)



Lähde: Inderes
*Vertailukausien luvut osakeantioikaistu

Ennusteet 3/3

vahvassa kasvuvaiheessa ja siinä mielessä se arviomme mukaan lähtee asemaansa vielä kasvattamaan Ruotsin markkinassa. Lisäksi yhtiö on saanut tilauskantaan isoja hankkeita, joiden tulisi liikevaihdon kehitystä tukea. Siinä mielessä kasvuodotuksemme voi osoittautua liiankin matalaksi, jos loppuvuoden aikana tilauskanta pitää odotuksiamme paremmin pintansa. Vielä epävarman investointiympäristön ja sen jatkumisen vuoksi olemme vielä hieman kuitenkin varuillaan venyttämistä liiaksi ennusteitamme.

Odotamme isompaa parannusta tulokseen vuonna 2023, kun kasvuvaihe hieman rauhoittuu, investointien (uusi liiketoiminta ja rekrytoinnit) etupainotteiset kustannukset alkavat tuottamaan ja kustannuspaineet hellittävät. Myös vanhojen hankkeiden negatiivisten vaikutuksien tulisi loppua, sillä ne on otettu huomioon jo vuoden 2022 tuloksessa. Kulupuolella ennustamme parannusta juuri materiaalit ja palvelut puolelta. Henkilöstökuluissa näemme nousupainetta kasvun kanssa ja liiketoiminnan muiden kulujen suhteen hieman tehostuvan skaalan kasvaessa.

Kokonaisuutena odotamme vuonna 2023 EBITA:n nousevan noin 20 %:lla 10,2 MEUR:oon ja marginaalin nousevan 3,9 %:iin. Vuosina 2019-2020 yhtiö ylsi keskimäärin noin 4,9 %:n kannattavuuteen, joten parannus ei vaadi yhtiöltä ihmetekoja. Ylemmän rivin tuloskasvu myös nostaa osakekohtaisen tuloksen kasvuun ennusteissamme 0,75 euroon (2022e: 0,63 euroa).

Vuonna 2024 kohti tavoitteita

Vuonna 2024 Kreate tavoittelee 300 MEUR:n

liikevaihtotasoa, johon yhtiöllä on mielestämme mahdollisuudet ylittää. Ennustamme kuitenkin liikevaihdon jäävän tästä ja asettuvan vuonna 2024 noin 273 MEUR:oon. Emme nojaa Kreaten tavoitteisiin myöskään kannattavuuden (EBITA-%: yli 5 %) osalta, mutta odotamme EBITA-marginaalin parantuvan tehokkuuden nousun myötä vuonna 2024 noin 4,2 %:iin.

Olemme vielä pidemmän aikavälin suhteen maltillisia yhtiön lyhyen historian, isojen hankkeiden sisältämien riskitekijöiden, markkinan vedon jatkumisen ja taloudellisen tilanteen luoman epävarmuuden myötä. Muutamilla tai jopa yksittäisellä yritysostolla tavoitetason saavuttaminen helpottuisi merkittävästi, mutta mahdollisten yritysostojen ajoituksien 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 1,5 %:iin. Näemme yhtiön inframarkkinan kasvun olevan hyvällä tasolla myös pitkällä aikavälillä suotuisten megatrendien myötä.

Kreaten 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 kannattavuuden

odotuksemme kuitenkin vielä maltillisina noin 4,0 %:ssa. Jäämme odottamaan vielä yhtiöltä kestävämpiä näyttöjä kannattavuuden tasosta.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	221	235	38,3	53,0	70,6	75,8	238	50,4	67,0	73,4	64,1	255	262	273	280
Käyttökate	14,9	14,0	1,7	3,3	5,1	4,1	14,2	2,1	3,5	4,2	3,4	13,2	14,4	16,0	16,6
Poistot ja arvonalennukset	-3,4	-3,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-3,9	-1,1	-1,1	-1,3	-1,2	-4,7	-4,5	-4,7	-4,7
EBITA (oik.)	11,6	10,5	0,9	2,5	4,1	3,1	10,5	1,1	2,4	3,0	2,3	8,7	10,2	11,5	12,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,5	10,4	0,8	2,4	4,1	3,0	10,3	1,0	2,4	2,9	2,2	8,5	10,0	11,2	12,0
Liikevoitto	11,5	10,4	0,8	2,4	4,1	3,0	10,3	1,0	2,4	2,9	2,2	8,5	10,0	11,2	12,0
Nettorahoituskulut	-1,2	-1,1	-1,2	-0,3	-0,2	-0,4	-2,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,6
Tulos ennen veroja	10,3	9,3	-0,4	2,1	3,9	2,7	8,2	0,7	2,1	2,4	1,7	6,9	8,4	9,5	10,4
Verot	-1,6	-1,5	0,1	-0,3	-0,8	-0,3	-1,3	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-1,2	-1,7	-1,9	-2,1
Nettotulos	8,7	7,8	-0,3	1,8	3,1	2,4	6,9	0,6	1,7	2,0	1,4	5,7	6,7	7,6	8,3
EPS (oikaistu)	0,98	0,87	0,07	0,20	0,35	0,28	0,90	0,07	0,18	0,22	0,15	0,63	0,75	0,85	0,92
EPS (raportoitu)	0,98	0,87	-0,04	0,20	0,35	0,28	0,80	0,07	0,18	0,22	0,15	0,63	0,75	0,85	0,92

Tunnusluvut	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	14,9 %	6,4 %					1,0 %	31,8 %	26,5 %	4,0 %	-15,4 %	7,3 %	2,8 %	4,1 %	2,5 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%		-9,5 %					0,1 %	23,6 %	-4,0 %	-27,5 %	-25,6 %	-17,1 %	17,2 %	12,3 %	6,3 %
Oikaistu EBITA-%	5,3 %	4,5 %	2,3 %	4,7 %	5,8 %	4,1 %	4,4 %	2,2 %	3,6 %	4,0 %	3,6 %	3,4 %	3,9 %	4,2 %	4,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,2 %	4,4 %	2,2 %	4,6 %	5,8 %	4,0 %	4,4 %	2,1 %	3,5 %	4,0 %	3,4 %	3,3 %	3,8 %	4,1 %	4,3 %
Nettotulos-%	3,9 %	3,3 %	-0,8 %	3,4 %	4,4 %	3,2 %	2,9 %	1,3 %	2,5 %	2,7 %	2,1 %	2,2 %	2,6 %	2,8 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Vertailukausien luvut osakeantioikaistu

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	62,7	65,5	66,4	67,4	68,2
Liikearvo	35,6	35,6	35,6	35,6	35,6
Aineettomat hyödykkeet	1,0	0,9	0,8	0,6	0,5
Käyttöomaisuus	17,2	19,0	20,1	21,4	22,4
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	8,4	8,9	9,3	9,3	9,3
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,7	0,2	0,1	0,0
Vaihtuvat vastaavat	38,6	41,1	64,9	67,4	67,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6
Myyntisaamiset	30,4	34,2	45,9	39,3	38,2
Likvidit varat	8,1	6,3	18,4	27,5	28,7
Taseen loppusumma	101	107	131	135	136

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	26,6	41,1	42,8	47,3	51,8
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	18,3	21,3	23,0	27,5	32,0
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	8,3	19,7	19,7	19,7	19,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	32,6	26,3	34,4	33,5	33,3
Laskennalliset verovelat	0,8	1,1	0,8	0,9	0,7
Varaukset	1,5	2,6	2,6	2,6	2,6
Lainat rahoituslaitoksilta	30,4	22,6	31,0	30,0	30,0
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	42,1	39,2	54,0	54,1	50,6
Lainat rahoituslaitoksilta	5,6	4,6	16,0	15,0	10,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	35,8	34,5	37,0	38,1	39,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,7	0,1	1,0	1,0	1,0
Taseen loppusumma	101	107	131	135	136

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen perusteet

Hinnoittelimme Kreatea ensisijaisesti tulospohjaisten 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. Tasepohjainen (P/B) ei ole kevyen taserakenteen vuoksi mielestämme kovinkaan relevantti, mutta tulosneutraaleista kertoimista liikevaihtopohjainen (EV/S) arvostus voi toimia mielestämme hyvänä arvostustukena.

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 nyt vuoden 2022 aikana laskeneet merkittävästi.

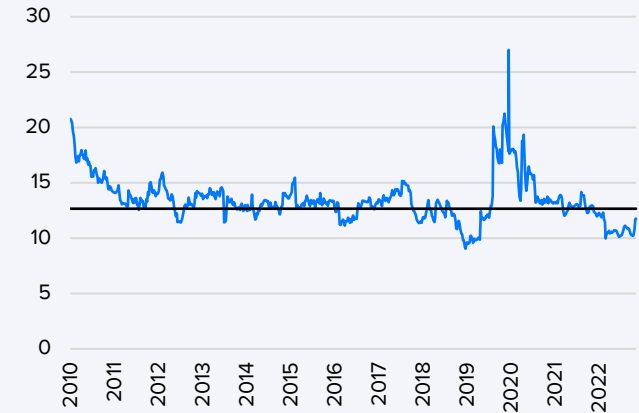
Vuodesta 2010 lähtien eteenpäin katsova (Forward) EV/EBIT-kerroin on ollut noin 13x ja P/E-

kerroin noin 13x. Matalat korot ja sijoitusvaihtoehtojen puute on osaltaan nostanut myös rakennusyhtiöille hyväksytyjä kertoimia. Korokojen ollessa nyt korkeammalla ja tuottovaatimuksien noustessa on myös alan kertoimet laskeneet selvästi. Pitkän aikavälin keskiarvo antaa kuitenkin mielestämme vielä hyvän kuvan neutraalista arvostuksesta, vaikka olemmekin vuoden aikana laskeneet hieman hyväksyttävää arvostusta. Syklisenä alana tunnettu rakentaminen ei ole nyt kaikista houkuttelevin pääomien kohde sijoittajilla, mutta toisaalta reunamarkkinana pohjoismaissa moni hyväkin yhtiö voi joutua markkinapaineen vuoksi liiankin suuren alennusmyynnin kohteeksi.

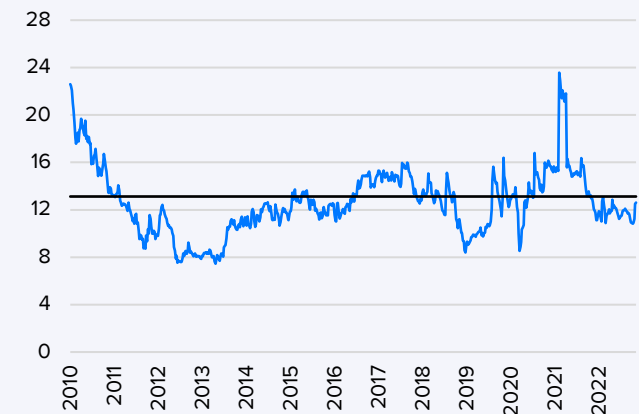
Mielestämme historiallinen taso (13x) toimii molemmissa kertoimissa hyvänä lähtökohtana Kreatelle arvostusta pohdittaessa. Hyväksyttävä arvostushaarukkamme Kreatelle on edelleen: P/E 12-14x ja EV/EBIT: 12-14x. Kreate toimii vastasyklisellä alalla ja yhtiö on todistetusti pystynyt tekemään vahvaa pääoman tuottoa sekä kasvanut markkinoita nopeammin historiassa. Yhtiöllä on kuitenkin vielä todistettavaa nuoren pörssihistoriansa vuoksi, jotta sitä voisi hinnoitella selkeästi muita rakentajia korkeammalle.

Kertoimissa voi olla nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu jatkamaan kasvuaan historiallisesti samalla pitäen kannattavuutensa kestävästi odotuksiamme paremmalla tasolla. Kertoimet tosin myös voivat nopeasti laskea tulostason jäädessä odotuksista. Tuottovaatimuksien nousun ja yleisen laskeneen arvostustason myötä nojaamme haarukkamme alalaitaan tässä vaiheessa.

Sektorin FW EV/EBIT



Sektorin FW P/E



Arvonmääritys 2/4

Absoluuttiset kertoimet

Seuraamme Kreatessa jo tarkemmin vuoden 2023 arvostustasoa, vaikka myös vuoden 2022 tulostaso antaa mielestämme kohtuullisen hyvin tukea tällä arvostuksella. Vuosi 2022 alkaa kuitenkin olla jo loppusuoralla ja markkinat seuraavat jo seuraavia vuosia.

Kreaten arvostus on mielestämme lähivuosille maltillinen. Vuonna 2022 arvostus (22e: oik. EV/EBIT 13x, oik. P/E: 14) on hyväksymämme arvostushaarukan alarajan yläpuolella eikä tarjoaisi siihen nähden nousuvaraa. Tuloskasvun johdosta vuoden 2023 arvostus (23e: oik. EV/EBIT 10x, oik. P/E: 12) laskee kuitenkin jo houkuttelevalle tasolle. Vuoden 2023 ennusteisiin ja hyväksymämme arvostushaarukan alarajaan (EV/EBIT: 12x, P/E: 12x) nojaten, osakkeessa olisi noin 15 %:n nousuvara.

Volyympipohjainen EV/Liikevaihto on verrattain alhaisella tasolla, vaikka kovin korkeaa arvostusta tämän perusteella on vaikea perustella. Yhtiön suomalaiset verokkiyhtiöt on kuitenkin arvostettu 2010-luvulla noin 0,6x-tasolla, joka toimii mielestämme kohtuu hyvänä tukitasona myös Kreatelle. Tällä hetkellä 0,4x tasolla olevassa arvostuksessa olisi myös tämän perusteella nousuvaraa. Käytämme EV/Liikevaihto-kerrointa lähinnä kuitenkin tukena muulle arvonmääritykselle.

Ennusteillamme osinko pysyy maltillisena lähivuodet ollen noin 40-50 % tuloksesta. Osinko ei ole mielestämme vielä merkittävin ajuri osakkeelle, mutta se tarjoaa pientä tukea tuotto-odotukselle. Lähivuosien ajan osinkotuotto on kohtuullinen ollen noin 3-4 %:n tasolla. Jatkossa

liiketoiminnan stabiloituessa korkeammalle tasolle ja kiivaimman kasvuvaiheen ollessa ohi, yhtiöstä voi kuitenkin odottaa tulevan kohtuullisen hyvä osingonmaksaja, mitä yhtiö myös omilla tavoitteissaan on korostanut.

Verrokkiryhmä

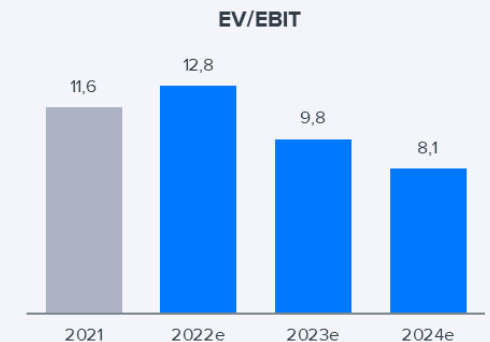
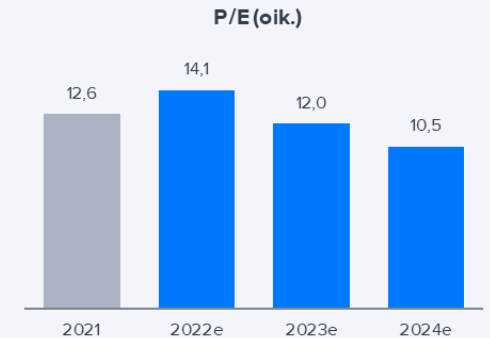
Kreatelle on saatavilla kohtuu hyvä verrokkiryhmä toimialan pohjoismaisista listatuista yhtiöistä. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat suomalaiset rakennusyhtiöt samaisen markkinan myötä sekä myös pohjoismaiset infraan keskittyneet yhtiöt. Listalla on kuitenkin myös isompia pohjoismaisia toimijoita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

Verrokkien arvostustaso vuoteen 2023 katsoessa on mielestämme alhainen. 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 absoluuttisessa arvostuksessa.

Verrokkiryhmästä näkee, että tasaisesti tulosta tekevillä yhtiöillä arvostustasot eivät merkittävästi vaihtelee vuosittain, mutta rakennusalalle tyypillisesti osalla yhtiöistä tulostasot voivat olla joko liian hyviä tai liian huonoja lähivuosina. Tämän vuoksi kaikkien arvostustasoon ei voi suoraan nojata. Myös liiketoimintamixit ovat isolla osalla joukosta erilaisia Kreateen verrattuna ja sisältävät jossain määrin enemmän riskiäkin (enemmän syklistä rakentamista).

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,92	8,92	8,92
Markkina-arvo	80	80	80
Yritysarvo (EV)	109	98	91
P/E (oik.)	14,1	12,0	10,5
P/B	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	8,2	6,8	5,7
EV/EBIT (oik.)	12,8	9,8	8,1
Osinko/tulos (%)	39,7 %	47,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,9 %	4,8 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

Verrokkiryhmän vuoden 2023e mediaani P/E-kerroin on noin 10x, kun vastaava EV/EBIT-kerroin on noin 9x. Vuodelle 2023 Kreate on arvostettu näillä mittareilla noin 15 % yli verrokkien tason, mutta erot eri verrokkien arvostuksissa on tällä hetkellä suuria.

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 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 15 %:n preemio yhtiön arvostuksessa antaisi laskuvaraa perustellen myös hieman tarkistettua tavoitehintaamme.

DCF-arvonmääritys

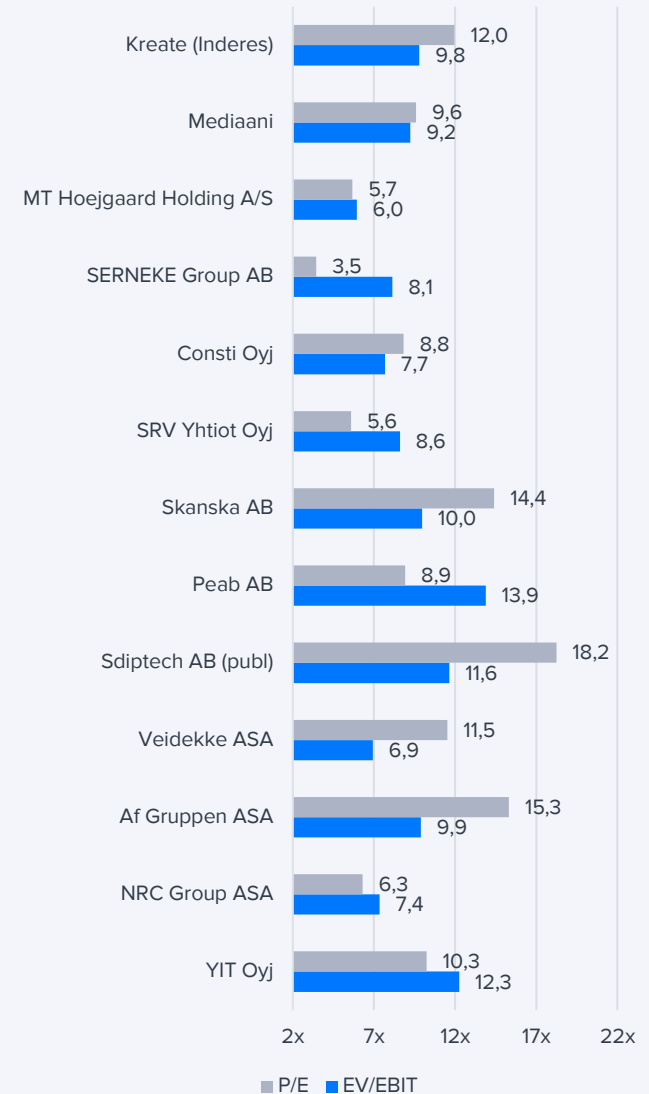
Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden, jonka vuoksi sen paino arvonmäärityksessä on vielä matala. Se toimii vielä tässä vaiheessa enemmänkin arvostuksen tukityökaluna. DCF-

mallimme mukainen osakkeen arvo on 11,7 euroa kohtuullisen maltillisilla odotuksilla.

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 tavoitetason, mutta odotamme vielä enemmän näyttöjä kestävästä kannattavuudesta.

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on noin 50 % korostaen isoimman arvon jakautuvan terminaaliiin. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,7 % ja oman pääoman kustannus on 10,6 %. Mielestämme tuottovaatimustasossa ei ole merkittävästi laskuvaraa lyhyellä aikavälillä. Tasaisuuden ja suhdannekestävyyden parantuessa, voi se kuitenkin vielä laskea. Näkisimme kuitenkin, että DCF-arvon nousun olisi tultava ennemmin yhtiön kassavirtojen parantumisen kautta.

Verrokkiryhmä 2023e



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 olisi myös noin 15 MEUR. Hyväksyttävänä arvostuksena olemme käyttäneet haarukkamme (12x) alatasoa, josta yritysarvoksi vuonna 2024 muodostuisi noin 180 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 140 MEUR. Osakkeen arvo olisi tällöin nykyisillä osakemäärillä vuoden 2024 lopussa noin 16 euroa.

Nykykurssilla osakkeen nousuvara skenaarion arvoon nähden on jopa 90 %. Vuotuiseksi tuotoksi vuoteen 2024 asti muodostuisi yli 30 %. Tämän lisäksi mukaan on laskettava vielä vuotuiset osingot. Tavoitteiden näin toteutuessa onnistuneesti, on yhtiössä selvästi nousuvaraa.

Tavoitehinta ja suositus

Laskemme Kreaten suosituksen lisää-tasolle (aik. osta) ja tarkistaen tavoitehintamme 10,5 euroon (aik. 11,0 euroa). Tavoitehintamme laskee hieman

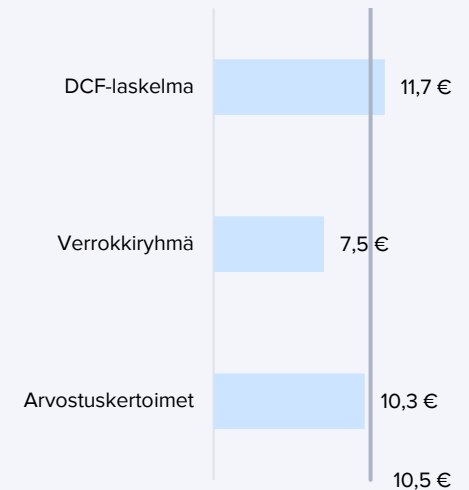
marginaalisten ennustemuutoksien laskiessa arvostuskertoimien heijastelemaa arvoa. Lisäksi osakekurssi on jo noussut alhaisimmilta tasoiltaan, mikä myös puoltaa suosituksen laskua pykälällä. Käytämme arvonmäärityksessä pääosin hyväksytyjä arvostuskertoimia ja pienemmällä painolla verrokkiryhmää sekä DCF-laskelmaa.

Kreaten osakkeessa on mielestämme nousuvaraa eikä yhtiön potentiaalia hinnoitella täysin nykyiseen kurssiin. Yhtiö suorituskyky on ollut viime vuodet hyvällä tasolla, mikä yhdessä vahvan tilauskannan myötä lisää luottamusta ennusteisiimme. Markkinatilanne on kuitenkin epävarma, joka lisää riskejä osakkeen ympärillä nousseiden tuottovaatimuksien kanssa. Osake ei myöskään saa tukitasoja arvostuskertoimista, mikäli tuloskehitys olisi odotuksiamme heikompaa. Näin ollen Kreaten tuotto/riski-suhde puoltaa mielestämme nyt hieman maltillisempaa positiivista näkemystä.

Vuoden 2024 tavoitteiden mukainen skenaario

Tulostaso (MEUR)	
Liikevaihto 2024e	300
EBITA	15
EBIT	15
Hyväksytty arvostustaso	
EV/EBIT	12
Osakkeiden arvo (MEUR)	
Yritysarvo 2024e	178
Nettovelka 2024e (2 x EBITDA)	40
Markkina-arvo 2024e	138
Osakkeen arvo 2024e (euroa)	15,9

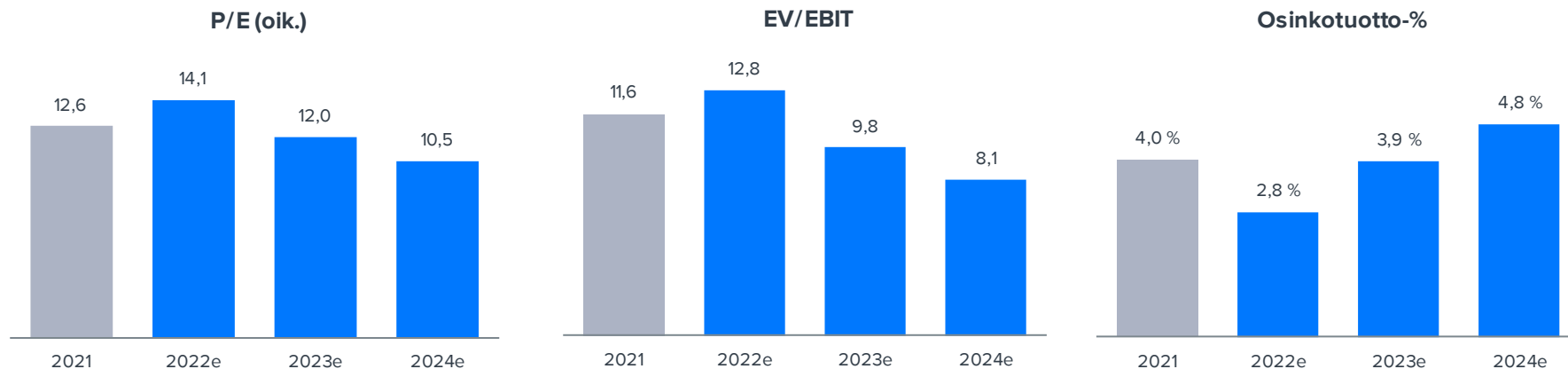
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi					11,4	8,92	8,92	8,92	8,92
Markkina-arvo					99	80	80	80	80
Yritysarvo (EV)					120	109	98	91	88
P/E (oik.)					12,6	14,1	12,0	10,5	9,7
P/B					2,4	1,9	1,7	1,5	1,4
EV/Liikevaihto					0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)					8,4	8,2	6,8	5,7	5,3
EV/EBIT (oik.)					11,6	12,8	9,8	8,1	7,4
Osinko/tulos (%)					56,4 %	39,7 %	47,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%					4,0 %	2,8 %	3,9 %	4,8 %	5,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
YIT Oyj	571	1327	13,0	12,3	9,8	9,5	0,5	0,5	9,7	10,3	6,2	6,5	0,7
NRC Group ASA	109	204	13,3	7,4	5,9	4,4	0,3	0,3	15,8	6,3	3,2	5,7	0,4
Af Gruppen ASA	1457	1555	11,3	9,9	8,2	7,4	0,5	0,5	16,8	15,3	73,5	73,5	5,7
Veidekke ASA	1160	942	6,8	6,9	4,2	4,2	0,3	0,3	12,4	11,5	8,1	8,4	4,0
Sdiptech AB (publ)	745	745	13,7	11,6	10,0	9,1	2,4	2,1	21,3	18,2			3,0
Peab AB	1678	3245	13,4	13,9	8,8	9,0	0,6	0,6	8,6	8,9	8,0	7,8	1,3
Skanska AB	6926	5861	8,3	10,0	6,4	7,6	0,4	0,4	12,1	14,4	4,7	4,6	1,5
SRV Yhtiot Oyj	72	192		8,6		6,9	0,2	0,2		5,6		3,2	0,5
Consti Oyj	74	87	8,7	7,7	6,4	5,9	0,3	0,3	10,0	8,8	5,2	5,7	2,1
SERNEKE Group AB	71	187	16,4	8,1	12,0	6,8	0,2	0,2	4,4	3,5	5,5	7,4	0,3
MT Hoejgaard Holding A/S	158	233	7,4	6,0	4,6	3,8	0,2	0,2	7,3	5,7			1,5
Kreate (Inderes)	80	109	12,8	9,8	8,2	6,8	0,4	0,4	14,1	12,0	2,8	3,9	1,9
Keskiarvo			11,2	10,5	7,6	7,0	0,5	0,5	11,8	10,0	14,3	13,6	1,8
Mediaani			12,2	9,2	7,3	7,2	0,3	0,3	11,1	9,6	5,9	6,5	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			5 %	6 %	13 %	-6 %	40 %	20 %	28 %	25 %	-52 %	-39 %	35 %

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

DCF-laskelma

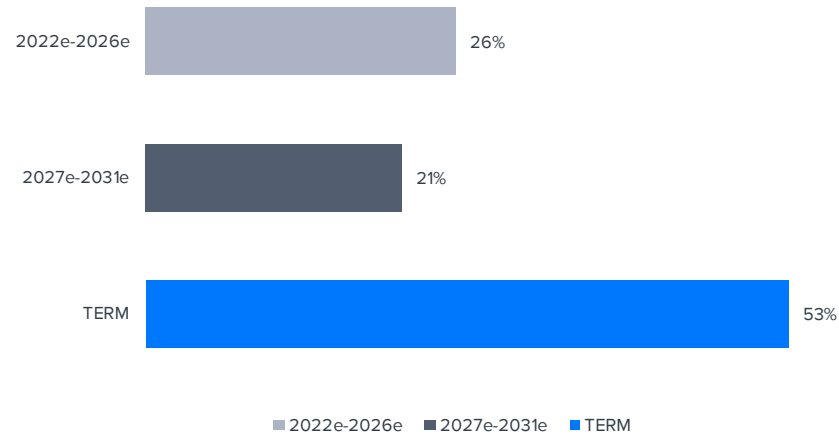
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	1,0 %	7,3 %	2,8 %	4,1 %	2,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	4,4 %	3,3 %	3,8 %	4,1 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,2 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	10,3	8,5	10,0	11,2	12,0	12,4	12,8	12,8	12,8	12,7	12,9	
+ Kokonaispoistot	3,9	4,7	4,5	4,7	4,7	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	
- Maksetut verot	-1,2	-1,0	-1,5	-2,0	-2,3	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-6,3	-8,2	7,6	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	6,4	3,6	20,2	16,3	14,1	14,8	15,3	15,4	15,5	15,5	15,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,9	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,3
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,7	-2,0	14,6	10,7	8,5	9,2	9,6	9,8	9,8	9,9	10,4	
+/- 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	1,7	-2,0	14,6	10,7	8,5	9,2	9,6	9,8	9,8	9,9	10,4	147
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,0	13,3	9,0	6,5	6,5	6,3	5,9	5,5	5,0	4,9	69,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		130	132	119	110	103	96,6	90,3	84,4	78,9	73,9	69,0
Velaton arvo DCF		130										
- Korolliset velat		-27,2										
+ Rahavarat		6,3										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-3,9										
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

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	235,3	237,6	254,9	262,1
Käyttökate	14,0	14,2	13,2	14,4
Liikevoitto	10,4	10,3	8,5	10,0
Voitto ennen veroja	9,3	8,2	6,9	8,4
Nettovoitto	7,8	6,9	5,7	6,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	101,3	106,6	131,3	134,9
Oma pääoma	26,6	41,1	42,8	47,3
Liikearvo	35,6	35,6	35,6	35,6
Nettovelat	27,9	20,9	28,6	17,5

Kassavirta	2020	2021	2022e	2023e
Käyttökate	14,0	14,2	13,2	14,4
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	-6,3	-8,2	7,6
Operatiivinen kassavirta	15,1	6,4	3,6	20,2
Investoinnit	-5,1	-5,9	-5,6	-5,6
Vapaa kassavirta	10,0	1,7	-2,0	14,6

Arvostuskertoimet	2020	2021	2022e	2023e
EV/Liikevaihto	0,1	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	2,0	8,4	8,2	6,8
EV/EBIT (oik.)	2,7	11,6	12,8	9,8
P/E (oik.)	0,0	12,6	14,1	12,0
P/B	0,0	2,4	1,9	1,7
Osinkotuotto-%		4,0 %	2,8 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022e	2023e
EPS (raportoitu)	0,87	0,80	0,63	0,75
EPS (oikaistu)	0,87	0,90	0,63	0,75
Operat. kassavirta / osake	1,70	0,74	0,41	2,25
Vapaa kassavirta / osake	1,13	0,19	-0,22	1,63
Omapääoma / osake	2,99	4,72	4,77	5,26
Osinko / osake	0,44	0,45	0,25	0,35

Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	6 %	1 %	7 %	3 %
Käyttökateen kasvu-%	-6 %	2 %	-7 %	9 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-10 %	0 %	-18 %	17 %
EPS oik. kasvu-%	-11 %	3 %	-30 %	18 %
Käyttökate-%	6,0 %	6,0 %	5,2 %	5,5 %
Oik. Liikevoitto-%	4,4 %	4,4 %	3,3 %	3,8 %
Liikevoitto-%	4,4 %	4,4 %	3,3 %	3,8 %
ROE-%	24,7 %	20,5 %	13,5 %	14,9 %
ROI-%	16,1 %	15,8 %	10,8 %	10,9 %
Omavaraisuusaste	26,3 %	38,6 %	32,6 %	35,1 %
Nettovelkaantumisaste	104,7 %	50,9 %	66,7 %	37,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa 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 €

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](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**