

GRK INFRA OYJ

28.05.2025 08.40 EEST



Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi



Kasper Mella
+358 45 6717 150
kasper.mella@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Arvonnousun infra on rakennettu

Aloitamme infrarakentaja GRK Infran seurannan lisää-suosituksella ja 13,00 euron tavoitehinnalla. Huhtikuussa listautunut GRK on mielestämme toimialansa priimuksia. Vaikka lyhyellä tähtäimellä tuloksen kasvattaminen Q1:n lopussa saavutetulta korkealta tasolta ei olekaan helppoa, osake on mielestämme turhan matalalle hinnoiteltu etenkin väkivahvan taseen huomioivilla EV-kertoimilla. Siten näemme osakkeen arvostuksen nousuvarasta ja osingosta muodostuvan tuotto-odotuksen houkuttelevana.

GRK on keskittynyt vaativaan infrarakentamiseen

GRK on vaativaan infrarakentamiseen keskittynyt yhtiö, jonka palvelut jakautuvat väylä- ja taitorakentamiseen (noin 75 % liikevaihdosta), rataliiketoimintaan (noin 23 %) sekä ympäristöpalveluihin (noin 2 %). GRK:n suurin toimintamaa on Suomi reilulla 50 %:n osuudella vuoden 2024 liikevaihdosta, mutta yhtiö on laajentunut viime vuosina myös Ruotsiin (vajaat 40 %) ja Viroon (noin 10 %). GRK:n liikevaihdosta noin kaksi kolmannesta tulee valtion ja kuntien kaltaisilta julkisen sektorin asiakkailta, kun taas noin kolmannes kertyy yksityisen sektorin investoinneista.

Julkisen sektorin suurehkon osuuden ja sen pääosin pitkällä tähtäimellä suunnitteleminen investointien takia infrarakentamisen kysyntä on melko vakaata ja osin jopa vastasyklistä. GRK:n toimintamaiden infrarakentamisen markkina on erittäin suuri suhteessa yhtiön kokoon ja sen odotetaan kasvavan noin 3 %:n vuosivauhtia. Markkinan kasvua ajavat vihreän siirtymän, kaupungistumisen, puolustus- ja kriittisen infran parannustarpeet sekä korjausvelan supistaminen. Infrarakentaminen on kaikissa GRK:n toimintamaissa hyvin hajanainen toimiala, jossa GRK kilpailee sekä paikallisten pelureiden, rakentamisen arvoketjussa laajemmin operoivien toimijoiden että kansainvälisten infrayhtiöiden kanssa. Mielestämme toimialalla on vaikea rakentaa selkeitä ja aikaa kestäviä kilpailuetuja, mutta GRK:n erittäin vahva taloudellinen track-record sekä kasvusta että

kannattavuudesta osoittavat mielestämme yhtiön kilpailukyvyyn olevan väkevä. Arviomme mukaan tämä johtuu osin osaavasta ja oikein motivoitusta henkilöstöstä, sillä yhtiö näyttää onnistuneen projektien aikataulujen, laadun ja kulujen hallinnassa harvinaisen hyvin.

Odotamme yhtiön saavuttavan tavoitteensa

GRK:n taloudellisia tavoitteita ovat yli 750 MEUR:n liikevaihto vuonna 2028, yli 6 %:n oikaistu liikevoittomarginaali ja alle 1,5x oleva nettovelan ja käyttökatteen suhde. Q1:n lopun rullaavilla luvuilla yhtiö on saavuttanut liikevaihdon ja marginaalin tavoitteensa, ja tase on listautumisannin jäljiltä reippaalla nettokassalla. GRK:n pitää tuki paikata viime vuosina numeroita tukenut ja luultavasti ensi vuonna loppuva Stegran jättiprojekti, mutta yhtiön tavoitteet näyttävät mielestämme silti maltillisilta. Odotamme GRK:n saavuttavan vuoden 2028 tavoitteensa, mikä tarkoittaisi maltillista kasvua ja tuloskasvua vuoden 2024 tasosta. Lyhyen tähtäimen tuloshuipuksi voi kuitenkin jäädä kuluva vuosi, jolloin odotamme yhtiön ylittävän ohjeistuksensa sekä liikevaihdon että tuloksen osalta erittäin vahvan Q1:n ja edelleen pulskan tilauskannan ajamana. Ennustemme ei sisällä yrityskauppoja, joita yhtiö voisi arviomme mukaan tehdä vahvan taseensa tulivoimalla etenkin Ruotsissa ja/tai uusissa infrarakentamisen segmenteissä kasvun vauhdittamiseksi.

Tuotto-odotus on hyvä kaikilla mittareilla tarkasteltuna

GRK:n oikaistut P/E-luvut vuosille 2025 ja 2026 ovat noin 11x ja 13x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 7x ja 8x. Kertoimet ovat mielestämme liiketoiminnan laatuun suhteutettuna matalat ja yhtiölle hyväksymäämme tasoa alemmat etenkin EV-pohjaisesti. Myös suhteellisesti EV-kertoimet ovat alhaiset. Siten kertoimien nousuvarasta ja noin 5 %:n osingosta muodostuva tuotto-odotus ylittää tuottovaatimuksemme melko selvästi. Odotamme aliarvostuksen purkautuvan uutisvirran ajamana (ml. ohjeistuksen nosto ja uudet tilaukset) seuraavan vuoden aikana. Myös DCF-malli puoltaa positiivista näkemystä osakkeesta.

Suositus

Lisää

(aik.)

Tavoitehinta:

13,00 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi:

10,95 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	728,4	778,3	735,5	734,7
kasvu-%	33 %	7 %	-5 %	0 %
EBIT oik.	45,6	50,5	44,1	42,3
EBIT-% oik.	6,3 %	6,5 %	6,0 %	5,8 %
Nettotulos	36,9	36,8	35,2	34,2
EPS (oik.)	0,93	0,97	0,86	0,83

P/E (oik.)	10,9	11,3	12,7	13,1
P/B	3,4	2,5	2,3	2,2
Osinkotuotto-%	2,0 %	4,6 %	5,0 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	7,0	6,5	7,5	7,7
EV/EBITDA	5,2	5,0	5,5	5,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,5	0,4

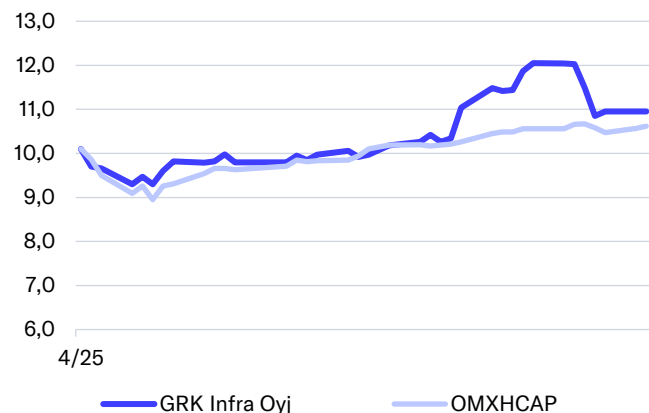
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

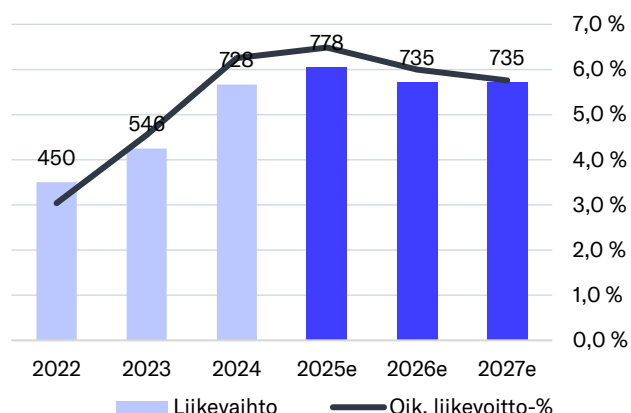
GRK arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2025 on 650–730 MEUR (vuonna 2024: 728,6 MEUR) ja oikaistu liikevoitto on 36–45 MEUR vuonna 2025 (vuonna 2024: 45,6 MEUR).

Osakekurssi



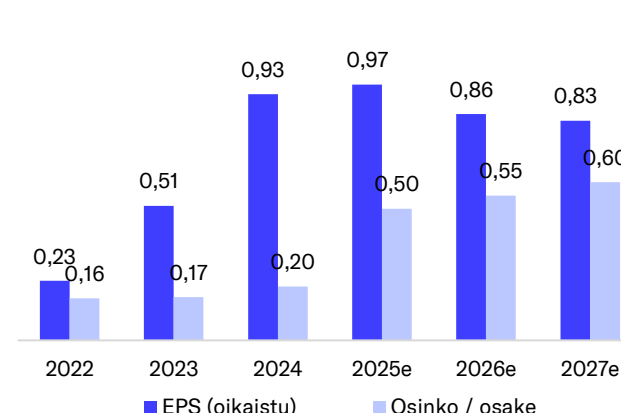
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu vahvuuksien turvin
- Epäorgaaninen laajentuminen Etelä-Ruotsiin ja infrarakentamisen uusiin segmentteihin
- Pääomakevyt liiketoimintamalli ja pehmeiden vahvuuksien mahdollistama toimialan kärkipään kannattavuus
- Julkisen sektorin ajama melko ennustettava ja osin vastasyklinen kysyntä

Riskitekijät

- Projekteihin liittyvät kannattavuusriskit
- Kilpailun kiristyminen
- Yksittäisten asiakkaiden ja projektien suuri painoarvo
- Suomessa käynnissä olevan kilpailunrajoitustutkinnan seuraamukset

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,0	11,0	11,0
Osakemäärä, milj. kpl	41,0	41,0	41,0
Markkina-arvo	449	449	449
Yritysarvo (EV)	329	333	324
P/E (oik.)	11,3	12,7	13,1
P/E	12,4	12,7	13,1
P/B	2,5	2,3	2,2
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,0	5,5	5,5
EV/EBIT (oik.)	6,5	7,5	7,7
Osinko/tulos (%)	56,6 %	64,0 %	71,9 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	5,0 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5–12
Liiketoiminnan riskiprofiili	13
Toimiala ja kilpailu	14–21
Strategia	22–24
Taloudellinen tilanne	25
Ennusteet	26–32
Arvonmäärittäminen	33–39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

GRK Infra lyhyesti

GRK on suomalainen vuonna 1983 perustettu infrarakentaja, joka suunnittelee, korjaa ja rakentaa teitä, väyliä, raiteita ja siltoja Suomessa, Ruotsissa ja Virossa. Ydinosaamiseen kuuluvat monipuolisten hankkeiden toteutus, projektinjohto sekä laaja-alainen rataosaaminen.

729 MEUR

Liikevaihto vuonna 2024

19,5 %

Liikevaihdon kasvu keskimäärin 2019–2024

45 MEUR

Liikevoitto vuonna 2024

4,6 %

Liikevoittomarginaali keskimäärin 2019–2024

23,6 %

Oman pääoman tuotto keskimäärin 2019–2024

~1100

Henkilöstö vuoden 2024 lopussa

NYKYINEN LIIKETOIMINTAMALLI SYNTYY (2010–2013)

Omistuspohja laajenee, ja uudet avainhenkilöt tulevat omistajiksi

Toiminta laajenee naapurimaihin, Ruotsiin perustetaan tytäryhtiö GRK Infra AB ja Viroon GRK Infra AS

Perustetaan Asfalttikallio Oy, jossa GRK on mukana vähemmistöomistajana

STRATEGIAN POHJATYÖT (2014–2018)

Uusi strategia lanseerataan ja rataliiketoiminta käynnistetään

Panostuksia orgaaniseen kasvuun

GRK ostaa Eltel Networks Oy:n rataliiketoiminnan ja Komsor Oy:n rautatieurakointiliiketoiminnan tukemaan rataliiketoiminnan kasvua

Tesi ja Ilmarinen sijoittavat GRK:oon

Asfalttikallion vähemmistöosuus myydään

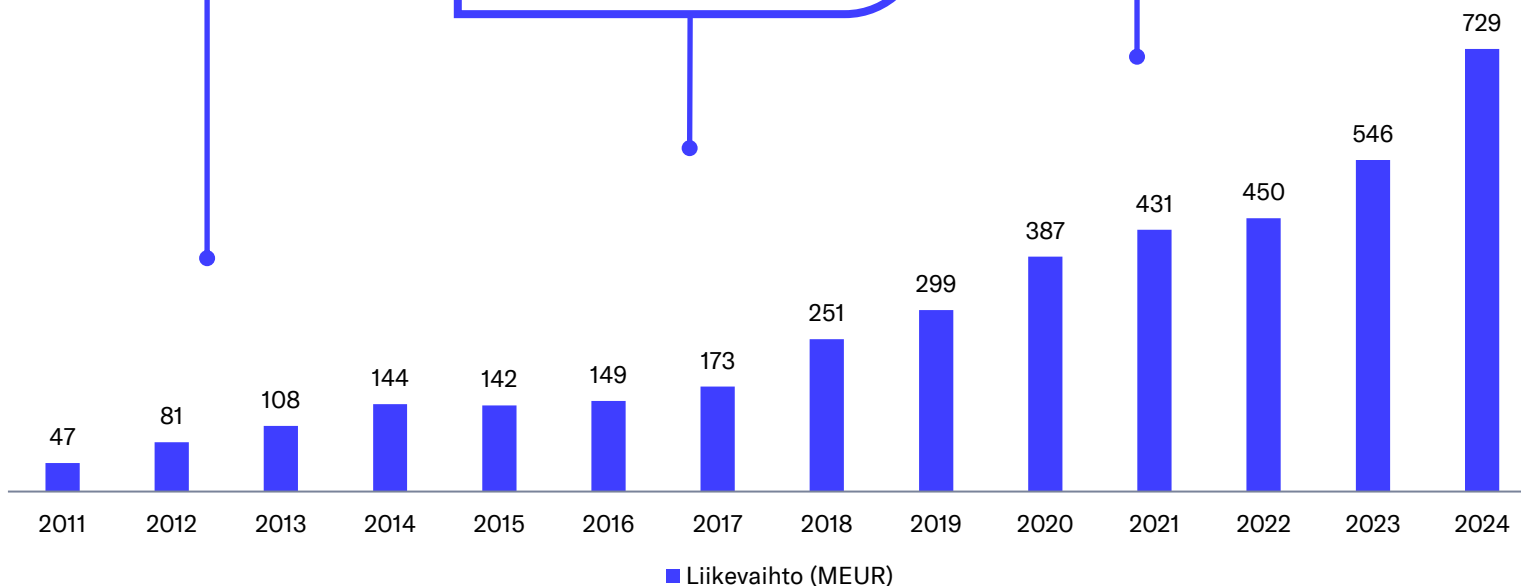
VOIMAKKAAN KASVUN AIKA (2019–2024)

Kasvua kaikilla markkinoilla Suomessa, Ruotsissa ja Virossa

Kaksi liiketoimintakauppaa toteutetaan päällystysliiketoiminnan kasvattamiseksi

GRK:n historian toistaiseksi suurin projekti – Stegra – alkaa vuonna 2023

Listautuminen vuoden 2025 alussa



Huom: ennen vuotta 2019 FAS-kirjanpidon mukaan, tämän jälkeen IFRS-standardien mukaan

Liiketoimintamalli 1/6

GRK Infra on suomalainen infrarakentamiseen keskittynyt yhtiö, joka toimii Suomen lisäksi Ruotsissa ja Virossa. GRK:n palveluvalikoima kattaa laajasti infrarakentamisen eri alueita, kuten väylärakentamisen, ratarakentamisen, taito- ja teollisuusrakentamisen sekä näihin liittyvän suunnittelun.

Yhtiön tärkein markkina-alue on Suomi, jonka hajautuneella markkinalla GRK on kolmanneksi suurin toimija noin 5 %:n markkinaosuudellaan. Virossa ja kasvustrategian kannalta keskeisessä Ruotsissa yhtiön markkinaosuudet ovat arviolta 1–3 %. Tärkein liiketoiminta-alue on taito- ja väylärakentaminen, joka muodostaa karkeasti kolme neljäsosaa GRK:n vuosiliikevaihdosta.

GRK:n on kasvanut viime vuosina ripeästi, selvästi infrarakentamisen kokonaismarkkinaa nopeammin. Vuonna 2024 yhtiön liikevaihto nousi 729 MEUR:oon (2020: 387 MEUR).

Liiketoiminta muodostuu projekteista

GRK:n liiketoiminta on luonteeltaan projektiliiketoimintaa, ja se koostuu vuosittain noin 300 eri kokoisesta projektista. Lukumäärältään valtaosa projekteista on pieniä noin 0–5 MEUR:n kokoisia projekteja, mutta selvästi suurin osa liikevaihdosta tulee yksittäisistä suuremmista hankkeista. Suurimmat projektit kestävät 2–4 vuotta, kun taas pienemmät tyypillisesti alle vuoden. Viime vuosien vahvassa liikevaihdon kehityksessä aiempaa suuremmat hankkeet ovat olleet projektimäärien kasvua suuremmassa roolissa. Arviomme mukaan eri kokoisten hankkeiden kannattavuuspotentiaaleissa ei ole merkittäviä eroja, mutta isompien projektien absoluuttisesti suuremman katepotentiaalin vastapainoksi niiden riskitkin ovat isommat.

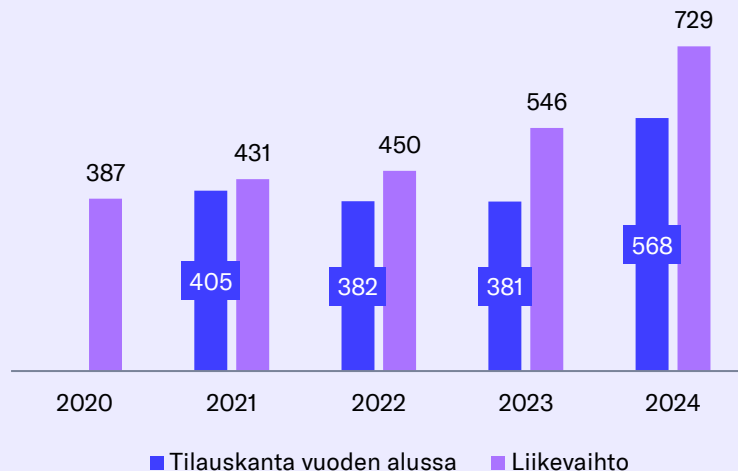
Tavanomaisena vuonna valtaosa GRK:n liikevaihdosta

muodostuu kiinteähintaisista hankkeista, joissa GRK toimii pääurakoitsijana. Näissä urakasta sovitaan etukäteen jokin hinta, ja mikäli toteutuneet kustannukset alittavat tai ylittävät GRK:n budjetin, jää voitto tai lasku yhtiölle. Joidenkin materiaalien osalta urakoita voidaan myös sitoa hintaindekseihin (erityisesti tietyt rakennusmateriaalit), mikä laskee kustannusten mahdollisen vaihtelun vaikutusta urakan kannattavuuteen. Kustannusriskiä lasketaan myös sopimalla kiinteitä ostohintoja projektien alussa sekä tavarantoimittajien että alihankkijoiden kanssa. Tämä toimii hyvin erityisesti lyhyemmissä projekteissa. Tyypillisesti urakat sisältävät myös urakkasopimuksen ulkopuolisia lisätoita, jotka hinnoitellaan erikseen.

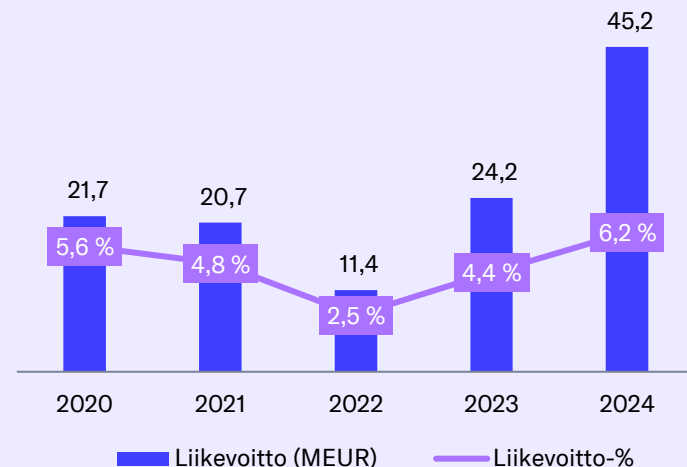
Projektiliiketoiminnan keskeiset riskit liittyvätkin juuri projektien hallintaan. Riskejä muodostavat kustannusriskit (ml. laatu) sekä aikataulujen pitävyyteen liittyvät riskit. Projektiliiketoiminnan riskien hallinta vaatii osaamista erityisesti projektinjohdosta, suunnittelusta sekä kustannuslaskennasta, sillä projektit hinnoitellaan aina tapauskohtaisesti. Alalla käytetään myös yhä enemmän yhteistyösopimuksia, joissa vastuita (kustannuksia) ja tavoitteita (voittoja) jaetaan osallistujien kesken (mm. allianssimallit). Nämä laskevat projekteihin liittyvää kannattavuusriskiä. GRK pystyy operoimaan laajasti erilaisissa yhteishankkeissa.

Viime vuosien tilastojen perusteella GRK:n osalta riskit ovat pysyneet hyvin kurissa, sillä vain noin 11 % vuosina 2022–2024 (sis. korkean inflaation jakso) Suomessa valmistuneista urakoista oli tappiollisia. Vastaavasti 74 % projekteista ylitti tavoitekatteen. Luultavasti ainakin osittain tästä johtuen myös konsernin kannattavuus on ollut toimialan keskimääräiseen tasoon suhteutettuna vahvaa. On toki hyvä huomioida, että virheet yksittäisessä suuressa

Liikevaihto ja tilauskanta (MEUR)



Liikevoiton kehitys



Liiketoimintamalli 2/6

projektissa voisivat vaikuttaa merkittävästikin tilikauden tulokseen näiden korkeasta liikevaihto-osuudesta johtuen.

Laajat infrarakentamisen palvelut

GRK:n liiketoiminta jakautuu taito- ja väylärakentamiseen, rataliiketoimintaan sekä ympäristöteknologiaan. Palvelut sisältävät muun muassa siltojen, teiden ja ratojen suunnittelua ja rakentamista, rataverkkojen ylläpitoa, erilaisia teollisuuden infrahankkeita sekä kiertotalouden palveluita, kuten jätteiden ja sivutuotteiden kierrätystä. Valtaosa GRK:n liiketoiminnasta tulee taito- ja väylärakentamisesta, kun taas ympäristöteknologian osuus on hyvin matala. Seuraavaksi esittelemme tarkemmin keskeisiä palvelualueita.

Taito- ja väylärakentaminen

Väylärakentaminen sisältää nykyisten väylien parantamista aina sorateistä moottoriteihin. GRK:n palvelut kattavat väylärakentamisen koko elinkaaren pohjarakenteista maisemointiin. Taitorakentaminen sisältää puolestaan laajasti erilaisia projekteja, kuten siltojen, patojen, vesihuollon putkistojen sekä teollisuuslaitosten rakentamista. Asiakkaita voivat olla sekä julkiset että yksityiset toimijat.

Taito- ja väylärakentamisen liiketoiminnassa GRK keskittyy erityisesti toteuttamaan vaativia projekteja, joihin liittyy monia teknisiä ulottuvuuksia. Esimerkiksi siltaprojektien vaativuutta lisäävät vesistöjen ylitykset ja kaupunkiympäristö sekä tekniset vaatimukset, kuten pituus, korkeus ja kantavuus.

Rataliiketoiminta

Rataliiketoiminnassa GRK:n osaamisaluetta ovat

rautateiden, metrolinjojen ja raitioteiden järjestelmät. GRK:n rataliiketoiminta sisältää suunnittelua, rakentamista sekä kunnossapitopalveluita. Näistä varsinainen rakentaminen muodostaa selvästi suurimman osan liiketoiminnasta. Rakennushankkeita tarjotaan kaikissa kohdemaissa, kun taas kunnossapitoa tarjotaan tällä hetkellä vain Suomessa ja myöhemmin myös Virossa.

Suunnittelupalveluissa GRK tuottaa suunnitelmia ratatekniikkaan, sähköistykseen, turvalaitteisiin ja rakenteisiin liittyen. Ratarakentamisen liiketoimintaan kuuluvat rautateihin, ratapihoihin, raitioteihin ja metrolinjoihin liittyvät rakennustyöt. GRK toteuttaa sekä uudis- että korjausrakennusprojekteja. Kunnossapitopalvelut keskittyvät ratojen ylläpitoon ja vauriokorjaukseen. Kunnossapitosopimukset ovat tyypillisesti kestoltaan 5–10 vuotisia.

Ympäristöteknologia

GRK:n ympäristöteknologia on segmenteistä selvästi pienin ja sisältää jätteiden ja teollisuuden sivutuotteiden kierrätystä ja käsittelyä GRK:n infrarakentamisen palveluille ja kolmansille osapuolille. Näin ollen liiketoiminta tukee materiaalien tehokasta hyödyntämistä sekä tarvittaessa loppusijoitustoimintaa rakentamisen ylijäämäainekselle ja teollisuuden sivuvirroille. GRK:lla on Suomessa yhteensä 14 ympäristöluvitettua vastaanottopaikkaa.

Materiaalien vastaanoton ja käsittelyn ohella ympäristöteknologian liiketoiminta tarjoaa liikuntapaikkojen, meluvallien ja parkkialueiden rakentamista, joiden toteutuksessa käytetään pääosin uusiomateriaaleja. Lisäksi GRK:lla on oma biohiilen ja pellettien tuotantolaitos, joiden tuotoksia hyödynnetään yhtiön omissa hankkeissa esimerkiksi maanparannusaineena tai myydään teollisille

Esimerkkejä GRK:n voittamista urakoista 2022–2024

Hanke ja kohdema	Liiketoiminta-alue	Projektin arvo
Stegra AB:n	Taito- ja väylärakentaminen	> 4 mrd. SEK
Rail Baltican urakat	Rataliiketoiminta	56 MEUR*
Fortumin tuotantolaitos	Taito- ja väylärakentaminen	6 MEUR
Hailuodon kiinteä yhteys	Taito- ja väylärakentaminen	95 MEUR
Viron rautateiden sähköistäminen	Rataliiketoiminta	79 MEUR
Lounais-Suomen ratojen kunnossapito	Rataliiketoiminta	55 MEUR
Valtatie 9:n parantaminen	Taito- ja väylärakentaminen	32 MEUR
Postipuiston maanrakennusurakka	Taito- ja väylärakentaminen	42 MEUR
Aurajoen ratasillan uusiminen	Rataliiketoiminta	26 MEUR

**Lisäksi kehitysvaiheessa olevan osuuden arvo arviolta 158–216 MEUR (ei sisälly tilauskantaan)*

Liiketoimintamalli 3/6

asiakkaille. Biohiilestä syntyviä hiilikrediittejä asiakkaat voivat käyttää omien hiilipäästöjensä kumoamiseen. Toiminnan ylösajossa on ollut haasteita, sillä vuoden 2024 helmikuussa syttynen tulipalon jäljiltä Utajärven biohiililaitoksen toiminta on ollut keskeytettynä.

Nähdäksemme oma tuotanto voi auttaa GRK:ta kilpailutuksissa, joissa päästövähennyksiin liittyvät mittarit ovat jo useassa tapauksessa nousseet kriteeristöön.

Julkiset asiakkaat muodostavat toiminnan selkärangan

Asiakasryhmistä julkinen sektori tuo suurimman osan GRK:n liikevaihdosta (2024: 62 %, 2023: 67 %), mikä luo vakautta yhtiön liiketoimintaan. Toisaalta julkisista hankkeista on yleisesti varsin kova ja hintavetoinen kilpailu, mikä voi madaltaa tuottopotentiaalia vakauden vastapainoksi. Julkiselta puolelta yhtiön asiakkaina ovat valtiot, kunnat ja muut julkiset toimijat (mm. Puolustusvoimat ja ELY-keskukset Suomessa, Trafikverket Ruotsissa sekä Transpordiamet ja Eesti Raudtee Virossa).

Toisen osan liikevaihdosta tuovat yksityiset asiakkaat, joihin lukeutuvat muun muassa rakennusyhtiöt, teollisten investointien tilaajat/rakennuttajat sekä muut suuret yritykset. Yksityisissä hankkeissa voi yleistäen sanoa olevan parempi projektikate, mutta myös riskit ovat usein korkeampia esimerkiksi sopimustyyppistä johtuen (ts. riskit pääosin urakoitsijalla). Kannattavuusero ei arviomme mukaan ole kuitenkaan merkittävä julkisen ja yksityisen sektorin myynnin välillä emmekä usko yhtiön painottavan tietoisesti kumpaakaan asiakassektoria.

Arviomme mukaan tätä suurempi vaikutus on kohdemarkkinalla, sillä Pohjois-Ruotsissa (Ruotsissa GRK keskittynyt toistaiseksi tänne) kilpailutilanne suurten hankkeiden osalta on varsin vähäistä, jolloin myös

kannattavuuspotentiaali on korkeampi. Huomattava osa GRK:n viime vuosien vahvasta kasvusta on tullut juuri yksityisistä hankkeista Ruotsissa, mikä osaltaan selittää kannattavuusloikkaa vuosina 2023-2024.

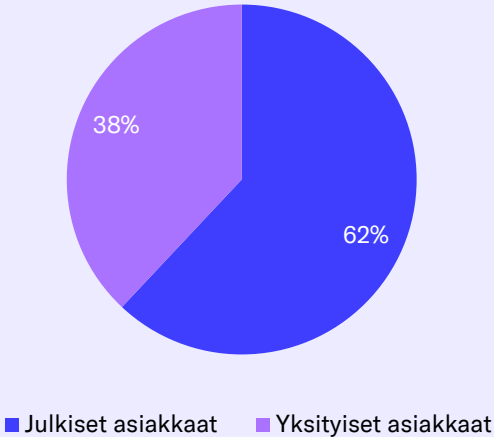
Liikevaihdosta suurin osa tulee toistaiseksi kuitenkin Suomesta, kun taas Viron osuus on selvästi matalin. Suomessa asiakkaat koostuvat pääosin julkisista toimijoista, kun taas Ruotsissa yksityisten hankkeiden osuus on huomattava. Liiketoiminta on myös melko keskittynyttä, sillä tilikaudella 2024 GRK:lla oli kaksi asiakasta, joiden osuus koko vuoden liikevaihdosta oli yli 10 %. Näin ollen voidaan päätellä, että vähintään 40 % liikevaihdosta tuli kahdelta asiakkaalta ja Stegran Ruotsin terästehdasprojektin osuus laskutuksesta oli 29 %. Tätä voidaan pitää hyvin korkeana, joskin projektiliiketoiminnassa suurimmat asiakkaat tyypillisesti vaihtuvat projektisyklin mukana.

Sykliisyys on muuta rakennusmarkkinaa maltillisempaa

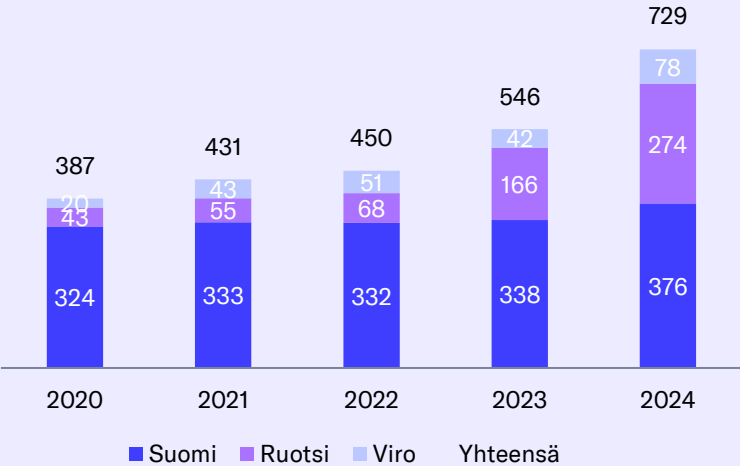
Rakennusalaan vaikuttavat talouden suhdanteet. Infrarakentamisen liikevaihto- ja volyymikehitys on kuitenkin muuta rakennusmarkkinaa (esim. talonrakentaminen) matalasyklisempää, mikä selittyy erityisesti julkisten hankkeiden suurella osuudella. Usein isot infrahankkeet ja -investoinnit ovat julkisen sektorin liikkeellepanemia, eikä niiden kysyntä ole kovinkaan riippuvainen talouden tilanteesta (esim. ratahankkeet). Talouden heikentyessä elvytys valtioiden ja kuntien osalta usein käynnistyy, mikä tuo liiketoimintaan jopa vastasyklisiä piirteitä.

Toki on tärkeä huomioida, että julkiset hankkeet altistavat liiketoiminnan poliittisille riskeille erityisesti julkisen talouden budjettihaasteiden aikoina. Kokonaisuutena julkinen kysyntä kuitenkin tasapainottaa yksityisen kysynnän vaihteluita tehden infrarakentamisesta

Liikevaihto asiakastyypeittäin (2024)



Liikevaihto maittain (MEUR)



Liiketoimintamalli 4/6

suhdanteista vähemmän riippuvaisen. Tämä on pitänyt historiallisen kehityksen infrarakentamisen alalla kohtuullisen vakaana rakennusmarkkinan heilunnasta huolimatta. Erityisen vakaata on ylläpitoliiketoimintojen kysyntä, mutta näiden osuus GRK:n liikevaihdosta on varsin matala (> 10 %).

Vaikka julkinen kysyntä tasapainottaa kysynnän heiluntaa, altistuu GRK muun rakennusmarkkinan kehitykselle muun muassa teollisuushankkeidensa kautta. Yksityiset projektit muodostavatkin liiketoiminnan syklisemmän komponentin. Lisäksi on tärkeää huomioida, että projektiliiketoiminnan luonteesta johtuen yhtiötasolla liikevaihdon heilunta on selvästi markkinaa voimakkaampaa, mikä selittyy eri projektien ajoittumisella (vrt. tilikausi 2024 ja Stegran Ruotsin projektin lähes 30 %:n osuus konsernin liikevaihdosta). Yhtiön pitääkin suurien projektien päättyessä pystyä paikkaamaan ne, jotta liikevaihto pysyisi vähintään paikallaan.

Liiketoiminta on kausiluonteista

GRK:n liiketoiminta on hyvin kausiluonteista. Uudet projektit alkavat tyypillisesti ensimmäisellä tai toisella vuosineljänneksellä, ja sääoloista johtuen rakennustyöt painottuvat loppukeväästä loppusyksyyn. Näin ollen infrarakentamisessa Q1 on yleisesti heikoin ja toisinaan jopa tappiollinen. Myös Q4:n lopussa sää alkaa vaikeuttamaan projektien toteutusta. Toisaalta hankkeita usein valmistuu loppuvuodesta, mikä vähentää Q4:n kausivaihtelua. Viimeisen kvartaalin osalta talven alkamisen ajankohta vaikuttaa myös kausiluonteisuuden voimakkuuteen. GRK kirjaa projekteistaan liikevaihtoa pääosin kulujen mukaan (toteutuneet kulut / arvioidut kulut), joten valtaosa liikevaihdosta ja tuloksesta tehdään vuoden jälkipuoliskolla ja Q3 on kvartaaleista tyypillisesti vahvin.

Yhtiön käyttöpääoma on puolestaan korkeimmillaan kesällä ja alhaisimmillaan vuodenvaihteessa Q4:llä tai Q1:llä, kun hankkeita valmistuu ja viimeisiä maksueriä laskutetaan asiakkailta. Näin ollen yhtiön kassavirta painottuu tulostakin vahvemmin loppuvuoteen ja Q4:ään.

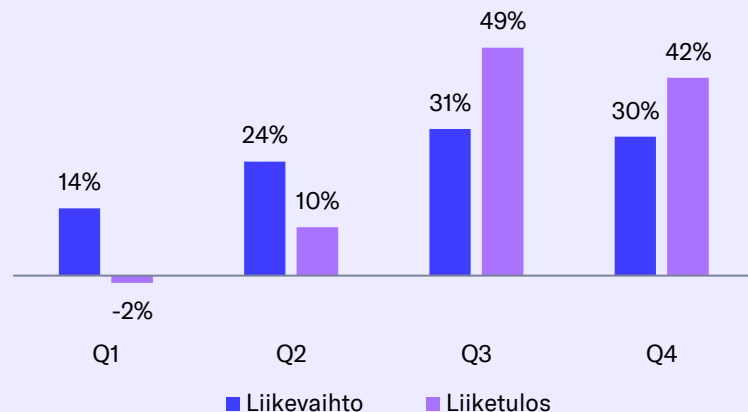
Kulut ovat suurilta osin muuttuvia

GRK:n kuluista suurin osa on luonteeltaan muuttuvia, ja aidosti kiinteän osan kulurakenteesta muodostavat hallinnon kulut. Arviomme mukaan noin 80 % kuluista on muuttuvia. Näin ollen kulutaso joustaa varsin hyvin liikevaihdon mukana kumpaankin suuntaan. Erityisesti alihankintana ostettavan työvoiman määrää voidaan varsin joustavasti sopeuttaa, minkä lisäksi materiaalikulut kehittyvät luontaisesti projektien volyymin suhteessa. Täysin joustava kulurakenne ei kuitenkaan ole, sillä oman henkilöstön sekä hallinnon kulut ovat pääosin kiinteitä.

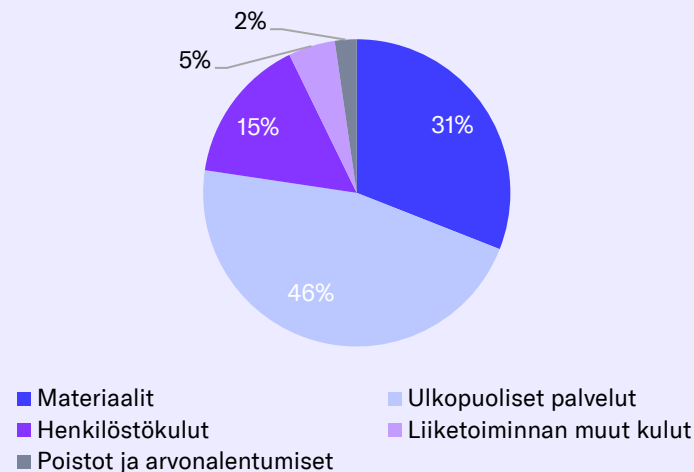
Suurin osa GRK:n operatiivisista kuluista liittyy henkilöstöön. Vain osa työmailla työskentelevistä työntekijöistä on GRK:n palkkalistoilla, joten henkilöstökulujen osuus kaikista operatiivisista kuluista oli vuonna 2024 vain noin 15 %. Yhtiö käyttää kuitenkin myös runsaasti alihankintaa, jotka sisältävät tuloslaskelman ulkopuolisiin palveluihin. Lisäksi ulkopuoliset palvelut sisältävät käsityksemme mukaan lyhytaikaisia kone- ja kalustovuokria. Kokonaisuudessaan ulkopuoliset palvelut muodostavat noin 46 % kuluista.

Seuraavaksi suurin erä kuluerä koostuu materiaaleista, joita käytetään projektien toteutuksessa. GRK:n projekteissa tärkeimpiä materiaaleja ovat teräs, puutavara ja bitumi. Osa kustannuksista voidaan sopimuksissa sitoa indekseihin, mikä laskee materiaalihintojen nousuun liittyvää kannattavuusriskiä. Historiallukujen perusteella näitä ei kuitenkaan läheskään kaikissa sopimuksissa ole, sillä

Vuosien 2023–2024 liikevaihdon ja tuloksen jakauma kvartaaleittain (%)



Kulurakenne 2024 (osuus operatiivista kuluista)



Liiketoimintamalli 5/6

kasvanut inflaatio heikensi selvästi esimerkiksi vuoden 2022 myyntikatetta. Inflaatiopiikin jälkeen tuotantopanosten hintojen vaihtelun mahdollisuuteen on luultavasti varauduttu aiempaa paremmin sekä yhtiön että asiakkaiden toimesta. Liiketoiminnan muiden kulujen (ml. hallinto sekä poistojen osuus on puolestaan vähäinen.

Kannattavuuden skaalautumispotentiaali on maltillinen

GRK:n projektit ovat hyvin henkilöstö- ja materiaali-intensiivisiä. Lisäksi projektit ovat luonteeltaan hyvin erityyppisiä, jolloin liiketoiminta ei ole erityisen skaalautuvaa. Toki suurempi kokoluokka voi mahdollistaa laajemman paikallisten kustannusetujen muodostumisen (esim. tietyn kriittisen materiaalin saatavuus yksittäisen projektin kannalta suotuisasti), mikä auttaa voittamaan hankkeita kilpailijoita paremmalla katteella. Lisäksi skaala voi tuoda maltillista hyötyä muun muassa varsin kiinteiden hallintokulujen osalta, mutta GRK:n kokoluokassa näiden merkitys alkaa olla jo hyvin rajallinen. Kannattavuuden kannalta projektinjohdon osaaminen, toiminnan tehokkuus sekä hinnoittelu ovatkin selvästi tärkeämmässä roolissa.

GRK:n suhteellinen kannattavuus on toimialalle tyypilliseen tapaan varsin matala (GRK:n keskimääräinen EBIT-% 4,6 % vuosina 2019–2024), mitä selittää muun muassa julkisten kilpailutusten rooli projektien hankinnassa.

Matalan marginaalitason vastapainona pääomaa ei juuri sitoudu (ts. pääoman kierto on korkea), joten pääoman tuotto on ollut vahvalla tasolla (sijoitetun pääoman tuotto keskimäärin yli 20 % 2020–2024). Tätä on avittanut GRK:n toimialan keskimääräistä tasoa parempi kannattavuus. Vuonna 2024 liikevoittomarginaali nousikin jo yli yhtiön tavoitteleman 6 %:n.

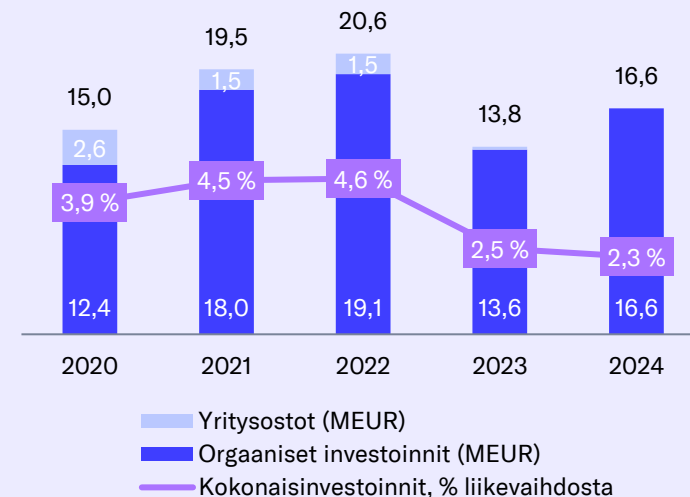
Tulos muuttuu hyvin kassavirraksi

Yhtiön ja toimialan liiketoimintamallille tyypilliseen tapaan GRK:n investointitarve on varsin maltillinen liiketoiminnan kokoon nähden, ja vuotuiset investoinnit ovat olleet viime vuosina 3–5 % liikevaihdosta. Tästä arviolta puolet on tullut korvaus- ja ylläpitoinvestoinneista ja toinen puolisko kasvun vaatimista investoinneista. Investoinnit koostuvat pääosin rakennushankkeiden vaatimista koneistosta ja kalustosta. Koneiden osalta yhtiö käyttää toki myös vuokratkalustoa, mutta etenkin erikoiskoneita on myös omassa taseessa.

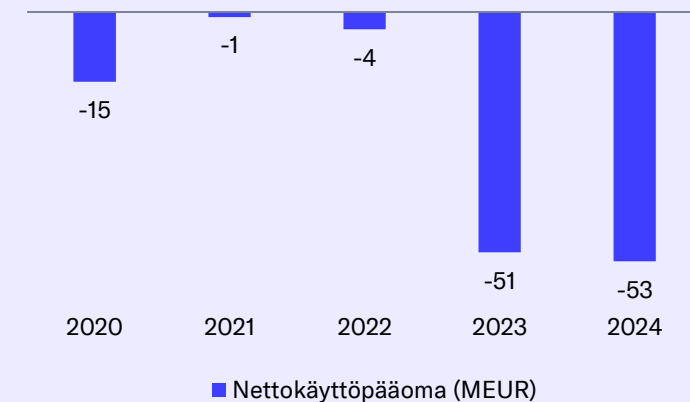
Arviomme mukaan investointitarve on myös varsin vakaa, joskin jatkossa kertaluonteisia suurempia investointeja voi tulla vastaan suurempien koneiden uusimistarpeiden kohdalla ja kasvun myötä. Lisäksi vuonna 2025 investointimäärä tulee yhtiön kertoman mukaan olemaan keskimääräistä tasoa korkeampi, mikä selittyy arviomme mukaan ympäristöliiketoiminnan kasvupanostuksilla. Myös yritysostot kuuluvat jatkossa kasvustrategian työkalupakkiin, ja nämä voivat toteutuessaan syödä merkittävänkin osan tulevien vuosien pääoman allokoinnista.

GRK:n vapaa kassavirta heiluu jonkin verran vuosittain, sillä projektit laskutetaan eri aikoina ja hankkeiden käynnistyessä pääomia sitoutuu muun muassa materiaaleihin ja kalustoon. Muutaman vuoden tähtäimellä tulos kuitenkin muuttuu hyvin kassavaroiiksi (vuosien 2021–2024 kumulatiivinen nettotulos 80 MEUR vs. kumulatiivinen operatiivinen vapaa kassavirta 98 MEUR). Tämä johtuu maltillisen investointitarpeen ohella selvästi negatiivisesta käyttö pääomasta, joka on seurausta GRK:n asiakkaiden maksamista ennakkomaksuista. Arviomme mukaan erityisesti suurista projekteista yhtiö saa ennakkomaksuja,

Investointien kehitys



Nettokäyttöpääoman kehitys



Liiketoimintamalli 6/6

joten kokoluokassaan isompien projektien määrän kasvu on myös kasvattanut ennakkomaksujen osuutta ja painanut nettokäyttöpääoman tasoa viime vuosina. Sijoittajan kannalta negatiivinen nettokäyttöpääoma on positiivinen asia, sillä liiketoiminta voi kasvaa ilman lisärahoitustarvetta asiakkaiden osallistuessa liiketoiminnan rahoittamiseen. Yhtälö toimii myös toiseen suuntaan, joten laskevan liikevaihdon ajanjaksona kassavirta laskee tyypillisesti tulosta enemmän. Negatiivisen kassavirran riskin ja ennakkojen luonne (ts. yhtiö hallussa asiakkaiden rahoja) vaativat perinteisillä tunnusluvuilla mitattuna yhtiöltä varsin vahvaa tasetta.

GRK:n vahvuudet ovat projektiosaamisessa

GRK:lla on vahvoja referenssejä toteutetuista hankkeista sekä osaamista vaativista projekteista, joita voidaan pitää keskeisinä kilpailutekijöinä. Nämä ovat omiaan vahvistamaan brändiä ja tuomaan yhtiölle jatkossakin projekteja, sillä toimialalla aikaisempien referenssien merkitys kilpailutuksissa on huomattava.

Tärkein mittari liiketoiminnan laadusta on kuitenkin historiallinen kannattavuus sekä kasvukehitys, sillä selkeitä mitattavia kilpailuetuja ei toimialalla ole nähdäksemme kovin helppo rakentaa. Vahvan kasvu ja kannattavuuskehityksen valossa GRK on kuitenkin tehnyt jatkuvasti asioita oikein. Arvioimme vahvuuksien kulminoituvan juuri projektiosaamiseen ja hankkeiden onnistuneeseen läpivientiin aina suunnittelusta (ml. sopimusten hallinta) ja hinnoittelusta aikataulun mukaiseen toteutukseen. Asiakastytyväisyydestä hyvänä esimerkkinä toimii Stegran suuri hanke Ruotsissa, jossa GRK on saanut uusia tilauksia alkuperäisen urakan päälle. Stegran projekti on vastannut yhtiön kommenttien mukaan Ruotsin

projektien keskimääräistä tasoa, joten hanke on ollut yhtiölle luultavasti erittäin hyvä.

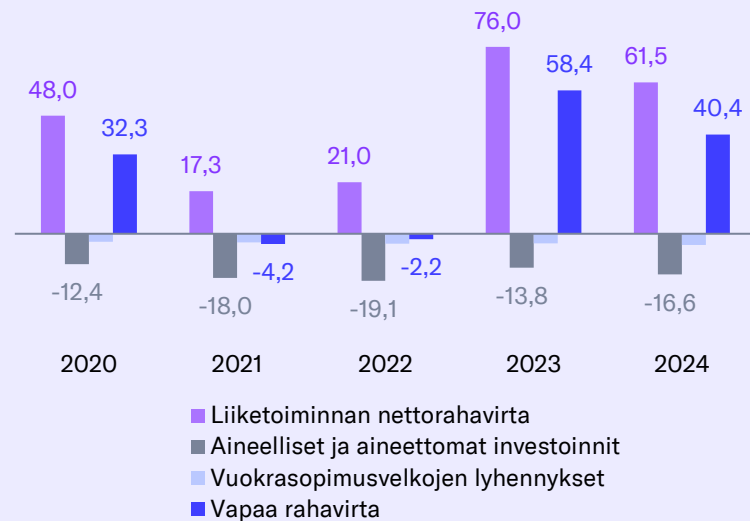
Toinen keskeinen tekijä hyvän kannattavuuskehityksen taustalla on arviomme mukaan vähäisempi kilpailu Pohjois-Ruotsin markkinalla erityisesti suurempien urakoiden osalta (vrt. myös NYAB on tehnyt vahvaa kannattavuutta Pohjois-Ruotsiin painottuvalla Ruotsin liiketoiminnalla). Pienemmässä päässä taas on selvästi enemmän kilpailua kaikissa segmenteissä, mikä rajaa myös näiden kannattavuuspotentiaalia. Sijoittajan onkin tärkeä pitää silmällä projektien kannattavuuskehitystä. Tähän ei välttämättä saada jatkuvia tarkastuspisteitä tulosraporteilla, mutta johdon kommentteissa aiheen tulisi nousta tasaisesti esiin. Erityisesti kilpailun kiristymisen nykyisillä markkinoilla, kasvu kilpailummissa segmenteissä tai heikentyvä asiakastytyväisyys voisivat rokottaa GRK:n marginaaleja.

Väheksyä ei voi myöskään yrityskulttuurin ja henkilöstön sitoutumisen merkitystä, joskin tämän mittaaminen ja arviointi yhtiön ulkopuolelta on hyvin haastavaa. Lopulta tärkein mittari on kuitenkin toteutunut kannattavuus, joka on ollut keskimääräistä kilpailijaa korkeampi.

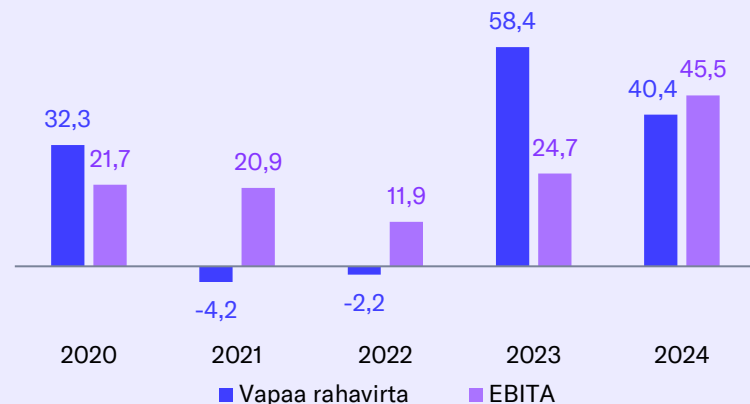
Suuret projektit nostavat liiketoiminnan riskitasoa

GRK:n liiketoiminnan riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena kohtuullisen maltillinen verrattuna muuhun rakennusalaan. Liiketoimintamallin riskitasoa laskee julkisen sektorin iso osuus liikevaihdosta (tasainen ja jopa vastasyklinen kysyntä), joustava kulurakenne, historiassa todistettu projektiosaaminen sekä maltillinen investointitarve. Liiketoimintamallin riskitasoa nostavat liiketoiminnan riippuvuus yksittäisistä hankkeista sekä projektiliiketoiminnan yleiset riskitekijät.

Vapaan rahavirran* muodostuminen



Kassavirtasuhte



*Eroaa yhtiön laskentatavasta

Liiketoimintamallin yhteenveto

Taito- ja väylärakentaminen



~75 %
liike-
vaihdosta*

- Toimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Virossa
- Teiden ja katujen rakentaminen, maa- ja vesirakentaminen, perustus- ja teollisuusrakentaminen, päällystys
- Kohteita mm. Hailuodon kiinteän yhteyden rakentaminen, Fortumin tuotantolaitoksen rakentaminen, valtatie 9:n parantaminen sekä Stegra AB:n vety- ja terästehtaan pohjatyöt.

Rataliiketoiminta



~23 %
liike-
vaihdosta*

- Toimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Virossa
- Rautateiden, metrolinjojen ja raitiovaunujen koko elinkaaren kattavat rakentamispalvelut.
- Rata- ja rakennesuunnittelu
- Sähköistäminen ja turvallisuus
- Ratojen kunnossapito (Suomessa ja Virossa)
- Kohteita mm. Turun raitiotien rakentaminen, Aurajoen ratasillan uusiminen, Rail Baltican urakat

Ympäristöteknologia



~2 %
liike-
vaihdosta*

- Toimintaa vain Suomessa
- Kiertotalouden palvelut
- Jätteiden ja teollisuuden sivutuotteiden kierrätys ja käsittely GRK:n infrarakentamisen palveluille ja kolmansille osapuolille
- Biotuotteiden (pelletit) ja biohiilen oma tuotanto

Projektin elinkaaren vaihe

Hankekehitys

Suunnittelu

Projektien toteutus

Ylläpito

GRK:n rooli



Tilaaajat ja asiakkaat hankekehittävät usein projektin



Rataliiketoiminnassa GRK on mukana myös projektien suunnittelussa

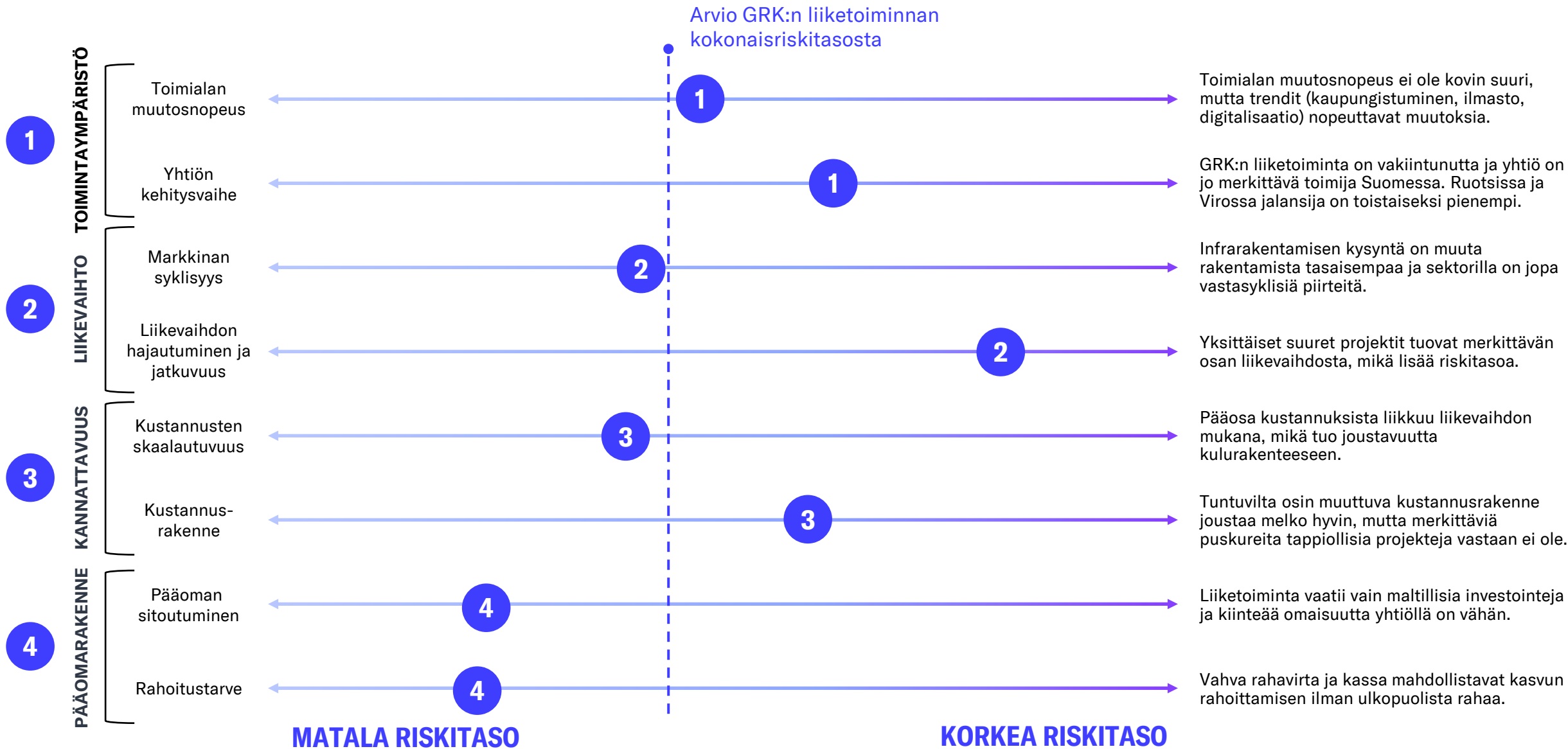


Pääpaino GRK liiketoiminnassa on projektien toteutuksessa



Ylläpito ja huolto ovat pienemmässä osassa GRK:n liiketoimintaa

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailu 1/8

Markkinan määrittely

GRK toimii infrarakentamisen markkinalla Suomessa, Ruotsissa ja Virossa. Infrarakentaminen kattaa kaikki yhteiskunnan toiminnan kannalta välttämättömät rakenteet ja järjestelmät, kuten tiet, kadut, sillat, vesihuoltoverkostot, sähkö- ja tietoliikenneverkot sekä raideliikenteen infrastruktuuriin. Käytännössä se muodostaa perustan muulle rakentamiselle. Infrarakentaminen jakautuu tyypillisesti liikenne-, energia-, vesi- ja yhdyskuntatekniseen rakentamiseen, ja sen merkitys korostuu erityisesti kestävä kehityksen ja ilmastomuutoksen torjunnan näkökulmasta. Markkinassa korostuvat tällä hetkellä korjausvelan purku, ilmastomuutoksen torjunta, uusien ja älykkäiden infrastruktuuriratkaisujen tarve sekä kiristyneen geopoliittisen tilanteen myötä syntynyt investointitarve. Nämä kaikki tarjoavat toimijoille kasvumahdollisuuksia.

Markkina on kokoluokaltaan suuri

GRK:n teettämän tutkimuksen mukaan yhtiön kohdemarkkinan koko on reilu 30 mrd. euroa, johon lasketaan mukaan Suomen, Ruotsin ja Viron infrarakentamisen euromääräiset markkinat. Ruotsi on selvästi suurin (20,5 mrd. euroa), Suomi lähes kolmannes Ruotsin koosta (7,3 mrd. euroa) ja alueista pienin on Viro (2,4 mrd. euroa) vuoden 2023 luvuilla mitattuna. Markkinat ovat suuret suhteessa GRK:n kokoluokkaan kaikissa maissa, eikä maantieteellinen laajentuminen ole välttämätöntä kasvun jatkamiseksi.

Infrarakentamisen markkina voidaan jakaa useampaan alasegmenttiin. Koko GRK:n markkinan osalta suurinta osuutta vastaa tierakentaminen, ja arviomme mukaan

markkinasta lähes 30 % koostuu tierakentamisesta. Muutoin suuria alasegmenttejä ovat energiainfrastruktuuri, rautatiet ja kunnallisinfrasturktuuri 24 %:n, 17 %:n ja 13 %:n osuuksilla kokonaismarkkinasta.

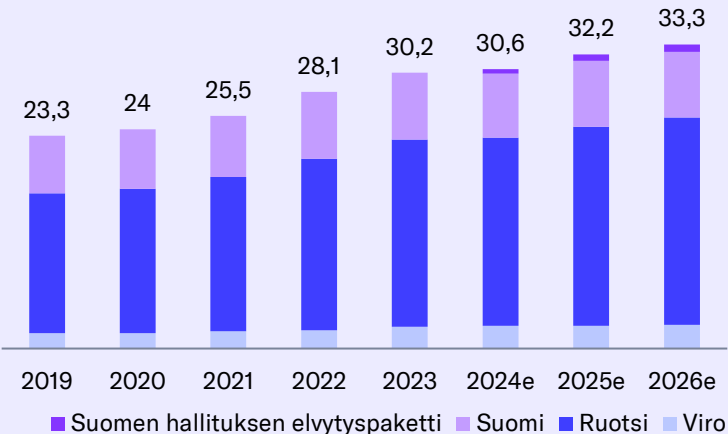
Infrarakentaminen on historiassa kasvanut lujaa

GRK:n kohdemarkkina on kasvanut vuosien 2019–24 aikana noin 7 %/v. BKT:n kehitystä nopeampaa kasvua on vauhdittanut Suomessa julkisen sektorin investoinnit infrakehitykseen, Ruotsissa valtion investoinnit väylärakentamiseen ja Virossa EU:n myöntämät tuet liikenneinfran laajentamiseen ja kunnostamiseen sekä jaksolle ajoittunut korkea inflaatio (ts. volyymikasvu on ollut rahamääräistä kasvua alempi). Maantieteellisesti inframarkkina on kasvanut Ruotsissa vauhdikkaimmin, jota näkemyksemme mukaan selittää maan hyvä BKT:n kasvu sekä julkishallinnon pitkäjänteinen suunnitelma rataverkoston parantamiseksi. Myös Viron kasvu on ollut kohtuullista EU-rahoituksen turvin. Suomi on maantieteellisesti ollut hitaimmin kasvava alue mm. julkisinvestointien hitaamman kehityksen takia. Suomen kehitystä on rasittanut valtion heikko taloustilanne ja korkea julkinen velka.

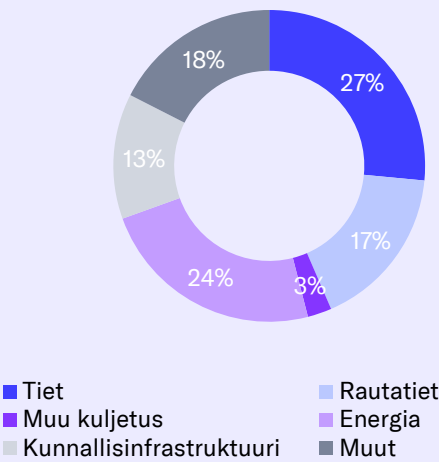
Valtio on toimialan suurin asiakas

Pohjoismaiden hyvinvointiyhteiskuntamallia heijastellen rakennettavan infrastruktuurin rahoittaminen muodostuu suurimmilta osin valtiolta tai muilta julkishallinnoilta. Tilastokeskuksen ja Väyläviraston mukaan Suomessa valtio vastaa noin 60-70 % koko infrarakentamisesta, ja muissa Pohjoismaissa kokoluokka on samaa luokkaa. Tämä tekee markkinasta melko defensiivisen, sillä julkishankkeita

Kohdemarkkina (mrd. euroa)



Infrarakentamisen alasegmentit



Lähde: Forecon Infrastructure construction report (Oct 2024)

Toimiala ja kilpailu 2/8

kehitetään pitkäjänteisesti, ja vaikeimpina aikoina taloutta myös elvytetään infrahankkein. Toistaiseksi julkisen asiakassektorin kasvunäkymä on arviomme mukaan hyvä, emmekä usko mahdollisen kauppasodan vaikuttavan merkittävästi pitkäjänteisesti suunniteltuihin hankkeisiin.

Tulevaisuuden kehitystä tukee useampi megatrendi

GRK:n kohdemarkkinalla esiintyy useita pitkän aikavälin kasvua tukevia ajureita. Näistä oleelliset GRK:n kannalta ovat arviomme mukaan:

Vihreä siirtymä

Vihreää siirtymää edistetään Pohjoismaissa niin valtioiden kuin yritysten toimesta, jotta valtioiden ja yksityisten toimijoiden asettamat päästövähennystavoitteet saavutettaisiin. Valtioiden päämääränä on edistää vihreää siirtymää investoimalla vähäpäästöisempiin (ts. fossiilisista polttoaineista riippumattomiin) julkisiin kulkuvälineisiin. Esimerkiksi Suomessa valtion päätöspöydällä on Helsinki-Turku -junaradan tehostaminen (toteutuminen epävarmaa) sekä Virossa koko maan raideverkosto on tarkoitus sähköistää. Yksityisellä sektorilla GRK:n keskeisimpiä vihreän siirtymän potentiaalisia kohteita ovat teolliset investoinnit vähäpäästöisiin tehtaisiin (esim. vihreä terästeollisuus), energiatehokkuuteen sekä datakeskuksiin. Tuulivoimassa GRK ei kuitenkaan ole toistaiseksi juuri läsnä ja segmenttiin laajentuminen voisi vaatia yritysostoja. Nähdäksemme tämän kaltaisten investointien jatkumoa parantaa Pohjoismaiden puhdas ja edullinen energia.

Kaupungistuminen

Kaupungistumisen ennustetaan jatkuvan hajanaisesti

asutuissa Suomessa ja Ruotsissa mm. muuttoliikkeen ja kaupunkien parempien palveluiden vauhdittamana. Yhä tiheämpi asuminen vaatii uudenlaisia ja monimutkaisempia infrarakentamisen ratkaisuja, mikä tukee GRK:n kaltaisten laajoja suunnittelu- ja rakentamiskyvykkyyksiä omaavien toimijoiden kysyntää ja kilpailuasemia.

Investoinnit puolustukseen ja kriittiseen infraan

Puolustuksen ja kriittisen infrastruktuurin budjetit kasvattaa Euroopan epävakaa ja kiristynyt geopoliittinen tilanne. Esimerkiksi Suomi kertoi hiljattain nostavansa puolustusbudjettiaan 3 %:iin BKT:stä vuoteen 2029 mennessä. Uskomme trendin tarttuvan myös muihin Euroopan maihin. Kriittiseen infrastruktuuriin (ml. liikenneyhteydet, raja-aidat, televiestintä, energiahuolto jne.) arvioidaan kohdistettavan enemmän resursseja samaisesta geopoliittisesta paineesta johtuen. Näissä segmenteissä infrarakentamisen osuus on arviomme mukaan suuri. Arvioimme, että valtion turvallisuuden kannalta riippuvaisten projektien ostopäätöskriteereihin kuuluu myös luotettavuus, jota GRK:n laaja projektiportfolio ja referenssit näkemyksemme mukaan tukevat.

Korjausvelka ja julkisrahoitteiset investoinnit

Infrastruktuuri-investointeja vauhdittaa valtion tuen (esim. Suomen hallituksen investointipaketti ~3 mrd. euroa) lisäksi korjausvelka ja muut investoinnit. Esimerkiksi Suomessa Väyläviraston mukaan satojen siltojen rakenteet ovat rapistumassa. Myös Ruotsin valtiolla on pitkäjänteinen suunnitelma väyläinfrastruktuurin uudistamiselle. Viron julkiseen infrastruktuuriin investoidaan puolestaan osana EU:n myöntämää rahoitusta. Yhteistä näillä hankkeilla on

Markkinan kasvuajurit



Vihreä siirtymä



Kaupungistuminen



Investoinnit puolustukseen ja kriittiseen infrastruktuuriin



Korjausvelka ja julkisrahoitteiset investoinnit

Toimiala ja kilpailu 3/8

niiden vaatima vankka infraosaaminen, josta GRK on tarjonnut onnistuneiden projektien muodoissa näyttöjä. Emme kuitenkaan usko ainakaan Suomen (GRK:n suurin markkina) pystyvän nykyisessä taloustilanteessa purkamaan korjausvelkaa erityisen nopeasti, joten reippaasti kiihtyvään kasvunäkymään tuntuva korjausvelka ei välttämättä johda.

GRK:n kohdemarkkinoiden kasvunäkymät

Kohdemarkkinan kasvun ennustetaan hidastuvan (2024-26e 3,2 %/v) seuraavien vuosien aikana yhtiön tilaaman markkinatutkimuksen perusteella. Tämä osaltaan johtuu vuoden 2024 ennustetusta hitaasta kehityksestä (ts. Suomessa laskua ja Ruotsissa vakaata kehitystä). Toisin sanoen markkinan kasvun ennustetaan olevan vuonna 2025 melko rivakkaa (5 %) ja hidastuvan siitä hieman vuoteen 2026 mentäessä (3 %). Inflaation hidastumisella on myös osansa markkinakasvun arvioidussa rauhoittumisessa.

Myös yhtiöstä riippumattomien markkinalähteiden (ml. Suomessa Rakennusteollisuus ja Ruotsissa Prognoscentret) perusteella infrarakentamisen markkinakehitys oli vaisua vuonna 2024. Rakennusteollisuuden kevään 2025 suhdannekatsauksen mukaan Suomen infrarakentamisen volyymin pitäisi kasvaa 3 % vuonna 2025 ja 2 % vuonna 2026. Kasvua käytännössä ajaa rata- ja tierakentaminen, kun valtion lisäpanostukset perusväylänpitoon ja korjausvelan pienentämiseen nostavat kysyntää. Rakennusteollisuus mainitsee myös energiainfraan ja huoltovarmuuteen liittyvien investointien nousevan vuonna 2025. Myös

heräävän asuin- ja toimitilarakentamisen myötä pohjatöiden määrän ennakoidaan nousevan hieman. Suhtaudumme tähän kuitenkin varauksella, sillä etenkin rakennusmarkkinan virkoamiseen liittyy vielä olennaista epävarmuutta. Epävarmuutta niin ikään lisää USA:n viitoittaman kauppasodan mahdolliset seuraamukset (globaalin BKT:n kasvun hidastuminen/lasku ja inflaatio), joille GRK on näkemyksemme mukaan epäsuorasti altis etenkin yksityisen sektorin hankkeidensa kautta.

Prognoscentret puolestaan ennustaa Ruotsin infrainvestointien kasvavan 5 %/v 2025–26 aikana. Kasvun ennakoidaan syntyvän etenkin sähköverkkojen laajentamisesta sekä investoinneista tie- ja rautatieliikenteen infrastruktuuriin. Myös investointien puolustustiloihin, satamiin sekä laivaväyliin ennakoidaan olevan historiallisen korkeilla tasoilla.

Nähdäksemme GRK:n kohdemarkkinoiden kasvuvauhdilla on edellytykset kasvaa yli ajan vähintään BKT:n mukaisesti tai sitä nopeammin. Mielestämme BKT:ta nopeampaa kasvua tukee toimialan kehitystä vauhdittavat megatrendit, joita olemme käyneet edellisellä sivulla läpi. Näkemyksemme mukaan etenkin vihreä siirtymä sekä kaupungistuminen ovat trendejä, joiden vaikutusaika yltää pitkälle tulevaisuuteen, mikä tukee infrarakentamisen kysyntää ajan yli. Reaalisen BKT-kasvun näkymä etenkin Suomessa ja Ruotsissa on rajallista 1-2 %:n tasoa ajan yli ja infran kysynnästä isoilta osin vastaavien valtioiden kulutuskyky linkittyy BKT-kasvuun. Näin ollen markkina ei valtavaa kasvua ajan yli tarjoa ja GRK:n täytyykin pystyä voittamaan myös markkinaosuuksia ripeän kasvun jatkamiseksi myös tulevaisuudessa.

Markkinanäkymät liiketoiminnoittain (~12-24 kk)

	Taito- ja väylärakentaminen	
	Rataliiketoiminta	
	Taito- ja väylärakentaminen	
	Rataliiketoiminta	
	Taito- ja väylärakentaminen	
	Rataliiketoiminta	

-  Kasvua (>3 %/v)
-  Tasaista (-3...+3 %/v)
-  Laskua (<-3 %)

Toimiala ja kilpailu 4/8

Taito- ja väylärakentaminen

Näemme taito- ja väylärakentamisen kasvunäkymät kohtuu hyvinä, joskin maantieteellisten markkinoiden välillä on poikkeavuuksia. Suomen markkina kehittyisi ennusteiden mukaan tasaisesti ilman valtion elvytyspakettia. Epävarmuutta markkinakehitykselle Suomessa kuitenkin luo valtion tiukentuva budjetti sekä epävakaa talouskasvunäkymä. Ruotsissa hyvää markkinakasvua puolestaan tukee julkiset investoinnit tieverkostoon, sähköverkkoon ja sekä yksityiset investoinnit teollisuuden vihreän siirtymän infraan. Virossa investointeja on viime vuosina tukenut EU:n rahoitus perusinfraan, ja tulevat suuret investoinnit painottuvat käsityksemme mukaan laajan skaalan väylärakentamisen sijaan energiateollisuuteen ja vihreään siirtymään.

Rataliiketoiminta

Isossa kuvassa näemme rataliiketoiminnan kasvunäkymät kullakin markkinalla hyvinä, ja uskomme projektien määrän lisääntyvän pääasiassa valtioiden panostaessa raideinfrastruktuurin laajentamiseen sekä päivittämiseen. Etenkin Ruotsissa kasvunäkymää tukee valtion pitkäjänteinen suunnitelma raideverkoston parantamiseksi. Vastaavasti Virossa agendalla raideverkoston sähköistäminen ja Rail Baltica –projekti, joten Suomen ulkopuolella kasvunäkymät ovat mielestämme vielä selvimät. Kasvun perimmäinen taustatekijä on valtioiden pyrkimys vähentää hiilidioksidipäästöjä lisäämällä ja parantamalla ympäristöystävällisiä kulkuvälineitä.

Markkinaosuudet

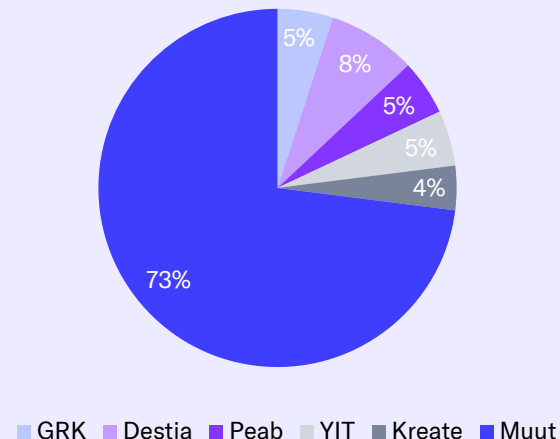
Pohjoismaiden infrarakentamisen markkinat ovat hyvin

hajaantuneet, sillä suurimpien toimijoiden osuudet ovat pääsääntöisesti alle 10 %. Markkinan hajautuneisuutta arviomme mukaan selittää suuret eroavaisuudet projektien kokoluokissa, kysynnän paikallisuus ja tietyissä segmenteissä kohtuullisen pienet alalle tulon esteen (esim. yhden yrittäjän maanrakennusyhtiö). Tämä taas tarjoaa suuremmille toimijoille epäorgaanisia kasvumahdollisuuksia poimimalla niche-osaamista pieniltä tai keskisuurilta toimijoilta.

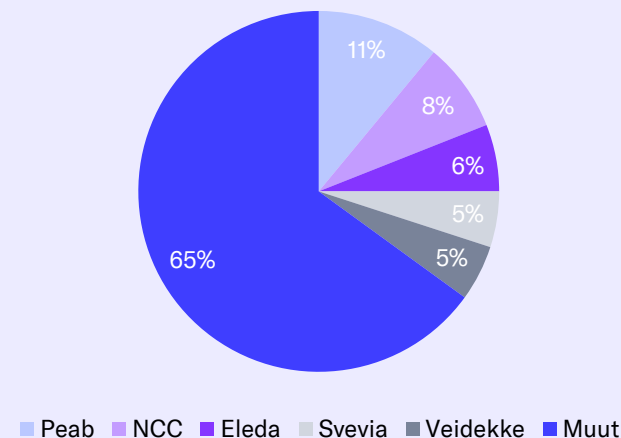
Suomessa markkinaa hallitsee Destia noin 8 %:n markkinaosuudellaan. Kakkossijaa jakavat GRK sekä Peab:n ja YIT:n infraliiketoiminnot noin 5 %:n osuuksillaan. Kreate osuus Suomen markkinasta on noin 4 %. Toimijoiden välillä on myös eroavaisuuksia, ja omilla vahvuusalueillaan toimijoiden markkinaosuudet ovat selvästi yllä lueteltuja tasoja korkeammat. Markkinan hajautuneisuutta kuvastaa muille toimijoille jäävä reilu 70 %:n osuus.

Ruotsissa markkina on puolestaan Suomea piirun verran keskittyneempi, joskin muille jäävä osuus on silti korkea (65 %). Markkinaa hallitsee Peab 11 %:n osuudellaan. Tätä seuraavat NCC 8 %:n ja Eleda 6 %:n osuuksillaan. Kotimaisen Svevian ja norjalaisen Veidekken osuudet ovat noin 5 %. Lisäksi Skanska on infrarakentamisessa suuri toimija, mutta sen infraliiketoiminnan osuudesta ei löydy luotettavaa tietoa. Ruotsissa huomionarvoista on se, että maantieteelliset osuudet markkinan sisällä vaihtelevat suuresti. Yllä lueteltujen suurten toimijoiden projektit painottuvat poikkeuksetta markkinasta valtaosan käsittävään Etelä-Ruotsiin, kun taas koko maan tasolla pienen toimijan GRK:n markkinaosuus Pohjois-Ruotsissa on käsityksemme mukaan melko vahva.

Markkinaosuudet Suomessa



Markkinaosuudet Ruotsissa



Toimiala ja kilpailu 5/8

Käsityksemme mukaan kilpailuympäristö Pohjois-Ruotsissa on hieman keveämpi, jossa yhtiön keskeisin ja osin jopa ainoa merkittävä kilpailija arviomme mukaan on NYAB. Viron markkinalla taas operoi pääosin keskisuuria tai pieniä paikallisia toimijoista.

Kilpailukenttä ja –tilanne

Toimialalla käydään kiivasta kilpailua, sillä julkisrahoitteisten hankkeiden toimittajat valitaan kilpailutuksilla, joissa hinta on usein merkittävin kriteeri. Yksityishankkeiden poimintakriteerit ovat moniulotteiset. Yhtiön läheisimmät kilpailijat vaihtelevat eri liiketoiminta-alueiden, projektien koon/luonteen sekä maantieteellisten alueiden mukaan, vaikka näissä on myös tiettyjä päällekkäisyyksiä. Infrarakentamisen merkittäviä kilpailijoita GRK:lle ovat laaja-alaisesti pohjoismaiden rakentamisen markkinalla toimivat suuret toimijat (mm. Peab, NCC, Skanska ja YIT) sekä suuret paikalliset infrarakentamiseen keskittyvät toimijat (mm. NRC, Svevia, Destia, Kreate ja NYAB).

Nähdäksemme pienten paikallisten toimijoiden (mm. Infrakraft ja Asfalttikallio) tuoma kilpailu-uhka GRK:lle on vähäistä suuremmissa projekteissa, joskin pienemmät pelurit saattavat toimia yhtiön kumppaneina tai aliurakoitsijoina. Tämä johtuu siitä, että suuret asiakkuudet arvostavat laajaa osaamista sekä näyttöjä onnistuneista suurista hankkeista sekä vankkaa taloudellista asemaa, joihin pienien toimijoiden resurssit eivät riitä. Pienemmissä paikallisissa kilpailutuksissa nämä toimijat ovat kuitenkin varteenotettavia kilpailijoita GRK:lle niiden niche-osaamisen sekä ketteryuden takia. GRK toimittaa myös

suunnitteluratkaisuja etenkin raideliiketoiminnoissaan, joissa sen kilpailijoina toimivat rakentamisen suunnittelutoimistot (mm. AFRY, Sweco, Ramboll ja Sitowise). GRK:n etuna suunnittelutoimistoihin nähden mielestämme toimii projektin suunnittelu ja toimitus yhden katon alta, mikä tarjoaa selkeyttä asiakkaan näkökulmasta.

Kilpailukyvyyn tekijät tai esteet

Nähdäksemme markkinalla on vaikea saavuttaa konkreettisia aikaa kestäviä kilpailuetuja, sillä infrarakentaminen ei ole riippuvaista uniikista teknologiasta eikä sitä voida suojata patentein. Muuttuvien kustannusrakenteiden takia skaalaedutkin laajemmassa kustannusetuja voi muodostua ratkaisemaan kilpailutusten voittajia. Myös brändin merkitys on vähäinen. Lisäksi osassa segmenttejä kohtuullisen matala alalle tulon kynns, vaikkakin jotkut segmentit (esim. rataliiketoiminnassa) tosin vaativat kalliimpaa erikoiskalustoa.

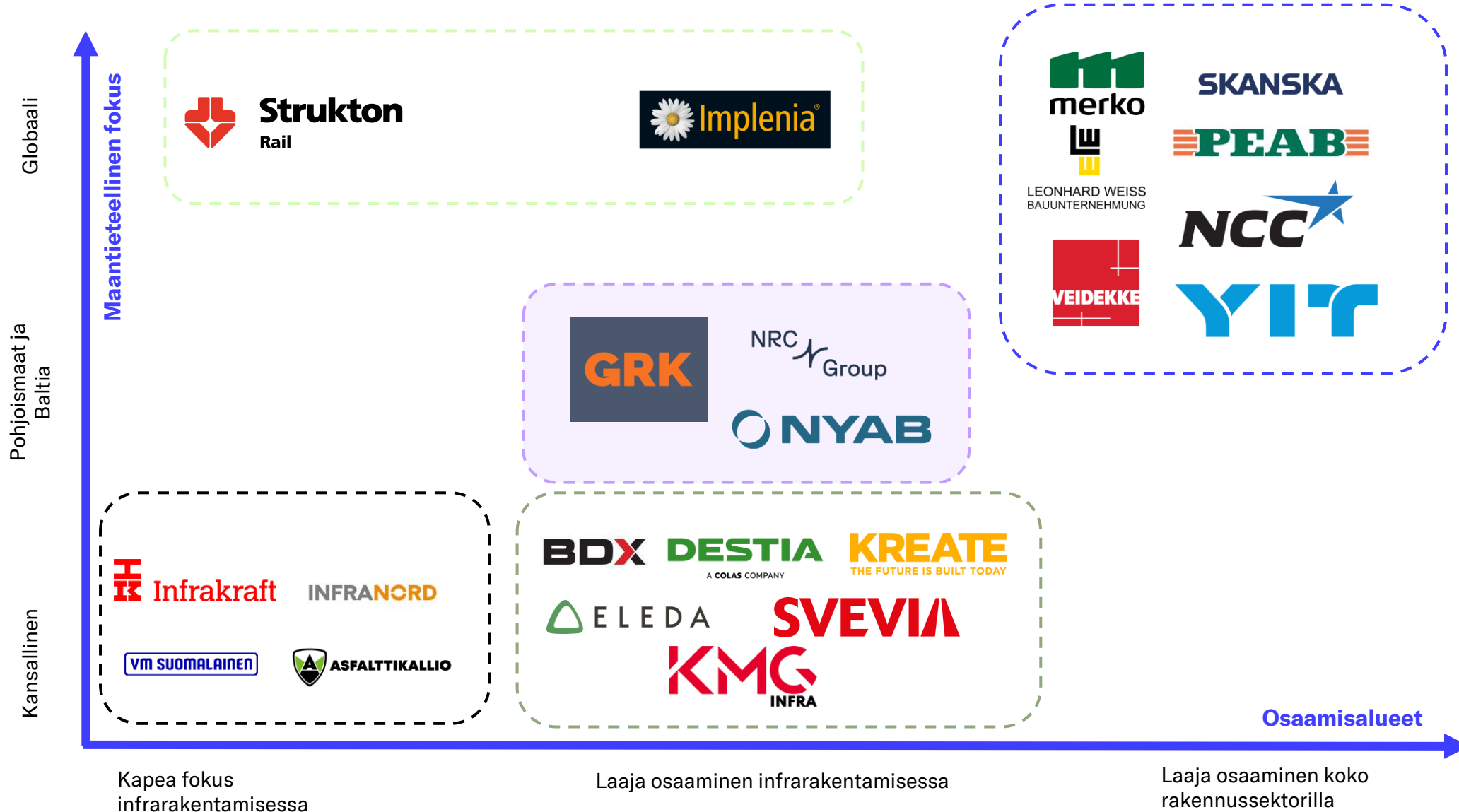
Projektien voittamisen kannalta keskeisiä asioita ovat laajat asiakasreferenssit eri osaamisalueilta, paikalliset kustannusedut (esim. pääsy paikallisiin maa-aineksiin muita tarjoajia kustannustehokkaammin), hinnoitteluosaaminen etenkin kiinteähintaisissa projekteissa sekä projektien laatu. GRK on voittanut Suomessa kilpailutuksista tyypillisesti noin 25 %, mikä on käsityksemme mukaan melko hyvä lukema. Kasvun jatkaminen ei käsityksemme mukaan myöskään vaadi merkittävää parannusta kilpailutusten voittoasteessa. Ruotsissa lukema on ollut hieman korkeampi, mutta projektien lukumäärä on alempi. Pidämmekin mahdollisena, että liiketoiminnan

laajentuminen Ruotsissa Etelä-Ruotsia kohti voisi jopa laskea projektien voittoastetta hieman. Vastaavasti esimerkiksi lopputuotteen jälki, aikataulussa pysyminen ja läpinäkyvä hinnoittelu (ml. lisätyöt) ovat laadun merkkejä. Kannattavuuden vinkkelistä nämä asiat ovat tärkeitä, sillä aikataulun tai laajuuden pettäminen tuhoaa nopeasti jo valmiiksi matalahkot katteet. Juurisyy laadun pettämiseen löytyy usein myös projektin alusta eli tarjouslaskennasta ja suunnittelusta, joiden roolia tuskin voi ylikorostaa.

GRK:n vahvuusalueita ovat näkemyksemme mukaan erityisesti ratarakentaminen ja rautateiden kunnossapito sekä tie- ja siltarakentaminen, vahvan markkina-aseman pitkän referenssilistan myötä. Lisäksi yhtiö on toteuttanut useita hankkeita vesihuollon, kunnallisinfran sekä teollisuus- ja ympäristörakentamisen parissa. Siten yhtiö nähdäksemme pärjää parhaiten kokonaisvaltaisissa suurissa hankkeissa, sillä se pystyy tarjoamaan laajan skaalan osaamista asiakkaiden investointitarpeisiin, joissa GRK:n kustannustehokkuus korostuu omana osa-alueenaan. Kokonaisvaltaisissa projekteissa kilpailu on käsityksemme mukaan myös vähäisempää, mahdollistaen projektien kilpailukykyisen hinnoittelun. Tämä taas luo terveet tavoitekatteet, jota on vielä mahdollista parantaa toteuttamalla projektit suunnitelmia paremmin.

GRK:n suuri koko on myös auttanut sitä maantieteellisessä laajentumisessa (etenkin Viroon), sillä yhtiö on pystynyt allokoimaan resurssejaan maiden välillä. Samaa mallia mukaillen näemme yhtiöllä hyvät edellytykset poimia uusia projekteja myös Etelä-Ruotsin puolelta ja saavuttaa siten lisää markkinaosuutta maassa. Nurjana puolena Etelä-Ruotsissa on se, että kilpailutilanne on siellä tiukempi, ja

Toimiala ja kilpailu 6/8 – GRK:n kilpailukenttä



Toimiala ja kilpailu 7/8

siellä asiakasreferenssilistan kartuttaminen ja osuuksien saavuttaminen saattaa vaatia katteista joustamista. Etelä-Ruotsiin laajentuminen kohtuullisessa aikaikkunassa voi vaatia myös yritysostoja. Muita osa-alueita, joissa GRK on ns. altavastaajan asemassa ovat esim. tietoliikenteeseen liittyvät projektit (esim. Enersensen vahvuusalue) sekä teiden päällystäminen (esim. Peabin vahvuusalue). Käsityksemme mukaan yhtiö hakee myös vahvistusta korkean jännitteen voimalinjojen rakentamisen alueelle (esim. Caverionin vahvuusalue), mm. yritysostojen kautta.

GRK on ollut markkinan kasvuraketti

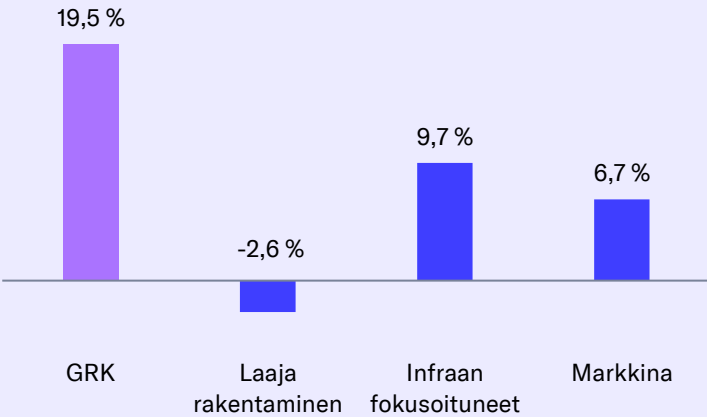
GRK:n keskimääräinen vuosikasvu (20 %) on ylittänyt markkinakasvun (7 %) selvästi vuosina 2019-2024. GRK:n kasvua on vauhdittanut Stegra-projektin tuoma vaikutus, josta suuri osa ajoittui vuodelle 2024. Toimialalla on muitakin vauhdikkaasti kasvaneita toimijoita, joskin joidenkin kasvua ovat vauhdittaneet yritysostot. Suurten rakennusmarkkinan konsernien (Peab, NCC, Skanska ja YIT) infraliiketoimintojen liikevaihdot ovat kehittyneet markkinaa selvästi hitaammin. Esimerkiksi YIT on keventänyt infraliiketoimintaansa divestoinnein. Infrarakentamiseen keskittyneiden toimijoiden kasvu on puolestaan samaisella periodilla ollut keskimäärin 10 %, mikä korostaa fokusoituneiden toimijoiden ketteryyttä suuriin rakentamisen monilukeroisiin konserneihin nähden. Käytännössä ainoa keskisuuri toimija, joka on kasvanut GRK:ta nopeammin on NYAB. Sen liikevaihdosta osa syntyy tuulipuistojen rakentamisesta, joka ei ole GRK:n pääliiketoimintaa. Siten arvioimme GRK:n olleen alan kasvujohtaja lähihistoriassa ja voittaneen markkinaosuuksia.

Kannattavuus on ollut myös toimialan kärkeä

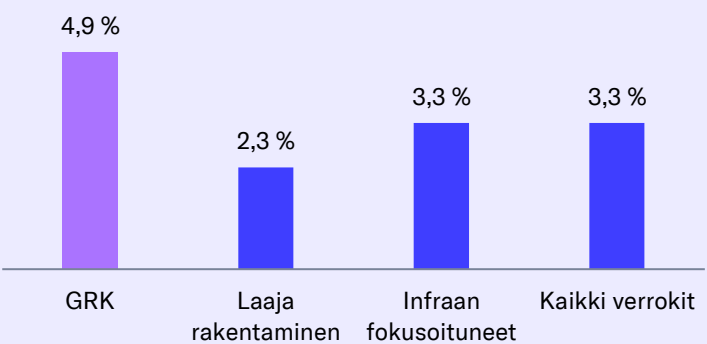
GRK on ollut kannattavampi kuin suurin osa sen kilpailijoista tai infra-alan toimijoista. GRK:n kannattavuus (mediaani 4,9 %) 2019–2024 jaksolla ylitti koostamamme vertailuryhmän (mediaani 3,3 %) noin 1,5 %-yksiköllä. Joukkoon mahtuu muutama toimija, joiden kannattavuudet ovat GRK:n tekemien tasojen yläpuolella, joskin erot saattavat selittyä myynnin jakaumalla. Näemmekin yhtiön toimialakontekstiin nähden hyvän kannattavuustason pohjautuvan hyvin hallittuun projektijohtamiseen ja arviomme mukaan yhtiön vahvaan asemaan vähemmän kilpaillussa Pohjois-Ruotsissa.

Hyvästä projektien hallinnasta viestii yhtiön listautumisesitteessä (s. 58) näytetty kannattavien projektien kumulatiivinen osuus, joka on arviomme mukaan absoluuttisesti noin 90 %:n luokkaa. Myös suuri osa projekteista (74 %) on toteutunut yli tavoitellun katetason. Tämä on mielestämme merkittävä saavutus toimialalla, jossa projektit ovat usein monimutkaisia, pitkäkestoisia ja riskialttiita. Toisaalta luvussa saattaa myös näkyä yhtiön johdonmukainen päätösprosessi ennen projektien vastaanottamista, toisin sanoen riskisiin projekteihin ei suostuta katteen kustannuksella tai vastaavasti projekteja hinnoitellaan riskin mukaisesti korkeammalla katteella. Konkreettisemmalla tasolla katekertymää tukeviin tekijöihin lukeutuu projektien onnistunut läpimenoaika, onnistunut hankinta sekä lisätöiden onnistunut hinnoittelu ja muutostöiden minimointi tai niiden onnistunut hinnoittelu. Kokonaisuudessaan onnistuneen projektinhallinnan pitäisi vähentää tuloksen heiluntaa ja tuoda myös vakaampaa kassavirtaa, jota voidaan allokoida esimerkiksi strategian mukaisiin yritysostoihin tai osingonjakoon.

Liikevaihdon kasvu-% (2019–2024 CAGR)



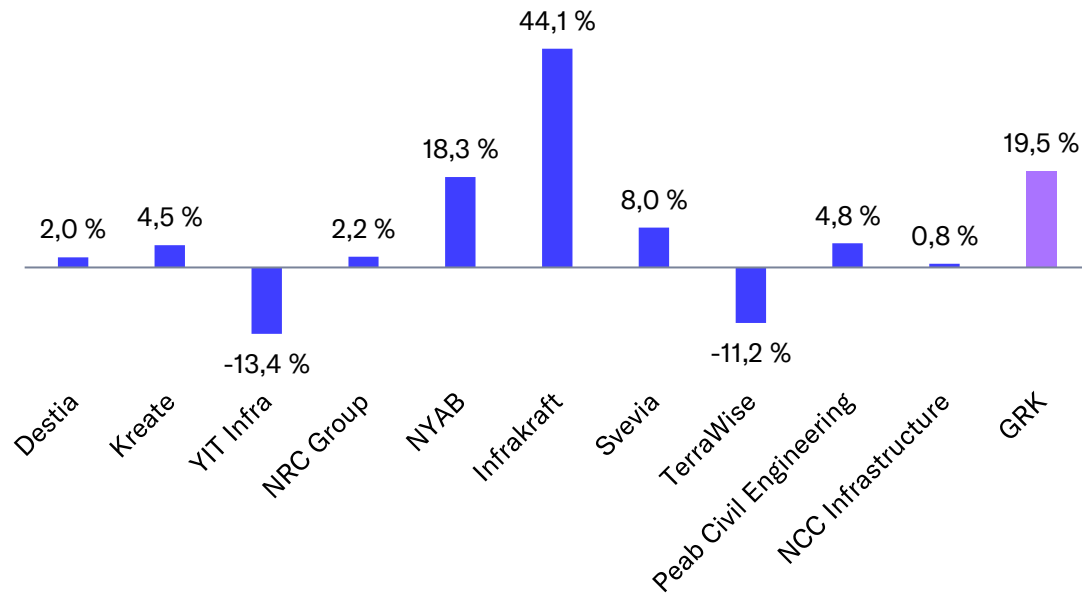
Keskimääräinen kannattavuus (mediaani 2019–2024)*



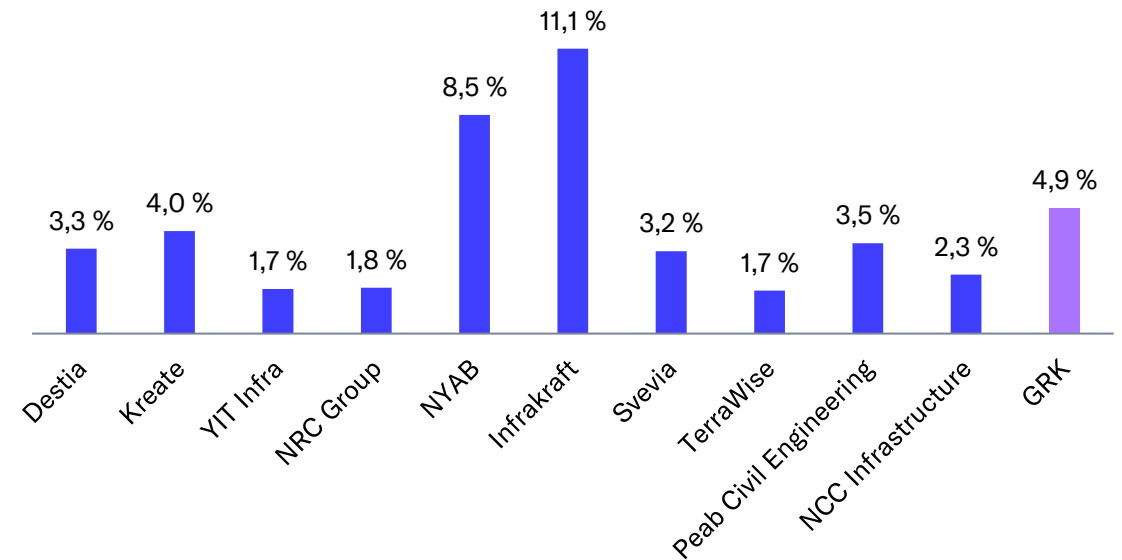
Lähde: Asiakastieto, Allabolag, Destia, YIT, Kreate, NYAB, Svevia, PEAB, GRK, Bloomberg
* Oikaistu EBIT-% tai EBITA-%. Aikaväli 2019–2024 tai lyhyempi

Toimiala ja kilpailu 8/8

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu (2019-2024 CAGR)



Toimialan kannattavuuksia
(2019-2024 mediaani)*



Lähde: Asiakastieto, Allabolag, Destia, YIT, Kreate, NYAB, Svevia, PEAB, GRK, Bloomberg, GRK

* Oikaistu EBIT tai EBITA. Aikaväli 2019-24 tai lyhyempi

Strategia 1/3

GRK:n strategia tähtää tasaiseen kannattavaan kasvuun mielestämme pääpiirteittäin järkevillä rakennuspalikoilla

Yhtiön nykyinen strategiakausi on vuosille 2024-2028. Strategian ytimessä on ”Kilpailukykyisin joukkue” (ts. kehittää ja ylläpitää yhtiön yrittäjähenkistä toimintamallia), kannattava kasvu, sekä edelläkävijyys kestävässä rakentamisessa. GRK:n näytöt kannattavasta kasvusta ovat vahvat ja yhtiön strategian suuntaviivat jatkavat loogisesti viime vuosien linjoilla. GRK on sektorin vertailussa poikkeuksellisen kustannustehokas ja sen asiakastyytyväisyys on harvinaisen korkea. Vahvuuksien ylläpito ja hyödyntäminen liiketoimintaa kasvattamalla ovat yhtiön arvonluonnille nähdäksemme keskeistä (vrt. kannattavuus saavutti vuonna 2024 jo hyvän tason). GRK:n hakee strategiassa kasvua kolmesta lähteestä etenkin orgaanisesti, mutta myös strategisia yritysostoja etenkin Ruotsissa ja infrarakentamisen vielä portfolioista puuttuvien tai siellä vähäisellä painolla olevilla osa-alueilla tutkien.

Ensimmäiseksi, yhtiö pyrkii laajentumaan uusille infrarakentamisen alueille ja maantieteisiin erityisesti Ruotsissa. Yritysostot olisivat näihin nähdäksemme loogisin reitti, sillä orgaanisesti eteneminen voisi olla melko hidasta. GRK on täydentänyt Infrarakentamisen alueita yritysostoilla aiemmin etenkin Suomessa (mm. Eltel Networksin rataliiketoiminta), joten vastaaviin ostoihin yhtiö ei lähde aivan pystymetsästä. Arvioimme yhtiön pyrkivän vahvistavan asemiaan etenkin sähköistykseen liittyvässä infrarakentamisessa ja/tai vihreän siirtymän investointien osalta tuulivoimarakentamisessa.

GRK:n loogisin maantieteellinen alue yritysostoille on Etelä-Ruotsissa, sillä yhtiö on läsnä vasta maan pohjoisosissa. Yhtiön näytöt kansainvälisistä yritysostoista ovat kuitenkin

rajalliset, minkä lisäksi sen kilpailukyvyn kannalta kriittisen yrittäjämäisen kulttuurin säilyttämisen tarve tuovat hankintoihin vaikeusastetta. Näiden riskien näkökulmasta näkisimme yhtiölle loogisena pyrkiä toteuttamaan vuosittain yksittäisiä pienempiä ostoja suurempien, monivuotisia integraatioprojekteja vaativien ostojen sijaan. Yhtiön vahva tase kuitenkin jättää molemmat vaihtoehdot auki. Mahdollisia sopivia kohteita voisi löytyä Ruotsin hajanaiselta infrarakentamisen markkinalta useista eri suunnista.

GRK:n aiempien yritysostojen arvostustasot eivät ole tiedossamme, joten yhtiön näytöistä aiempien yritysostojen arvonluonnin onnistumisesta on vaikea tehdä vahvoja johtopäätöksiä. Yritysostot tuottavat siis merkittävän vaikeasti arvioitavan muuttujan GRK:n arvonluontiin strategiakauden aikana. Mielestämme laajentumisen maantieteellinen kohdennus etenkin Ruotsiin on kuitenkin järkeenkäypä, sillä yhtiö tuntee markkinan ja sillä on jo paikallisen brändin tuomia etuja. Uusien markkinoiden avaus nykyisten (Suomi, Ruotsi ja Viro) täydennykseksi yritysostolla olisi yhtiölle nähdäksemme riskisempi suunta pääoman allokoinnille. Nykyisten toimintamaiden markkinoiden suuren koon ja yhtiön rajallisen markkinaosuuden takia GRK:n ei myöskään ole välitöntä tarvetta laajentaa toimintansa maantieteellistä peittoa.

Toiseksi, GRK pyrkii menestymään kriittisen infrastruktuurin ja puolustushallinnon hankkeissa. Tämä on kasvun tukijalkana mielestämme looginen, sillä investoinnit puolustukseen ovat Euroopassa yleisesti myötätuulessa. GRK on toiminut segmentissä jo pidempään etenkin Suomessa, joten yhtiöllä on edellytyksiä olla segmentin kasvun hyötyjien joukossa. Kriittisessä infrastruktuurissa ja puolustushallinnon hankkeissa GRK:llä on mielestämme kyky kasvaa orgaanisesti, mikä olisi hyvin pääomatehokasta.

Strategian vahvuudet

- Vahvat näytöt kannattavasta kasvusta ja kasvun jatkaminen erityisesti yhtiön ydinliiketoiminta-alueilla infrarakentamisessa
- Keskittyminen markkinoihin, joissa yhtiöllä on jo valmis asema
- Kilpailukyvyn ylläpito kestävässä rakentamisen panostuksilla

Strategian epävarmuudet

- Rajallinen kokemus kansainvälisistä ja suuremmista yritysostoista
- Pehmeiden vahvuuksien säilyttäminen listayhtiönä ja laajemmalla liiketoimintaportfoliolla
- Laajennuspyrkimykset vihreän siirtymän hankkeissa altavastajan asemasta

Lähde: Inderes

Taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle, 2024–2028

- 1 >750 MEUR liikevaihtoa vuoteen 2028 mennessä
- 2 Oikaistu liikevoittomarginaali >6 % yli ajan
- 3 Terve pääomarakenne, jossa Nettovelka/oik. EBITDA (12kk rullaava) on <1,5x yli ajan
- 4 Sitoutuneen pääoman tuotto (ROCE-%) >20 % yli ajan

Lähde: GRK, Inderes

Strategia 2/3

Kolmanneksi, GRK pyrkii vahvistamaan osuuttaan vihreän siirtymän hankkeissa. Tämä on mielestämme ylätasolla houkutteleva painopiste segmentin pitkän aikavälin kasvunäkymien myötä, vaikka sen kysyntä on osoittautunut lyhyellä aikavälillä muusta infrarakentamisesta poiketen varsin herkäksi taloussyklin vaihtelulle. Segmentti ei ole GRK:n vahvimpien joukossa ja sen investoinnit ovat herkempiä syklisille muutoksille, joten yhtiön arvonluonnin kannalta valinta panostaa segmenttiin ei ole mielestämme ilmeinen. Yhtiön aseman vahvistaminen segmentissä tapahtuisi arviomme mukaan todennäköisesti yritysostolla.

Strategiset tavoitteet vaikuttavat pääasiassa järkeviltä

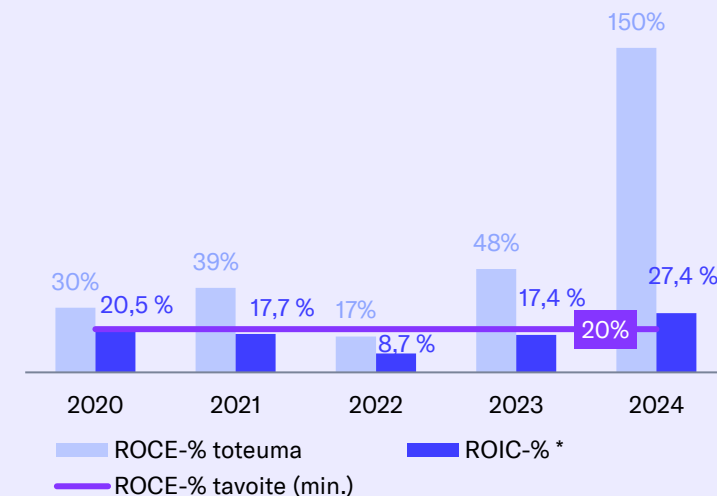
GRK:n taloudelliset tavoitteet on kuvattu edellisen sivun graafissa. Yhtiön liikevaihtotavoite vuodelle 2028 on jo lähellä vuoden 2024 tasoa, mutta vuotta 2024 tukeneen Stegra-hankkeen (arviolta noin 600 MEUR:n kumulatiivinen liikevaihto vuosina 2022-2026) korvaustarve nostaa tavoitteen vaikeusastetta. Yritysostot huomioiden liikevaihtotavoite ei silti vaikuta erityisen korkealta ja uskomme yhtiön sisäisen tavoitetason olevan korkeammalla. Kannattavuustavoite (> 6 % oik. EBIT-%) on myös linjassa yhtiön suoritustasoon vuonna 2024. Lähtökohtaisesti yhtiö on jo näyttänyt pystyvänsä tasoon, vaikka korkeiden rakennuskustannusten inflaation aikana tätä kannattavuutta ei onnistuttu ylläpitämään pidempään. Tavoite on sektorin tyypilliseen kannattavuustasoon nähden silti nähdäksemme kunnianhimoinen ja johtaisi absoluuttisesti korkeaan pääoman tuottoon. Tavoitteen saavuttaminen vaatii tehokkuuden säilyttämistä. Tehokkuuden osalta keskeisessä roolissa on rekrytoinneissa onnistuminen ja yrityskulttuurin säilyttäminen, mihin liittyen listautuminen voi olla uhka ja mahdollisuus.

Pääomatehokkuuden ja -rakenteen osalta tavoitteet ovat mielestämme järkevät, joskin antavat selvää tilaa tehdä

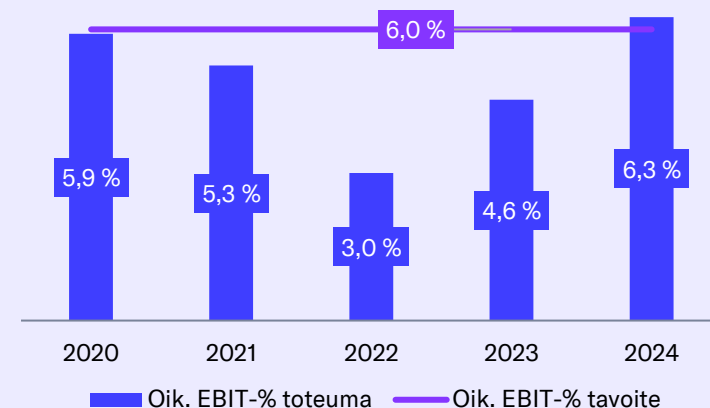
pääoman tuottoa laskevia, mutta pääomakustannuksen ylittäviä yritysostoja. GRK on vuosina 2020-2024 ylittänyt ROCE-%:n tavoitteeseensa (>20 %) kirkkaasti lähes kaikkina vuosina, minkä taustalla on yhdistelmä pääomatehokkuutta ja vahvaa kannattavuutta. On kuitenkin huomioitava, että yhtiön soveltama ROCE-%:n laskennassa pääomantehokkuus ei laske, vaikka yhtiön taseessa olisi merkittävät kassavarat, jotka eivät tuota juuri mitään (matala talletuskorko). Tämän taustalla on, että ROCE-%:ssa tuotto lasketaan sitoutuneelle pääomalle, johon ei lueta kassavaroja. Sijoittajan sijoitukselle saamaansa tuottoa kuvaavampi tunnusluku on sijoitetun pääoman tuotto, joka huomioi kassavaroista tulevan pääoman tuottoa laskevan vaikutuksen. Tuntuvat kassavarat ovat myös yhtiön liiketoimintamallille ominaista, mikä myös puoltaa sijoitetun pääoman tuoton soveltamista liiketoiminnan laadun ja arvonluonnin mittarina. Laskelmiemme mukaan yhtiön sijoitetun pääoman tuotto on ollut vuosina 2020-2024 keskimäärin 18,4 %, mikä sekin ylittää yhtiön pääoman kustannuksen selvällä marginaalilla. Kaikkiaan yhtiön liiketoimintamallissa sijoitettu pääoma kiertää hyvin (2020-2024 k.a. 4,9x), minkä ansiosta myös vuoden 2022 matalalla 2,5 %:n kannattavuudella sijoitetun pääoman tuotto pysyi melko hyvällä 8,7 %:n tasolla.

Nettovelka/EBITDA-kertoimen maksimitavoite (<1,5x) on nähdäksemme varsin järkevä raami velkavivun käytölle yritysostoissa, kun huomioidaan kassavirran etupainotteisuus ja kausiluonteisuus sekä taseen ulkopuoliset vastuut. Tässä raamissa yhtiön tase on strategian toteutukseen nähdäksemme erittäin vahva (Q1'25: -1,9x). Käyttöpääoman muutokset (esimerkiksi mahdollinen ennakkojen supistuminen liiketoiminnan mukana) ja urakkavakuuksien mahdollinen käyttötarve voivat toisaalta syödä osan yritysostokapasiteetista.

ROCE-% tavoite vs. toteuma ja ROIC-%



EBIT-% tavoite vs. toteuma



Lähde: GRK, Inderes

* Sijoitetun pääoman tuotto = Liikevoitto x (1- veroaste)/sijoitettu pääoma

Strategia 3/3

Kohdemarkkina ja GRK:n asemoituminen

Kohdemarkkina, 2024 **~30 mrd. EUR**

Markkinan ennustettu kasvuvauhti, 2024-2026e **~3 % CAGR**

GRK:lle keskeisimmät markkinatrendit



Vihreä siirtymä



Kaupungistuminen



Investoinnit puolustukseen ja kriittiseen infrastruktuuriin



Korjausvelka ja julkisrahoitteiset investoinnit

Infrarakentamisen
moniottelija

GRK

Strategiset painopisteet

1. Kannattava kasvu yrittäjämäisen toimintamallin ja kestävän rakentamisen tuella
2. Laajentuminen uusille infrarakentamisen alueille ja maantieteisiin erityisesti Ruotsissa
3. Panostukset kriittisen infrastruktuurin, puolustushallinnon ja vihreän siirtymän hankkeissa menestymiseen
4. Strategian toteutuksen vauhdittaminen mahdollisilla yritysostoilla



Strategian toteutuksen rahoitus kassalla, velalla ja liiketoiminnan kassavirralla



>750 MEUR

Liikevaihto 2028

>6 %

Oik. EBIT-% ajan yli
(2024-2028)

>20 %

Sitoutuneen pääoman
tuotto-% (ROCE-%)

Taloudellinen tilanne

Taserakenne on suhteellisen kevyt

GRK:n taseen loppusumma oli Q1'25:n lopussa 374 MEUR tai hieman alle puolet edellisen 12 kuukauden liikevaihdosta (795 MEUR). Siten yhtiön liiketoimintaa voidaan operoida palveluyhtiölle ominaiseen tapaan melko kevyellä taseella, minkä seurauksena suhteellisen nopea pääoman kierto mahdollistaa yhtiölle jo kohtuullisella kannattavuudella korkean pääoman tuoton.

Tuhti kassa paisuttaa tasetta

GRK:n taseen merkittävimmät pitkäaikaiset varat Q1'25:n lopussa olivat 85 MEUR:n käyttöomaisuushyödykkeet (sis. käyttöoikeusomaisuuserät), jotka kattavat valtaosan yhtiön pitkäaikaisista varoista. Yhtiön käyttöomaisuushyödykkeet ovat projekteissa käytettyjä koneita ja laitteita sekä liiketoimintojen operointiin tarvittavia toimitiloja. Yhtiön pääasiassa orgaaniseen kasvuun painottuvan historian takia taseessa ei ole yrityskauppoihin liitännäisiä aineettomia omaisuuseriä toistaiseksi.

Lyhytaikaisia nettokäyttöpääoman eriä taseessa on pääasiassa myyntisaamisten muodossa, sillä liiketoiminta edellyttää hyvin vähän varastoja. Myyntisaamia Q1'25:n lopussa taseessa sen sijaan oli lähes 107 MEUR. Toinen merkittävä lyhytaikaisten varojen erä oli peräti 168 MEUR:oon liiketoiminnan hyvän kehityksen myötä kohonnut kassa, joka myös paisuttaa tasetta absoluuttisesti. Kassa ei sisältänyt vielä listautumisannissa kerättyjä noin 27 MEUR:n nettovaroja, sillä listautumisanti toteutui vasta Q2:n puolella. GRK:n rahavarat olivat kuitenkin jo Q1:n lopussa merkittävästi yli liiketoiminnan pyörittämisen juoksevien tarpeiden. Taseen varojen rakenne huomioiden emme usko niihin liittyvän olennaista alaskirjauksen riskiä. Luottotappioiden riskitkin ovat mielestämme maltillisia

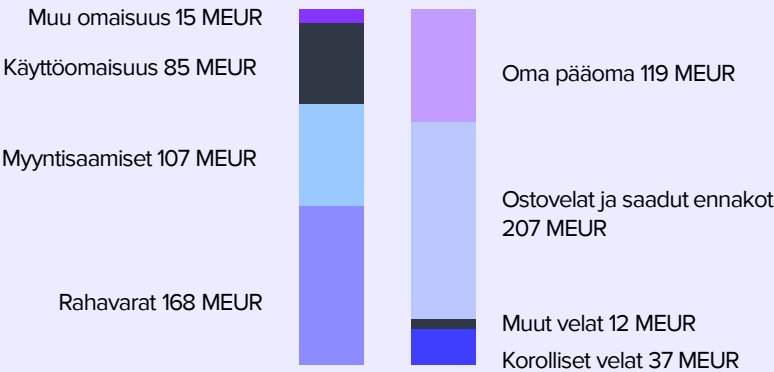
liiketoiminnan julkiseen sektoriin painottuva asiakaskunta ja ennakkomaksupohjainen logiikka huomioiden.

Rahoitusasema oli vahva jo ennen antirahoja

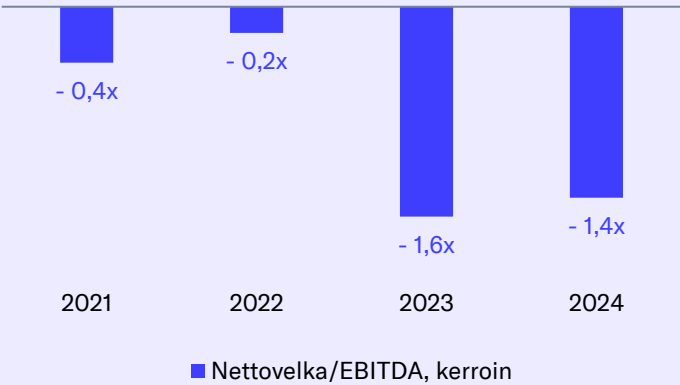
Q1'25:n lopussa yhtiön oma pääoma oli 119 MEUR. Korollista velkaa taas oli 37,1 MEUR, mikä muodostuu kuitenkin isolta osin osamaksuveloista ja vuokrasopimusveloista, eikä yhtiöllä ole perinteistä rahoitusvelkaa juurikaan. Lyhytaikaisia velkoja yhtiöllä oli taseessa Q1'25:n lopussa lähes 226 MEUR, mikä muodostui valtaosin noin 109 MEUR:n ostovelosta ja 98 MEUR:n asiakassopimuksiin perustuvista veloista eli saaduista ennakosta. Näiden ansiosta yhtiön nettokäyttöpääoma painuukin selvästi pakkaselle. On kuitenkin huomioitava, että liiketoiminnan volyymin laskiessa, saadut ennakot tyypillisesti laskevat, mikä yhtiön täytyy kassanhallinnassaan huomioida.

Taseen ulkopuolisia vastuita yhtiöllä oli Q1:n lopun taseessa 206 MEUR. Nämä ovat asiakkaille projektien toteutuksen ajaksi ja vakuudeksi annettuja ja projektien etenemisen myötä purkautuvia urakkatakauksia. Kohtuuhintaisten urakkatakausten tarve, kassavirtaprofiili sekä kassavirran kausivaihtelu (ts. kassa ylimmillään tilinpäätöksen aikaan) huomioiden GRK tarvitsee mielestämme melko vahvan taseen kaikissa tilanteissa. GRK:n tavoitetason mukainen velkavipu (nettovelka/käyttökate alle 1,5x) on mielestämme oikein järkevä lähtökohta taseen käyttöön, eikä velkaantuneisuus tässä mittakaavassa nostaisi osakkeen riskiprofiilia olennaisesti. Yhtiön nettovelka/käyttökate-suhde oli ennen listautumisannin pääomia Q1:n lopussa - 1,9x ja omavaraisuusaste 43 %. Arvioimme GRK:n omavaraisuusasteen nousevan yli 50 %:iin listautumisannin jälkeisessä ensimmäisessä raportointipisteessä. Siten tase on väkivahva, ja yhtiöllä riittää pelimerkkejä allokoitavaksi.

Tase Q1'25 lopussa
374 MEUR



Velkaisuuden kehitys



Ennusteet 1/5

Ennustemalli

Ennustamme GRK:n liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä ja keskipitkällä aikavälillä yhtiön maantieteellisten alueiden kasvun sekä konsernin uusien tilausten, tilauskannan sekä tilauskannan kierron ennusteiden kautta. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme konsernitasolla myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin kasvuennustemme perustuvat markkinakasvuun ja GRK:n arvioidun markkinaosuuden kehittymiseen. Pitkän ajan marginaaliennustemme pohjana käytämme GRK:n historiallista kannattavuutta, taloudellisia tavoitteita sekä myös yhtiölle arvioimaamme kannattavuuspotentiaalia.

Tilaukanta hyvä lyhyen ajan indikaattori

GRK:n tilaukanta on hyvä tulevaisuuden indikaattori lyhyellä tähtäimellä sen keskimäärin melko nopean kierron takia. GRK:n vuoden avaava tilaukanta on viimeisen neljän vuoden aikana kattanut keskimäärin noin 8–12 kuukautta seuraavan kalenterivuoden liikevaihdosta. Liiketoiminnan luonteen ja normaalien olosuhteiden toimitusaikojen takia näkyvyys pysyy arviomme mukaan keskimäärin suunnilleen tällä tasolla myös jatkossa, joskin isojen projektien ajoittumiset voivat heiluttaa tilannetta osittain projektisyklien aikana.

GRK:n tilaukanta oli Q1:n lopussa 20 % vertailukauden yläpuolella 873 MEUR:ssa. Viime aikojen tilausten kehitys oli vahvaa GRK:n toimintamaissa, joskin yhtiö on saanut Stegran teräs- ja vetytehdasprojektista Ruotsista poikkeuksellisen suuria lisätilauksia viime vuonna ja Q1:llä. Nämä tilaukset näkyivät osittain Ruotsin liiketoimintojen liikevaihdossa jo vuonna 2024 ja Q1:llä, mutta tilauskannassa oli Q1:n lopussa edelleen noin 200 MEUR:lla

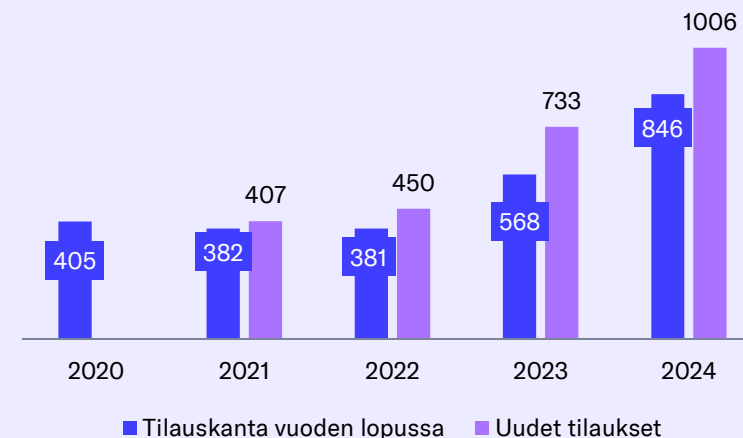
Stegraan liittyviä tilauksia. Näistä valtaosa toimitetaan vuonna 2025 ja loputkin arviomme mukaan vuonna 2026, sillä tehtaan on määrä aloittaa tuotantonsa vielä vuoden 2026 aikana. Näin ollen konsernin ja Ruotsin tilauskanta on jossain määrin keskittynyt yhteen lähitulevaisuudessa päättyvään projektiin.

Tilaukanta oli Q1:n lopussa Suomessa hieman vuoden loppua tasoa alempi, kun taas Virossa ja myös Ruotsissa tilauskanta kasvoi Q1:llä. Tilaukannat olivat Q1:n lopussa kaikissa maissa selvästi vuoden 2023 loppua korkeammat (Q1'24:n lopun maakohtaisia tilauskantoja ei julkistettu). GRK kertoi listautumisesitteessään, että tilauskannasta noin 510 MEUR ajoittuu tälle vuodelle. Tilaukannan taso ja jakauma sekä vahva Q1 turvaavat arviomme mukaan yhtiölle hyvän liikevaihtotason tälle vuodelle, jos projektit eivät viivästy yhtiöstä riippumattomista syistä, yhtiön aikataulut petä tai loppuvuoden (ts. Q4:n) sääolot yllätä merkittävästi negatiivisesti. Yhtiön ohjeistus näyttää myös hyvin varovaiselta, ilman negatiivisten yllätyksien realisoitumista, vaikka Q1:n korkea liikevaihtokertymä onkin osin pois loppuvuodelta.

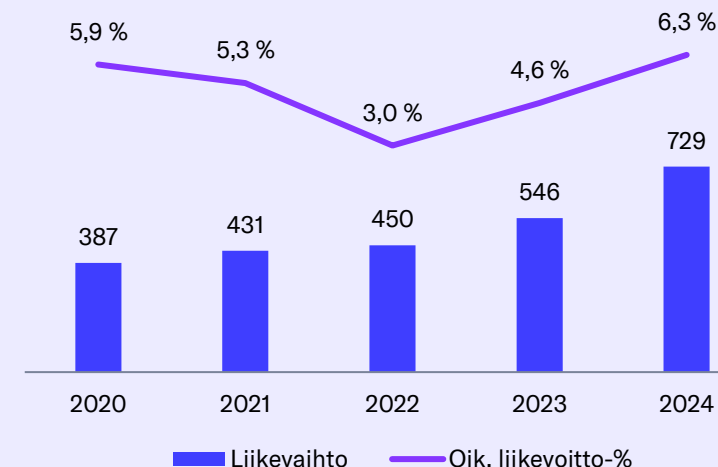
Arviomme tilauskannan kate rakenteen olevan hyvä

GRK:n tilauskannassa ei ole enää kovan inflaation aikaan myytyjä hankkeita. Lisäksi vuoden 2024 hyvä kannattavuus indikoi, että pidemmissä projekteissa ei ole ollut konsernitasolla ongelmia. Stegran suurprojekti on listautumisesitteen mukaan ollut Ruotsin muiden projektien kaltainen kannattavuudeltaan, mikä on projektin koko huomioiden mielestämme hyvä tilanne. Arvioimme myös, että Pohjois-Ruotsissa projektikatteen ovat hieman konsernin keskimääräistä tasoa korkeampia maltillisemman kilpailuympäristön takia. Tätä kokonais kuvaa peilaten

Tilaukanta ja uudet tilaukset (MEUR)



Liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 2/5

arvioimme GRK:n tilauskannassa olevien projektien katerakenteen olevan melko hyvä. Tämän pitäisi tukea yhtiön tuloskehitystä tänä vuonna.

Markkinatilanteeseen liittyy epävarmuutta, mutta taustalla on vakautta tuovia voimia

Yleinen taloustilanne myös GRK:n toimintamaissa on hyvin epävarma ja vaikeasti ennustettava, sillä Yhdysvallat ovat asettaneet merkittäviä tulleja Kiinalle ja pienempiä tulleja useille muille maille. Lisäksi Yhdysvallat ovat uhanneet nostaa tuntuvasti muille maille asetettuja tulleja vuoden aikana. Tämä on nostanut taantumariskin Yhdysvalloissa tuntuvaksi ja heikentänyt talouskasvunäkymää myös Euroopassa sekä painanut näkymiin liittyvät riskit alasuuntaisiksi. Tullit on lähtökohtaisesti myös inflatorisia, vaikka niistä mahdollisesti seuraava kysynnän jäähtyminen voi myös rauhoittaa ja rajoittaa inflaatiota.

GRK:hon globaalilla kauppapolitiikalla ei ole suoraan vaikutusta, mutta Yhdysvaltojen globaalisti merkittävän aseman takia maan kauppapolitiikalla ja taloustilanteella on epäsuorat heijastusvaikutuksia myös GRK:n toimintamaiden talouskasvuun ja inflaatioon. Näin ollen tänä vuonna inflaation hiipumisen ja korkojen laskun myötä odotettu Suomen ja Ruotsin talouksien elpyminen uhkaa ainakin siirtyä. Ennusteemme perustuvatkin tämänhetkistä ekonomistien konsensusta hitaampaan (mutta niukasti) positiiviseen talouskasvuskenaarioon Suomessa, Ruotsissa ja Virossa.

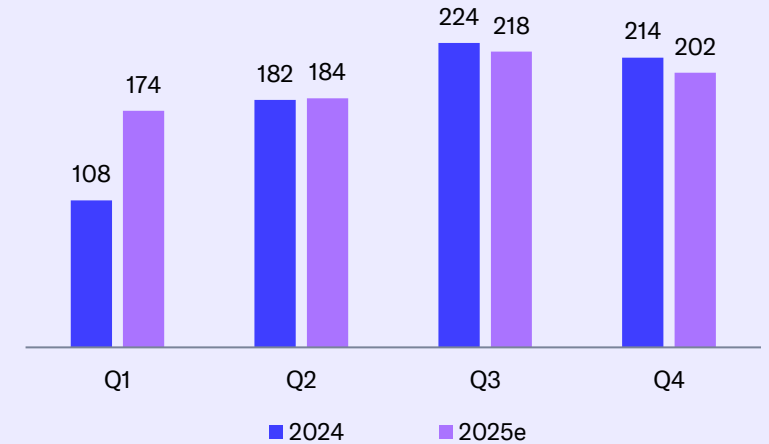
Suomessa valtiolla on edelleen suunnitelmissa 3 miljardin euron ja monivuotisen tukipaketin toteuttaminen. Lisäksi Suomessa ja Ruotsissa suurilla kaupungeilla on kohtuullinen määrä hankkeita putkessa, mikä yhdessä puolustussektoriin ja rajaturvallisuuteen sekä vihreään

siirtymään tehtävien investointien kanssa tukee yhtiön näkymiä. Yksityisellä sektorilla on myös merkittäviä investointisuunnitelmia Suomessa ja Ruotsissa esimerkiksi teollisuuden hankkeissa, mutta nämä ovat toki alttiimpia siirtymään tai peruuntumaan yleisen epävarmuuden kasvaessa. Julkisella sektorilla näkymä on vakaampi, vaikka hankkeiden siirtymisiä ei voida poissulkea, jos valtioiden taloustilanne heikkenisi. Virossa Rail Baltica olisi jättimäinen hanke GRK:n vinkkelistä. Lisäksi Virossa rataverkon sähköistäminen jatkuu, missä GRK:lla vaikuttaa olevan hyvä asema. Näin ollen näemme yhtiön näkymät toistaiseksi kohtuullisina, vaikka viime aikainen uutisvirta globaalista taloudesta ei mielestämme ole myöskään GRK:n vinkkelistä ollut lainkaan positiivista.

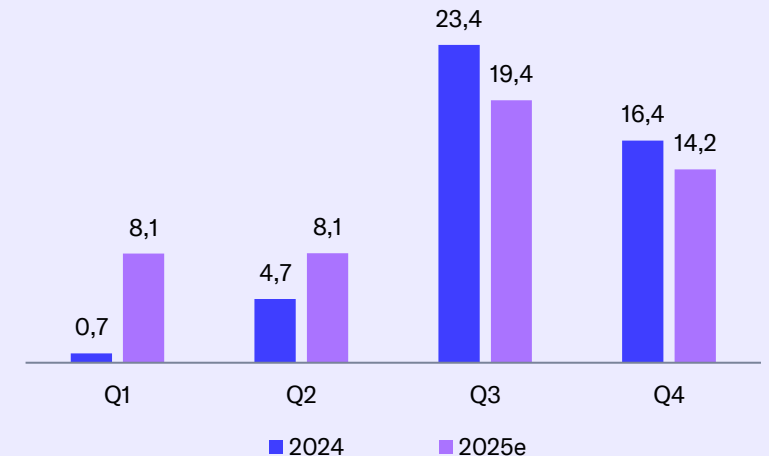
Vuosi alkoi erittäin vahvasti, mutta ohjeistus pysyi ennallaan

GRK aloitti vuoden 2025 erittäin vahvasta, sillä Q1:llä yhtiön liikevaihto kasvoi 61 % 175 MEUR:oon ja oikaistu liikevoitto yli kymmenkertaistui 8,7 MEUR:oon. Q1:llä yhtiötä tukivat sekä projektien ajoitus että suotuisat sääolosuhteet (lämmen talvi), minkä takia yhtiö pääsi paukuttamaan töitä ilman normaaleja kausiluonteisia hidasteita. Tämä näkyi etenkin Ruotsissa, joka nousi Stegran projektin suuren liikevaihto-osuuden takia hetkellisesti konsernin suurimmaksi maaksi. Uusia tilauksia GRK sai Q1:llä laskelmiemme mukaan noin 200 MEUR:lla, kun Stegran projektista kotiutui edelleen merkittäviä lisätöitä GRK:lle. Poikkeuksellisen korkeista vertailuluvuista uudet tilaukset laskivat noin 25 %, mutta tilaus/laskutus-suhde oli silti positiivinen. Tilauskanta oli Q1:n lopussa noin 20 % vertailukautta ja 3 % vuoden vaihdetta korkeammalla 873 MEUR:ssa. Tästä arviolta 200 MEUR kohdistui edelleen Stegran suurhankkeelle.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Liikevoiton kehitys (MEUR)



Ennusteet 3/5

GRK toisti väkivahvasta Q1:stä huolimatta kuluvan vuoden ohjeistuksensa, jonka mukaan yhtiön liikevaihto on 650–730 MEUR ja oikaistu liikevoitto 36–45 MEUR vuonna 2025. Tämä vastaa vuoteen 4,9–6,9 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia laidoista ristiin laskettuna sekä käytäntöä paremmin peilaten ylä- ja alalaidoista laskettuna 5,5–6,2 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia. Haarukoiden keskikohdat indikoivat vakaata liikevaihdon 5 %:n laskua ja oikaistun liikevoiton 11 %:n pudotusta, kun taas ylälaita indikoi vakaata vuositason liikevaihto- ja tuloskehitystä ja alalaita selkeästi negatiivista kehitystä. Ohjeistus vaikuttaa mielestämme hyvin varovaiselta GRK:n tilauskanta ja sen oletettavasti hyvä laatu sekä tilauskannan tyypillinen kierto huomioiden, vaikka Q1:n poikkeuksellisen korkea liikevaihto onkin osin pois vuoden muilta kvartaaleilta.

Odotamme yhtiöltä positiivista tulosvaroitusta

Odotamme GRK:n jatkavan tilauskantansa toimittamista vuoden mittaan ja myös uusmyynnin vetävän kohtuullisesti epävarmasta taloustilanteesta huolimatta. Konsernitilauksen kasvattaminen tulee arviomme mukaan kuitenkin olemaan yhtiölle hyvin vaikeaa, sillä viime vuosina tilausvirtaa useampaan otteeseen tukeneesta Stegran jättiprojektista ei ole odotettavissa juurikaan tilauksia enää, sillä tehtaan valmistuminen lähestyy. Samalla vielä tilauskannassa oleva merkittävä osuus Stegran projekteista kiertää tänä vuonna liikevaihdoksi. Suomessa ja Virossa GRK:n tilaukset kuitenkin ennusteidemme mukaan kasvavat tänä vuonna.

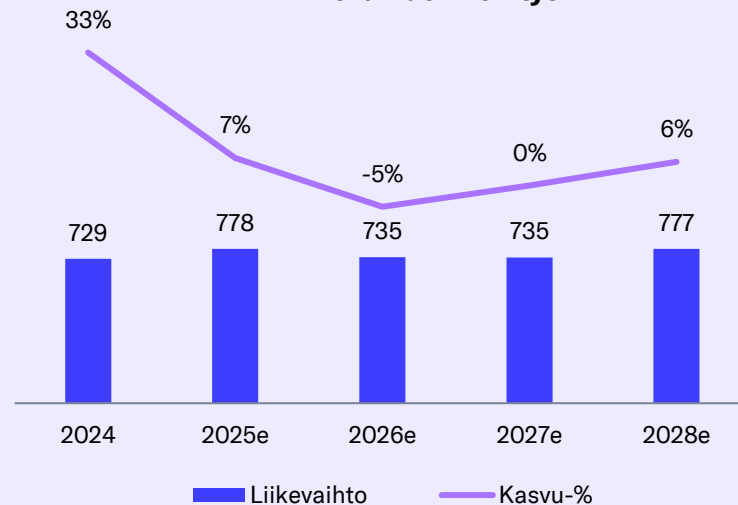
Odotamme GRK:n liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 7 % 778 MEUR:oon. Kasvu tulee etenkin Suomesta ja Virossa. Suomessa ennustamme liikevaihdon kasvavan maltillisesti ja Virossa selvästi yhtiön olemassa olevaa tilauskantaa sekä

uusmyynnin näkymää peilaten. Ruotsissa odotamme vahvan Q1:n ja edelleen hyvän tilauskannan tason siivittävän GRK:n noin viime vuoden liikevaihtotasoon, vaikka Stegran projektin liikevaihto alkaakin laskea ennusteessamme jo Q2:sta alkaen. Ennusteemme on yhtiön ohjeistuksen yläpuolella ja mielestämme ohjeistushaarukkaan jääminen vaatisikin yllättäviä hidasteita projektien aikatauluissa tai poikkeuksellisen epäsuotuisia sääolosuhteita Q4:lla.

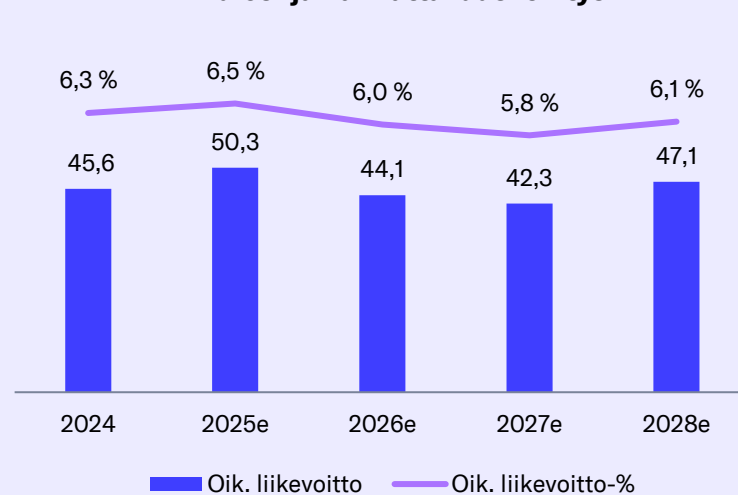
GRK:n oikaistun liikevoiton odotamme kasvavan tänä vuonna 10 % 50,5 MEUR:oon. Oikaistua liikevoittoa tukee etenkin liikevaihdon kasvu. Odotamme myös hyvin edenneen projektitoteutuksen sekä Stegran projektin yhä suuren liikevaihto-osuuden tukevan kannattavuutta, jonka arvioimme nousevan tänä vuonna yhtiön lähihistorian parhaalle tasolle 6,5 %:iin (oik. EBIT-%). Myös tulosenusteemme on yhtiön ohjeistushaarukan yläpuolella. Käytännössä GRK:n ei tarvitse kasvattaa tulostaan enää loppuvuodesta vahvan Q1:n jälkeen vaan suunnilleen vertailulukuihin yltäminen riittää ennusteidemme saavuttamiseen.

Ennusteissamme on vain pieniä liikevoittoon ja sen yläpuolelle vaikuttavia kertaeriä lähinnä Q1:stä johtuen, kun taas 3 MEUR:n listautumiskulut on kirjattu ennusteissamme oikaisueränä rahoituskuluihin. Rahoituskulut ovat listautumiskulujen takia koholla Q2:lla, mutta muilla kvartaaleilla odotamme yhtiön rahoituskulujen olevan nollassa erittäin vahvan nettokassaposition tuomien korkotuottojen ansiosta, vaikka yhtiöllä on toki korkojen lisäksi rahoituskuluja käyttöomaisuusveloista, urakkatakauksista ja osamaksuveloista. Veroasteen arvioimme olevan viime vuosien tasolla 19 %:ssa.

Liikevaihdon kehitys



Tulos- ja kannattavuuskehitys



Ennusteet 4/5

Veroasteessa tosin on huomioitava, että siihen vaikuttavat yhtiön omat pääomien siirtelypää tökset, sillä Virossa ei ole yhteisöveroa. GRK maksaakin siten veroja Viroon vain, jos yhtiö maksaa osinkoja Viron tytäryhtiöstä emoyhtiölle Suomeen. Näin ollen GRK:n oik. EPS kohoaa ennusteessamme 4 % 0,97 euroon etenkin operatiivista tulosta heijastellen. Ennustamme yhtiön nostavan osinkoaan ensi keväänä 0,50 euroon osakkeelta, mikä vastaa politiikan lattiaa korkeampaa vajaan 60 %:n jakosuhdetta. Rahavirrallisesti kuluva vuosi voi olla GRK:ille projektiajoitusten (vrt. etenkin Stegran projekti ja sen luultavasti normaalia etupainotteisemmat maksupostit) takia vaisumpi. Investointien arvioimme olevan lievästi poistoja korkeammat. GRK:n tase on silti listautumisen jälkeen väkivahva ja yhtiöllä olisi hyvin varaa yrityskauppoihinkin (ei ennusteissa).

Vuonna 2026 kasvutarina voi kerätä vauhtia

Odotamme GRK:n pääsevän vuoteen 2026 770 MEUR:n tilauskannalla, kun huomioidaan vuoden 2025 aloittava tilauskanta, vuoden 2025 tilausennusteemme sekä vuoden 2025 liikevaihtoennusteemme. Tämä olisi 15 % vuoden 2025 aloittavaa tilauskantaa alempi taso, mikä johtuu etenkin Stegran suurprojektin lähestymisestä loppuaan. Suomessa ja etenkin Virossa odotamme tilauskannan olevan vertailukautta korkeammalla tasolla. Siten näissä maissa kasvunäkymä on hyvä, mutta Stegran projektin mittakaava huomioiden GRK:n ei ole lyhyellä aikavälillä helppo saada projektin loppumisen kaikkia vaikutuksia piiloon konsernitason luvuissa. Odotammekin GRK:n liikevaihdon laskevan vuonna 2026 6 % 736 MEUR:oon, kun Suomen ja Viron kasvu ei riitä kompensoimaan Stegran projektin aiheuttamaan liikevaihdon laskua Ruotsissa.

GRK:n oikaistun liikevoiton arvioimme laskevan vuonna 2026 13 % 44,1 MEUR:oon, mikä vastaa yhtiön tavoitetason alarajalla olevaa mutta monia kilpailijoita parempaa 6,0 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Tulosta painaa etenkin liikevaihdon lasku sekä arvioimme mukaan konsernin keskimääräistä tasoa kannattavamman (Pohjois-)Ruotsin liiketoiminnan suhteellisen osuuden supistuminen. Emme odota GRK:n kirjaavan kertaeriä ensi vuodelle. Yhtiön rahoituskulujen arvioimme olevan nolliissa ja veroasteen pitkän aikavälin keskiarvon tasolla 19 %:ssa. Näin ollen oikaistun EPS:n ennusteemme on 11 % vertailukautta alempi 0,86 euroa. Osinkoa arvioimme yhtiön kuitenkin korottavan 10 % 0,55 euroon osakkeelta erittäin vahvan taseensa turvin.

Vuonna 2026 emme odota suuria käyttöpääomaliikkeitä, sillä odotamme yhtiön saavan uudet tilauksensa taas kasvuun, kun taas investoinnit ovat arvioimme mukaan edelleen hieman poistoja korkeammat yhtiön valmistautuessa kasvuun. Näin ollen arvioimme myös vapaan rahavirran olevan selvästi positiivinen ja vahvistavan tasetta edelleen yhdessä nettovoiton kanssa.

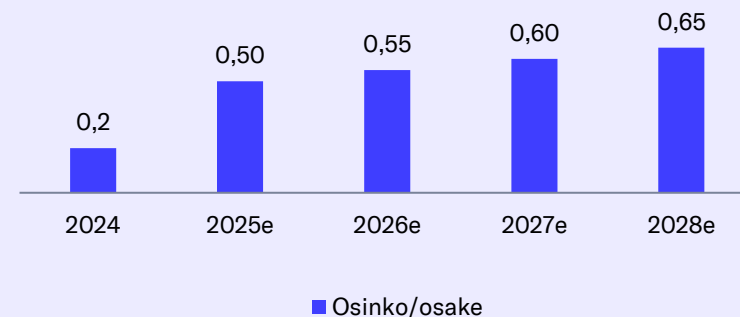
Pitkän tähtäimen ennusteet

Vuonna 2027 yhtiöllä on vielä paikattavanaan hieman Stegran projektia, mutta vuodesta 2028 alkaen arvioimme GRK:n liikevaihdon palaavan kasvuun, kun Stegran projekti ei enää vaikuta vuositasen vertailuun ja yhtiö jatkaa hieman hitaassa kasvussa olevia markkinoita nopeampaa kasvua. Vuosien 2027-2028 kasvuennusteemme ovat 0 % ja 6 %, kun taas vuodesta 2029 eteenpäin odotamme kasvun hidastuvan 3-4 %:iin ja olevan vuoden 2034 jälkeen alkavassa terminaalissa yhtiön päämarkkina-alueiden

Osakekohtaisen tuloksen kehitys



Osakekohtaisen osingon kehitys



Ennusteet 5/5

hidasta pitkän aikavälin talouskasvupotentiaalia peilaten 2 %:ssa. Muistutamme myös, että uskomme yhtiön liikevaihtotason heiluvan myös jatkossa isojen projektien ajoitusten suhteen vuositasolla, mutta näiden muutosten ennustaminen lähivuosia lukuun ottamatta on käytännössä mahdotonta. Näin ollen pidemmän ajan ennusteemme kuvaavatkin lähinnä yli projektisykliä ulottuvaa kuvaa.

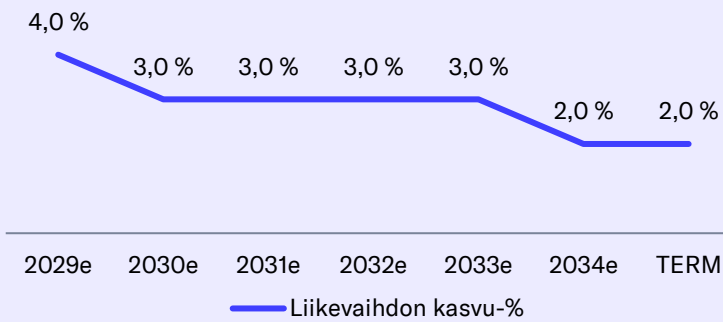
Vuosikymmenen loppupuolella näemme GRK:lla positiivisia yllätysmahdollisuuksia kasvun osalta, jos etenkin Rail Baltican ja Turun tunnin radan kaltaiset jättihankkeet etenevät ja yhtiö pärjää kilpailutuksissa. Myös Ruotsin orgaanisessa laajentumisessa oleva optio on positiivinen, sillä Ruotsin liikevaihto ei yllä ennusteissamme Stegran projektin myötä vuosina 2024-2025 saavutettaville tasoille koko ennustehorisontilla. Myös Ruotsissa yhtiöllä on potentiaalia etenkin suurissa ratahankkeissa, SSAB:n terästehdasprojektissa, muissa teollisissa hankkeissa ja Etelä-Ruotsin laajentumisessa. Lisäksi ennusteemme eivät tietenkään sisällä lainkaan yrityskauppoja ja arvioimmekin, että viimeistään vuosikymmenen loppupuolella ainakin Ruotsin laajenemista on päästy vauhdittamana myös epäorgaanisesti. GRK:n vuoden 2028 liikevaihtoennusteemme on kuitenkin hieman yhtiön tavoitetason alarajan yläpuolella 777 MEUR:ssa, mutta emme pidä tavoitetta erityisen vaativana, mikäli yhtiön strategian toteutus onnistuu edes kohtuullisesti lähivuosina.

Pitkällä aikavälillä keskimääräisesti positiivisen liikevaihtokehityksen ja yhtiön vahvuuksien myötä ennustamme GRK:n pystyvän pitämään kannattavuutensa noin 6 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin molemmiin puolin vuosikymmenen lopulla (vrt. tavoite yli 6 % oik. EBIT-%).

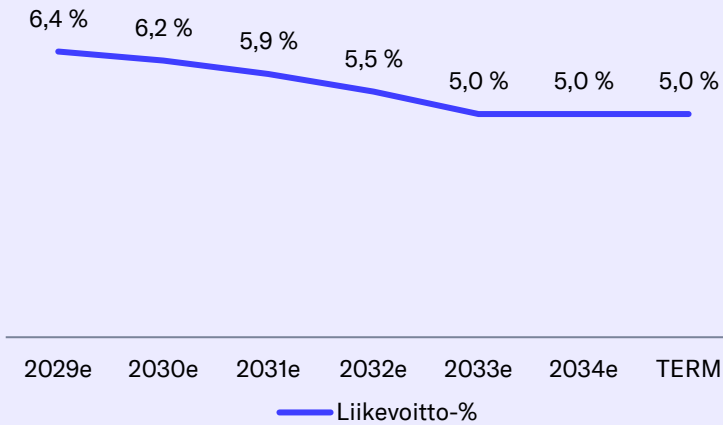
Tällä kannattavuudella ja pääomakevyeen orgaaniseen kasvuun perustuvilla liikevaihtoennusteillamme yhtiö loisi hyvin tervettä taloudellista lisäarvoa (keskiarvo ROCE-% > WACC-%), kunhan yhtiö keksii vahvana pysyvälle kassalleen käyttöä. 2030-luvun puolella varaudumme kannattavuuden heikentyvän lievästi kilpailun kiristyessä. Terminaalien kannattavuusennusteemme on 5,0 %:n oikaistu liikevoittomarginaali. Tämä vastaa suunnilleen GRK:n viimeisen viiden vuoden toteumaa ja pidämme sitä siten perusteltuna lähtökohtana pitkän aikavälin ennusteeksi (vrt. terminaalissa ROCE-% on edelleen selvästi pääomakustannusta korkeampi).

GRK:n pitkän aikavälin rahoituskulujen odotamme olevan vähäiset, sillä odotamme yhtiön pitävän taseensa vahvana ja selvästi tavoitetason alarajaa vahvempana liiketoiminnan voimakkaan syklisyyden takia. Pitkän aikavälin veroasteen arvioimme olevan 18 %:ssa, kun Suomen yritysveron lasku painaa veroastetta hieman vuodesta 2027 alkaen. Liiketoiminnan investointi-intensiteetissä emme odota tapahtuvan suuria muutoksia pitkälläkään tähtäimellä, joskin arvioimme negatiivisen käyttöpääoman supistuvan hieman Stegran projektin päättyessä ja asettuvan noin pidemmän aikavälin keskiarvon tasolle.

Pitkän aikavälin ennusteet



Pitkän aikavälin ennusteet



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	546	728	174	184	218	202	778	735	735	777
Suomi	0,0	395	78,5	90,9	118	112	399	427	453	475
Ruotsi	0,0	274	82,1	71,6	67,5	54,6	276	166	116	127
Viro	0,0	72,1	16,3	23,9	35,9	38,4	115	155	178	187
Muut toiminnot ja eliminoinnit	0,0	-12,4	-2,6	-2,8	-3,3	-3,0	-11,6	-12,0	-12,0	-12,0
Käyttökate	37,7	60,9	11,9	13,8	20,9	18,9	65,5	60,7	59,1	64,1
Poistot ja arvonalennukset	-13,5	-15,7	-3,8	-3,9	-4,0	-4,0	-15,6	-16,6	-16,8	-17,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	24,9	45,6	8,7	9,9	16,9	14,9	50,5	44,1	42,3	47,1
Liikevoitto	24,2	45,2	8,1	9,9	16,9	14,9	49,9	44,1	42,3	47,1
Konserni	0,0	0,0	8,1	9,9	16,9	14,9	49,9	44,1	42,3	47,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,1	0,6	-1,3	-3,1	-0,1	-0,1	-4,5	-0,6	-0,5	-0,4
Tulos ennen veroja	24,2	45,8	6,8	6,9	16,9	14,9	45,4	43,5	41,8	46,7
Verot	-4,1	-8,9	-1,3	-1,3	-3,2	-2,8	-8,6	-8,3	-7,5	-8,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	20,1	36,9	5,5	5,0	13,7	12,0	36,2	35,3	34,3	38,3
EPS (oikaistu)	0,51	0,93	0,15	0,19	0,33	0,29	0,97	0,86	0,84	0,94
EPS (raportoitu)	0,49	0,93	0,13	0,12	0,33	0,29	0,88	0,86	0,84	0,94

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Käyttökate-%	6,9 %	8,4 %	6,8 %	7,5 %	9,6 %	9,3 %	8,4 %	8,3 %	8,0 %	8,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,6 %	6,3 %	5,0 %	5,4 %	7,8 %	7,4 %	6,5 %	6,0 %	5,8 %	6,1 %
Nettotulos-%	3,7 %	5,1 %	3,1 %	2,7 %	6,3 %	6,0 %	4,6 %	4,8 %	4,7 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	86,3	91,9	96,6	100	106
Liikearvo	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7
Käyttöomaisuus	78,8	84,5	89,1	92,8	98,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	4,0	4,7	4,7	4,7	4,7
Laskennalliset verosaamiset	1,8	1,4	1,4	1,4	1,4
Vaihtuvat vastaavat	194	243	290	291	301
Vaihto-omaisuus	5,1	6,7	7,8	7,4	7,3
Muut lyhytaikaiset varat	37,7	47,2	47,2	47,2	47,2
Myyntisaamiset	53,5	62,0	77,8	80,9	80,8
Likvidit varat	97,6	127	157	156	165
Taseen loppusumma	280	334	387	391	407

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	88,9	119	177	192	204
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	50,1	81,0	109	124	135
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	38,7	38,2	68,2	68,2	68,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	33,0	30,5	32,9	34,9	34,9
Laskennalliset verovelat	2,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Varaukset	3,6	2,4	2,4	2,4	2,4
Korolliset velat	26,8	24,6	27,0	29,0	29,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Lyhytaikaiset velat	158	185	177	165	168
Korolliset velat	11,0	14,0	11,0	11,0	12,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	84,9	108	113	104	104
Muut lyhytaikaiset velat	62,6	62,4	52,8	49,1	51,6
Taseen loppusumma	280	334	387	391	407

Arvonmääritys 1/3

Yhtiötä hinnoitellaan markkinoilla tulospohjaisesti

Mielestämme GRK tulee hinnoitella muiden kannattavien kasvuyhtiöiden tavoin ensisijaisesti tulospohjaisesti. Käytämme yhtiön arvottamisessa P/E-kerrointa sekä myös paremmin yhtiöiden taserakenteiden erot huomioivia yritysarvopohjaisia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia. EV-pohjaisia tunnuslukuja arvioitaessa on kuitenkin syytä jossain määrin kiinnittää huomiota taseessa olevien asiakasennakoiden ja muiden keskeisten käyttöpääomaerien (ml. saamiset ja ostovelat) määrään suhteessa pidemmän ajan keskiarvoon, sillä käyttöpääomaerien ajoitukset voivat heiluttaa kassavirtaa ja sitä kautta yritysarvoa melko voimakkaastikin projektisykliä mukana. Etenkään ennakot eivät myöskään ole yhtiön omaa rahaa. Mielestämme niiden epätavanomaiset tasot vaikuttavat GRK:lle hyväksyttäviin EV-kertoimiin jossain määrin ainakin tietyissä projektisyklin vaiheissa, vaikka toki GRK:n liiketoiminnan kokonaiskuvan kannalta ennakkoihin pohjautuva projektien maksulogiikka onkin erittäin hyvä asia myös sijoittajien vinkkelistä. Vastaavasti yhtiön P/E-kertoimia nykyisessä ylivahvassa kassatilanteessa voisi oikaista kassan ylisuurella osalla.

Tarkastelemme GRK:ta ensisijaisesti kuluvan vuoden ja seuraavan vuoden arvostuskertoimilla, sillä yhtiön hyvät historialliset näytöt, tilauskannan ja julkisen sektorin ajaman kysynnän tuoma ennustettavuus sekä erinomainen taloudellinen asema kompensoivat mielestämme riittävästi projektivetoiseen liiketoimintamalliin ja tämän hetken toimintaympäristöön liittyviä lyhyen ajan näkyvyysrajoitteita.

Mielestämme seuraavat tekijät tukevat ja painavat GRK:n hyväksyttäviä arvostuskertoimia:

Vahvat näytöt kannattavasta kasvusta lisäävät luottamusta

yhtiön tulevaisuuden kilpailukykyyn myös jatkossa.

Erittäin vahva tase viime aikojen vahvan tuloskehityksen ja listautumisannin jäljiltä rajaa osakkeen riskiprofiilia.

Lähivuosien tuloskasvuodotukset ja niihin liittyvät riskit ovat globaaliin kauppa- ja geopolitiikkaan sekä sitä kautta GRK:n toimintamaiden taloustilanteeseen liittyvistä epävarmuuksista johtuen maltilliset ja riskeiltään tasapainoiset, kun huomioidaan yhtiön tilauskannan kehitys ja markkinoiden potentiaaliset uudet merkittävät hankkeet ja liiketoiminnan tietty vastasyklisyys.

Epäorgaanisen arvonluonnin osalta mahdollisuudet ja riskit ovat tässä vaiheessa tasapainossa, sillä yhtiön näytöt arvoa luovista yrityskaupoista ulkomailla ovat vielä vähäiset.

Matalahko markkinan orgaaninen kasvunäkymä sekä marginaaliprofiili tekevät vaikeammaksi selkeän kasvu- ja laatu-yhtiöprofiloitumisen sekä vastaavien kertoimien saavuttamisen, vaikka yhtiön näytöt kannattavasta kasvusta ja korkeasta pääoman tuotosta ovat sinänsä hyvin vahvat.

Projektiliiketoiminnan luonne ja siihen liittyvä vaihtelu on tyypillisesti osakkeen riskitasoa jossain määrin nostava tekijä sijoittajien silmissä, mitä toki julkisen sektorin isoilta osin ajaman kysynnän tasaisuus ja vastasyklisyys tasaavat.

Osakkeen mahdollisesti rajallinen likviditeetti voi rajoittaa ulkomaisten ja/tai suurempien instituutioiden kiinnostusta yhtiöön ainakin alkuvaiheessa.

Nämä tekijät huomioiden GRK:n osakkeelle hyväksyttävä arvostustaso on P/E-kertoimella mitattuna noin 11x–14x sekä vastaavasti EV/EBIT-kertoimella mitattuna 9x–12x nykyiset korko-odotukset huomioiden. Nämä tasot vastaavat

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,0	11,0	11,0
Osakemäärä, milj. kpl	41,0	41,0	41,0
Markkina-arvo	449	449	449
Yritysarvo (EV)	329	333	324
P/E (oik.)	11,3	12,7	13,1
P/E	12,4	12,7	13,1
P/B	2,5	2,3	2,2
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,0	5,5	5,5
EV/EBIT (oik.)	6,5	7,5	7,7
Osinko/tulos (%)	56,6 %	64,0 %	71,9 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	5,0 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

suunnilleen yhtiön rakennussektorin verrokkien 10 vuoden keskiarvoja sekä Helsingin pörssin pidemmän aikavälin mediaaneja. Myöskin tämänhetkiset korko-odotukset ovat mielestämme jokseenkin linjassa edellisen viimeisen 10 vuoden tyypillisten tasojen kanssa, joten tästäkin näkökulmasta nämä keskiarvot ovat mielestämme varsin hyvä lähtökohta hyväksyttävälle arvostukselle.

Kertoimet ovat maltilliset etenkin EV-pohjaisesti

GRK:n ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2025 ja 2026 ovat noin 11x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 7x ja 8x. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme olevan noin 5 %:n tasolla. Näin ollen pidämme yhtiön arvostusta absoluuttisesti varsin houkuttelevana 12 kuukauden tähtäimellä, sillä kertoimet asettuvat yhtiölle hyväksyntiemme haarukoiden sisälle P/E-pohjaisesti ilman ylisuuren kassan puoltamia oikaisujakin ja haarukan alapuolelle EV-pohjaisesti kuluvalle vuodelle. Ennusteissamme laskuun korkealta tasolta kääntyvän tuloksen takia ensi vuoden kertoimet ovat korkeammat, mutta myös ensi vuoden kertoimet ovat etenkin EV-pohjaisesti matalat. Näin ollen näemme arvostuskertoimien muodostaman kokonaisuuden varsin houkuttelevana.

Verrokkiryhmän arvostus on niin ikään alakantissa

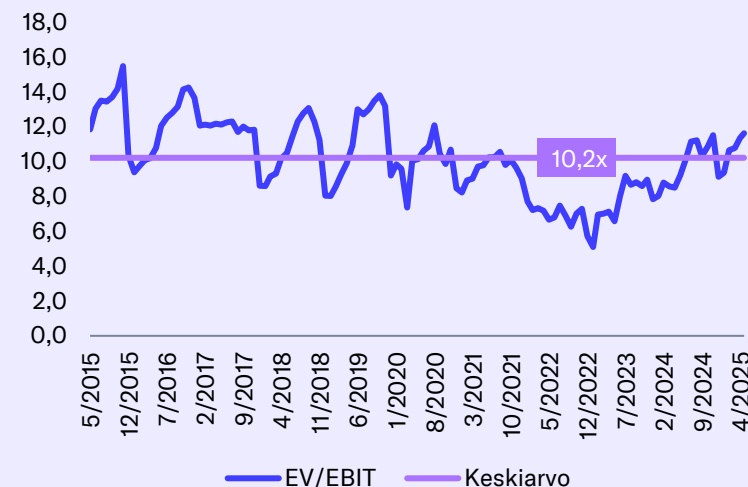
Rakennus- ja myös infrarakennussektoreilla toimii paljon listattuja yhtiöitä, joten GRK:lle voidaan kerätä varsin suuri verrokkiryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Huomioitavaa kuitenkin on, että verrokkiyhtiöiden vertailtavuus ei ole GRK:n verrokkien suuresta määrästä huolimatta täydellinen, sillä liiketoiminnoissa on profiilieroja ja verrokkiryhmässä on hyvin vaihtelevaa kannattavuutta luultavasti tekeviä yhtiöitä etenkin lähiaikojen osalta.

Lisäksi relevanteissa kilpailijoissa on myös listaamattomia yrityksiä, joten kaikkia relevantteja kilpailijoita ei ole mahdollista saada vertailuun. Näin ollen painotamme GRK:n arvonnäilytyksessämme etenkin absoluuttisia kertoimia, joita suhteellinen arvostus tukee.

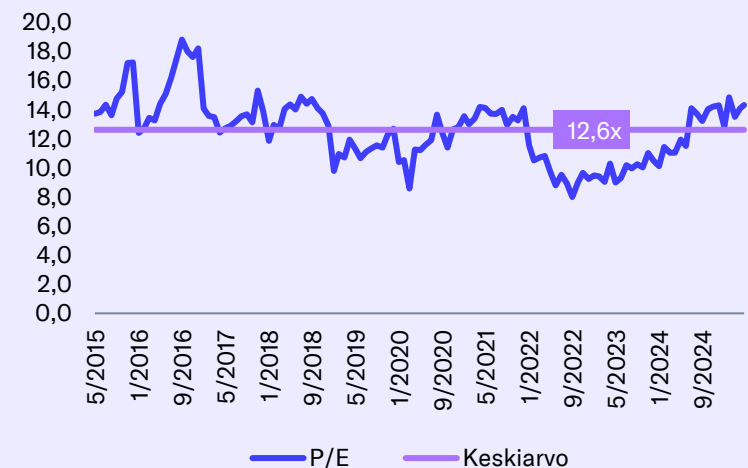
Yleisenä huomiona voidaankin mielestämme todeta, että volyymipohjaiset kertoimet ovat matalia rakennusalan ohuita marginaaleja heijastellen, kun taas tasepohjaiset kertoimet ovat hyvin riippuvaisia pääoman tuottokyvystä. Mielestämme tulos pohjaisten kertoimien vertaileminen on kuitenkin relevantteinta, mutta se voi vaatia hetkellisesti poikkeuksellisen huonojen tai hyvien tulosten ohi tarkastelua.

GRK on arvostettu tulos pohjaisilla kertoimilla roimalla alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Suhteessa parhaaseen verrokkiin Kreateen nähden GRK on arvostettu EV-pohjaisesti alennuksella ja P/E-luvulla lievällä preemiolla etenkin ensi vuoden osalta. Mielestämme GRK ansaitsisi pienen preemion suhteessa koko verrokkiryhmään, kun huomioidaan viime vuosien pääosin hyvä suorituskyky. Volyymipohjainen EV/S-kerroin on neutraali, mutta GRK:n keskimääräistä parempi kannattavuus ja pääoman tuotto huomioiden volyymipohjaisen mittarin pitäisi mielestämme olla preemiolla. Koko verrokkiryhmä vaikuttaa kuluvalle vuodelle kuitenkin varsin täyteen hinnoitellulta ja ensi vuodelle verrokkiyhtiölle ennustettuihin tulosparrannuksiin liittyy myös selkeitä riskejä. Näin ollen emme laske pelkästään sen varaan, että GRK:n aliarvostus kuroutuisi umpeen pelkästään yhtiön osakkeen kurssinousun kautta. Osakkeen suhteellinen arvostus näyttää kuitenkin kokonaisuutena vihreää valoa osakkeen arvostuksesta ja vastaavasti tuotto-odotuksesta.

Verrokkiryhmän EV/EBIT



Verrokkiryhmän P/E-luku



Arvonmääritys 3/3

DCF-arvonmääritys näyttää vihreää valoa

Annamme arvonmäärityksessä myös rahavirtamallille (DCF) kohtuullisen painoarvon, sillä liiketoiminta on kypsää ja yhtiön kysyntä- sekä marginaaliprofiilit ovat pidemmällä sihdilläkin kohtuullisen ennustettavia. Konservatiivisilla oletuksilla pitkään tähtäintä huomioiva DCF-malli antaa siten mielestämme melko hyvän kuvan GRK:n käyvästä arvosta. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 13 euroa, mikä tukee muiden menetelmien piirtämää houkuttelevaa kuvaa osakkeen nyhyhinnoittelusta.

Ennustemallin taustalla olevat keskeiset parametrit on kuvattu edellisessä ennusteita kuvaavassa kappaleessa. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hyvinkin kohtuullisella noin 50 %:n tasolla. Näin ollen parametrit ovat mielestämme hyvin perustellut yhtiön historiallisilla näytöillä eikä ennusteiden ylittäminenkään ole pitkässä juoksussa mahdotonta. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,2 % ja oman pääoman kustannus on 9,9 %.

Kilpailuviranomaisten tutkinta nostaa riskitasoa piirun

GRK tiedotti 21.5.2026, että Kilpailu ja kuluttajavirasto (KKV) teki yllätystarkastuksen GRK:n tytäryhtiön GRK Suomi Oy:n tiloissa. GRK:n KKV:lta saamien tietojen mukaan KKV pyrkii selvittämään kilpailulainsäädännössä kiellettyä kilpailijoiden välistä yhteistyötä asfalttipäällystemarkkinoilla Suomessa. Asian etenemisestä tai sen aikatauluista ei ole tietoa. Muista yhtiöistä ruotsalainen PEAB tiedotti tarkastuksesta.

Käsityksemme mukaan asfalttipäällystys on pienehkö osa GRK:n Suomen liiketoimintaa ja arvioimme sen liikevaihdon olevan suunnilleen 50 MEUR:n kokoluokassa. GRK on myös melko pieni peluri Suomen asfalttipäällystysmarkkinalla markkinaosuudella mitattuna. Näin ollen tarkastus koskee

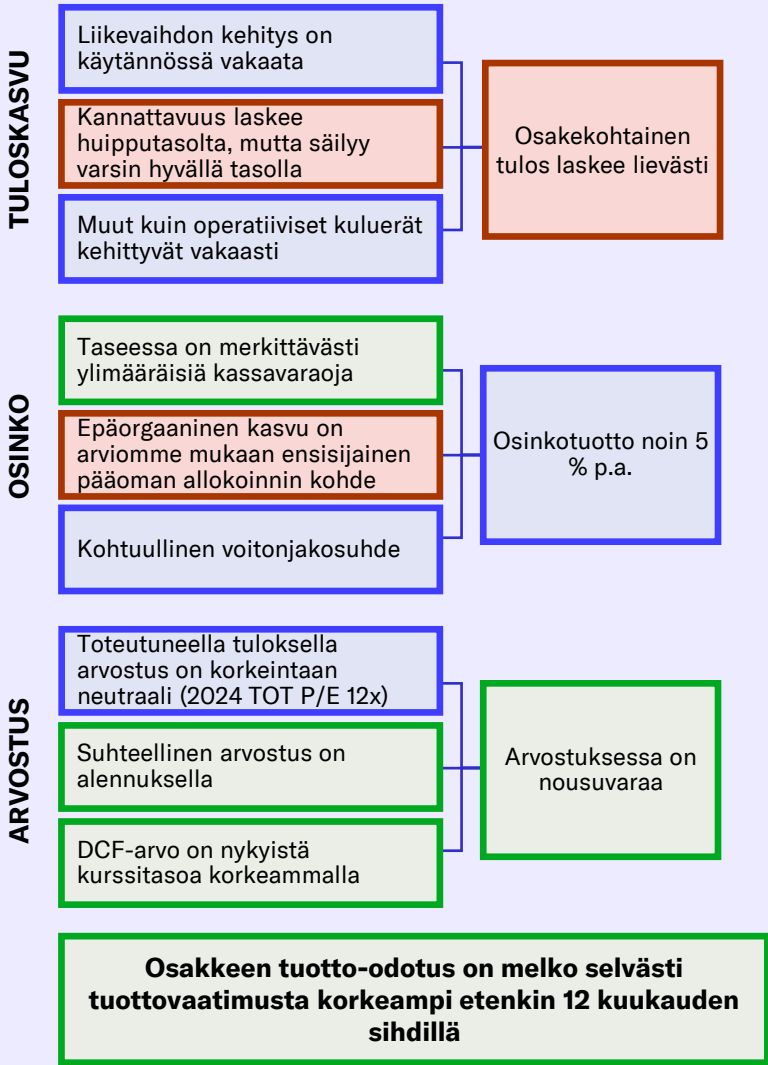
vain rajallista osaa GRK:n liiketoiminnasta. Käsityksemme mukaan KKV tarvitsee tarkastukselle syyksi konkreettisen epäilyn, mutta toisaalta tutkintoja kilpailun rajoittamisesta päättyy myös tuloksettomina (esim. EU:n komission sellu- ja rengaskartellitutkinnot 2020-luvulla). Siten tilannekuvan ja siihen liittyvien todennäköisyyksien arviointi on hankalaa ja tutkinta nostaa lievästi GRK:n osakkeen riskiprofiilia sijoittajien silmissä ennen asian ratkeamista. Emme usko silti mahdollisten sakkojen uhkaavan GRK:n taloudellista asemaa missään skenaariossa, kun huomioidaan yhtiön ja asfalttipäällystysliiketoiminnan kokoluokat sekä kilpailun rajoittamisesta tyypillisesti Suomessa aiheutuneet taloudelliset seuraamukset. Yksittäisen vuoden tuloksen ja kassavirran sakot voisivat kuitenkin pahimmillaan pilata.

Osake on hinnoiteltu edullisesti

Näkemyksemme mukaan GRK:n osakkeen käypä arvo on noin 12–15 euroa osakkeelta perustuen lähivuosien tulospohjaisiin ennusteisiimme ja soveltamiimme arvostuskertoimiin sekä myös DCF-malliin ja sen tuottovaatimukseen ja terminaalikannattavuuteen liittyvät herkkyyksianalyysit huomioiden. Pidemmällä aikavälillä osakkeen käyvällä arvolla on edellytyksiä nousta asteittain, jos yhtiö jatkaa kannattavaa orgaanista kasvuaan nykymarkkinoilla. GRK:n arvonkehitykseen tulee vaikuttamaan myös merkittävästi se, miten yhtiö onnistuu pääoman allokoinnin saralla, sillä yhtiöllä on jo nyt käsissään pääomaa selvästi ennustamaamme voimakkaampaankin kasvuun laajentumalla epäorgaanisesti. Pääriskit GRK:n positiiviselle sijoitusnäkemykselle ovat yksittäiset suuret projektit ja projektiriskit, pääoman allokoinnin onnistuminen, yhtiön pehmeiden vahvuuksien säilyttäminen myös jatkossa ja kilpailunrajoitustutkinntan mahdolliset seuraamukset.

Osaketuoton ajurit 2024-2027e

Positiivien Neutraali Negatiivinen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	11,0	11,0	11,0	11,0
Osakemäärä, milj. kpl	39,2	39,8	41,2	40,7	39,9	41,0	41,0	41,0	41,0
Markkina-arvo	399	405	419	414	406	449	449	449	449
Yritysarvo (EV)	384	403	414	354	317	329	333	324	314
P/E (oik.)	17,4	17,9	45,0	19,9	10,9	11,3	12,7	13,1	11,7
P/E	18,4	19,5	60,0	20,6	11,0	12,4	12,7	13,1	11,7
P/B	6,3	5,3	5,4	4,7	3,4	2,5	2,3	2,2	2,1
P/S	1,0	0,9	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9	0,6	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	17,7	19,5	17,0	9,4	5,2	5,0	5,5	5,5	4,9
EV/EBIT (oik.)	16,8	17,8	30,2	14,3	7,0	6,5	7,5	7,7	6,7
Osinko/tulos (%)	24,2 %	27,9 %	94,4 %	33,4 %	22,1 %	56,6 %	64,0 %	71,9 %	69,6 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	1,4 %	1,6 %	1,6 %	2,0 %	4,6 %	5,0 %	5,5 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
YIT	589	1458	30,3	18,0	20,6	13,8	0,8	0,8		48,9		0,7	0,8
Veidekke	1809	1605	10,9	10,0	6,6	6,2	0,4	0,4	15,9	14,7	6,2	6,5	6,1
NCC	1733	1948	11,7	10,7	7,0	6,7	0,4	0,4	12,9	12,0	4,8	5,2	2,1
Peab	2286	3411	15,2	13,0	9,3	8,3	0,6	0,6	14,4	11,6	3,9	4,5	1,4
Skanska	9116	8003	11,0	9,7	8,4	7,5	0,5	0,5	14,3	12,8	3,9	4,2	1,5
SRV	89	224	25,6	12,7	16,0	9,7	0,3	0,3	95,6	9,8	2,8	4,7	0,8
Strabag	10203	7350	8,2	7,8	5,1	4,9	0,4	0,4	15,4	15,0	2,8	2,8	1,9
Koninklijke Heijmans N.V.	1455	1465	9,5	8,5	6,4	5,9	0,5	0,5	11,0	9,7	4,1	4,6	2,5
NRC Group	74	146	11,8	7,9	5,0	4,1	0,2	0,2	14,7	6,8	4,8	7,2	0,5
Kreate	72	97	9,6	8,0	5,9	5,3	0,3	0,3	11,0	8,9	6,4	6,8	1,6
NYAB	379	387	11,4	9,8	9,6	8,2	0,8	0,7	14,4	13,3	2,5	3,2	1,8
GRK Infra Oyj (Inderes)	449	329	6,5	7,5	5,0	5,5	0,4	0,5	11,3	12,7	4,6	5,0	2,5
Keskiarvo			14,1	10,5	9,1	7,3	0,5	0,4	22,0	14,9	4,2	4,6	1,9
Mediaani			11,4	9,8	7,0	6,7	0,4	0,4	14,4	12,0	4,0	4,6	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			-43 %	-23 %	-28 %	-18 %	-2 %	10 %	-22 %	6 %	13 %	9 %	61 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

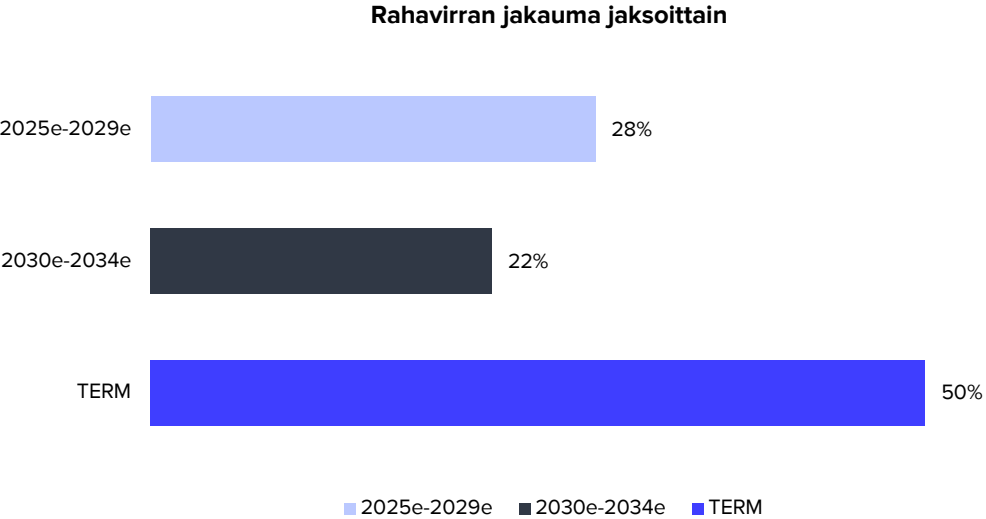
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	33,4 %	6,8 %	-5,5 %	-0,1 %	5,8 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	6,2 %	6,4 %	6,0 %	5,8 %	6,1 %	6,4 %	6,2 %	5,9 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Liikevoitto	45,2	49,9	44,1	42,3	47,1	51,7	51,6	50,6	48,6	45,5	46,4	
+ Kokonaispoistot	15,7	15,6	16,6	16,8	17,0	18,1	19,2	20,3	21,8	22,9	23,2	
- Maksetut verot	-7,8	-8,6	-8,3	-7,5	-8,4	-9,0	-9,0	-8,9	-8,5	-8,0	-8,1	
- verot rahoituskuluista	0,1	-0,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
- Käyttöpääoman muutos	3,6	-21,9	-14,8	2,5	2,8	2,1	2,0	2,1	2,2	1,7	0,4	
Operatiivinen kassavirta	56,9	34,1	37,5	54,0	58,4	62,6	63,6	63,9	63,8	61,9	61,6	
+ 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	-21,7	-20,3	-20,3	-22,3	-23,3	-23,4	-24,4	-24,4	-24,4	-24,4	-24,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	34,1	13,8	17,2	31,7	35,1	39,3	39,2	39,5	39,4	37,4	37,3	
+/- Muut	0,0	26,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	34,1	40,2	17,2	31,7	35,1	39,3	39,2	39,5	39,4	37,4	37,3	527
Diskontattu vapaa kassavirta		38,1	15,0	25,2	25,5	26,2	23,9	22,1	20,2	17,5	16,0	227
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		456	418	403	378	353	326	302	280	260	243	227
Velaton arvo DCF		456										
- Korolliset velat		-38,7										
+ Rahavarat		127										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,1										
Oman pääoman arvo DCF		536										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,1										

Pääoman kustannus (WACC)

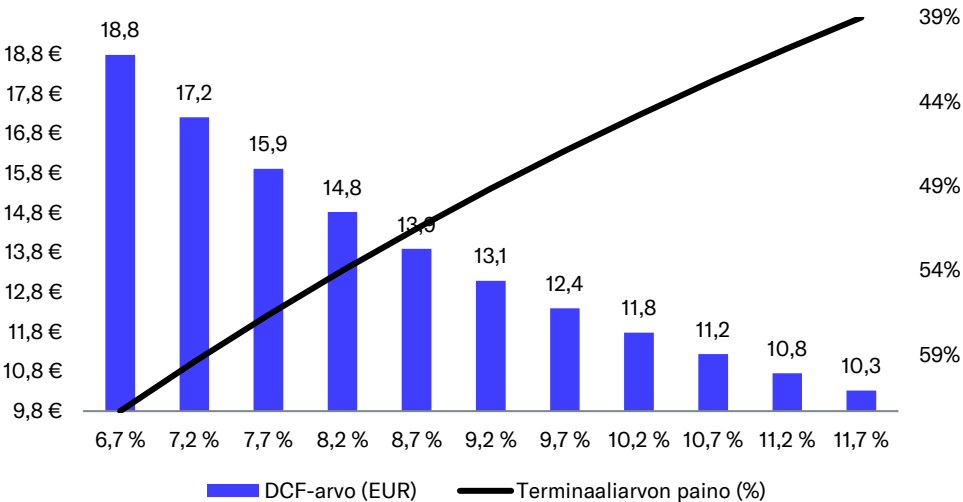
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,55
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

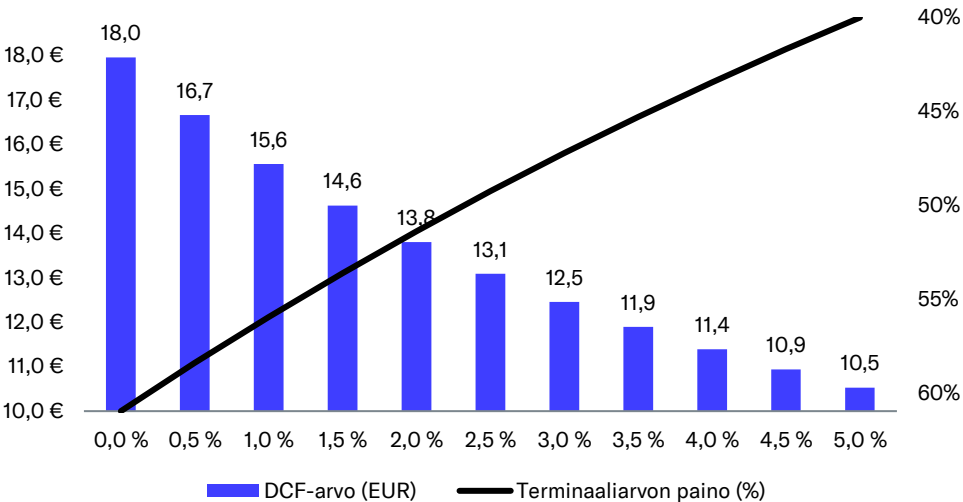


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

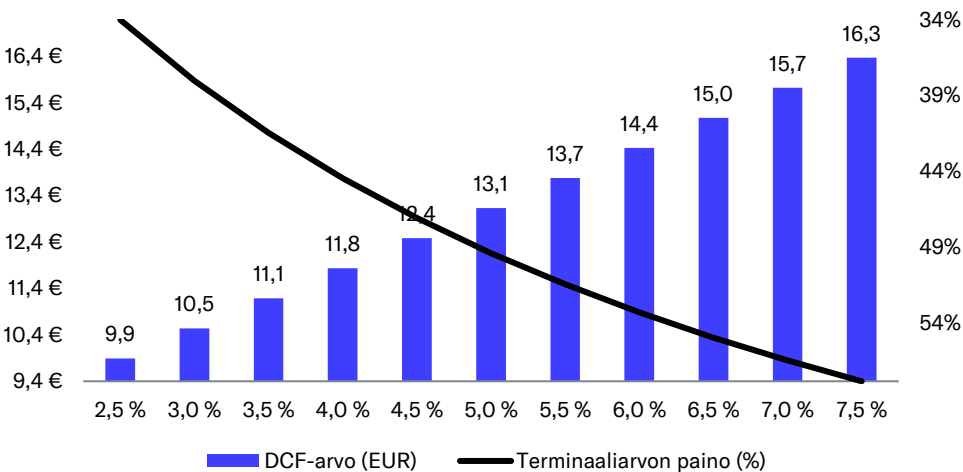
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



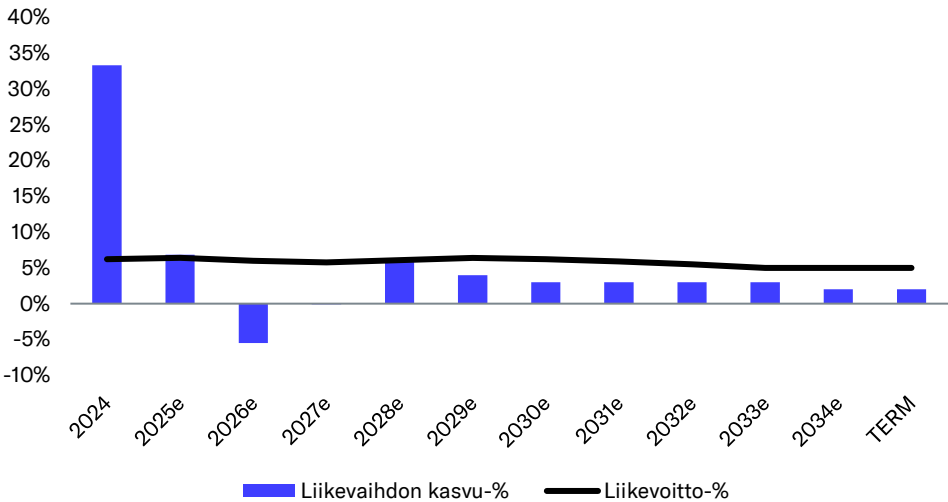
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Disclaimer and recommendation history

The information presented in Inderes reports is obtained from several different public sources that Inderes considers to be reliable. Inderes aims to use reliable and comprehensive information, but Inderes does not guarantee the accuracy of the presented information. Any opinions, estimates and forecasts represent the views of the authors. Inderes is not responsible for the content or accuracy of the presented information. Inderes and its employees are also not responsible for the financial outcomes of investment decisions made based on the reports or any direct or indirect damage caused by the use of the information. The information used in producing the reports may change quickly. Inderes makes no commitment to announcing any potential changes to the presented information and opinions.

The reports produced by Inderes are intended for informational use only. The reports should not be construed as offers or advice to buy, sell or subscribe investment products. Customers should also understand that past performance is not a guarantee of future results. When making investment decisions, customers must base their decisions on their own research and their estimates of the factors that influence the value of the investment and take into account their objectives and financial position and use advisors as necessary. Customers are responsible for their investment decisions and their financial outcomes.

Reports produced by Inderes may not be edited, copied or made available to others in their entirety, or in part, without Inderes' written consent. No part of this report, or the report as a whole, shall be transferred or shared in any form to the United States, Canada or Japan or the citizens of the aforementioned countries. The legislation of other countries may also lay down restrictions pertaining to the distribution of the information contained in this report. Any individuals who may be subject to such restrictions must take said restrictions into account.

Inderes issues target prices for the shares it follows. The recommendation methodology used by Inderes is based on the share's 12-month expected total shareholder return (including the share price and dividends) and takes into account Inderes' view of the risk associated with the expected returns. The recommendation policy consists of four tiers: Sell, Reduce, Accumulate and Buy. As a rule, Inderes' investment recommendations and target prices are reviewed at least 2–4 times per year in connection with the companies' interim reports, but the recommendations and target prices may also be changed at other times depending on the market conditions. The issued recommendations and target prices do not guarantee that the share price will develop in line with the estimate. Inderes primarily uses the following valuation methods in determining target prices and recommendations: Cash flow analysis (DCF), valuation multiples, peer group analysis and sum of parts analysis. The valuation methods and target price criteria used are always company-specific and they may vary significantly depending on the company and (or) industry.

Inderes' recommendation policy is based on the following distribution relative to the 12-month risk-adjusted expected total shareholder return.

Buy	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is very attractive
Accumulate	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is attractive
Reduce	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is weak
Sell	The 12-month risk-adjusted expected shareholder return of the share is very weak

The assessment of the 12-month risk-adjusted expected total shareholder return based on the above-mentioned definitions is company-specific and subjective. Consequently, similar 12-month expected total shareholder returns between different shares may result in different recommendations, and the recommendations and 12-month expected total shareholder returns between different shares should not be compared with each other. The counterpart of the expected total shareholder return is Inderes' view of the risk taken by the investor, which varies considerably between companies and scenarios. Thus, a high expected total shareholder return does not necessarily lead to positive performance when the risks are exceptionally high and, correspondingly, a low expected total shareholder return does not necessarily lead to a negative recommendation if Inderes considers the risks to be moderate.

The analysts who produce Inderes' research and Inderes employees cannot have 1) shareholdings that exceed the threshold of significant financial gain or 2) shareholdings exceeding 1% in any company subject to Inderes' research activities. Inderes Oyj can only own shares in the target companies it follows to the extent shown in the company's model portfolio investing real funds. All of Inderes Oyj's shareholdings are presented in itemised form in the model portfolio. Inderes Oyj does not have other shareholdings in the target companies analysed. The remuneration of the analysts who produce the analysis are not directly or indirectly linked to the issued recommendation or views. Inderes Oyj does not have investment bank operations.

Inderes or its partners whose customer relationships may have a financial impact on Inderes may, in their business operations, seek assignments with various issuers with respect to services provided by Inderes or its partners. Thus, Inderes may be in a direct or indirect contractual relationship with an issuer that is the subject of research activities. Inderes and its partners may provide investor relations services to issuers. The aim of such services is to improve communication between the company and the capital markets. These services include the organisation of investor events, advisory services related to investor relations and the production of investor research reports.

More information about research disclaimers can be found at www.inderes.fi/research-disclaimer.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28/05/2025	Lisää	13,00 €	10,95 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**