

Consti

Laaja raportti

11/2020

Liiketoiminnan korjaus etenee

Toistamme Constin lisää-suosituksemme nostaen tavoitehintamme 10,7 euroon (aik. 9,3 euroa). Yhtiö on viime vuosien tuloskäänteen myötä saanut kannattavuutensa jo kohtuullisen hyvällä tasolla. Nyt yhtiön tehostunut organisaatio- ja kulurakenne mahdollistaa maltillisen kasvun kanssa yhtiölle tulevaisuudessa selkeästi korkeamman tulostason. Vakaasti kasvavat korjausmarkkinat sekä ikääntyvä rakennuskanta luovat kysyntää yhtiölle muiden positiivisten trendien lisäksi. Epävarmuus tuloskäänteen kestävytydestä painaa vielä markkinoiden luottamusta, mutta selkeä tuloskasvupotentiaali, arvostuksen nousuvara sekä osinkotuotto huomioiden osakkeen tuotto/riskisuhde on mielestämme houkuttelevalla tasolla.

Markkinajohtaja merkittävien trendien tukemalla vakaalla markkinalla

Consti on vuonna 2008 perustettu korjausrakentamiseen ja kiinteistöjen teknisiin palveluihin keskittynyt yhtiö. Constin palvelutarjoama kattaa laaja-alaisesti Suomen korjausrakentamisen markkinasta pääosan käsittävistä talotekniikka-, julkisivu- ja sisätilojen saneeraustyöt -segmenteistä. Maantieteellisesti yhtiö on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja erityisesti Helsinkiin ja Uudenmaan alueelle, mistä syntyy noin 80 % yhtiön liikevaihdosta. Constin liiketoiminta on hyvin projektivetoista ja jatkuvien palveluiden osuus liiketoiminnasta on matala. Riskejä tasaa kuitenkin osittain vakaasti ja suhdanteista riippumattomasti kehittyvät päämarkkinat, yhtiön hajautunut asiakas- ja projektiportfolio sekä joustava kapasiteetti- ja kulurakenne. Korjausrakentamisen markkinan kasvun ennustetaan jatkuvan vakaana pitkälle tulevaisuuteen rakennuskannan ikääntymisen ja useiden markkinaa tukevien trendien (energiatohokkuus, tekniikan lisääntyminen, kestävä kehitys, modernisointi) tukemana. Consti on markkinajohtajana hyvän maantieteellisen aseitoimisensa sekä kokonaisvaltaisen palvelutarjoamaansa ansiosta hyvin aseitoitunut tavoittelemaansa markkinoita (20-22e: 0-2 %) nopeampaan kasvuun.

Käänneyhtiöstä takaisin kasvuyhtiöksi

Consti profiloituu mielestämme tällä hetkellä vielä käänneyhtiöksi, sillä kannattavuuden parantaminen on yhä prioriteettien kärjessä. Lähivuosina kannattavuuden parannuksen tulee muodostua kasvun ja tehokkaaksi viritetyn organisaatio- ja kulurakenteen skaalautumisen yhdistelmän kautta. Tällöin myös osakkeen profiili alkaa muokkaantua takaisin kasvuyhtiön suuntaan. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan ensi vuonna palautuvan kysynnän myötä noin 5 %:lla, josta se tasaantuu noin 3 %:n vuosikasvuvauhtiin. Liikevoittomarginaalin odotamme nousevan rakentamisen kustannuspaineiden laskun, tilauskannan paremman katerakenteen sekä kasvuun hieman skaalautuvien kiinteiden kulujen myötä lähivuosina noin 3,0 %:sta noin 4,2 %:iin vuoden 2022 loppuun mennessä. Yhtiö tavoittelee itse yli 5 %:n EBIT-marginaalia, mutta se vaatii vielä korkeampia volyymeja ja parempaa tilauskannan katerakennetta. Ennustamme tuloskasvu on vahvaa (19-22e CAGR: +50 %), mutta myös riskit projektihaasteiden uusiutumisesta tai markkinan odotuksia heikommasta kysynnästä ovat olemassa.

Arvostus ei anna käännteelle täyttä arvoa

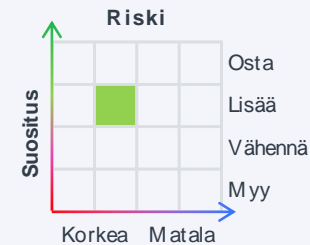
Osakkeen arvostus on lähivuosille mielestämme yhtiön tuloskäänteeseen, laskeneeseen riskiprofiiliin sekä pitkän aikavälin potentiaaliin nähden alhainen (2021e: P/E: 11x, EV/EBIT: 8x). Hyväksymämme arvostushaarukan keskitasoilla (2021e: EV/EBIT: 8-12x, P/E : 8-12x) osakkeessa on noin 6 %:n nousuvara. Suhteellisesti osake on arvostettu noin 40 % alle verrokkien mediaaniin, mikä on mielestämme liian suuri alennus. Arvostuksen nousuvaran lisäksi yhtiö tarjoaa noin 4 %:n osinkotuottoa, mikä nostaa tuotto-odotuksen yhtiössä jo houkuttelevaksi. DCF-laskelman korkeampi arvo (12,7 euroa) sekä osakkeessa oleva yritysjärjestelyoptio myös tukevat suositustamme.

Analytiikko



Olli Koponen
+358 442749560
olli.koponen@inderes.fi

Suositus



Lisää
(aik. Lisää)
10,7 EUR
(aik. 9,3 EUR)
Osakekurssi:
9,70

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	315	267	280	289
kasvu-%	0 %	-15 %	5 %	3 %
EBIT oik.	4,6	8,0	9,9	12,3
EBIT-% oik.	1,5 %	3,0 %	3,5 %	4,2 %
Nettotulos	2,7	5,5	7,3	9,1
EPS (oik.)	0,30	0,68	0,91	1,14
P/E (oik.)	21,3	14,3	10,7	8,5
P/B	1,7	2,2	2,1	1,9
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,1 %	4,7 %	5,9 %
EV/EBIT (oik.)	14,7	9,9	8,0	6,3
EV/EBITDA	8,4	6,9	6,1	5,0
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,3	0,3

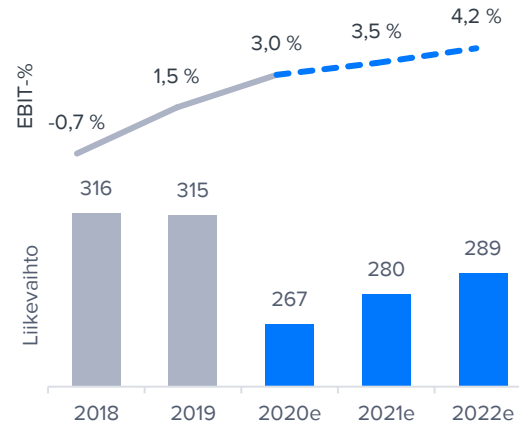
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



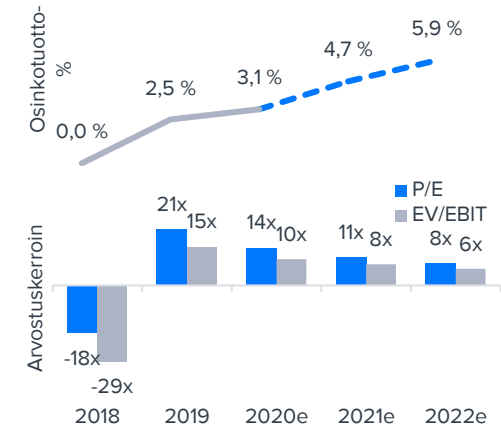
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Lähde: Inderes

Arvostus



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Korjausrakentamisen vakaat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja sitä tukevat trendit
- Kannattavuuden vahvistaminen edelleen uudella organisaatorakenteella ja säästöohjelmalla
- Kasvun ja tehokkaan organisaatio- ja kulurakenteen mahdollistama tuloskasvu
- Uudisrakentamisen hiipuminen ja rakentamisen arvoketjun helpottaminen
- Markkina-aseman vahvistaminen
- Yritystostot

Riskitekijät

- Kapasiteetin käyttöasteen vaihtelut
- Henkilöstön vaihtuvuus
- Kilpailuaseman muutokset
- Projektiriskit ja merkittävien projektiongelmien uusiutuminen
- Yritystostojen integraatioiden epäonnistuminen
- Hotelli St.George -hankkeeseen liittyvä riita
- Koronapandemian lopullinen vaikutus liiketoimintaan

Arvostus

- Osakkeen arvostustaso on mielestämme käänteen potentiaaliin nähden houkutteleva
- Historiallisten arvostuskertoimien taso tukee kertoimien nousua
- Verrokkeihin nähden arvostus on selvällä diskontolla
- Constin osakkeeseen liittyy myös yritysjärjestelyoptio
- DCF-laskelman arvo myös selkeästi nykyistä korkeammalla

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	13-18
Toimiala	19-21
Kilpailu	22-24
Taloudellinen tilanne	25-27
Ennusteet	28-32
Arvonmääritys	33-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41-43

Consti lyhyesti

Consti on yksi Suomen johtavista korjausrakentamiseen ja teknisiin palveluihin keskittyneistä yhtiöistä.

2008

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

315 MEUR (-0,3 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

#1 markkina-osuus

Suomen korjausrakentaminen

1,5 % (4,6 MEUR)

Liikevoitto 2019

>5 %

Kannattavuustavoite (liikevoitto-%)

+30 %

Liikevaihdon vuotuinen kasvu (CAGR) 2008-2019

Liiketoiminnan kehitys liikevaihdolla mitattuna



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Yhtiökuvaus

Korjausrakentamisen markkinajohtaja

Consti on yksi Suomen johtavista kiinteistöjen korjausrakentamiseen ja taloteknisiin palveluihin keskittyneistä yhtiöstä. Konserni perustettiin vuonna 2008 ja se listautui Helsingin pörssiin vuoden 2015 lopulla. Vuonna 2019 Constin liikevaihto oli noin 315 MEUR ja yhtiön palveluksessa oli keskimäärin noin 1000 työntekijää.

Constin liiketoiminta on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja noin 76 % yhtiön vuoden 2019 liikevaihdosta muodostui Helsinki-Uusimaa - akselilta, noin 14 % Tampereen ja Pirkanmaan seudulta sekä noin 11 % muusta Suomesta (mm. Turku, Oulu, Hämeenlinna ja Lahti).

Liiketoimintarakenne

Constin toiminta jaettiin helmikuussa 2019 toteutetun organisaatiouudistuksen jälkeen neljään eri liiketoiminta-alueeseen: 1) Korjausrakentamisen palvelut taloyhtiöille, 2) Korjausrakentamisen palvelut yrityksille ja sijoittajille, 3) Korjausrakentamisen palvelut julkiselle sektorille sekä 4) Talotekninen urakointi ja huolto. Kaikkiin liiketoiminta-alueisiin sisältyy palveluliiketoimintaa (Service-toiminta), jota ei raportoida omana liiketoiminta-alueena.

Taloyhtiöille tehtävät korjaushankkeet käsittivät noin 33 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2019. Hieman suuremman osan liikevaihdosta toi kuitenkin korjausrakentamisen palvelut yrityksille ja sijoittajille noin 36 %:n osuudellaan.

Korjausrakentamisen palvelut julkisille asiakkaille toivat noin 10 % yhtiön liikevaihdosta viime vuonna. Talotekninen urakointi ja huolto toi noin viidenneksen yhtiön liikevaihdosta vuonna 2019 (21 %).

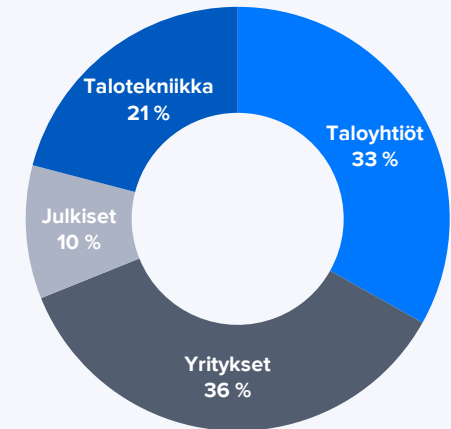
Suhdannekestävyys keskiaverto rakennusyritystä parempi

Suurin osa yhtiön liikevaihdosta tulee perinteisestä korjausrakentamisesta (noin 90 %), joka on perinteiseen uudisrakentamiseen nähden verrattain suhdanteista riippumattomampaa. Noin 20 % liikevaihdosta tulee talotekniikasta, joka usein seuraa rakentamisen kehitystä pienellä viiveellä, eikä omaa samankaltaista suhdannekestävyyttä kuin perinteinen korjausrakentaminen. Talotekniikassa yhtiö kuitenkin painottaa etenkin korjausrakentamisen puolta ja uudisrakentaminen on yhtiöllä vähäistä, mikä mielestämme tasaa liiketoiminnan vaihteluita.

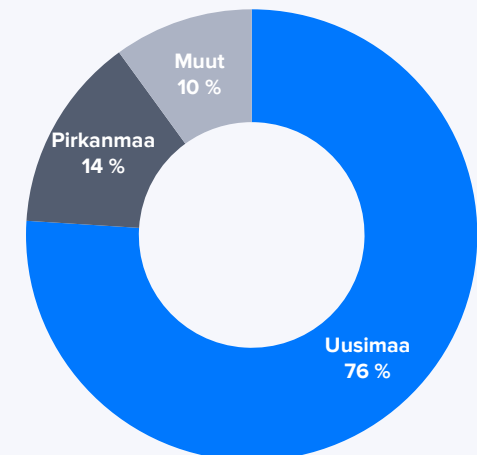
Kulukurin jälkeen kasvuun kiinni

Pörssilistautumisen jälkeen yhtiö kasvoi hyvin markkinan mukana. Kovan kasvun jäljiltä kustannukset lähtivät myös kuitenkin kasvamaan ja tulos laski tappiolle 2017-2018. Nyt vuoden 2019 aikana tehdyn organisaatiomuutoksen jälkeen yhtiö on pystynyt parantamaan tulostaan jo viidettä kvartaalia putkeen, kun samaan aikaan liikevaihtotaso on laskenut alemmalle tasolle. Laskevan volyymitason aikana jo lähes tavoitetasolle (EBIT-% yli 5 %) yltänyt kannattavuus vahvistaa luottoa tavoitteisiin. Yli tavoitetason tulostason mahdollistaa kasvu, jossa yhtiön tehokas ja joustava kulurakenne pääsisi oikeuksiinsa.

Liikevaihto liiketoiminta-alueittain 2019
(ennen eliminoiteja)



Liikevaihto maantieteellisesti 2019



Kumppanit



Kiinteistöjen käyttäjät ja omistajat



Tavarantoimittajat



Pääurakoitsijat ja rakentajat



Isännöitsijät ja konsultit



Alihankkijat, resurssivuokraajat

Toiminnot

Suunnittelu



Projektin toteutus



Tekninen ylläpito, huolto ja palvelut



Tarkastukset



Tulolähteet

Suunnittele ja rakenna -urakointi



Kilpailu-urakointi



Allianssimalli/ jaettu urakka



Palvelusopimukset



Liiketoimintaidea

Consti on yksi Suomen johtavista korjausrakentamiseen ja teknisiin palveluihin keskittyneistä yhtiöistä

CONSTI

- Tarjoaa kattavasti lähes kaikki korjausrakentamisen palvelut
- Keskittynyt maantieteellisesti Suomen kasvukeskuksiin
- Tarjoaa myös erilaisia käytön aikaisia huolto- ja ylläpitopalveluita

Resurssit

Tekninen osaaminen



Inhimillinen pääoma



Asiakassuhteet ja referenssit



Kilpailu

Talotekniikka-urakoitsijat:



Suuret rakennusliikkeet:



Keskisuuret rakennusliikkeet:



Pienet toimijat, ”Isä, poika ja perävaunu” -toimijat, erikoistujat

Asiakassegmentit



Julkinen sektori 29 %



Yritykset 21 %



Kiinteistösijoittajat 33 %



Taloyhtiöt 17 %

Kustannusrakenne

1037 hlö keskimäärin (2019)



Henkilöstökulut
(20 % kustannuksista)



Ostot
(18 %)



Alihankinta /
Ulkopuoliset palvelut
(57 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(5 %)



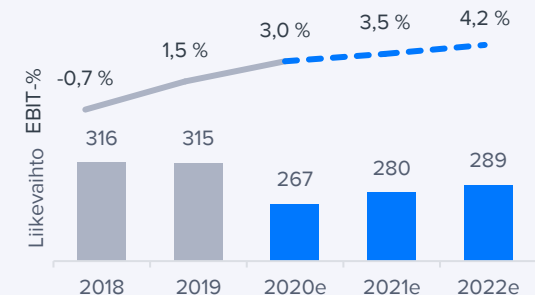
Palvelut
14 %



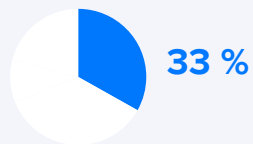
Projekti-toimitukset
86 %

Tulovirran jakautuminen

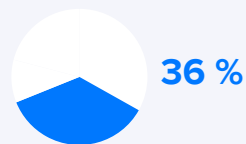
Liikevaihto 315 m€
EBIT 4,6 MEUR (2019)



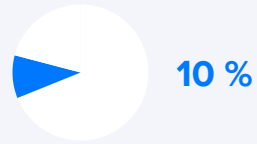
Constin liiketoimintarakenne 2019



- Korjausrakentamisen palvelut taloyhtiöille
- Taloyhtiöiden ulkovaipan saneeraukset (julkisivut, katot, ikkunat, parvekkeet)
- Taloyhtiöiden linjasaneeraukset
- Huolto- ja ylläpitopalvelut



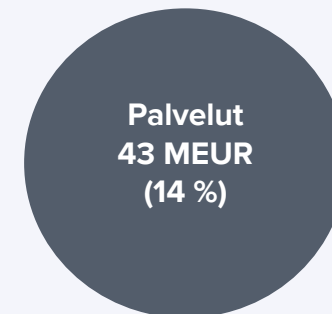
- Korjausrakentamisen palvelut yrityksille ja sijoittajille
- Toimitilojen ja asuintalojen kokonaisvaltaiset saneeraushankkeet ja käyttötarkoituksen muutosprojektit yritys- ja sijoittaja-asiakkaille
- Huolto- ja ylläpitopalvelut



- Korjausrakentamisen palvelut julkiselle sektorille
- Koulujen, sairaaloiden ja muiden julkisten rakennusten peruskorjaukset
- Julkisten vuokratalojen peruskorjaukset
- Huolto- ja ylläpitopalvelut



- Talotekninen urakointi ja huolto
- Toimitilojen ja julkisten rakennusten talotekniset asennukset
- Talotekniset huolto- ja ylläpitopalvelut



Service-liiketoiminta

- Kattava talotekninen palvelutarjonta sisältäen monipuolisesti talotekniikan huoltoa ja palvelu-urakointia
- Julkisivujen puhdistukset sekä rakennusten ulkosivujen ja porraskäytävien ylläpitomaalaukset
- Korjausrakentamisen huollot ja palvelu-urakat sisältäen mm. ikkunoiden korjaukset, aulojen uusimiset, rakennusten tarkastukset

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli

Projektivetoinen liiketoimintamalli

Consti profiloituu liiketoimintamalliltaan vahvasti projektivetoiseksi palveluyhtiöksi ja jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta on suhteellisen matala. Service-liiketoiminnaksi määritellyn liikevaihdon osuus oli viime vuonna noin 14 %, mutta merkittävä osa myös tästä muodostuu lyhytkestoisesta projektiluonteisesta palvelu-urakoinnista.

Projekteista valtaosa toteutetaan ns. kiinteä-hintaisella kilpailu-urakamallilla tilaajan suunnitelmiin perustuen, mutta tavoitehintaisten ja suunnittelun sisältävien urakoiden sekä tuoton ja riskin jakoon pyrkivien ns. allianssimallien osuus yhtiön liikevaihdosta on kasvussa. Consti ei toteuta lainkaan ns. omaperustaisia hankkeita, vaan tilaajana/rahoittajana on aina ulkopuolinen asiakas, mikä toisaalta vähentää riskejä ja sitoutunutta pääomaa, mutta myös alentaa mahdollisia voittoja.

Laaja projektiportfolio ja pieni hankekoko

Constin projektiportfolio on yhtiön kokoon ja muihin listattuihin rakennusyhtiöihin suhteutettuna lukumääräisesti suuri. Tämä kertoo yhtiön projektien kokojen olevan matalammalla tasolla. Näissä riskit ovat yleensä isompia pienempiä. Vuonna 2019 Constilla oli käynnissä noin 800 projektia (2018: noin 870 kpl) ja projektien mediaanikoot ovat viime vuosina olleet 0,2 MEUR:n alapuolella. Entisestään valikoivampi tarjoustoiminta on arviomme mukaan voinut vielä

laskea projektien kokoa.

Constilla on kuitenkin ollut historiassa myös yksittäisiä suurempia projekteja, kuten vuonna 2017 sovittu 26 MEUR:n Hotelli Scandic Marskin peruskorjaus, vuonna 2018 sovittu Ässäkeskuksen 35 MEUR:n peruskorjausurakka ja vuonna 2019 sovittu 25 MEUR:n Myllypuron palvelukeskuksen peruskorjaushanke.

Tilaukskannan antama näkyvyys lyhyehkö, mutta tuotantokapasiteetti on joustava

Korjausrakentamisen tilaukskanta on uudisrakentajiin verrattuna lyhytkestoisempaa ja aika tarjouksesta töiden aloitukseen on tyypillisesti lyhyt. Näkyvyys liikevaihdon sekä tilaukskannan suhteen jää siten tyypillisesti alle vuoteen. Korjausrakentamisen kysyntä ei ole kuitenkaan kovin suhdanneherkkää, joten kapasiteetin hallinta on suhteessa uudisrakentajiin selvästi helpompaa ja kysyntä ennakoitavampaa.

Constin kapasiteetti on suhteellisen joustavaa, sillä se koostuu oman työvoiman ohella vuokratyövoimasta ja aliurakoitsijoiden kapasiteetista. Alihankinnan ja vuokratyövoiman osuus Constin tuotantokapasiteetista on ollut arviomme mukaan noin 50 %:n tasolla. Joustavuus on tärkeää Constin toimialalla, sillä liiketoiminnan projekti- ja kausiluonteisuus vaatii kykyä sopeutua nopeasti ja jatkuvasti käyttöasteiden muutoksiin. Myös kasvamahdollisuuksien hyödyntämisen ja kannattavuuden kannalta on tärkeää, että kapasiteettia voidaan lisätä joustavasti ja oikea-aikaisesti.

Nykyinen kulurakenne mahdollistaa

korkeammat volyymit

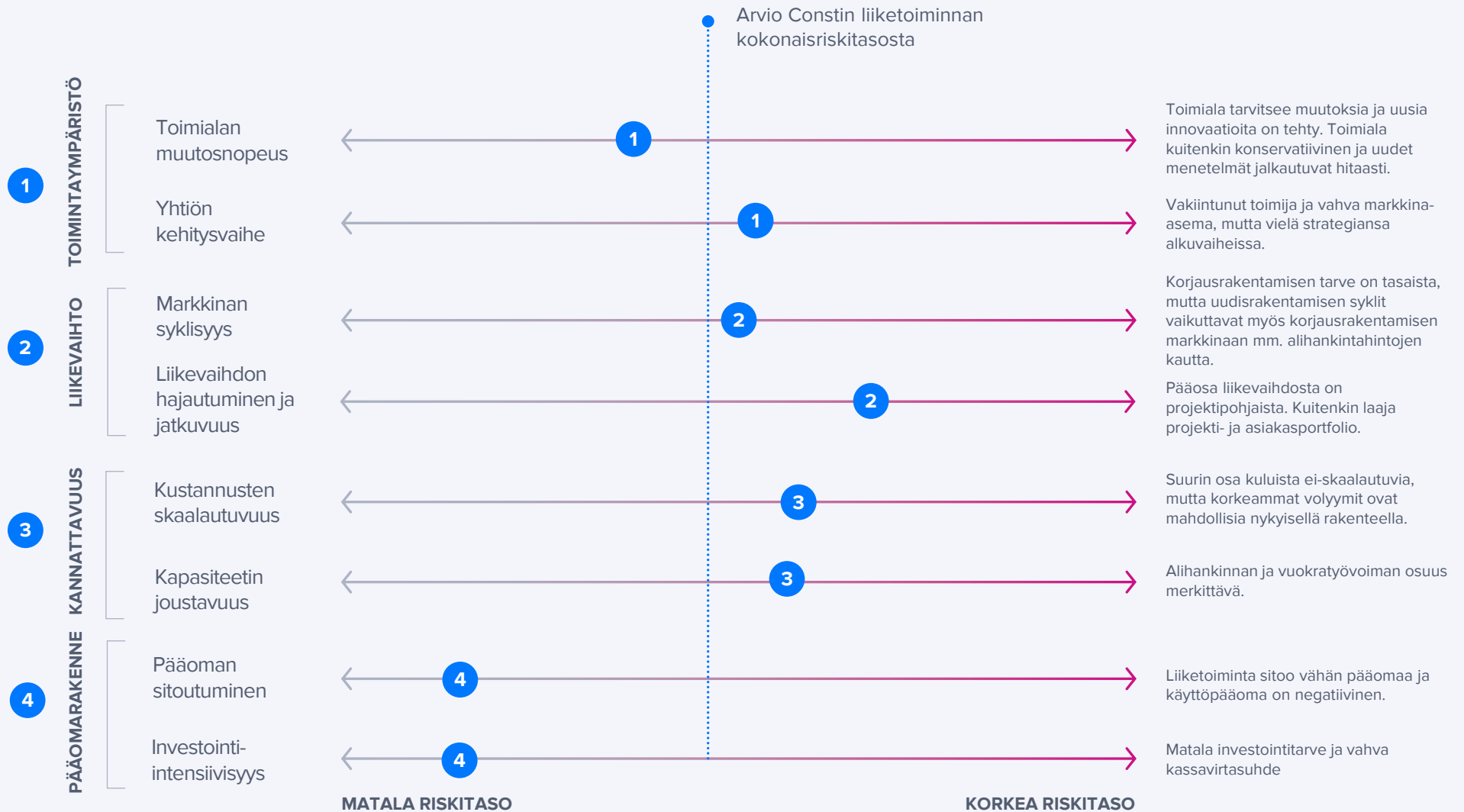
Constin kaltaisen henkilötyö- ja projektivaltaisen liiketoiminnan skaalaedut ovat melko rajalliset pitkällä aikavälillä, sillä kustannuksista iso osa syntyy ostoista ja ulkopuolisista palveluista. Arvioimme, että yli 75 % yhtiön kustannuksista on luonteeltaan muuttuvia ja suhteellisen heikosti skaalautuvia kustannuseriä. Näemme kuitenkin, että lyhyellä aikavälillä yhtiö pystyy kulu- ja organisaatorakenteen muutoksen jälkeen tekemään nykyisellä kulutasolla korkeampaakin liikevaihtoa ja omaavan alkuvaiheessa pieniä skaalautumisen elementtejä. Tämä arviomme mukaan voisi nostaa yhtiön kannattavuuden kestävämmiin yli 5 %:n tavoitteeseen.

Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

Constin liiketoimintamalli mahdollistaa normaalisti vahvan operatiivisen kassavirran, sillä projektien maksupositit ovat tyypillisesti etupainotteisia ja sisältävät ennakoita. Lisäksi henkilötyövaltaiselle ja aliurakointia hyödyntävälle liiketoiminnalle tyypilliseen tapaan Constin osto- ja siirtovelat ovat saamia suuremmat. Tästä johtuen Constin nettokäyttöpääoma on tyypillisesti negatiivinen, joten liiketoimintaan ja kasvuun sitoutuu vain vähän pääomaa.

Liiketoimintamallin investointitarpeet ovat myös maltilliset, sillä yhtiön kapasiteetti syntyy valtaosin henkilötyövoimasta ja yhtiön kiinteiden investointien sekä tuotekehitystarpeiden osuus liikevaihdosta on hyvin matala. Pääasiassa investoinnit kohdistuvatkin yritysostoihin. Vuonna 2019 Constin investoinnit olivat noin 0,3 %:n liikevaihdosta (2018: 0,4 %).

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Käänne- ja kasvuyhtiö

Consti profiloituu mielestämme tällä hetkellä ensisijaisesti käänneyhtiöksi, joka muokkaantuu toteutettujen toimenpiteiden ja hyvin sujuneen käänteen jälkeen yhä enemmän kasvuyhtiöksi. Yhtiön liiketoiminta painui tappiolliseksi vuosina 2017-2018 projektiongelmien takia, mutta Consti on tehnyt huomattavat toimenpiteet kannattavuuden korjaamiseksi. Arviomme mukaan myös uudisrakentamisen hiipumisen pitäisi vähitellen tukea yhtiön kannattavuutta rakentamisen resurssien saatavuuden helpottaessa ja kustannuspaineiden laskiessa. Pidämme todennäköisenä, että Constin kannattavuus tulee vähitellen nousemaan toteutettujen uudistusten, yhtiön volyymien nousun ja kustannuspaineiden laskun myötä. Korostamme kuitenkin, että nähdyn käänteen kestävyys ja korjausrakentamisen markkinakehitykseen liittyy kuitenkin merkittäviä riskejä, joita myös koronaviruksen luoma epävarmuus varjostaa.

Yrityskaupat keskeisessä roolissa

Yrityssostot ovat keskeinen osa Constin strategiaa. Toimiala on hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöstä on runsasta. Constilla on historiallisesti vahvat näytöt onnistuneista yrityskaupoista ja omistaja-arvon luomisesta. Consti on tehnyt historiansa aikana tähän mennessä yli 20 yritysostoa.

Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat mielenkiintoisen option, joka onnistuessaan kiihdyttää tuloskasvua ja luo tyypillisesti matalien ostokohteiden arvostustasojen kautta selvää

omistaja-arvoa.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Constin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

Liiketoiminnan kestävä käänne: Vuonna 2019 Consti käynnisti ohjelman parantaakseen kannattavuuttaan ja yhtiö myös muutti organisaatorakennettaan, mikä on alkanut näkymään myös tuloksessa (12kk rullaava EBIT-%: 2,9 %). Mikäli Constin käänneohjelma etenee suunnitellusti, on yhtiöllä edellytykset nostaa kannattavuuttaan takaisin vuoden 2016 tasolle (EBIT-% 4,2 %) nopeastikin. Volyymien lähtiessä nousuun, on tason ylitys ja pitkän aikavälin tavoitekannattavuuden saavuttaminen (>5 %) lähivuosina myös mahdollista.

Arvostuskertoimien nousu: Kannattavuuden parantuminen ja kestäväksi todettu käänne voi nostaa yhtiön hyväksyttäviä kertoimia selkeästi nykyiseltä tasoltaan.

Vahva orgaaninen kasvu: Korjausrakentamisen pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat vakaat ja Constilla on vahvan markkina-aseman, kokonaisvaltaisen palvelutarjoaman sekä kasvukeskuksiin fokuoitumisen kautta hyvät edellytykset toimialaa nopeampaan kasvuun.

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla: Constilla on vahvat näytöt yritysostoista, ja näemme yhtiön pystyvän jatkossakin kiihdyttämään kasvua, luomaan skaalaetuja ja omistaja-arvoa yritysostoin.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat

näkemyksemme mukaan seuraavat:

Markkina- ja toimialariskit: Consti toimii projektivetoisella ja henkilötyövaltaisella toimialalla, minkä vuoksi kapasiteetin käyttöasteet voivat vaihdella nopeasti ja heikentää tuloskehitystä. Toimiala on lisäksi hyvin pirstaloitunut ja alalletulokynnys on matala, mikä voi muuttaa nopeasti kilpailutilannetta ja heikentää Constin markkina-asemaa.

Projekti- ja sopimusriskit: Merkittävä osa Constin liikevaihdosta perustuu kiinteähintaisiin projektisopimuksiin, joihin liittyy projektien hallintaan, hinnoitteluun, takuisiin ja laatuun liittyviä riskejä. Nämä riskit realisoituivat osittain vuosina 2017-2019 ja tämän myötä yhtiön kannattavuus heikkeni.

Yrityskauppojen epäonnistuminen:

Yrityskauppojen strukturointiin, hinnoitteluun, avainhenkilöiden sitouttamiseen ja yhtiöiden integrointiin osaksi Constia liittyy riskejä.

Henkilöriskit: Constin liiketoiminta ja kasvu on hyvin riippuvaista henkilöstön saatavuudesta ja osaamisesta. Toimialalle on tyypillistä, että osaajista syntyy pulaa erityisesti silloin, kun kysyntätilanne uudisrakentamisessa on vahva..

St.George-hankkeeseen liittyvä riita: Constin riskiprofiilia nostaa edelleen hotelli St.George-hankkeeseen liittyvä riita, jossa Consti vaatii välimiesmenettelyssä noin 13 MEUR:n suoritusvaatimusta ja vastapuoli esittää noin 10 MEUR:n vaatimusta. Negatiivisinkaan skenaario ei tosin aiheuttaisi yhtiön taloudellisen tilanteen kriisiytymistä.

Sijoitusprofiili

1.

Kestävä kannattavuuskäännö

2.

Kasvuun osin skaalautuva organisaatio- ja kulurakenne

3.

Arvostustasojen korjaantuminen liiketoiminnan edistyessä

4.

Markkinan hyvät pitkän aikavälin näkymät ja sitä tukevat trendit

5.

Yritysosot luovat mahdollisuuksia

Potentiaali



- Liiketoiminnan uudelleenorganisointi
- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali
- Kannattavuuden parannuspotentiaali tehostamisen ja kulurakenteen skaalautumisen kautta
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Markkinan patoutunut kysyntä koronan vuoksi viivästyneille hankkeille

Riskit



- Projekti- ja sopimusriskit
- Markkina- ja toimialamuutokset
- Yrityskauppariskit
- Henkilöriskit
- Hotelli St.George-hankkeeseen liittyvä riita

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategian ensimmäisenä teemana kannattavuus

Constin nykyinen 2017-2021 strategia korostaa kannattavuutta ja vuoden alussa yhtiö muuttikin strategian sisältöä painottamalla etenkin kannattavan ja kilpailukykyisen toiminnan tärkeyttä muuttaen hieman myös pitkän aikavälin tavoitteitaan kasvun osalta.

Strategiassa tavoitellaan nyt 10 %:n vuotuisen kasvun sijasta maltillisemmin markkinoita nopeampaa kasvua. Tämä on mielestämme tässä vaiheessa perusteltua, sillä kannattavuuden ylläpitäminen on todennäköisesti tämän myötä hallitumpaa. Muuten tavoitteet säilyivät ennallaan ja yhtiö tavoittelee edelleen suhteellisen kannattavuuden parantamista kohti yli 5 %:n liikevoittomarginaalin tavoitetta ja yli 90 %:n kassavirtasuhdetta samalla pitäen velkaantumisen kurissa (oik. EBITDA/nettovelka: alle 2,5x).

Merkittävä osa strategian tavoittelemasta kannattavuuden parantamisessa syntyy toimintatapojen yhtenäistämisestä työmailla ja hallinnossa. Tähän liittyen Consti tavoittelee toimialan parasta projektin läpimenoaikaa ja tuottavuutta, mitä varten mm. yhtenäistettiin hankintatoimia sekä parannettiin tarjousvaiheen riskienhallintaa. Osa strategiaa kannattavuuden parantamiseksi on myös teollisten tuotantotapojen ja palveluiden tuotteistaminen osaksi korjausrakentamista. Consti pyrkii strategiassaan myös laajentumaan korjausrakentamisen arvoketjussa mm. olemalla yhä laajemmin mukana suunnitteluvaiheesta käytön ja ylläpidon aikaisiin palveluihin. Tähän liittyy vahvasti toimiminen

uusien korjausrakentamisen toteutusmuotojen ja teknologioiden kehittämisessä.

Toimenpiteitä on tehty

Constin kannattavuus kehittyi vuosina 2013-2016 vakaasti kohti 5 %:n liikevoittomarginaalitavoitetta. Vuonna 2017 kehitys otti askeleen taaksepäin yhtiön projektien odotettua heikomman kannattavuuden takia, mikä vuoksi yhtiön liike-tulos painui tappiolle. Tämän myötä Consti aloitti vuoden 2017 lopussa toimenpiteet kannattavuuden palauttamiseksi, joiden tuloksia on nähty vuonna 2020. Yhtiö on mm. uudelleenorganisoinut liiketoimintojaan, tiukentanut tarjoustoimintaansa ja ajanut useita kannattavuutta ja kilpailukykyä parantavia toimia.

Vuosina 2017-2018 yhtiö toteutti sen Talotekniikan yksikön uudelleenorganisoinnin, vuosina 2018-2019 Julkisivujen Asuntokorjausyksikön uudelleenorganisoinnin ja helmikuussa 2019 yhtiö käynnisti uuden ohjelman parantaakseen kannattavuuttaan ja kilpailukykyään. Ohjelman keskeisenä runkona on ollut luoda asiakaslähtöinen organisaatorakenne, joka siirtää liiketoiminnan johtamisen lähemmäksi työmaatoteutusta ja tehostaa liiketoiminnan sisäisiä palveluita.

Keskeisen osa yhtiön käänneohjelmaa on myös parempi riskienhallinta. Tämä saavutetaan valikoivammalla ja tiukemmalla tarjoustoiminnalla. Yhtiö ei esimerkiksi enää tee vaativia käyttötarkoituksuuuutosprojekteja, joissa hankkeen toteutusmuoto ei ole tasapainossa projektin

riskeihin ja tuottopotentiaaliin nähden.

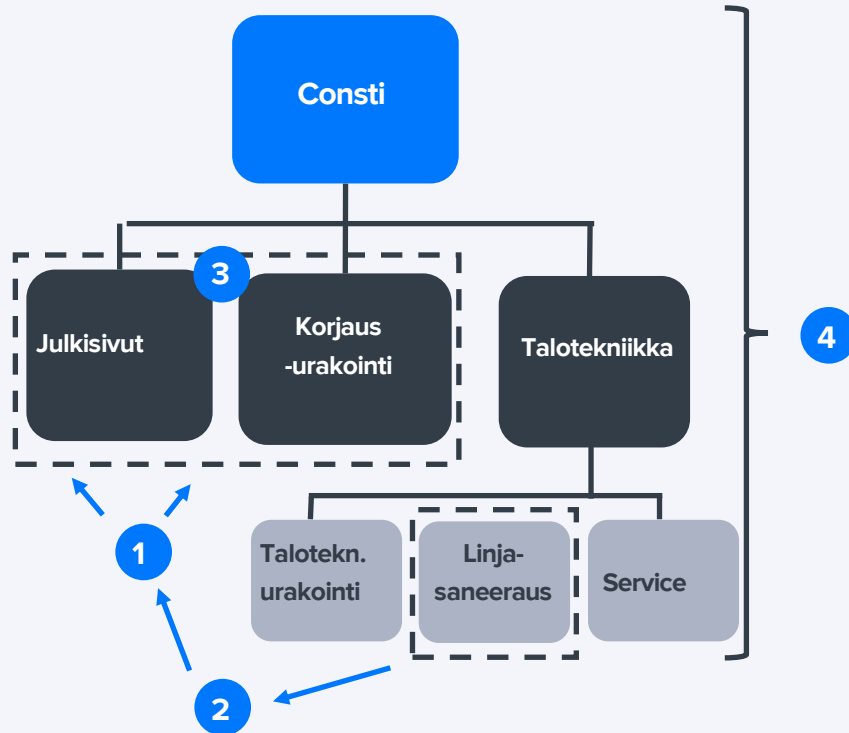
Tulosta on tullut

Ohjelmalla on tavoiteltu noin 2 MEUR:n vuotuisia kustannussäästöjä kuluva vuoden alusta alkaen. Yhtiön liike-tulos paranikin alkuvuonna (H1'20) jo yli 3 MEUR:lla vertailukaudesta. Säästöt ovat tulleet etenkin kiinteiden kulujen laskusta, mutta myös yhtiön bruttokate-% on parantunut selvästi (H1'20: 30 % vs. H1'19: 25 %) tehokkuuden ja tuottavuuden kasvun myötä. Yhtiön säästöohjelma on jo näyttänyt toimivuutensa ja odotamme säästöjen näkyvän myös jatkossa yhtiön kulu-riiveillä.

Näemme nykyisen säästöohjelman ja organisaatiomuutoksen luovan mahdollisuuden saavuttaa ja ylittää vuoden 2016 tasoinen kannattavuus (EBIT-%: 4,2 %) jo lähivuosien aikana ja jopa yltää noin 5 %:n tasolle. Mielestämme kuitenkin selvästi yli 5 %:n kannattavuustaso vaatii myös korkeampia volyymitasoa taakseen, jotta nyt kuntoon viritetty kiinteä kulurakenne pääsee täysin oikeuksiinsa ja skaalautumaan. Lisäksi yhtiön tilauskannan katerakenteen (tai myyntimixin) tulee kehittyä suotuisaan suuntaan ja tehokkuuden parantua myös työmaatasolla järjestelmien ja uuden organisaatiomallin tullessa tutuksi.

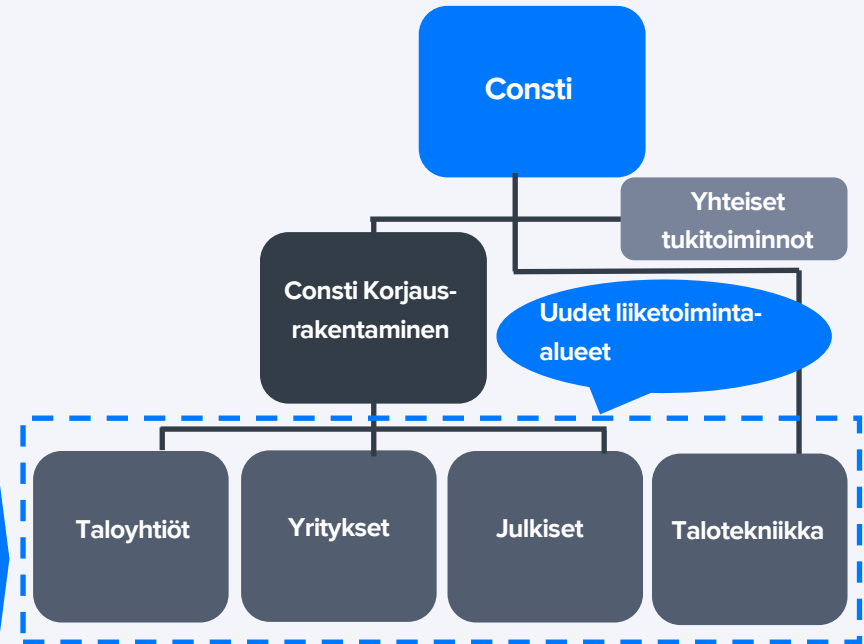
Constin organisaatiomuutos

Vanha organisaatiomalli ja muutos rakenteessa



- 1 Julkisivut ja Korjausurakointi yhdistetään yhdeksi uudeksi liiketoimintakokonaisuudeksi: Consti Korjausrakentaminen
- 2 Linjasaneerausliiketoiminta siirretään osaksi uutta Korjausrakentamisen liiketoimintakokonaisuutta
- 3 Uusi korjausrakentamisen liiketoimintakokonaisuus jaetaan kolmeen asiakaslähtöiseen liiketoiminta-alueeseen
- 4 Tukitoiminnot yhdistetään palvelemaan koko konsernia

Uusi organisaatiomalli ja tavoitellut hyödyt



Tavoitellut hyödyt

- 1 Konsernin strategian jalkautuksen edesauttaminen
- 2 Liiketoiminnan asiakaslähtöisyyden ja tehokkuuden parantuminen
- 3 Osaamiskeskittymien muodostuminen ja resursoinnin joustavuus
- 4 Riskienhallinnan ja organisaation reagoitokyvyn parantuminen
- 5 2 MEUR:n vuosittaiset kulusäästöt, täysimääräisesti 2020 lähtien

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Yritysoistoilla kovempaa kasvua

Yritysoistot ovat tärkeä osa Constin strategiaa, jolla organista kasvua voidaan täydentää. Markkinoilla kasvu tulee arviomme mukaan olemaan kasvuyhtiön mittapuulla liian hidasta (1-3 % p.a), joten yritysostoille on mielestämme selkeä paikka yhtiön strategiassa. Nykyinen markkinoita nopeampaa kasvua havittelevaa tavoitetta kuitenkin pidämme hyvinkin todennäköisenä yhtiön lähivuosien aikana normaalin organisen kasvun myötä. Consti on ollut hyvinkin valikoiva projekteissaan ja ajanut volyymejaan alas, mutta nyt organisaatiomuutoksen ollessa loppusuoralla, voidaan kasvua jälleen lähteä aktiivisemmin hakemaan.

Markkinakasvuun kuitenkin epävarmuuksia luo koronan vuoksi viivästynyt päätöksenteko ja hankkeiden investointien mahdollinen lykkääntyminen. Epävarmuus voi kuitenkin myös luoda hyviä paikkoja yritysostomarkkinoilla, kunhan Consti on saanut oman organisaationsa täysin kuntoon. Constille on kertynyt toimintahistoriansa aikana kokemusta yli 20:sta yritysostosta ja yhtiöllä on vahvat näytöt integraatioiden onnistuneesta toteutuksesta.

Consti hakee yrityskaupoilla erityisesti liiketoiminta-alueiden osaamista, maantieteellistä peittoa ja asiakaskantaa täydentäviä alueita, skaalaetuja sekä liiketoimintoja, joissa yhtiö näkee mm. rakennemuutosten myötä merkittävää kasvupotentiaalia. Korjausrakentamisen toimiala on hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöistä on runsasta.

Selkeä kriteeristö yritysostoille

Consti on luonut tarkan kriteeristön yritysostokohteiden kartoittamiseen, jolla pyritään löytämään yhtiön strategiaa parhaiten tukevia kohteita. Kriteerien mukaan: 1) Yritysoistojen pitää tukea Constin strategisten tavoitteiden saavuttamista, 2) kohdeyhtiöiden pitää olla taloudelliselta kehitykseltään ja asiakassuhteiltaan vahvoja, 3) ostokohteilla ei saa olla merkittäviä päällekkäisyyksiä Constin kanssa, sekä 4) ostokohteen johdon pitää olla sitoutunut yrityskaupan toteutukseen.

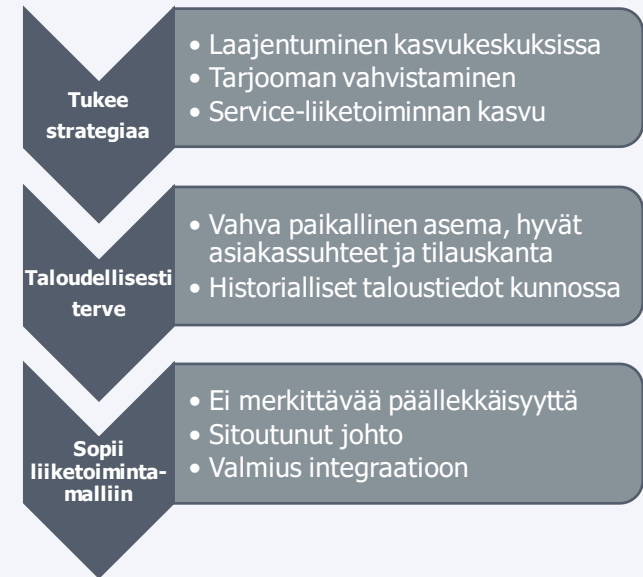
Consti toteuttaa yritysostot tyypillisesti käteisen ja osakevaihdon yhdistelmänä. Tällä tavoin yhtiö pyrkii sitouttamaan ostokohteen avainhenkilöstön ja varmistamaan yrityskaupan integraation onnistumisen.

Consti pyrkii maksamaan yritysostoista tyypillisesti 2-5 kertaa käyttökattteen verran. Käteisellä maksettava kauppasumma rahoitetaan tyypillisesti velka- ja tulo-rahoituksella ja maksuna annettaviin osakkeisiin sovelletaan luovutusrajoituksia.

Yritysostoissa voidaan luoda merkittävää omistaja-arvoa

Yritysostot luovat onnistuessaan tehokkaasti omistaja-arvoa, sillä ne kiihdyttävät tuloskasvua ja kasvattavat tyypillisesti välittömästi ostetun yhtiön liiketoiminnan arvoa. Jälkimmäinen seikka johtuu siitä, että sijoittajat hyväksyvät pörssiyhtiölle normaalisti huomattavasti listaamatonta yhtiöitä korkeammat arvostuskertoimet.

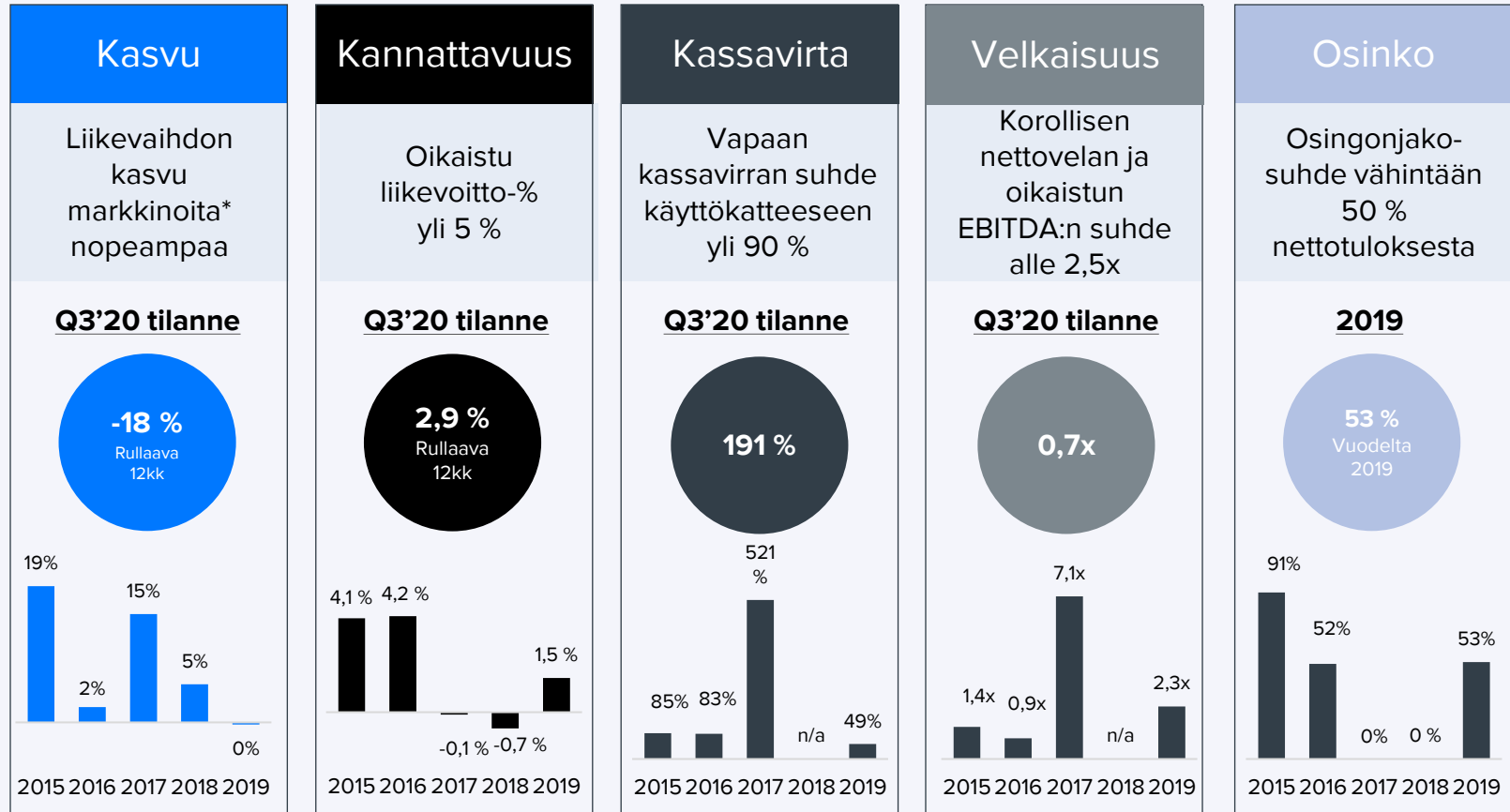
Constin kriteeristö yritysostoille



Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla



Strategia ja taloudelliset tavoitteet



*Markkinan volyymikasvu 0,5-2,0 % p.a. (RT, Euroconstruct)
n/a: käyttökate negatiivinen
Lähde: Consti, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet



Yhtiön perustaminen

- Consti perustetaan vuonna 2008 kahden talotekniikkayhtiön pohjalle (Koja Tekniikka Oy ja Mansen Putki Oy)
- Vuonna 2009 Consti teki lisäksi vielä neljä yritysostoa ja kaksi liiketoimintakauppaa, jotka muodostivat rungon nykyiselle liiketoimintarakenteelle
- 2011-2012 hankittujen liiketoimien integrointia

Vahvaa orgaanista kasvua ja pörssilistautuminen

- Vahvaa orgaanista kasvua vuodesta 2013
- Listautuminen pörssiin vuonna 2015
- Täydentäviä pienempiä yritysostoja
- Palvelutarjonnan ja alueellisen peiton vahvistamista
- Kannattavuus saadaan nousu-uralle

Kannattavuuden kääntäminen

- Projektiongelmat alkavat vuonna 2017 ja liike-tulos painuu tappiolle
- Toimitusjohtaja vaihtuu 2017
- Liiketoiminnan uudelleenorganisointia
- 2019 uusi ohjelma tehokkuuden ja kannattavuuden parantamiseksi
- Uusi organisaatorakenne 2019

Strategian toteuttaminen

Toteutunut

- Korjausrakentamiseen keskittynyt uusi yhtiö luotu Suomeen
- Markkinajohtajuus saavutettu
- Ostetut yhtiöt integroitu konserniin onnistuneesti
- Kattava palvelutarjonta tärkeillä Uudenmaan, Pirkanmaan ja Oulun markkinoilla
- Selkeä strategia ja tavoitteet asetettu
- Uusi organisaatorakenne
- Kannattavuuskäänteä käynnistynyt

Lähitulevaisuus 1-2v

- Organisaatiomuutoksen saattaminen loppuun
- Strategian ja uusien toimintamallien jalkauttaminen organisaatioon
- Kustannussäästöjen saavuttaminen ja kannattavuuden parantaminen
- Riskienhallinnan parantaminen
- Orgaanisen kasvun aloittaminen
- Kestävän osingonmaksukyvyyn palauttaminen ja pääomarakenteen optimointi
- Mahdolliset yritysostot

Seuraavat 5 vuotta

- Vahvan markkina-aseman ylläpitäminen
- Hallitun orgaanisen kasvun jatkaminen
- Uusien yritysostojen tekeminen
- Skaalaetujen hyödyntäminen kilpailussa
- Negatiivisen käyttöpääoman ja vahvan kassavirran ylläpitäminen
- Osinkovirran jatkaminen
- Palvelujen tuotteistaminen ja laajentuminen korjaamisen arvoketjussa

Toimiala

Päämarkkinana kasvukeskusten korjausrakentaminen

Consti toimii pääasiassa Suomen kiinteistöjen korjausrakentamisen markkinassa, mutta talotekniikan osalta myös uudisrakentamisen markkinakehitys on yhtiölle olennainen ajuri. Arviomme mukaan Constin uudisrakentamisen liikevaihdon osuus on ollut viime vuosina noin 10 %:n luokkaa. Maantieteellisesti Constin toiminta keskittyy kasvukeskuksiin, Uudellemaalle, Pirkanmaalle, sekä Turun, Lahden, Hämeenlinnan ja Oulun alueelle.

Korjausrakentamisen markkina kasvaa vakaasti

Korjausrakentamisen osuus Suomen noin 29,3 mrd. euron arvoisesta talonrakentamisen markkinasta oli vuonna 2019 noin 47 % (2018: 46 %). Korjausrakentamisen volyyymi on kasvanut viimeisen vuosikymmenen (2008-2019) ajan vakaasti, keskimäärin noin 1,4 % vuodessa, kun taas talonrakentamisen uudistuotannon volyymikasvu on heitellyt voimakkaasti ja laskenut keskimäärin noin 1,7 % vuodessa.

Rakennusteollisuus RT ennustaa Suomen korjausrakentamisen kasvavan 0,5 % vuonna 2020 ja Euroconstruct vastaavasti odottaa kasvun olevan noin 0,4 %. Seuraaville vuosille RT odottaa volyymin palautuvan noin 1,5 %:n nousuun ja Euroconstruct näkee markkinan kasvavan samansuuntaisesti noin 1,3 %:lla.

Korjausrakentamisen kasvua ajaa rakennuskannan keski-ään nousu ja tyypilliseen peruskorjausikään tulevien (n. 50-vuotta) vanhojen

rakennuksien osuuden kasvu rakennuskannasta. Nyt peruskorjausiässä olevien 60-luvun rakennusten osuus Suomen rakennuskannasta on noin 10 %, kun 2020- ja 2030-luvulla korjausikään tulevien 1970- ja 1980-luvun rakennusten osuus on lähempänä 20 %, mikä luo edellytyksiä markkinakasvun piristymiselle.

Lisäksi korjausrakentamisen kasvua tukevat mm. nousevat energiakustannukset ja -tehokkuusvaatimukset, rakennusten käyttötarkoituksien määrän lisääntyminen, väestön ikääntymisen myötä kasvavat esteettömyysvaatimukset, sekä talotekniikan määrän ja vaatimustason kasvu.

Suomen talonrakentamisen uudistuotantoon odotetaan vuosille 2020-2021 vaatimatonta kehitystä. Euroconstruct ennustaa uudisrakentamisen laskevan -6 % vuonna 2020 ja -9 % vuonna 2021. Uudisrakentamisen hiipuessa rakentamisen arvoketjun pitäisi Constin kannalta helpottaa ja tämän pitäisi mahdollistaa aikaisempaa korkeampi kannattavuus ja tehokkuus. Toisaalta, myös kilpailu erityisesti suurista korjausurakoista voi kiristyä, kun uudisrakentaminen hiipuu. Isojen rakennusyhtiöiden siirtymää alalle onkin jo nähty.

Markkinakasvun voi hyvin odottaa siis olevan 1-2 %:n välillä lähivuosina, mutta tänä vuonna sitä jarruttavat koronan vuoksi viivästyneet investoinnit tai päätökset. Nämä kuitenkin luovat osittain patoutunutta kysyntää, sillä korjaamisen tarve ei poistu, vaikka hanketta lykättäisiin. Uudisrakentamisessa kysyntä voi poistuakin

kokonaan, kun esimerkiksi liiketiloille on entistä vähemmän kysyntää, mutta esimerkiksi rakennuskannan ikääntymistä vastaan ei voi taistella.

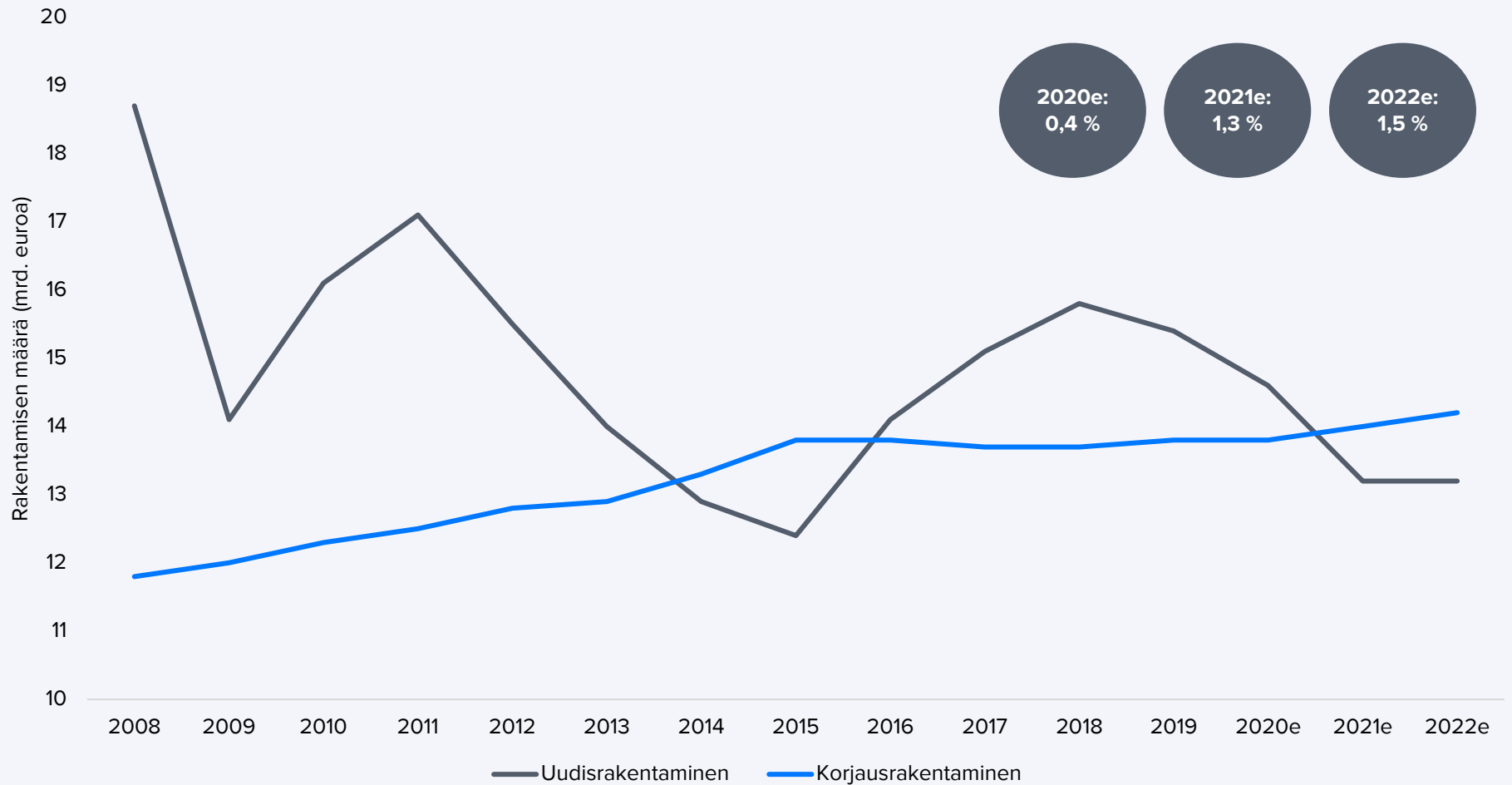
Korjaaminen keskittyy kasvukeskuksiin ja asuinrakennuksiin

Korjausrakentamisen kasvu keskittyy tulevaisuudessa ennusteiden mukaan entistä vahvemmin kasvukeskuksiin, sillä korjausikään tuleva rakennuskanta sijaitsee pääosin kasvukeskuksissa ja muuttoliike näille alueille on voimakkainta. Esimerkiksi Rakennusteollisuus RT on aikaisemmin arvioinut Helsingin seudun osuuden asuinrakennusten korjaustarpeesta olevan noin 25 %. Constille olennaisten Tampereen, Turun, Lahden ja Oulun alueiden osuus on puolestaan noin 20 %.

Arvioimme kasvukeskuksissa korjausrakentamisen kasvuvauhdin olevan lähivuosina selvästi nopeampaa verrattuna koko markkinan keskimääräiseen kasvuvauhtiin. Kasvukeskusten ulkopuolella korjausrakentamisen kasvun arvioimme sen sijaan olevan selvästi markkinakeskiarvoa vaisumpaa, koska kiinteistöjen korjaaminen tulee olemaan näillä alueilla muuttoliikkeen vuoksi entistä useammin taloudellisesti kannattamatonta tai jopa tarpeetonta.

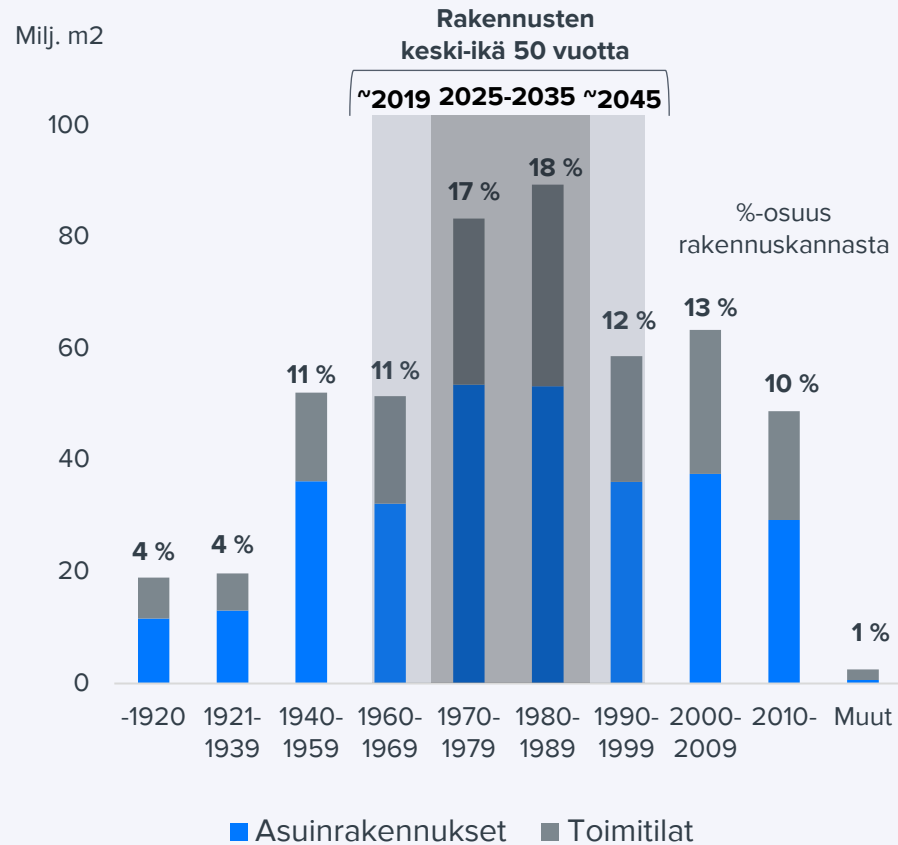
Toimialan kasvuennuste

Korjausrakentamisen kehitys on ollut vakaampaa

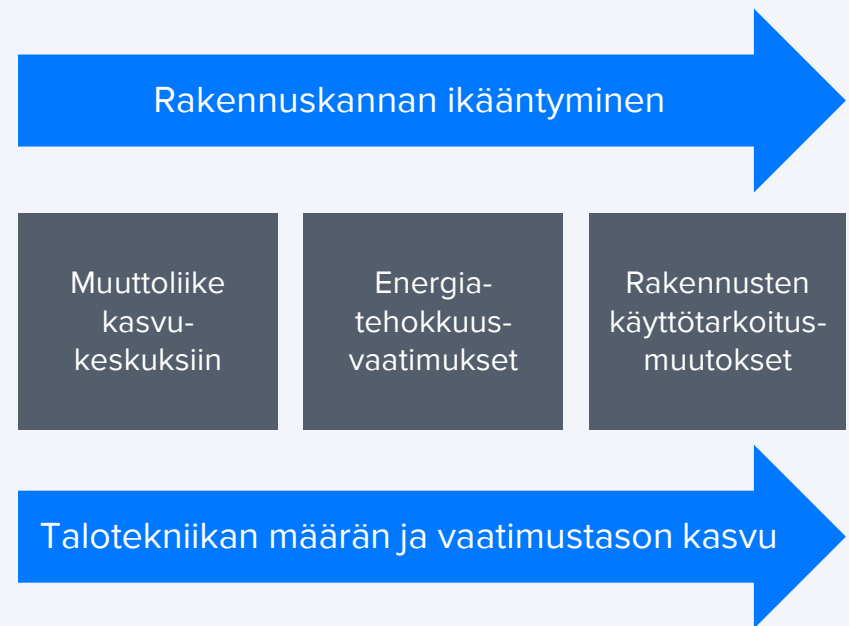


Toimialan kasvuennuste

Suomen rakennuskannan ikäjakauma



Korjausrakentamisen kasvuajurit



Kilpailukenttä 1/2

Constin kilpailukenttä on hyvin hajanainen

Korjausrakentamisen kilpailukenttä on hyvin hajanainen ja alan toimijoiden määrä on suuri. Lähes jokainen rakennusyritys tekee vähintään pienimuotoista korjausrakentamista, jonka lisäksi kotitaloudet myös itse korjaavat hyvin paljon. Tämä vaikeuttaa kilpailijakentän hahmottamista, sillä puhtaasti korjausrakentamiseen erikoistuneita yhtiöitä ei isolla skaalalla juuri ole. Arviomme mukaan alan 10 suurinta tekee noin miljardin liikevaihtoa koko korjausrakentamisen noin 14 miljardin euron markkinasta. Arviomme mukaan jopa 80-90 % markkinan volyymista syntyykin pienistä (alle 40 MEUR liikevaihto) yrityksistä.

Consti isoin tekijä

Yleisesti rakennusyritykset eivät suoraan raportoi korjausrakentamisen osuuttansa ja usein se on osana muuta talonrakentamisen toimintaa. Arviomme kuitenkin Constin olleen vuonna 2019 selkeästi suurin korjausrakentaja noin 260 MEUR:n liikevaihdolla (Talotekniikkaa ei huomioitu). Seuraavaksi arviomme tulleen YIT:n noin 200 MEUR:n korjausrakentamisen liikevaihdolla. YIT:n jälkeen tulee arviomme mukaan Skanska, NCC ja PEAB, jotka ovat etenkin mukana kilpailemassa Constin kanssa isoimmissa korjaushankkeissa. Useimmilla isommilla yhtiöllä korjausrakentaminen liittyy myös osaksi yhtiön omaperusteisia hankkeita, kun taas Consti on yleisesti toiminut hankkeissa vain urakoitsijan roolissa. Isojen rakennusliikkeiden jälkeen keskisuuria korjaajia ovat mm. Lujatalo, Lehto, Fira, Pylon, Renevo ja Jatke. Näiden

korjausrakentamisen liikevaihdon arviomme olevan noin 30-100 MEUR:n välillä.

Konsolidaatiokehitys etenee hitaasti, mutta varmasti

Korjausrakentamisen konsolidaatiokehitys on ollut kohtuullisen hidasta ja keskittynyt pitkälti talotekniikkayhtiöihin. Arviomme mukaan konsolidaatiokehitystä hidastaa muun muassa toimialan matala alalietulokynnys ja matalat saavutettavissa olevat skaalaedut. Lisäksi viime vuosina suurimmat rakennusliikkeet ja markkina ylipäättänsä on keskittynyt uudisrakentamiseen. Nyt suunta on muuttunut suosimaan suhdanteista riippumattomia toimintoja, jota korjausrakentaminenkin edustaa.

Konsolidaatiokehitystä tukee markkinan muutoksen lisäksi eläkeiän saavuttavien yrittäjien kasvava määrä, kasvavat osaamis- ja laatuvaatimukset sekä jatkuvien huolto- ja ylläpitopalveluiden tarpeen kasvu.

Consti voi myös olla yritysjärjestelyn ostokohde

Vaikka Consti todennäköisesti haluaa olla strategian mukaisesti konsolidaatioissa ostajan puolella, on myös mahdollista, että Consti olisi ostettavan asemassa.

Helmikuussa 2020 myös korjausrakentamista harjoittava rakennusyritys Lujatalo hankki 10 %:n omistuksen Constista, mikä voi ennakoita sitä, että Consti olisi jonkinlaisen yritysjärjestelyn kohde. Korjausrakentamismarkkina on houkutteleva mm. sen suhteellisen vähäisen suhdanneherkkyyden ja vakaiden pitkän aikavälin

kasvunäkymien takia. Constin profiili ostokohteena voi olla mielenkiintoinen, koska yhtiö on toimialansa markkinajohtaja, se on keskittynyt maantieteellisesti Suomen kasvukeskuksiin, sen tarjoama on kattava ja sillä on myös palveluliiketoimintaa.

Lehtitietojen mukaan ostoa on perusteltu finanssisijoituksena, mutta Constin ostolla Lujatalo saisi itselleen kerralla merkittävän kokoisen, kattavan ja ammattimaisesti johdetun korjausrakentamisen liiketoiminnan, jossa on myös kasvupotentiaalia. Yrityskauppa voisi myös potentiaalisesti tarjota ainakin joitain kustannussynergioita ja skaalaetuja.

Constin omistajarakenne on suhteellisen hajautunut ja yhtiön suurimpia omistajia on yhtiön johdon ja hallituksen lisäksi mm. rahastoja ja sijoitusyrityksiä emmekä usko näiden tahojen vastustavan myyntiä, mikäli hinta on oikea.

Kokonaisuutena näemme Constin yrityskauppaoption sijoittajille arvoltaan positiivisena ja ottajia voi mahdollisesti olla myös enemmän, sillä korjausrakentamisen tarve ja kasvunäkymä on seuraaville vuosikymmenille merkittävä. Korostamme, että mahdollisen yritysjärjestelyn toteutumisen tarkkaa todennäköisyyttä on kuitenkin mahdotonta etukäteen arvioida, koska yritysostoihin vaikuttavat monet tekijät (mm. pääomistajien todellinen tahtotila, ostajien preferenssit, pääomamarkkinat, lainsäädännölliset asiat yms.). Siten pelkkä yrityskauppaoptio ei mielestämme itsessään ole riittävä perusta omistaa Constia.

Kilpailukenttä 2/2

Constin kilpailuasema on kohtuullinen

Kestävien kilpailuettujen saavuttaminen on korjausrakentamisen toimialalla nähdäksemme vaikeaa, sillä alan kilpailuedut pohjautuvat melko geneerisiin tekijöihin, kuten koko, asiakkuudet, referenssit ja kustannustehokkuus.

Näemme Constin kilpailuaseman korjausrakentamisessa tällä hetkellä kohtuullisena sekä yhtiön suuriin kilpailijoihin että pieniin kilpailijoihin nähden. Suuret, pääasiassa uudisrakentamiseen fokuoituneet rakennusliikkeet eivät pysty Constin tapaan liiketoimintamallinsa vuoksi toteuttamaan pieniä korjausrakentamisen projekteja ja myös heidän korjausrakentamisen resurssit ovat useimmiten rajalliset. Constin talotekniikkaan keskittyneillä kilpailijoilla ei ole taasen kykyä tarjota asiakkailleen kokonaisvaltaisia korjausrakentamisen palveluita, sillä heillä ei ole Constia vastaavaa osaamista mm. julkisivuremonteissa tai korjausrakentamisessa. Toisaalta Constilla ei ole ainakaan toistaiseksi isojen rakennusliikkeiden kykyä toteuttaa merkittäviä omaperustaisia hankkeita, allianssihankkeita tai hybridihankkeita (uudis-, korjaus-, infrarakentaminen).

Constin tyypillisiä kilpailuettuja pieniä ja keskisuuria kilpailijoita vastaan ovat puolestaan mm. kyky tarjota kokonaisvaltaisesti eri osaamisalueita vaativia projekteja, kyky toimittaa suuria projekteja, kyky toteuttaa vaativia projektimuotoja, mittavat omat resurssit, keskitetty ja systemaattinen riskien hallinta, laaja asiakaskunta,

omat tuoteratkaisut ja monipuoliset referenssit. Pienien ja keskisuurten toimijoiden etuna on puolestaan Constiin nähden suhteellisesti matalammat kiinteät kustannukset, niche-osaaminen ja parempi ketteryys. Korjausrakentamisen markkina on erittäin hintavetoinen, mikä korostaa erityisesti kustannustehokkuuden merkitystä kilpailutekijänä.

Kapasiteetin saatavuus ja kilpailutilanne vaihtelee uudisrakentamisen syklien mukaan

Korjausrakentamisen markkinakehitys, kilpailutilanne ja kapasiteetin saatavuus on tietyssä määrin sidoksissa uudisrakentamisen kehitykseen. Kun uudisrakentamisen kysyntä heikkenee, siirtyy sieltä tyypillisesti ylimääräistä kapasiteettia korjausrakentamisen markkinaan ja kilpailu urakoista kiristyy. Uudisrakentamisen kasvaessa puolestaan kapasiteetti korjausrakentamisen markkinoilla vähenee ja kilpailu urakoista vähenee.

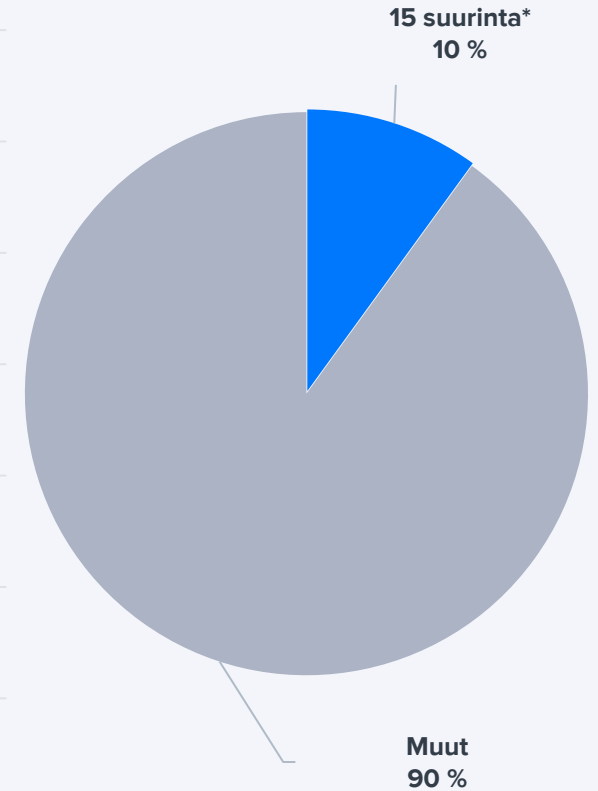
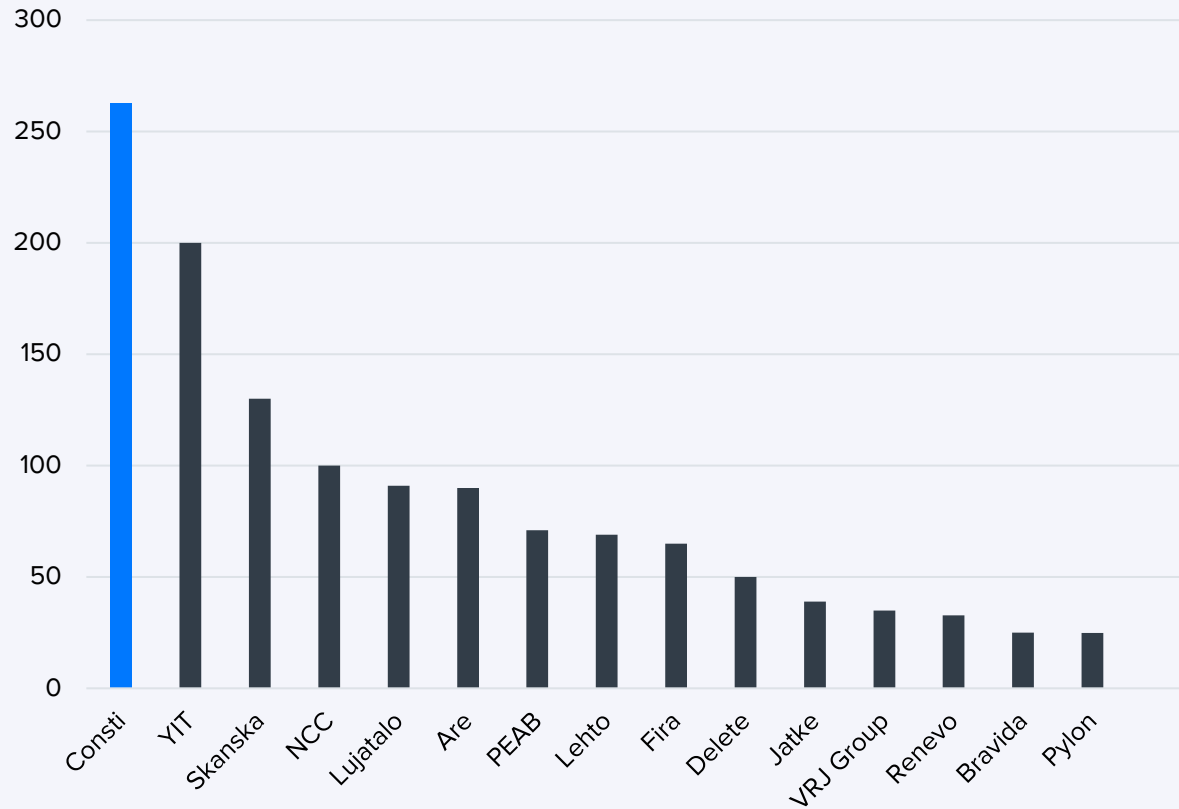
Constin kannalta paras markkinatilanne on vakaasti kasvavan korjausrakentamismarkkinan ja tasaisesti kasvavan uudisrakentamisen yhdistelmä, sillä silloin Constin suhteellinen kilpailuasema korjausrakentamisessa on parhaimmillaan ja yhtiö voi lisäksi kiihdyttää kasvua talotekniikan uudisrakennusprojektien kautta.

Constin kilpailutekijät

- + **Kattava palvelutarjooma**
- + **Vahva markkina-asema**
- + **Laaja asiakas- ja referenssiportfolio**
- + **Kyky toteuttaa eri kokoisia projekteja ja vaativampia projektityyppejä**
- + **Suuri ja joustava kapasiteetti**
- + **Harmonisoidut ja korjausrakentamiseen räätälöidyt prosessit ja liiketoimintamalli**
- + **Omat tuote- ja palveluinnovaatiot**
- **Ei kykyä tarjota isoja allianssi tai hybridihankkeita**
- **Ei omaperusteisia hankkeita**
- **Korkeampi kustannusrakenne vrt. pienet kilpailijat**

Kilpailukenttä

Suurimmat korjausrakentajat vuonna 2019*



Lähde: Yhtiöiden materiaali, Inderes, Consti

*Inderes arvio: Tiedot on kerätty yhtiöiden sivuilta tai arvioitu konsernin luvuista. Kuva on suuntaa-antava ja todelliset luvut voivat heitellä oletetuista. Mukaan on laskettu vain yhtiöiden korjausrakentamisen liiketoiminnot.

Taloudellinen tilanne 1/2

Viime vuosina voimakasta kasvua

Constin liikevaihto on kasvanut vuoden 2008 noin 18 MEUR:sta 315 MEUR:oon vuonna 2019, mikä vastaa noin 30 %:n keskimääräistä vuosikasvua. Liikevaihdon kasvu perustui jakson alkupuolella yritysostoihin, joita Consti teki vuosina 2008-2017 kaikkiaan yli 20. Lähivuosina kasvu on painottunut enemmän orgaaniseen puoleen. Arviomme mukaan Constin vuotuinen orgaaninen kasvu oli 2016-2018 keskimäärin noin 5 %:n tasolla ja epäorgaaninen noin 3 %:n tasolla. 5 %:n orgaanista kasvua voi pitää erinomaisena suorituksena korjausrakentamisen markkinoiden muutaman prosentin keskimääräiseen kasvuun verrattuna.

Tuloksessa näkyvät jo selkeää käännettä

Constin oikaistu liikevoitto-% nousi vuodesta 2013 tasaisesti ja saavutti vuoden 2016 lopussa 4,2 %:n tason. Vuosina 2017-2018 kannattavuus kuitenkin heikkeni ja liiketulos painui tappiolle projektien johtamiseen ja toteutukseen liittyvien kannattavuusongelmien takia. Osa kannattavuusongelmista johtui yhtiön mukaan myös projektihenkilöstön vaihtuvuudesta ja toimialan hintakilpailusta. Vuonna 2018 kannattavuutta heikensi erityisesti yhtiön mukaan kaksi yksittäistä suurta vaativaa käyttötarkoituksenmuutosprojektia. Toinen näistä projekteista on ollut riitojakin aiheuttanut St.George ja toinen arviomme mukaan Ohranatalon muutosprojekti, mutta molemmat ovat nyt valmiita.

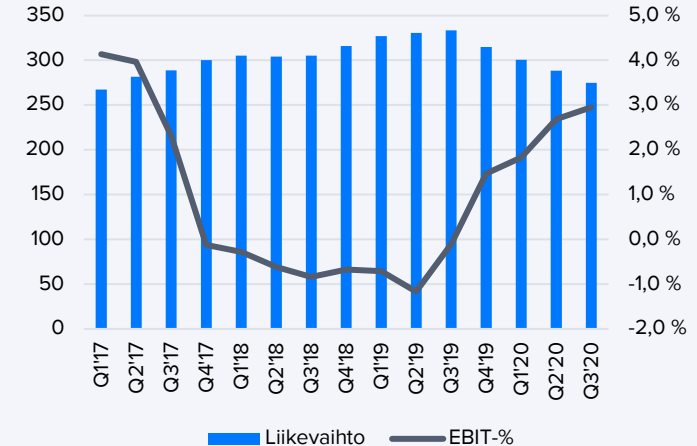
Yhtiön mukaan valtaosa muista projekteista eteni suunnitellusti ja tilauskannan kate rakenne on jatkanut parannustaan. Tulos on alkanut näkymään yhtiön suorituksessakin ja liikevoitto onkin parantunut jo 5 kvartaalia putkeen vertailukaudesta. Tämä parannus on saatu aikaan vielä huomattavasti alhaisemmalla volyymitasolla kuin aikaisemmin. Liikevaihto oli rullaavan 12 kuukauden summan mukaan noin 18 % alle vertailukauden Q3'20:n lopussa. Samaan aikaan 12 kuukauden rullaava liikevoittomarginaali on noussut 2,9 %:iin, kun se vuosi sitten oli noin -0,1 %.

Hyvä tulos näkyy myös kassavirrassa

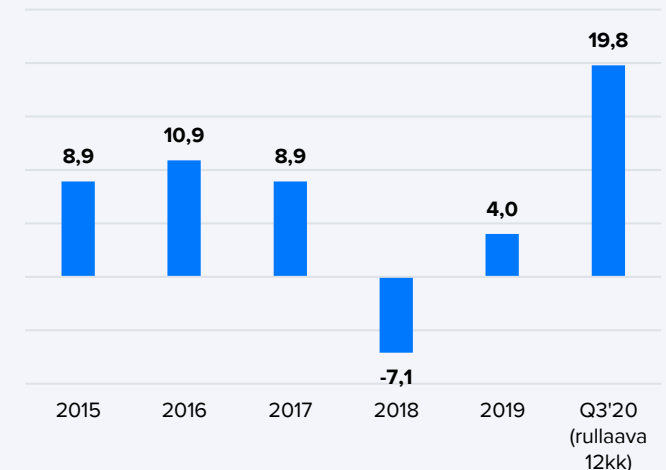
Constin vapaa kassavirta oli vuosina 2012-2017 erinomaisella tasolla. Tällöin yhtiön vapaan kassavirran sekä EBITDA:n suhdeluku oli useina vuosina selvästi yli yhtiön tavoitteleman 90 %:n kassavirtasuhteen tason. Vuonna 2018 vapaa kassavirta laski kuitenkin negatiiviseksi, mutta on näyttänyt nyt merkittäviä parantumisen merkkejä.

Vuoden 2019 liiketoiminnan operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja oli 4,9 MEUR, kun se vuonna 2018 oli noin 6 MEUR negatiivinen. Vapaa kassavirta (eli operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja vähennettynä investoinneilla aineellisiin ja aineettomiin käyttöomaisuushyödykkeisiin) oli 4,0 MEUR (2018: -7,1 MEUR) ja kassavirtasuhteeksi 48,9 % (2018: neg.). Operatiivisen tuloksen parantumisen ja käyttöpääoman vapautumisen myötä kassavirta on parantunut merkittävästi edellisvuosiin nähden.

Liikevaihto laskenut, mutta tulos lähtenyt nousuun (rullaava 12kk)



Vapaa kassavirta jo huippuvuosien yläpuolella*



Lähde: Inderes, Consti

*Vapaa kassavirta = Operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja vähennettynä investoinneilla aineellisiin ja aineettomiin käyttöomaisuushyödykkeisiin

Taloudellinen tilanne 2/2

Investointitarve matala

Yhtiön investointitarve käyttöomaisuuteen on hyvin matala, sillä pääosa palveluiden tuottamiseen vaadittavista panoksista muodostuu henkilöstöstä ja kalusto sekä toimitilat ovat pääosin vuokrattu. Vuonna 2019 yhtiön investoinnit olivat 0,9 MEUR, eli 0,3 % liikevaihdosta (2018: 1,3 MEUR ja 0,4 %). Suurimmat investointierät kohdistuivat yhtiön mukaan kone- ja kalustohankintoihin. Matala investointitarve tarkoittaa sijoittajalle, että yhtiö voi hyvin vuolaan kassavirtansa jakaa joko osinkoina omistajille tai lisätä kasvupanostuksia joko orgaanisesti tai yritysostoin.

Tase ja rahoitusasema

Kuten todettu Constin liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä investointeja kiinteään pääomaan, käyttöpääomaan tai aineettomiin oikeuksiin, mikä mahdollistaa periaatteessa hyvin kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen loppusumma on pääomakevyestä liiketoimintamallista huolimatta kuitenkin suhteellisen iso, sillä se sisältää merkittävän kokoisen yrityskaupoista syntyneen liikearvon.

Constin taseen loppusumma oli Q3'20:n lopussa 127 MEUR (Q3'19: 118 MEUR). Taseesta ison osan muodostaa yhtiön myyntisaamiset ja muut saamiset (49 MEUR) sekä myös rahat ja pankkisaamiset ovat kasvaneet jo hyvälle tasolle (22 MEUR vs. Q3'19: 4 MEUR). Yhdessä lyhytaikaisten saamisten osuus taseesta oli noin 57 %.

Merkittävä osa taseesta on myös yrityskaupoista syntynyt 48,6 MEUR:n suuruinen liikearvo (38 % taseesta). Muut taseen omaisuuserät, kuten kiinteä käyttöomaisuus ja vaihto-omaisuus ovat kooltaan pieniä.

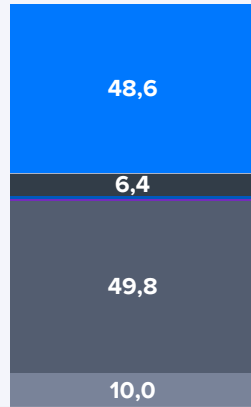
Q3'20 lopussa yhtiöllä oli 30 MEUR korollista velkaa, joka sisälsi 2,5 MEUR IFRS 16:n mukaista vuokrasopimusvelkaa. Lisäksi Constin taseessa oli maaliskuussa 2019 liikkeeseen laskettu 3,2 MEUR:n hybridilaina, jonka vuotuinen korko on 12 %.. Velkaantumisaste oli Q3'20 lopussa matala 24 % (Q3'19: 80 %) ja omavaraisuusaste 33 % (Q3'19: 28 %).

Taloudellinen tilanne hyvällä tasolla

Yhtiön taseasema on parantunut tuloksen ohella merkittävästi ja omaa nyt hyvin taloudellista liikkumavaraa. Kassavarat olivat Q3:n lopussa 22 MEUR, minkä lisäksi yhtiöllä oli nostamattomia tililimiittisopimuksia ja käyttämättömiä shekkilimiittejä yhteensä 8,0 MEUR. Hotellihanke St. Georgen hankkeeseen liittyvän riidan noin 10 MEUR:n vaatimukset (Constin vaatimus 13 MEUR) ei näin edes äärimmäisen negatiivisessa skenaariossa mielestämme saisi yhtiötä taloudelliseen ahdinkoon. Merkittävin osa yhtiön lainoistakin erääntyy vasta vuoden 2022 puolella, mikä helpottaa yhtiön taloudellista tilannetta selvästi.

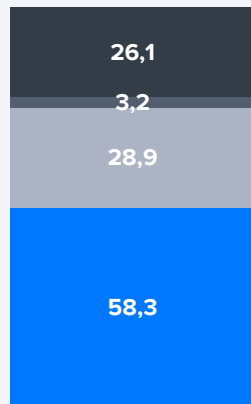
Taloudellinen tilanne

Taserakenne 2019



- Liikearvo
- Aineettomat hyödykkeet
- Aineelliset hyödykkeet
- Pitkäaikaiset saamiset
- Varasto
- Myyntisaamiset ja muut saamiset
- Kassa

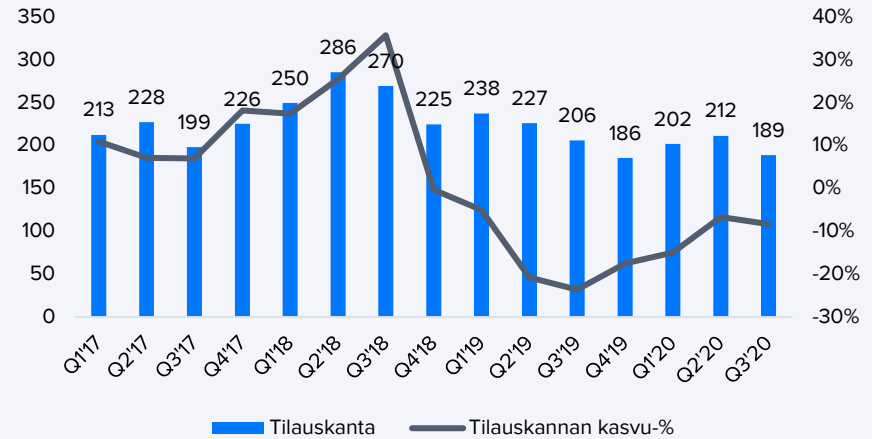
Vastaavaa



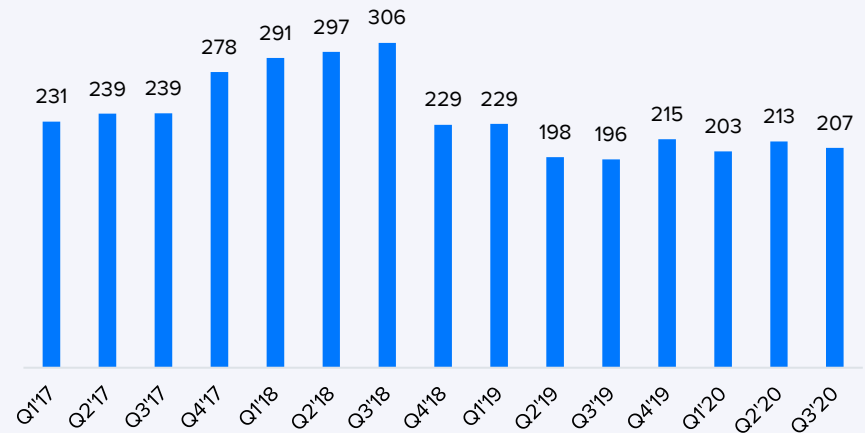
- Emo-yhtiön omistajille kuuluva oma pääoma
- Hybridilaina
- Korolliset velat
- Korottomat velat

Vastattavaa

Tilaukannassa näkyvät koronan viivästyttämät hankkeet



Uudet tilaukset pysyneet vakaana (rullaava 12kk, MEUR)



Ennusteet 1/3

Ennusteiden perusteet

Ennustamme Constin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa liiketoiminta-alueiden tilauskertymän perusteella ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkinan ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Constin keskimääräistä oikaistua EBIT-%:a 2013-2019. Ennusteissamme ei oteta huomioon tulevien potentiaalisten yrityskauppojen vaikutuksia.

Vuoden 2020 jälkeen lähdetään maltilliseen kasvuun

Odotamme vuodelta 2020 Constin liikevaihdon laskevan selvästi alhaisemman tilauskannan ja koronan viivyttämien päätöksiä ja hankkeiden myötä, mutta lähtevän maltilliseen nousuun jo vuonna 2021. Oikaistun liikevoiton odotamme kuitenkin nousevan selvästi jo vuonna 2020 yhtiön kulusäästö- ja organisaatiomuutosohjelman varjolla ja parantuvan entisestään vuonna 2021, kun yhtiön volyymitasot lähtevät nousuun ja kiinteät kulut hieman skaalautuvat.

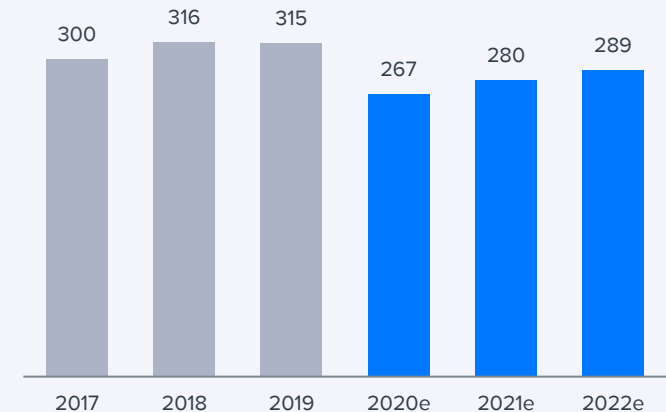
Liikevaihdon odotamme vuonna 2020 olevan noin 267 MEUR, jolloin laskua viime vuoteen tulisi noin 15 % (2019: 315 MEUR). Yhtiön tilauskanta oli Q3'20 lopussa 189 MEUR, joka oli noin 8 % alle edellisvuoden tasojen (Q3'19: 206 MEUR). Q3:een mennessä liikevaihto on noin 18 % alle vertailukauden tason, mutta odotamme uusien tilausten ja tilauskannan laskun hiipumisen alkavan näkymään jo loppuvuonna hieman yhtiön

liikevaihdossa. Koronan vuoksi tähän kuitenkin sisältyy vielä epävarmuustekijöitä hankkeiden käynnistymiseen ja asiakkaiden päätöksiin liittyen.

Odotamme tosin, että koronan vuoksi viivästynyt päätöksenteko yhtiön asiakkailta vilkastuu loppuvuonna. Tämä antaa hyvän pohjan loppuvuodelle tai viimeistään ensi vuodelle. Usein korjausrakentamisen hankkeet ovat tarvelähtöisiä ja odotammekin tilanteen kehittävän jossain määrin patoutunutta kysyntää, joka purkautunee lähivuosien aikana. Viivästyksiä on nähty etenkin Taloyhtiö-asiakkaissa, joissa esimerkiksi hankkeista päättämiseen vaadittavia kokouksia ei olla päästy normaalilla tavalla pitämään. Remontit on kuitenkin tehtävä jossain vaiheessa, mikä pitää tarvetta yllä. Tämä koskee myös julkista että yksityistä yrityspuolta, mutta näissä viivästykset ovat olleet näkemysksemme mukaan vähäisempiä. Rahoitus korjauksille voi kuitenkin toimia kaikissa asiakasryhmissä pienenä pullonkaulana asiakkaiden etsiessä säästökohteita tai taloyhtiöiden rahoitusolojen kiristyessä. Muuten näemme koronan vaikutuksien olevan Constille suhteellisen vähäisiä. Osaltaan koronatilanne voi muuttaa erilaisten tilojen käyttötarpeita (esim. toimisto), jolloin käyttötarkoituksen muutokset ja modernisointi voivat kohdata kasvavaa kysyntää ja vahvistaa alla olevaa trendiä.

Kohtuullisen markkinakysynnän, tilauskannan laskun hiipumisen sekä osittain viivästyneiden hankkeiden ja patoutuneen kysynnän myötä odotamme yhtiön liikevaihdon nousevan 5 %:lla noin 280 MEUR:oon vuonna 2021.

Liikevaihdon kehitys



Kysyntä arviomme mukaan palautuu ensi vuonna



Ennusteet 2/3

Kannattavuus paranee

Consti piti ohjeistuksensa Q3'20-raportissa ennallaan ja arvioi, että koko vuoden 2020 liikevoitto paranee vuoteen 2019 verrattuna. Olemme itse ennustaneet yhtiön vuoden 2020 liikevoiton kasvavan vuodesta 2019 noin 70 %:lla, joka on jo merkittävä kasvu. Yhtiö voi mahdollisesti ohjeistusta nostaa, mutta markkinoilla odotukset ovat jo merkittävässä kasvussa, eikä yhtiö ole välttämättä lähtenyt aikaisemminkaan pelkästään sanamuotoja ohjeistuksissa muuttamaan.

Vuoden 2020 oikaistun liikevoiton odotamme olevan noin 8 MEUR:n tasolla (2019: 4,6 MEUR) ja marginaalin asettuvan noin 3 %:iin (2019: 1,5 %). Parannus syntyy kiinteiden kulujen säästöllä ja tilauskannan paremman katerakenteen avulla. Odotamme edelleen yhtiön fokuksen olevan kannattavuuden ylläpitämisessä, mutta selkeästi korkeampi taso vaatii jo isompia volyymeja.

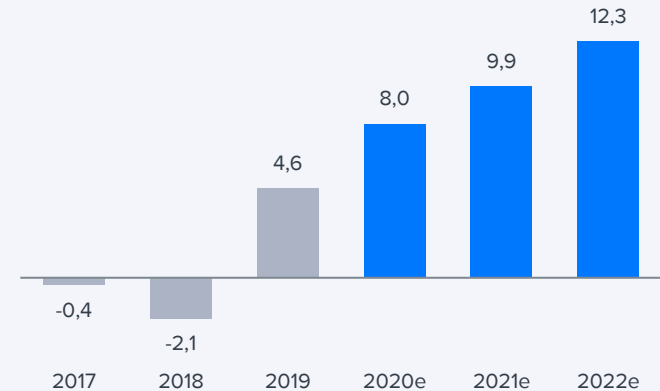
Ennustammekin vuoden 2021 liikevoiton nousevan 9,8 MEUR:oon (EBIT-%: 3,5 %) ensisijaisesti kasvun skaalatessa kiinteää kulurakennetta hieman, mutta volyymien nousun maltillisuuden vuoksi olevan vielä yhtiön yli 5 %:n tavoitteen alapuolella. Näemme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet yltää 4-5 %:n kannattavuustasoon lähivuosina, kun markkina alkaa vetämään ja rakentamisen resurssien saatavuus ja hinta paranevat Constille uudisrakentamisen hidastumisen vuoksi.

Tuloskäänte ja markkinan kehitys aiheuttaa vielä omat riskitekijänsä

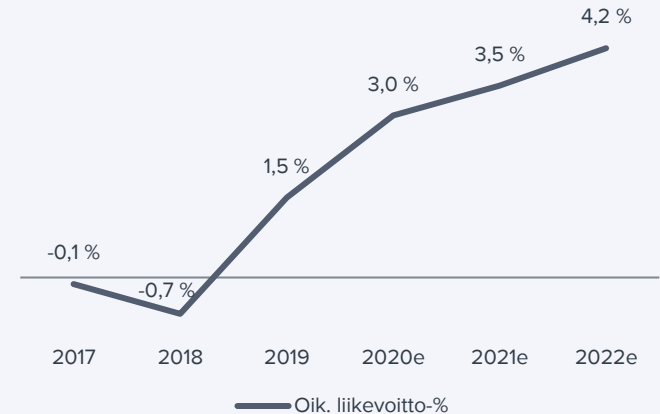
Riskejä kuitenkin käännteeseen liittyen vielä on, ja on myös mahdollista, että uusia projektiongelmia ilmenee. Merkittäviä riskejä mielestämme kuitenkin vähentää yhtiö valikoivampi ja tarkempi tarjousprosessi. Yhtiöllä on pienempiä hankkeita ja myös tätä myöten mahdollisten yksittäisten projektiongelmien vaikutukset eivät arviomme mukaan tule olemaan niin merkittäviä, että koko konsernin kannattavuus olisi jälleen vaarassa.

Myös markkinan kehitys on oma riskitekijänsä, sillä lopullisia vaikutuksia koronasta on vielä vaikea arvioida. Päätöksien viivästyessä tai hankkeiden siirtyessä odottamaan parempaa tulevaisuutta, voivat Constin tilauskirjat ohentua nopeasti. Epävarmuus talouden suunnasta vähentää myös yritysten investointihalukkuutta ja välttämättömien korjausten tai saneerausten siirtäminen voi tulla kysymykseen.

Oikaistun liikevoiton kehitys



Odotamme marginaalien jatkavan parannustaan



Ennusteet 3/3

Vuosien 2022-2023 ennusteet

Odotamme Constin yltävän vuoden 2021 palautuvan kysynnän luoman hieman nopeamman kasvuvaiheen jälkeen aavistuksen markkinakasvua nopeampaan noin 3 %:n liikevaihdon kasvuun. Tämä syntyy yhtiön alueellisesti parhaimmille paikoille keskittyneen liiketoiminnan ja markkinaosuuden kasvun kautta. Näemme myös yhtiön brändin ja tarjoaman olevan kilpailuetuna hieman epävarmassa markkinassa, missä asiakkaat haluavat varmasti entistä tarkemmin myös seurata urakoitsijan taloudellista tilannetta ja kyvykkyyttä hoitaa projekti.

Yhtiön kiinteä kulurakenne kasvaa ennusteessamme liikevaihtoa hitaammin, mikä nostaa kannattavuutta. Samalla näemme, että bruttokate-% pysyy hyvällä tasolla ja omaa mahdollisuudet nousta vuosien 2014-2016 30 %:n paremmalle puolelle paranevan tilauskannan katekateen tuodessa pientä vipua kannattavuuteen.

Odotamme myös uudisrakentamisen hiipumisen alentavan alihankinnan hintoja ja parantavan alihankkijoiden saatavuutta Constille ja näiden ajurien hieman tukevan yhtiön kannattavuutta viimeistään vuodesta 2021 alkaen. Tämän tekijän vaikutus ei ole kuitenkaan välttämättä pääkaupunkiseudulla niin suuri kuin maakunnissa PK-seudun vahvan rakentamisen vireen ansiosta.

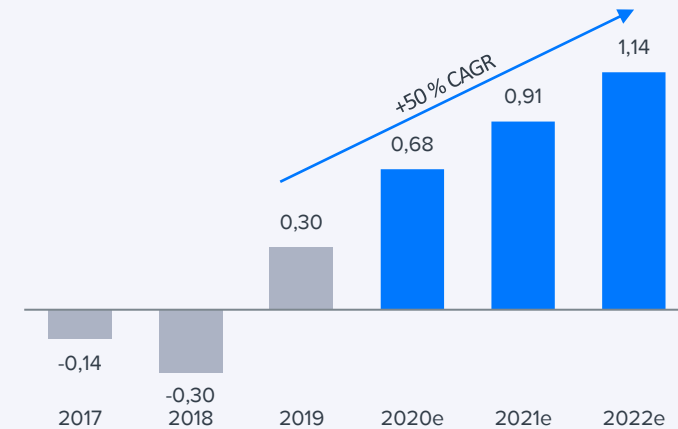
Ennustamme vuoden 2022 liikevaihdon nousevan 3,2 % 289 MEUR:oon ja liikevoiton 12 MEUR:oon, mikä vastaa 4,2 %:n EBIT-marginaalia (2021e: 3,5

%). Vuodelle 2023 ennustamme 3,0 %:n liikevaihdon kasvulla 298 MEUR:n liikevaihtoa, 4,4 %:n EBIT-marginaalia ja 13 MEUR:n liikevoittoa.

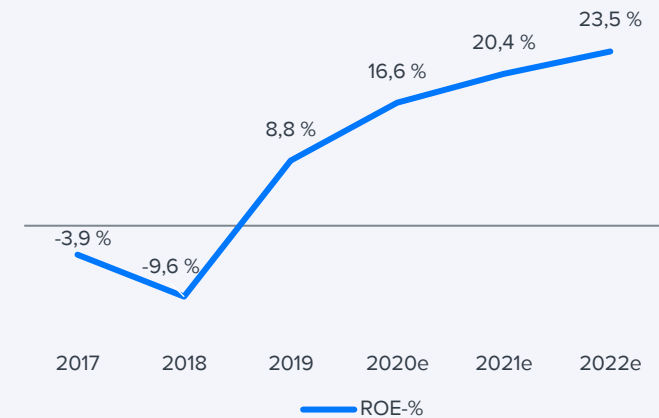
Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Constin pystyvän kasvamaan noin 1-2 % vuodessa eli hieman yli markkinoiden keskimääräisen kasvun. EBIT-marginaalin odotamme tasaantuvan perusskenaariossamme pitkällä aikavälillä noin 3 %:n tasolle. Marginaaliodotuksemme vastaa yhtiön historiallista kannattavuustasoa ennen merkittäviä projektiongelmia. Tasossa voi olla nousuvaraa, jos yhtiö pystyy kestävästi nostamaan kannattavuutensa korkeammalle tasolle. Toisaalta myös laskuvara on mahdollinen, jos merkittävät projektiongelmien uusiutuvat jolloin kestävä kannattavuustaso voi olla alhaisempikin.

Oikaistu osakekohtainen tulos



Pääoman tuottoluvut paranevat



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	300	316	73,5	81,2	81,8	78,3	315	59,0	69,3	68,2	70,6	267	280	289
Käyttökate	1,7	-0,5	0,5	1,0	3,0	3,6	8,1	1,3	3,2	3,2	3,7	11,4	13,1	15,3
Poistot ja arvonalennukset	-2,1	-1,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-3,5	-0,8	-0,8	-0,8	-1,0	-3,4	-3,2	-3,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,4	-2,1	-0,4	0,1	2,1	2,8	4,6	0,5	2,4	2,5	2,7	8,0	9,9	12,3
Liikevoitto	-0,4	-2,1	-0,4	0,1	2,1	2,8	4,6	0,5	2,4	2,5	2,7	8,0	9,9	12,3
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,7	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-1,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9
Tulos ennen veroja	-1,2	-2,8	-0,6	-0,3	1,8	2,5	3,4	0,2	2,1	2,2	2,5	7,0	9,1	11,4
Verot	0,1	0,5	0,1	0,1	-0,4	-0,6	-0,7	0,0	-0,4	-0,5	-0,5	-1,5	-1,8	-2,3
Nettotulos	-1,1	-2,3	-0,5	-0,2	1,4	2,0	2,7	0,1	1,7	1,7	2,0	5,5	7,3	9,1
EPS (oikaistu)	-0,14	-0,30	-0,08	-0,04	0,17	0,25	0,30	0,01	0,21	0,21	0,25	0,68	0,91	1,14
EPS (raportoitu)	-0,14	-0,30	-0,08	-0,04	0,17	0,25	0,30	0,01	0,21	0,21	0,25	0,68	0,91	1,14

Tunnusluvut	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	14,8 %	5,2 %	18,0 %	4,4 %	3,7 %	-19,1 %	-0,3 %	-19,7 %	-14,7 %	-16,7 %	-9,8 %	-15,1 %	5,0 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-	-	-92,8 %	-	-	-	-	1873,3 %	17,5 %	-4,1 %	72,5 %	24,4 %	23,3 %
Käyttökate-%	0,6 %	-0,1 %	0,7 %	1,3 %	3,6 %	4,7 %	2,6 %	2,2 %	4,6 %	4,8 %	5,3 %	4,3 %	4,7 %	5,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,1 %	-0,7 %	-0,5 %	0,1 %	2,6 %	3,6 %	1,5 %	0,8 %	3,4 %	3,6 %	3,8 %	3,0 %	3,5 %	4,2 %
Nettotulos-%	-0,4 %	-0,7 %	-0,8 %	-0,3 %	1,6 %	2,4 %	0,9 %	0,1 %	2,4 %	2,4 %	2,7 %	2,1 %	2,6 %	3,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	54,1	56,1	55,8	55,6	55,8
Liikearvo	48,6	48,6	48,6	48,6	48,6
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6
Aineelliset hyödykkeet	3,9	6,4	5,9	5,7	5,9
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Vaihtuvat vastaavat	56,9	60,4	71,0	73,0	77,3
Vaihto-omaisuus	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset ja muut saamiset	53,0	49,8	45,4	47,7	49,2
Likvidit varat	3,2	10,0	25,1	24,8	27,5
Taseen loppusumma	111	117	127	129	133

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	23,4	29,3	33,3	34,8	40,1
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-4,3	-1,8	2,2	6,8	12,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	3,2	3,2	0,0	0,0
Muu oma pääoma	27,7	27,9	27,9	27,9	27,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	19,2	19,7	20,0	20,0	20,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	19,2	19,7	20,0	20,0	20,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	68,4	67,6	73,5	73,9	73,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,6	9,2	10,0	10,0	10,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	61,6	55,9	61,4	61,7	60,8
Muut lyhytaikaiset velat	3,2	2,5	2,1	2,2	2,3
Taseen loppusumma	111	117	127	129	133

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen lähtökohdat

Perustamme Constin arvonmäärityksemme osakkeelle hyväksymäämme absoluuttiseen arvostustasoon, suhteelliseen verrokkihinnointeluun sekä DCF-laskelmaan.

Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti P/E- ja EV/EBIT-kertoimia. EV/EBITDA-kerroin on myös kohtuullisen hyvä vahvan kassakonversion omaavalle yhtiölle, mutta IFRS 16-muutoksien myötä kertoimen vertailtavuus historiaan ja verrokkeihin on laskelmiemme mukaan heikentynyt selvästi. Käyttökäteen nousun vuoksi kerroin on nyt historiaan nähden selkeästi alhaisemmalla tasolla kuin aikaisemmin.

EV/EBIT-kertoimessa ja P/E-kertoimessa muutokset olivat pieniä. Painotamme etenkin EV/EBIT-kerrointa EV:n ottaessa huomioon yhtiön tasetilanteen ja liikevoiton ollessa vakaampi yhtiön suhteellisen volatiiliin nettotulokseen nähden. Painoarvon nousu osin myös heijastui ja selittää tavoitehinnan nousua.

Sijoittajien luottamus käännteeseen ja tuloskasvuun vielä alhaisella tasolla

Constin osakkeen hinnoittelussa tulee ottaa huomioon se, että yhtiö on käänneyhtiö, jonka tulevaisuuden tulostason ennustamme olevan selvästi korkeampi. Käänneyhtiöillä lyhyen aikavälin kertoimet voivat luottamuksen palautumisen yhteydessä nousta korkealle ja vaikuttaa kalliilta, mutta hieman pidemmälle katsottuna niiden tulisi maltillistua. Riskinä on, että

käänte tai odotettu korkeampi tulostaso ei toteudukaan, jolloin halvalta vaikuttaneet kertoimet olivatkin loppujen lopuksi kalliita.

Käänneyhtiöillä monesti osakkeen arvostus seuraa markkinoiden luottamusta yhtiön käännteeseen toteutumiseen. Vaikka markkinoiden luottamus Constia kohtaan on jo selvästi noussut alhaisimmilta tasoiltaan, on mielestämme luottamuksessa ja arvostuskertoimissa vielä nousuvaraa verrattuna yhtiön toteutuneeseen suoritukseen.

Markkinoiden luottoon osittain mielestämme vaikuttaa yhtiön projektiluonteisuus ja myös korjausrakentamisen hyvinkin paljon kärsinyt maine liiketoimintana. Monilla yhtiöillä on ollut vaikeuksia saada isot korjausrakentamisen riskit hallintaan samalla, kun kova rakentamisen suhdanne on nostanut kustannuspaineita ja vienyt parhaita resursseja uudispuolelle. Nyt suhdanteen jäähtyessä resurssien saatavuuden tulisi parantua ja kustannuspaineiden helpottua. Samalla projektiriskit ovat etenkin Constilla hankkeiden koon pienentymisen ja paremman projektihallinnan sekä -tarjousprosessin myötä laskeneet.

Riskit projektiongelmien uusiutumisen ovat kuitenkin olemassa ja lopulliseen kannattavuuskäännteeseen liittyvät epävarmuudet vielä pitävät meidänkin hyväksyttävän arvostustason vielä suhteellisen maltillisella tasolla odottamastamme käännteestä huolimatta.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	9,70	9,70	9,70
Markkina-arvo	74	74	74
Yritysarvo (EV)	79	80	77
P/E (oik.)	14,3	10,7	8,5
P/B	2,2	2,1	1,9
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	6,9	6,1	5,0
EV/EBIT (oik.)	9,9	8,0	6,3
Osinko/tulos (%)	44,3 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	4,7 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Positiiviset:

- Hyvin ja osin odotuksia paremmin edennyt tuloskäänte
- Merkittävä tuloskasvupotentiaali
- Hyvä historiallinen suorituskyky kannattavan kasvun osalta vuosien 2013-2016 aikana
- Yhtiön liiketoiminnan uudelleenorganisointi ja tehostamistoimenpiteiden jatkuminen
- Suomen korjausrakentamismarkkinan hyvät pitkän aikavälin kasvunäkymät
- Sijoittajien parantunut luottamus

Negatiiviset:

- Projektiriskit ja kannattavuuskäännteeseen liittyvä epävarmuus
- Sijoittajien heikko luottamus vuosien 2017-2018 ja alkuvuoden 2019 tappiollisuuden takia
- St.George -hankkeeseen liittyvä riita

Arvonmääritys 2/4

Historialliset arvostuskertoimet

Constin osake on vuoden 2015 pörssilistautumisen jälkeen arvostettu pörssissä konsensuksen eteenpäin katsovilla arvostuskertoimilla (Forward) keskimäärin (mediaani) noin:

- 9x EV/EBIT-kertoimella
- 10x P/E-kertoimella
- 0,3x EV/Liikevaihto-kertoimella

EV/Liikevaihto-kerroin laski loppuvuodesta 2017 selvästi, minkä taustalla oli yhtiön tuolloin alkaneet projektiongelmia ja kannattavuuden heikentyminen. P/E-kerroin ja EV/EBIT-kerroin ovat taas kehittyneet tasaisemmin muutamia yksittäisiä piikkejä lukuun ottamatta.

Hyväksyttävä taso nojaa historiaan

Hyväksymämme arvostushaarukka (EV/EBIT: 8-12, P/E: 8-12x) nojaa pitkälti historiallisiin kertoimiin. Käytämme myös historiallista EV/Liikevaihto-kerrointa (0,3x) yhtenä mittarina, mutta sen painoarvo on tulos pohjaisia kertoimia alhaisempi.

Historiallisten kertoimien taso ei ole kovinkaan korkea, sillä Constin projektiongelmia ovat painaneet arvostuskertoimia aikaisempina vuosina. Tästä huolimatta historialliset kertoimet antavat mielestämme yhtiön kehitysvaihe huomioon ottaen suhteellisen hyvän kuvan yhtiölle hyväksyttävästä arvostuksesta.

Arvostustasossa on mielestämme nousuvaraa, jos liiketoiminnan kannattavuusparannus osoittaa

kestävyyttä ja jatkuvuus parantuu (huollot/palvelut > projektit). Tällöin hyväksyttävä arvostustaso voisi mielestämme liikkua kohden nykyisen haarukan ylälaitaa.

Laskuvaraa arvostustasossa ei mielestämme merkittävästi ole, mutta tulostason pettäessä tai muun epävarmuuden kasvaessa, voi luotto seuraavien vuosien tulosparannukseen kohdata laskupaineita. Tämä voisi viedä hyväksyttävän tason lähemmäs haarukamme alalaitaa.

Absoluuttinen arvostus tarjoaa nousuvaraa

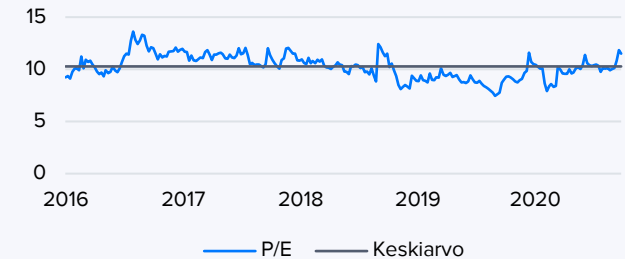
Constin käänneyhtiön profiiliin vuoksi lyhyen aikavälin kertoimilla on mielestämme tilaa nousta ja osin koronan aiheuttamien haasteidenkin vuoksi katseemme ovat jo vuodessa 2021.

Ennusteillamme vuodelle 2021 osake arvostetaan (2021e: P/E (oik.): 11x, EV/EBIT (oik.): 8x) tällä hetkellä keskimäärin noin 6 % alle hyväksymämme arvostushaarukan keskivälin. Tulosneutraali EV/S-kerroin on myös historiallisella 0,3x-tasolla, mikä tukee yhtiön nykyisen arvostuksen tasoa.

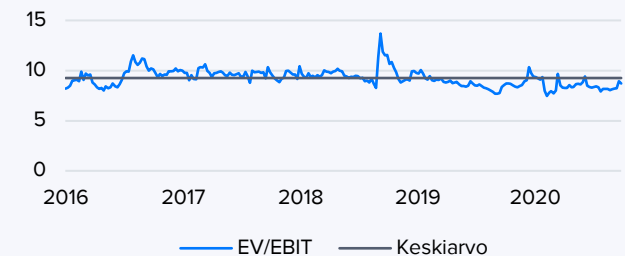
Vuodelle 2022 arvostus (22e: P/E (oik.): 9x, EV/EBIT (oik.): 6x) laskee jo todella houkuttelevalle tasolle, mutta tuloskäänteessä olevat riskitekijät rajaavat vielä kauemmas nojaamista. Vuosi 2022 kuitenkin mielestämme kuvastaa yhtiölle jo normaalimpaa tulostasoa, mihin markkina voi hinnoittelun nopeasti nostaa käänne etenemisen jatkuessa suunnitellusti.

Historialliset arvostuskertoimet

Forward P/E



Forward EV/EBIT



Forward EV/S



Arvonmääritys 3/4

Vertailuryhmäarvostus

Näkemyksemme mukaan Constille ei löydy tällä hetkellä suoria listattuja verrokkiyhtiötä, sillä suurin osa suomalaisista rakennusyhtiöistä toimii pääasiallisesti uudisrakentamisen markkinoilla ja talotekniikkayhtiöiden Caverionin ja Bravidan liikevaihtoista vain murto-osa syntyy Suomen korjausrakentamisen markkinoilta.

Toisaalta Caverionin ja Bravidan liiketoimintamallit ovat luonteeltaan samankaltaisia kuin Constilla, joten ne muodostavat kohtuullisen hyvän vertailukohdan Constin suhteelliselle arvostukselle. Talotekniikkayhtiöiden ja suomalaisten rakennusliikkeiden lisäksi olemme myös valinneet laajaan verrokkiryhmäämme kiinteistöpalveluyhtiöt L&T:n ja ISS:n. Käännytyhtiöistä verrokeista on esillä mm. SRV ja Caverion, joilla molemmilla ensi vuoden kertoimet ovat selvästi korkeammalla tasolla kuin Constilla.

Ensi vuodelle katsottaessa verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kerroin on noin 15x ja P/E-kerroin noin 17x. Näihin kahteen tulokertoimeen nähden Consti on tällä hetkellä arvostettu noin 40 % alle verrokkiyhtiöiden, mikä on mielestämme aivan liian suuri alennus.

Historiallisesti Consti on arvostettu jatkuvasti matalammalle tasolle kuin verrokkiryhmän keskiarvo. Tämän taustalla ovat arviomme mukaan mm. se, että verrokkit ovat markkina-arvoltaan selvästi suurempia, kannattavuudeltaan osin parempia sekä niillä on myös enemmän jatkuvaa palveluliiketoimintaa.

Ottaen huomioon yhtiön kestävään tuloskäänteeseen liittyvät riskit ja yllä mainitut erot verrokkeihin, näemme noin 10-20 %:n alennuksen verrokkiryhmään vielä perusteltuna. Nyt nähtävä alennus on kuitenkin mielestämme liian suuri.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo Constin osakkeelle on 12,7 euroa ja annamme myös tälle painoarvoa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaaliyksiköllä 1,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali noin 3,0 %:iin liikevaihdosta. Marginaali pohjautuu yhtiön historialliseen suoritukseen ja kasvu nojaa markkinan sekä talouden oletettuun pitkän aikavälin kasvuun. Oletuksissamme voi olla nousuvaraa, kunhan yhtiö todistaa kestävä käänteensä. DCF-mallissamme käyttämämme pääoman kustannus (WACC-%) on 8,8 %. Pääoman kustannuksessa voi olla myös hieman laskuvaraa yhtiön liiketoiminnan riskitekijöiden hälventyessä, mutta isoin parannusvara tulee kassavirroista.

Verrokkiryhmä

2021e	EV/EBIT	P/E
Yit Oyj	12,6	11,5
SRV Yhtiot Oyj	20,3	19,0
Lehto Group Oyj	8,6	8,5
Caverion Oyj	12,3	15,0
Instalco AB	17,4	22,2
Bravida Holding AB	14,8	19,9
Lassila & Tikanoja Oyj	15,4	15,6
Iss A/S	20,8	21,2
Mediaani	15,1	17,3
Consti (Inderes)	8,0	10,7
Alennus/preemio	-46,9 %	-38,2 %
Keskiarvo	-42,3 %	

Arvonmääritys 4/4

Tavoitehinta ja suositus

Nostamme Constin tavoitehinnan 10,7 euroon (aik. 9,3 euroa) toistaen lisää-suosituksemme. Pienet positiiviset ennustemuutokset ja arvonmäärityksen painotusten muutos nosti tavoitehintaamme.

Mielestämme Constin tuloskäänne etenee oikeaan suuntaan eikä arvostus ole tätä täysin huomioinut. Arvostuksen nousuvaran lisäksi yhtiö tarjoaa lähivuosina noin 4 %:n osinkotuottoa, mikä nostaa yhtiön tuotto-odotuksen noin 10-15 %:n väliin.

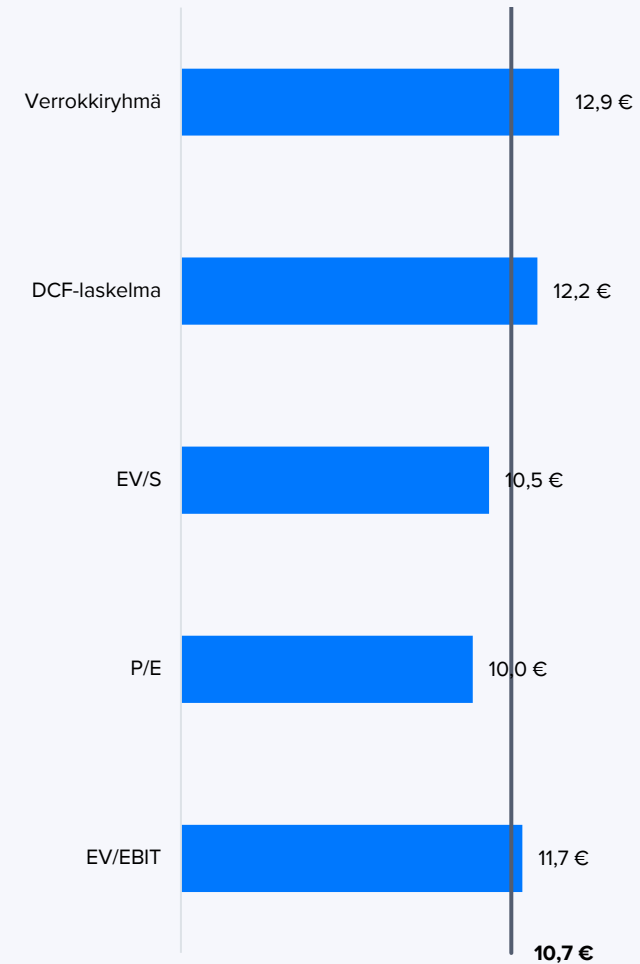
Yhtiöllä on merkittävä (19-22e EPS-kasvu: +50 % CAGR-%) tuloskasvupotentiaali lähivuosien aikana, joka syntyy ennen kaikkea säästö- ja muutostoimenpiteiden tuoman kannattavuusparannuksen kautta. Tehokkaaksi viritetyn organisaation avulla yhtiö pystyy nostamaan kannattavuuttansa edelleen kiinteiden kulujen skaalautuessa volyymitason nousun mukana.

Yhtiö toimii vakailla markkinoilla, jonka piristyvää kasvunäkymää tukevat hyvät pitkän aikavälin trendit (energiatehokkuus, kestävä kehitys, modernisointi, kaupungistuminen) sekä kasvava tarve kunnostaa ja huoltaa ikääntyvää rakennuskantaamme. Kilpailijoiden nähden etumatkaa luo kattava korjausrakentamisen tarjoama ja osaaminen sekä hyvä taloudellinen tilanne.

Arvostus on jäänyt suorituksen jalkoihin yhtiöstä riippuvista (projektiiongelmat), mutta myös riippumattomista tekijöistä (korjausrakentamisen heikko maine). Lisäksi yhtiössä on selkeä optio

siitä, että yhtiön joutuisi yritysjärjestelyn kohteeksi. Tämän toteutumista tukee myös vakaata markkinaa kohtaan kasvanut kiinnostus useissa yhtiöissä.

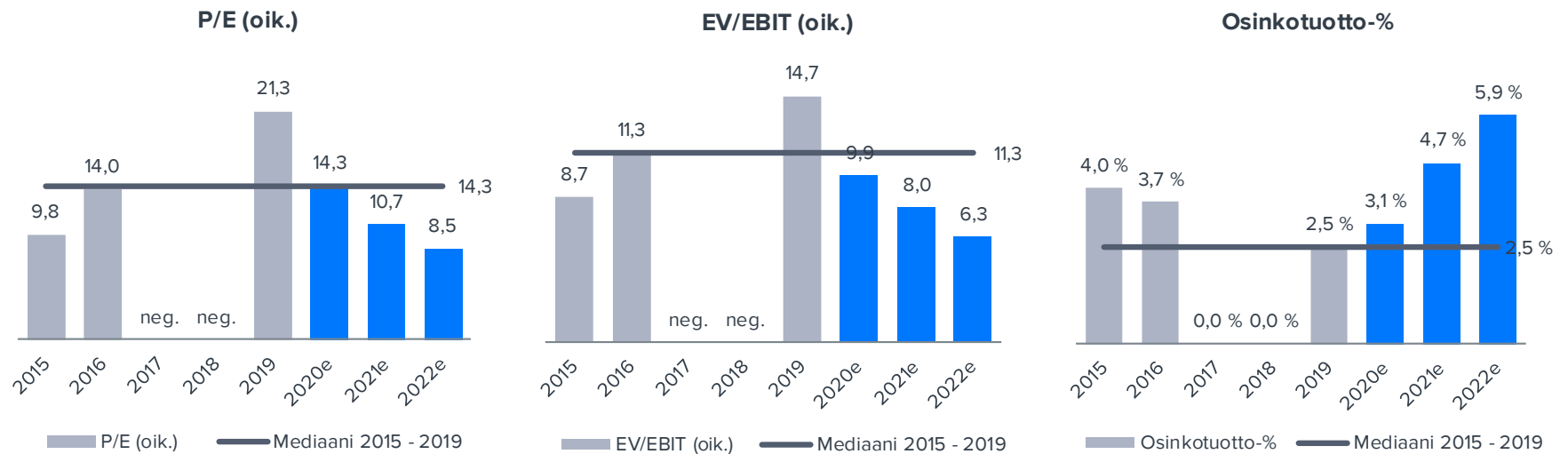
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	9,69	14,8	8,50	5,50	6,40	9,70	9,70	9,70
Markkina-arvo	74	112	65	42	49	74	74	74
Yritysarvo (EV)	91	124	77	62	68	79	80	77
P/E (oik.)	9,8	14,0	neg.	neg.	21,3	14,3	10,7	8,5
P/B	3,0	3,8	2,6	1,8	1,7	2,2	2,1	1,9
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	8,7	9,5	45,1	neg.	8,4	6,9	6,1	5,0
EV/EBIT (oik.)	8,7	11,3	neg.	neg.	14,7	9,9	8,0	6,3
Osinko/tulos (%)	91,1%	51,5 %	0,0 %	0,0 %	53,1%	44,3 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	3,1%	4,7 %	5,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Yit Oyj	4,99	1868	21,3	12,6	14,6	9,5	0,6	0,7	20,7	11,5	5,4	5,9	1,1
SRV Yhtiot Oyj	0,57	488	27,1	20,3	19,0	14,2	0,5	0,5	57,0	19,0	-	-	-
Lehto Group Oyj	1,22	138		8,6	14,1	5,9	0,3	0,3	65,8	8,5		4,2	0,9
Caverion Oyj	5,57	964	17,3	12,3	8,3	6,7	0,4	0,4	23,3	15,0	1,5	2,8	4,1
Instalco AB	214,00	1163	19,7	17,4	16,3	14,6	1,7	1,5	25,4	22,2	1,2	1,3	5,6
Bravida Holding AB	103,90	1990	15,4	14,8	11,7	11,3	1,0	0,9	20,9	19,9	2,4	2,7	3,4
Lassila & Tikanoja Oyj	13,70	691	23,9	15,4	8,0	7,0	0,9	0,9	23,8	15,6	6,7	6,7	2,8
Iss A/S	109,55	4947		20,8		11,3	0,5	0,5		21,2		3,5	2,4
Consti (Inderes)	9,70	79	9,9	8,0	6,9	6,1	0,3	0,3	14,3	10,7	3,1	4,7	2,2
Keskisarvo			20,8	15,3	13,1	10,1	0,7	0,7	33,8	16,6	3,5	3,9	2,9
Mediaani			20,5	15,1	14,1	10,4	0,6	0,6	23,8	17,3	2,4	3,5	2,8
Erotus-% vrt. mediaani			-52 %	-47 %	-51 %	-42 %	-47 %	-51 %	-40 %	-38 %	27 %	32 %	-20 %

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

DCF-arvonmääritys

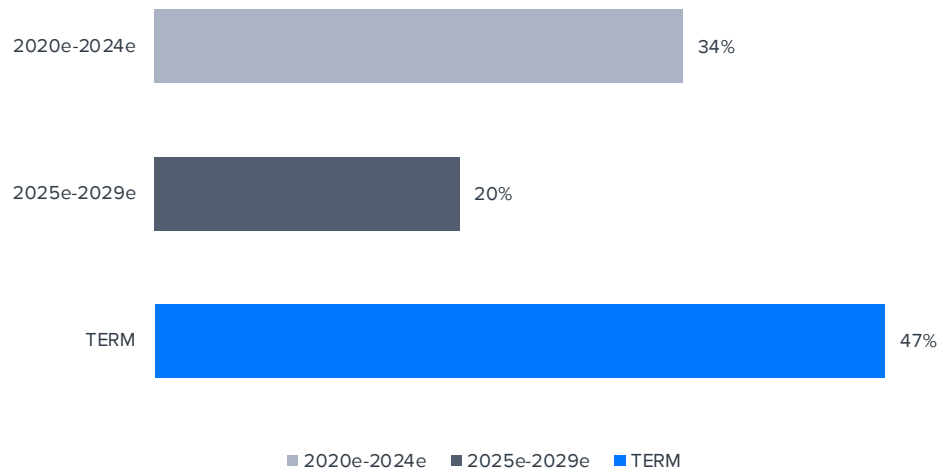
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	4,6	8,0	9,9	12,3	13,1	12,3	11,1	9,8	10,1	10,3	10,5	
+ Kokonaispoistot	3,5	3,4	3,2	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	
- Maksetut verot	-0,1	-1,5	-1,8	-2,3	-2,4	-2,3	-2,0	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-3,2	9,7	-1,9	-2,4	-2,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	4,5	19,4	9,2	10,5	11,1	13,4	12,4	11,4	11,7	11,8	11,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-6,1	-3,1	-3,0	-3,2	-3,2	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,6	16,3	6,2	7,3	7,8	10,1	9,2	8,1	8,4	8,5	8,5	
+/- Muut	3,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	
Vapaa kassavirta	1,8	16,0	5,9	6,9	7,5	9,8	8,8	7,8	8,1	8,2	8,5	119
Diskontattu vapaa kassavirta		15,8	5,4	5,8	5,8	6,9	5,7	4,7	4,4	4,1	4,0	54,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		118	102	96,3	90,5	84,8	77,8	72,1	67,4	63,0	58,9	54,9
Velaton arvo DCF		118										
- Korolliset velat		-28,9										
+ Rahavarat		10,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,2										
Oman pääoman arvo DCF		97,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,7										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,75 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	300,2	315,8	314,8	267,1	280,5	EPS (raportoitu)	-0,14	-0,30	0,30	0,68	0,91
Käyttökate	1,7	-0,5	8,1	11,4	13,1	EPS (oikaistu)	-0,14	-0,30	0,30	0,68	0,91
Liikevoitto	-0,4	-2,1	4,6	8,0	9,9	Operat. kassavirta / osake	1,29	-0,83	0,59	2,53	1,20
Voitto ennen veroja	-1,2	-2,8	3,4	7,0	9,1	Vapaa kassavirta / osake	0,53	-0,96	0,24	2,08	0,77
Nettovoitto	-1,1	-2,3	2,3	5,2	7,0	Omapääoma / osake	3,30	3,05	3,82	4,34	4,53
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,16	0,30	0,45
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	100,8	111,0	116,6	126,8	128,7	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	5 %	0 %	-15 %	5 %
Oma pääoma	25,3	23,4	29,3	33,3	34,8	Käyttökateen kasvu-%	-87 %	-127 %	-1854 %	40 %	15 %
Liikearvo	48,6	48,6	48,6	48,6	48,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-103 %	467 %	-318 %	72 %	24 %
Nettovelat	12,1	19,6	18,9	4,9	5,2	EPS oik. kasvu-%	-113 %	117 %	-199 %	125 %	34 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	0,6 %	-0,1 %	2,6 %	4,3 %	4,7 %
Käyttökate	1,7	-0,5	8,1	11,4	13,1	Oik. Liikevoitto-%	-0,1 %	-0,7 %	1,5 %	3,0 %	3,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	8,9	-5,7	-3,2	9,7	-1,9	Liikevoitto-%	-0,1 %	-0,7 %	1,5 %	3,0 %	3,5 %
Operatiivinen kassavirta	9,9	-6,4	4,5	19,4	9,2	ROE-%	-3,9 %	-9,6 %	8,8 %	16,6 %	20,4 %
Investoinnit	-5,9	-1,0	-6,1	-3,1	-3,0	ROI-%	-0,8 %	-4,6 %	8,9 %	13,1 %	15,5 %
Vapaa kassavirta	4,1	-7,4	1,8	16,0	5,9	Omavaraisuusaste	28,6 %	25,4 %	30,4 %	31,3 %	32,3 %
						Nettovelkaantumisaste	47,7 %	83,6 %	64,4 %	14,8 %	15,0 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Elementa Management			10,1 %			EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Lujatalo Oy			10,1 %			EV/EBITDA (oik.)	45,1	neg.	8,4	6,9	6,1
Esa Korkeela			5,5 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	14,7	9,9	8,0
Evli Fonder			5,5 %			P/E (oik.)	neg.	neg.	21,3	14,3	10,7
Heikintorppa Oy			4,9 %			P/B	2,6	1,8	1,7	2,2	2,1
Wipunen varainhallinta Oy			4,9 %			Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %	3,1 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta erittäin	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Lisää houkutteleva	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on
Vähennä heikko	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy erittäin heikko	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
	Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.
	Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.12.2018	Vähennä	5,50 €	5,50 €
14.1.2019	Vähennä	5,40 €	5,66 €
8.2.2019	Vähennä	5,40 €	5,30 €
28.3.2019	Vähennä	5,30 €	5,60 €
26.4.2019	Vähennä	5,50 €	5,54 €
29.7.2019	Vähennä	5,40 €	5,44 €
16.8.2019	Vähennä	5,20 €	5,16 €
27.10.2019	Vähennä	5,20 €	5,16 €
9.2.2020	Lisää	8,50 €	8,00 €
22.4.2020	Lisää	7,50 €	6,74 €
30.4.2020	Lisää	7,50 €	6,82 €
26.7.2020	Lisää	9,50 €	8,46 €
28.10.2020	Lisää	9,30 €	8,62 €
23.11.2020	Lisää	10,70 €	9,70 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**