

# Consti

## Laaja raportti

13.1.2022 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Arvostus joutaisi remontiin

Toistamme Constin osta-suosituksen nostamalla tavoitehintamme 13,00 euroon (aik. 12,50 euroa) laajan raportin päivityksen yhteydessä tehtyjen pienten ennustenostojen seurauksena. Constin tilausvirta on ollut vuoden vaihteessa vahva tukien lyhyen aikavälin näkymiä ja rakennetun ympäristön suuri korjausvelan määrä tukee Constin markkinan vakaata kasvua pitkällä aikavälillä. Tuloskasvun tueksi heikompi suhdanne rakentamisessa hillitsee kustannuspaineita. Talouden riskitekijät ovat koholla, mutta vakaa tuloskasvupotentiaali, vahva pääomantuotto sekä liiketoimintamallin vahva kassavirta ansaitsevat mielestämme korkeamman arvostuksen. Osinkotuotto huomioiden osakkeen tuotto-odotus on riskeihin nähden mielestämme houkuttelevalla tasolla.

## Markkinajohtaja Suomen korjausrakentamisen markkinoilla

Consti on korjausrakentamiseen, pienissä määrin uudishankkeisiin ja kiinteistöjen teknisiin palveluihin keskittynyt yhtiö. Constin tarjoama kattaa laaja-alaisesti korjausrakentamisen markkinan sisältäen talotekniikka-, julkisivu- ja sisätilojen korjaustöitä. Maantieteellisesti yhtiö on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja erityisesti Helsingin ja Uudenmaan alueelle, mistä syntyy noin 70 % yhtiön liikevaihdosta. Constin liiketoiminta on projektivetoista, mutta riskejä tasaa kuitenkin vakaasti ja osin 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 (energiatehokkuus, tekniikan lisääntyminen, kestävä kehitys, modernisointi) tukemana. Consti on markkinajohtajana hyvän maantieteellisen asemoitumisensa sekä kokonaisvaltaisen palvelutarjoamansa ansiosta hyvin asemoitunut tavoittelemaan markkinoita nopeampaa kasvua.

## Tuloskasvuun on aineksia hiipuvassakin uudisrakentamisen markkinassa

Constin tulos on saatu käännettyä kestävämmiin paremmalle tasolle tehostamalla organisaatio- ja kulurakennetta. Kannattavuuden parannus on edelleen yksi yhtiön tärkeimmistä prioriteeteista, mutta seuraavaan askeleeseen tarvitaan myös kasvua. Kasvu, projektien jatkuva tuottavuusparannus ja tehostettu organisaatiorakenne tarjoavat arviomme mukaan potentiaalia selkeästi korkeampaan kannattavuuteen. Uudisrakentamisen heikentyminen ja muun markkinan epävarmuus hidastaa lyhyellä aikavälillä kuitenkin hieman kasvua. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan markkinan vakaana kysynnän myötä maltillisesti keskimäärin 3 %:n vuosivauhtia päätyen vuonna 2024 noin 311 MEUR:oon. Liikevoittomarginaalin odotamme nousevan tilauskannan paremman katekenteen, hiipuvien kustannuspaineiden sekä hieman korkeampien volyymien myötä lähivuosina noin 4,4 %:iin vuoden 2024 loppuun mennessä (2022e: 3,3 %). Ennustamamme tuloskasvu on vahvaa (22-24e CAGR: 20 %), mutta myös riskitekijät (mahdolliset projektihaasteet, inflaatio, energiakriisin vaikutus, markkinan kanto) on hyvä ottaa huomioon.

## Arvostus ei mielestämme heijasta yhtiön suoritusta tai profiilia

Constin osakkeen arvostus on lähivuosille mielestämme yhtiön liiketoiminta- ja riskiprofiiliin sekä tuloskasvuun nähden alhainen (2023e: P/E: 11x, EV/EBIT: 8x). Hyväksymämme arvostushaarukan keskitasolla (EV/EBIT: 10-14x, P/E: 10-14x) osakkeessa on yli 20 %:n nousuvara. Suhteellisesti osake on arvostettu noin 15 % alle verrokkien mediaanin, missä olisi myös nousuvaraa. Arvostuksen nousuvaran lisäksi yhtiö tarjoaa noin 5 %:n osinkotuottoa, mikä nostaa tuotto-odotuksen yhtiössä jo hyvin houkuttelevaksi. DCF-laskelman arvo (16 euroa) on myös korkeammalla tukien suositustamme.

## Suositus

### Osta

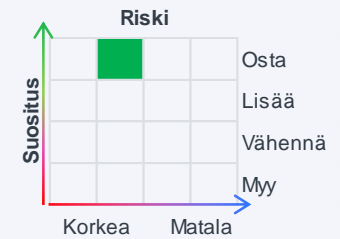
(aik. Osta)

**13,00 EUR**

(aik. 12,50 EUR)

### Osakekurssi:

10,70



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	289	298	302	311
<b>kasvu-%</b>	5 %	3 %	1 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	9,5	9,7	10,7	13,7
<b>EBIT-% oik.</b>	3,3 %	3,3 %	3,6 %	4,4 %
<b>Nettotulos</b>	3,7	7,1	7,6	10,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,89	0,91	0,99	1,29
<b>P/E (oik.)</b>	13,5	11,7	10,9	8,3
<b>P/B</b>	2,9	2,3	2,1	1,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,7 %	4,4 %	4,7 %	5,1 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,4	9,5	8,3	6,0
<b>EV/EBITDA</b>	11,7	6,9	6,1	4,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,4	0,3	0,3	0,3

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

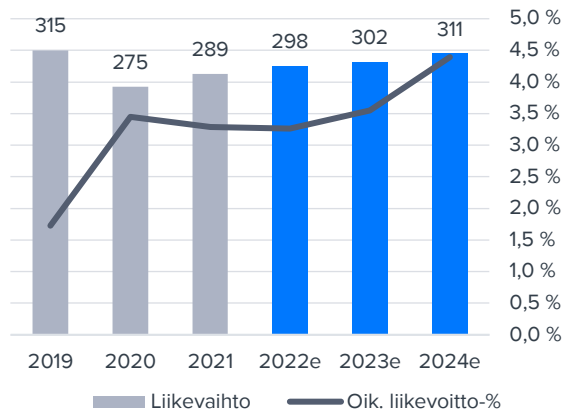
Yhtiö arvioi, että sen koko vuoden 2022 liiketulos on 9-13 MEUR.

## Osakekurssi



Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



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 tulokasvu
- Uudisrakentamiseen ja muuhun rakentamiseen arvoketjuun osallistuminen
- Markkina-aseman vahvistaminen
- Yritysosot



### Riskitekijät

- Markkinariskit
- Kapasiteetin käyttöasteen vaihtelut
- Materiaalin ja työn kustannuspaineet
- Materiaalien saatavuushaasteet
- Henkilöstön vaihtuvuus
- Kilpailuaseman muutokset
- Projektiriskit ja merkittävien projektiongelmien uusiutuminen
- Yritysosojen integraatioiden epäonnistuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,7	10,7	10,7
Markkina-arvo	83	83	83
Yritysarvo (EV)	92	89	82
P/E (oik.)	11,7	10,9	8,3
P/B	2,3	2,1	1,8
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	6,9	6,1	4,7
EV/EBIT (oik.)	9,5	8,3	6,0
Osinko/tulos (%)	51,5 %	50,7 %	42,5 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,7 %	5,1 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Sijoitusprofiili	<b>11-12</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>13-17</b>
Toimiala	<b>18-20</b>
Kilpailu	<b>21-22</b>
Taloudellinen tilanne	<b>23-25</b>
Ennusteet	<b>26-30</b>
Arvonmääritys	<b>31-39</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>40-42</b>

# Consti lyhyesti

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

## 2008

Perustamisvuosi

## 2015

Listautuminen

## 295 MEUR (+4 % v/v)

Liikevaihto Q3'22 LTM (rullaava 12kk)

## 210 MEUR (-3 % v/v)

Tilaukanta Q3'22 lopussa

## 3,3 % (2,0 % Q3'21 LTM)

Oikaistu liikevoittoprosentti Q3'22 LTM

## >5 EBIT-%

Kannattavuustavoite (liikevoitto-%)

## 988

Henkilöstö Q3'22 lopussa

## Liiketoiminnan kehitys historiassa

### 2008-2015

- Vuonna 2008 Consti perustetaan korjausrakentamisen erikoisosaajaksi
- Voimakasta kasvua yritystojen kautta alkuvaiheessa
- Jakson loppupuolella voimakasta orgaanista kasvua kannattavasti aina vuoteen 2016 asti

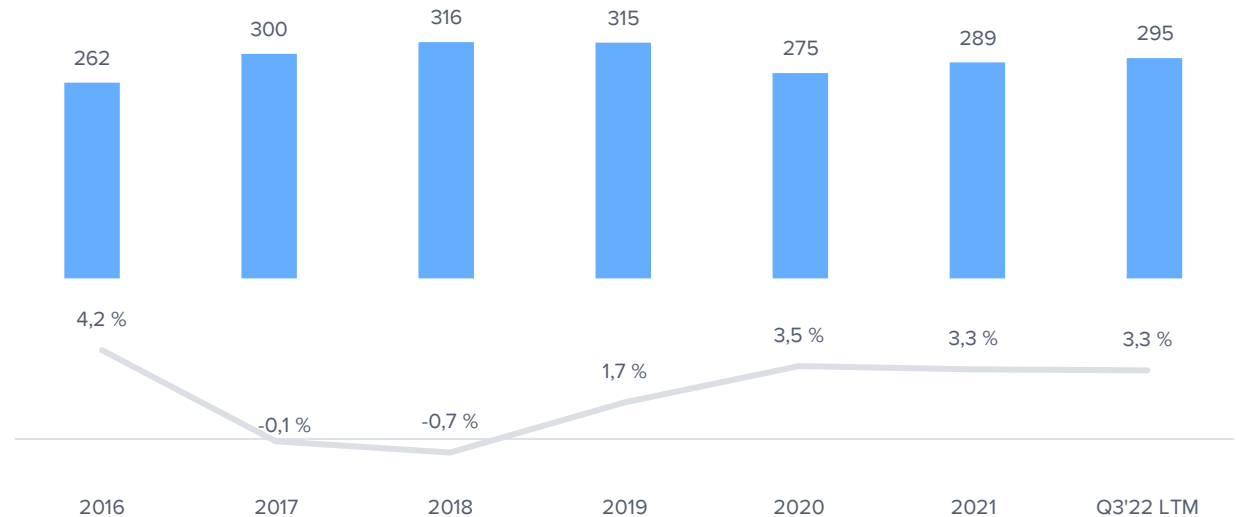
### 2016-2018

- Voimakas kasvuhakuisuus vuoden 2015 listautumisen jälkeen
- Kasvun kivut ja projektiongelmat alkavat vuonna 2017 ja jatkuvat vuoteen 2018
- Organisaatio- ja strategia-muutos johtavat käännteeseen
- Säästö- ja muutosohjelma toteutuksen kautta parempaan tulokseen

### 2019-2020

- Kannattavuuden parannus ennen liikevaihdon kasvua
- Tulos paranee merkittävästi 2019 ja edelleen vuonna 2020 koronasta huolimatta
- Liikevaihdon kasvuvaihe käyntiin 2021, mikä parantaa edelleen tulosta
- Markkinahaasteet jarruttavat kehitystä vuonna 2022-2023
- Liikevaihdon kasvun ja tehokkaamman organisaation avulla vakaata ja kestävää tulokasvua lähivuosina

## Liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## Yhtiökuvaus

### Korjausrakentamisen erikoisosaaja

Consti on yksi Suomen johtavista kiinteistöjen korjausrakentamiseen ja taloteknisiin palveluihin keskittyneistä yhtiöstä. Konserni perustettiin vuonna 2008 ja se listautui Helsingin pörssiin vuoden 2015 lopulla. Vuoden 2022 Q3 lopussa rullaava 12kk liikevaihto (LTM) oli 295 MEUR ollen noin 4 % kasvussa vertailukaudesta. Yhtiön palveluksessa oli vuoden 2022 syyskuun lopussa 988 työntekijää.

Constin liiketoiminta on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja noin 70 % yhtiön vuoden 2021 liikevaihdosta muodostui Helsinki-Uusimaa - akseliilta, noin 17 % Tampereen ja Pirkanmaan seudulta sekä noin 13 % muusta Suomesta (mm. Turku, Oulu, Hämeenlinna, Jyväskylä ja Lahti).

### Liiketoimintarakenne

Constin toiminta jaettiin helmikuussa 2019 toteutetun organisaatiouudistuksen jälkeen neljään eri asiakasryhmittäin jaoteltuun liiketoiminta-alueeseen: 1) Taloyhtiöt, 2) Yritykset, 3) Julkiset sekä 4) Talotekniikka. Consti tarjoaa näillä alueilla asiakkailleen kattavasti korjausrakentamisen sekä valikoidusti nykyään myös uudisrakentamisen palveluita. Kaikkiin liiketoiminta-alueisiin sisältyy palvelu- ja huoltoliiketoimintaa (Service-toiminta), jota ei raportoida omana liiketoiminta-alueena.

Liiketoimintoittain vuonna 2021 Taloyhtiöt ja Yritykset toivat molemmat noin 30 % liikevaihdosta (ennen eliminointeja). Julkiset-liiketoiminta oli puolestaan noin 13 % ja Talotekniikka vastasi noin

neljänneksestä yhtiön liiketoiminnasta.

Liiketoiminnassa korostuu asiakasryhmittäin jaoteltu palvelu. Näin pystytään paremmin vastaamaan juuri sen asiakasryhmän tarpeisiin. Esimerkkinä taloyhtiöasiakkaalla voi olla kerrostalon korjaukseen erilaiset tarpeet kuin esimerkiksi asuntosijoitusyhtiöllä, vaikka ylätasolla molempien tavoite onkin korjata kerrostalo. Eroja on myös julkisen puolen asiakkailta, vaikka kohdetyyppi voisi olla sama. Talotekniikka on osaltaan asiakkaiden kautta, mutta myös liiketoiminnaltaan hieman erilaista toimintaa, mikä on hyvä erottaa muusta rakentamisesta.

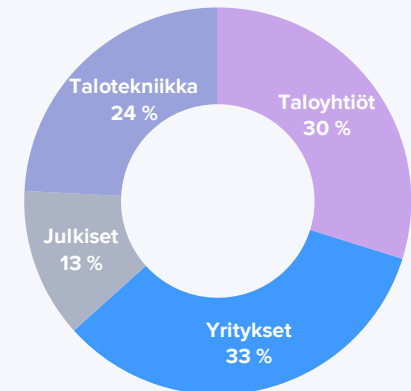
Suurin osa Constin liikevaihdosta tulee edelleen suhdannevakaasta korjausrakentamisesta, vaikka yhtiö tekee valikoiden nyt uudisrakentamisen hankkeita. Näin ollen suhdannekestävyys on normaalia rakentajaa parempi. Noin neljännes liikevaihdosta tulee talotekniikasta, joka on korjaamista syklisempi ala. Talotekniikassa yhtiö kuitenkin painottaa korjausrakentamisen puolta ja sen syklistä lisäksi tasapainottaa huoltojen ja palveluiden muuta rakentamista suurempi osuus.

### Tulosparannus onnistunut

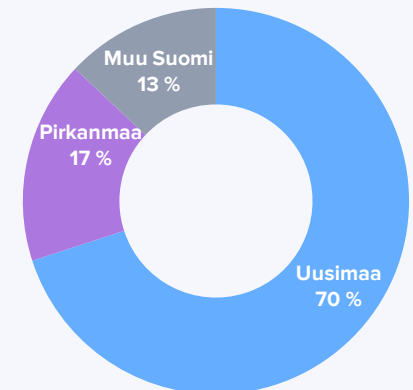
Pörssilistautumisen jälkeen Consti kasvoi hyvin markkinan mukana. Kovan kasvun jäljiltä kustannukset kuitenkin karkasivat ja tulos laski tappiolle 2017-2018 projektiongelmien vuoksi. Tehdyn organisaatio- ja strategiamuutoksen jälkeen yhtiö on pystynyt parantamaan tuloksensa kohtuulliselle tasolle. Parantuvan projektityön tuottavuuden, tehokkaamman organisaation ja kasvun avulla yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset parantaa tulostaan vielä selvästi nykytasoilta.

# CONSTI

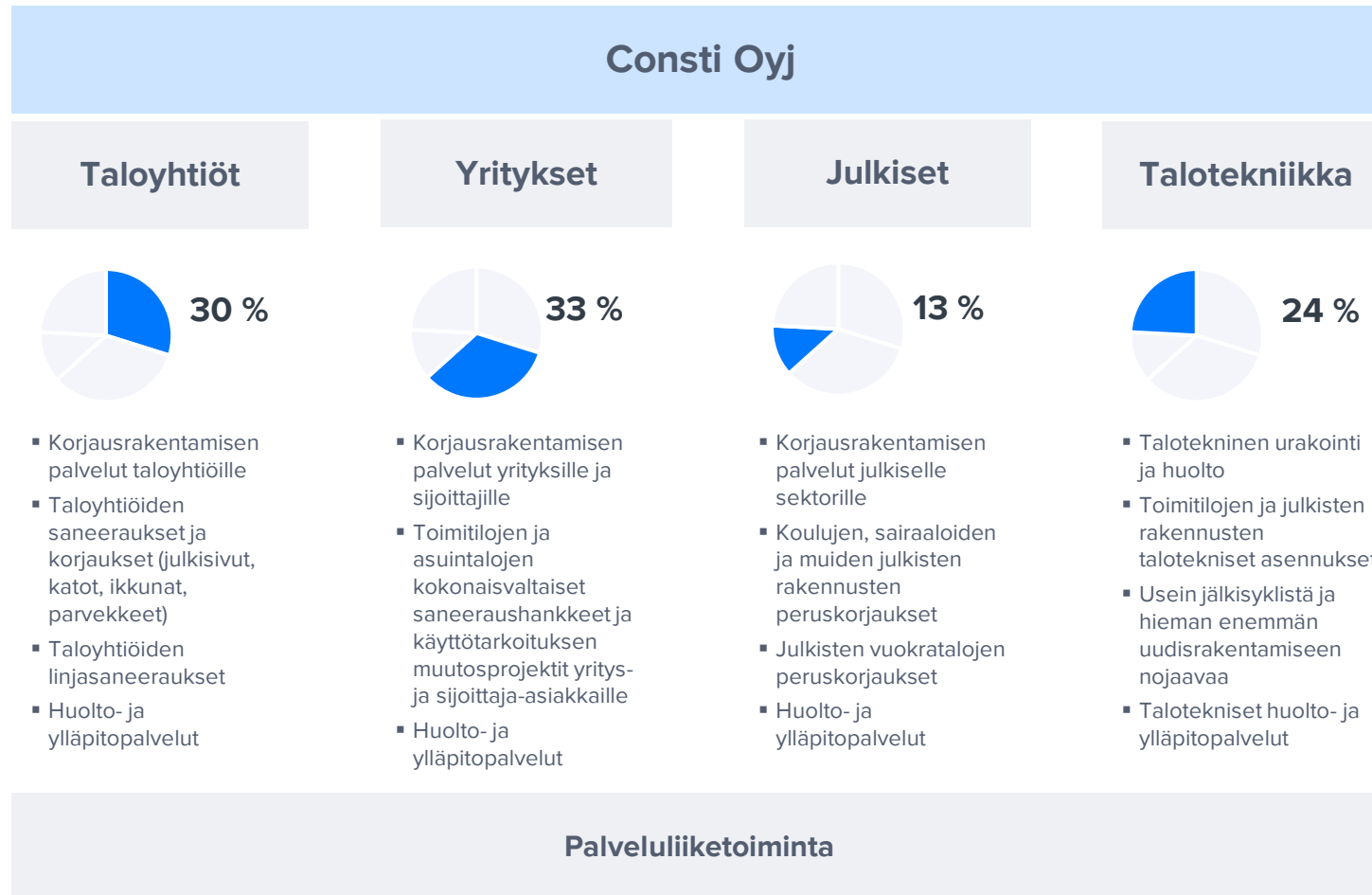
Liikevaihto liiketoimintoittain  
(2021, ennen eliminointeja)



Liikevaihto keskittynyt kasvukeskuksiin  
(2021)



# Constin liiketoimintarakenne



## Uudisrakentamisen mahdollisuuksien hyödyntäminen

- Hyödyntäen vahvoja asiakassuhteita, Consti hakee segmenteissä kasvua valikoiden myös houkuttelevissa uudiskohteissa

## Yritysosotot jokaisessa segmentissä kasvun mahdollisuutena

- RA-Urakointi (2021 hankittu) tekee kerros- ja rivitaloihin sisäremontteja sekä julkisivusaneerauksia

- 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 2/3

## Liiketoimintamalli

### Projektivetoinen liiketoimintamalli

Consti profiloituu liiketoimintamalliltaan vahvasti projektivetoiseksi palveluyhtiöksi ja jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta on suhteellisen matala. Kaikkiin asiakasosa-alueisiin linkittyvän Palvelu-liiketoiminnan liikevaihdon osuus oli vuonna 2021 noin 13 % (2020: 16 %), mutta tästäkin arviomme mukaan osa muodostuu lyhytkestoisesta projektiluonteisesta palvelu-urakoinnista.

Projekteista valtaosa toteutetaan ns. kiinteähintaisella kilpailu-urakamallilla tilaajan suunnitelmiin perustuen, mutta tavoitehintaisten ja suunnittelun sisältävien urakoiden sekä tuoton ja riskin jakoon pyrkivien ns. allianssimallien osuus yhtiön liikevaihdosta on kasvussa. Allianssimallista esimerkkinä on Talotekniikka-liiketoiminnan solmimat kehitysvaiheen allianssit Jorvin sekä Laakson sairaalahankkeissa. Hankkeiden toteutusvaiheen arvo Constille on noin 75 MEUR, jonka tulisi myös kasvattaa tilauskanta sekä parantaa sen jatkuvuutta lähivuosille.

Consti ei toteuta lainkaan ns. omaperustaisia hankkeita, vaan tilaajana/rahoittajana on aina ulkopuolinen asiakas, mikä vähentää selvästi riskejä, sitoutunutta pääomaa ja parantaa pääoman tuottolukuja, mutta samalla tämä voi myös alentaa mahdollisia voittoja.

### Laaja projektiportfolio ja pieni hankekoko

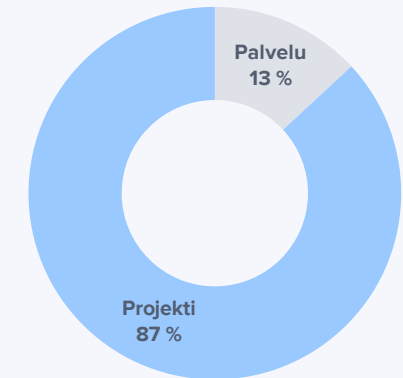
Constin projektiportfolio on yhtiön kokoon ja

muihin listattuihin rakennusyhtiöihin suhteutettuna lukumääräisesti arviomme mukaan suuri. Tämä kertoo yhtiön projektien keskimääräisen koon olevan matalammalla tasolla. Pienemmissä projekteissa usein riskit ovat isompia hankkeita pienempiä. Vuonna 2021 Constilla oli käynnissä noin 800 projektia (2020: noin 700 kpl) ja näin projektien keskimääräiset koot ovat viime vuosina olleet selvästi alle 1 MEUR:n. Kannattavuuden parantamistoimena käynnistetty entistä valikoivampi lähestymistapa tarjoustoimintaan on voinut arviomme mukaan vielä laskea projektien kokoa viime vuosina. Constilla on ollut kuitenkin liiketoiminnassa myös yksittäisiä suurempia projekteja, kuten 26 MEUR:n Hotelli Scandic Marskin peruskorjaus, Ässäkeskuksen 35 MEUR:n peruskorjausurakka ja 25 MEUR:n Myllypuron palvelukeskuksen peruskorjaushanke. Tulevat edellä mainitut allianssihankeet ovat isoja (arviolta 50 ja 25 MEUR), mutta niissä riskit ja tuotot ovat jaettu eri osapuolien kesken. Siinä mielessä emme näe näiden aiheuttavan samanlaisia projektiriskejä kuin isot hankkeet menneisyydessä ovat osaltaan aiheuttaneet.

### Tilaukskannan antama näkyvyys noin vuoden

Korjausrakentamisen tilauskanta on uudisrakentajiin verrattuna lyhytkestoisempaa ja aika tarjouksesta töiden aloitukseen on tyypillisesti lyhyt. Näkyvyys liikevaihdon sekä tilaukskannan suhteen jää siten tyypillisesti noin vuoteen. Laskelmiemme mukaan yhtiö on tyypillisesti tehnyt vuoden aikana noin 70-80 MEUR enemmän liikevaihtoa kuin vuoden alussa ollut tilauskanta

Projektivetoisuus painottuu Constilla (2021)



Arviomme Constin keskimääräisen projektikoon olevan yleisesti muuta rakentamista alhaisempi

### Projektikoko\*

Yhtiö	Projektikoko (MEUR)
Consti	0-1
Muu rakentaminen	1-5



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

on ollut. Constille onkin erityisen tärkeää saada tilauskantaan hankkeita myös vuoden aikana. Usein alkuvuoden tilauskertymä sekä saadut hankkeet kertovat hyvin jo sen vuoden tilanteesta, koska iso osa korjauskohteista pyritään ja myös pitää aloittaa säiden mukaisesti alkukeväästä. Esimerkiksi julkisivusaneerauksissa lämpötilan olisi oltava vähintään 5 astetta. Talvella hankkeiden tulisi olla sisätyövaiheessa, jotta ylimääräisiltä kuluilta vältyttäisiin.

## Kapasiteetin hallinta tuo tärkeää joustavuutta

Korjausrakentamisen kysyntä ei ole niin suhdanneherkkää kuin uudisrakentamisen, joten kapasiteetin hallinta on suhteessa 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 kasvumahdollisuuksien hyödyntämisen ja kannattavuuden kannalta on tärkeää, että kapasiteettia voidaan lisätä joustavasti ja oikea-aikaisesti.

## Nykyinen kulurakenne mahdollistaisi 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 ja keskipitkällä 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

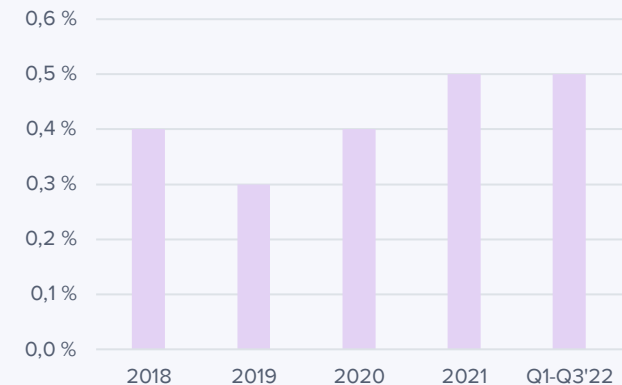
Constin liiketoimintamalli mahdollistaa normaalisti vahvan operatiivisen kassavirran, sillä projektien maksupostit ovat tyypillisesti etupainotteisia ja sisältävät ennakoita. Lisäksi henkilötyövaltaiselle ja aliurakointia hyödyntävälle liiketoiminnalle tyypilliseen tapaan Constin osto- ja siirtovelat 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 2021 Constin investoinnit olivat noin 0,5 % liikevaihdosta (2020: 0,4 %).

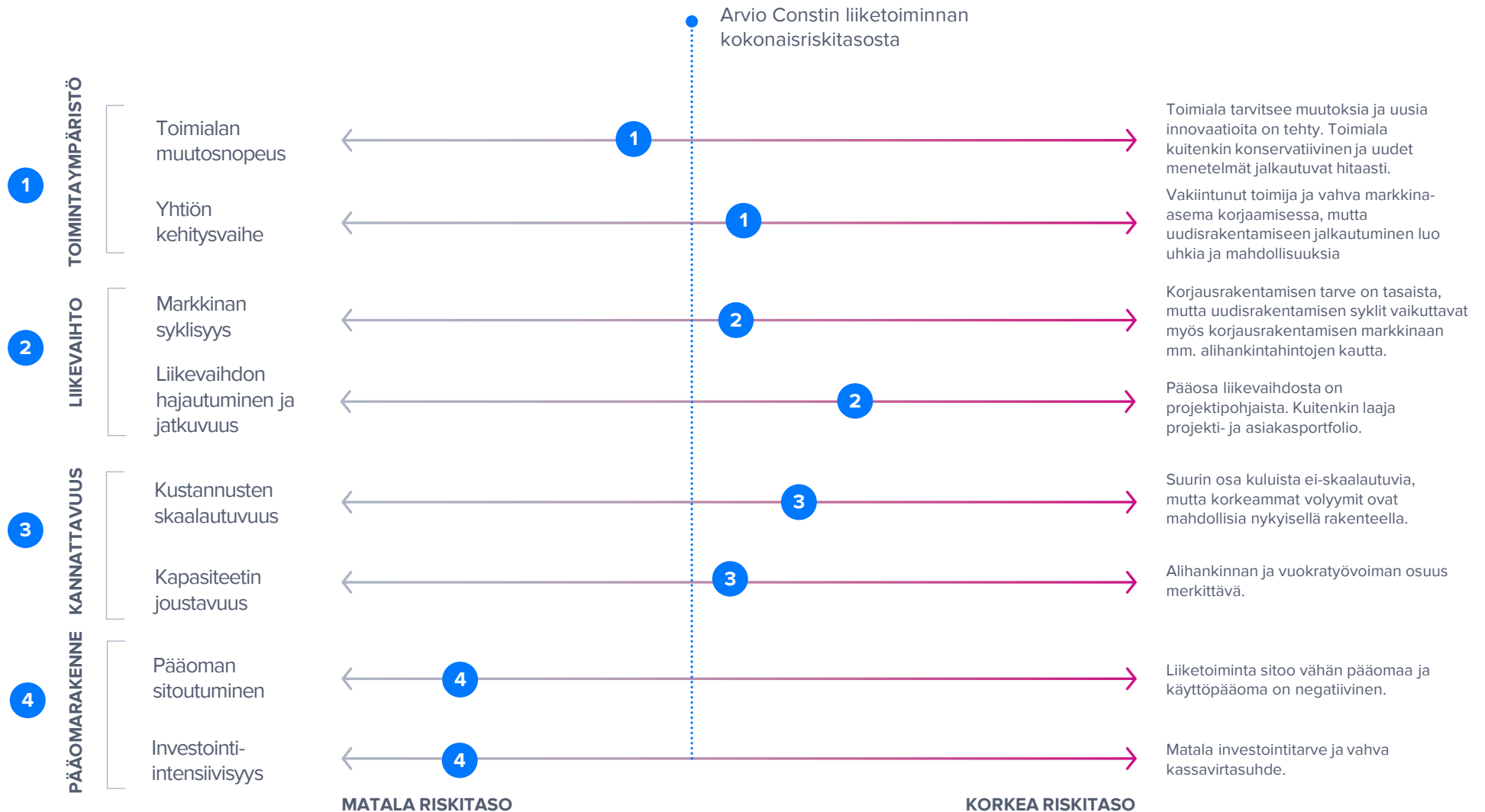
Liikevaihtoa syntynyt keskimäärin 70-80 MEUR tilikauden alun tilauskantaa enemmän



Investoinnit maltilliset (Investointien\* suhde liikevaihtoon -%)



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

## Kääntymässä tuloskasvun yhtiöksi

Consti on profiloitunut mielestämme pitkään jo ensisijaisesti käänteyhtiöksi, mutta on muokkaantumassa 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. Nyt kannattavuus on parantunut ja on aika lähteä kasvattamaan liiketoimintaa.

Liikevaihdon hyvin voimakkaan kasvun sijaan kuitenkin näemme, että kasvua haetaan ensisijaisesti tulokseen. Vaikka liikevaihdon kasvua pyritään hallitsemaan ja pitämään maltillisena, kasvun voi odottaa olevan markkinoita nopeampaa yhtiön tavoitteiden mukaisesti.

Arvioimme myös, että Constin kannattavuus tulee vähitellen nousemaan toteutettujen uudistusten, yhtiön volyymien nousun ja kustannuspaineiden laskun myötä. Yhtiö tavoittelee yli 5 %:n liikevoittomarginaalin saavuttamista. Tämä vaikuttaa vielä lähivuosille mielestämme optimistiselta, vaikka potentiaali yhtiöllä siihen on. Arvioimme mukaan tämä vaatii kuitenkin vielä selkeästi korkeampia liikevaihdon tasoja ja parempaa markkinanäkymää. Liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden nousun yhdistelmänä yhtiön tuloskasvunäkymät ovat kuitenkin hyvät.

Kohtuu hyvistä tuloskasvunäkymistä huolimatta korostamme, että nähdyn käänteen kestävyteen,

resurssien saatavuuteen sekä hintojen vaikutukseen ja markkinakehitykseen liittyviä riskejä.

## Vahvuudet ja potentiaali

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

**Liiketoiminnan tuloskasvu:** Yhtiön käänne on alkanut näkymään myös tulostasossa (oik. EBIT-% Q3'22 LTM: 3,3 %). Projektit edetessä suunnitellusti, markkinan piristyessä ja kustannuspaineiden hellittäessä, on Constilla hyvät edellytykset nostaa kannattavuutensa lähivuosina takaisin vuoden 2016 tasolle (EBIT-% 4,2 %). Volyymien lähtiessä vahvemmin nousuun, on tason ylitys ja pitkän aikavälin tavoitekannattavuuden saavuttaminen (>5 %) lähivuosina myös mahdollista.

**Arvostuskertoimien nousu:** Kannattavuuden parantuminen ja kasvun aikaansaanti voi parantaa markkinoiden luottamusta yhtiöön ja nostaa yhtiön hyväksyttävää kertoimia vielä selkeästi nykyisiltä tasoiltaan.

**Vahva pääoman tuotto ja kassavirta:** Yhtiön liiketoiminta ei vaadi merkittäviä investointeja, tase on kevyt ja tuottaa hyvin kassavirtaa. Pääomien tuottopotentiaali on erinomainen ja vuolas kassavirta mahdollistaa kasvun sekä osinkojen rahoittamisen.

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

## Riskit

**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 rakenteisiin, 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.

# 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.

**Yritysostot luovat mahdollisuuksia**

## Potentiaali



- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali
- Kannattavuuden parannus projektien tuottavuuden ja kulurakenteen pienen skaalautumisen kautta
- Vahva tuloskasvupotentiaali
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Markkinan vakaa kysyntä heikommassa taloussuhdanteessa

## Riskit



- Projekti- ja sopimusriskit
- Markkina- ja toimialamuutokset
- Kustannuspaineet ja resurssien saatavuus
- Yrityskauppariskit
- Henkilöriskit
- Projektien riita-asiat

# Strategia 1/4

## Kasvaa nykyisissä sekä uusissa liiketoiminnoissa

Consti päivitti strategiaansa vuoden 2021 alussa vuosille 2021-2023. Strategiaa on lähestytty asiakaslähtöisesti Constin toimialoitain jaoteltuna, josta lopulta konsernin strategia on muodostettu. Tällä halutaan varmistaa, että organisaatiosta saadaan kaikki potentiaali mahdollisimman hyvin irti.

Strategian painopisteinä on kasvaa kannattavasti nykyisissä liiketoiminnoissa (korjausrakentaminen, talotekniikka), mutta myös siirtyä uusille liiketoiminta-alueille. Tämä tarkoittaa, että Consti tavoittelee kasvua myös houkuttelevissa uudisrakentamisen kohteissa (pääosin toimitiloissa) ja pyrkii lisäämään panostuksia rakentamisen arvoketjun eri osa-alueissa (esim. suunnittelun johtaminen). Uudisrakentamisen tuleva mittakaava voisi olla yhtiön mukaan noin 10-15 % yhtiön liiketoiminnasta. Tässä mielessä isoin osa liiketoiminnasta silti tulisi vielä korjausrakentamisesta.

Kasvaa nykyliiketoiminnoissa on tukenut yhtiön RA-urakoinnin yrityskauppa sekä laajentuminen pääkaupunkiseudun ulkopuolelle. Arviomme mukaan merkittävä laajentuminen kasvukeskuksien ulkopuolelle nykyisessä markkinatilanteessa ei ole suotuisaa, sillä resurssit ja työ siirtyvät osin uudisrakentamisesta korjaamiseen, mikä voi vaikeuttaa kilpailutilannetta. Uudisrakentamisessa yhtiö on mm. jo tehnyt sopimukset kahdesta toimistotalosta Helsingin Ilmalanrinteeseen ja Järvenpään yhteiskoulun rakentamisesta. Vuoden

2022 ja vuoden 2023 aikana kasvun aikaansaaminen uudisrakentamisesta kuitenkin arviomme mukaan markkinan mukana vaikeutuu.

Constin siirtyminen myös uudisrakentamisen puolelle on loogista, kun tarkastellaan Constin vahvoja asiakassuhteita tilaajiin nähden. Consti on aikaisemmin voinut hukata hyviä projekteja hyvillä asiakkaille vain sen takia, että aiemmin strategia ei ole uudisrakentamista sisältänyt. Tässä mielessä uudistus ja suuntaus on mielestämme tervetullut. Yhtiön osaaminen ja alihankintaketjun osat antavat mielestämme yhtiölle hyvän sauman myös toteuttaa kohteita. Uudiskohteissa palkinnot voivat olla myös joskus korjausrakentamista parempia, vaikka kilpailu laajeneekin useammalle toimijalle. Consti on kuitenkin kilpaillut jo samojen toimijoiden kanssa aikaisemmin korjausrakentamisen puolella, joten kilpailukenttä ei kovinkaan paljoa strategian muutoksesta muutu.

Arvioimme uudisrakentamisen liittyvän pääosin toimitiloihin ja esim. julkisen sektorin hankkeisiin. Arviomme mukaan tämä voisi esimerkiksi tarkoittaa erilaisia hybridihankkeita, missä yhdistyy sekä uudisrakentaminen että korjaaminen. Näissä Consti on voinut helposti jäädä isoimpien toimijoiden ulkopuolelle usein asiakkaan halutessa kokonaisvaltaista tarjoamaa.

## Strategian eteneminen

- + Laajentuminen Jyväskylään kasvaen pääkaupunkiseudun ulkopuolella
- + RA-urakoinnin hankinta – Rivitalomarkkinan korjauksiin laajentuminen
- + Uudisrakentamisen kyvykkyuden vahvistaminen
- + Useita uudisrakentamisen hankkeita
- + Hankekehityksen ja hankintatoimien kehittäminen osana kannattavuuden parannusta
- + Projektien laadunhallintaan luotu työkaluja
- Markkina heikentynyt, mikä hidastanut mm. uudisrakentamisen laajentumista
- Nykyliiketoimintojen kasvattaminen vaikeutunut kasvukeskuksien ulkopuolella heikomman markkinan myötä
- Inflaatiopaineet laajasti heikentäneet kannattavuuden parannusmahdollisuuksia

## Strategia 2/4

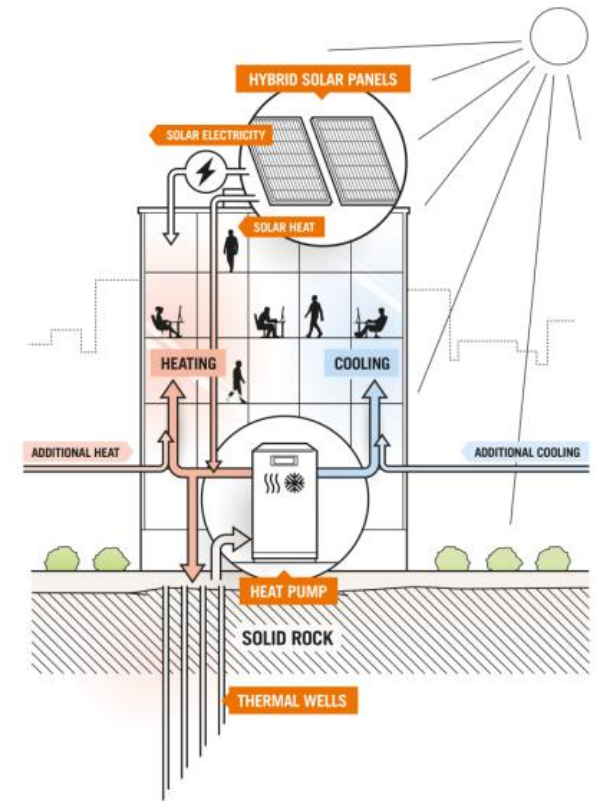
Consti pyrkii strategiassaan myös laajentumaan korjausrakentamisen arvoketjussa mm. olemalla yhä laajemmin mukana suunnitteluvaiheesta käytön ja ylläpidon aikaisiin palveluihin. Tähän liittyy vahvasti toimiminen uusien korjausrakentamisen toteutusmuotojen ja teknologioiden kehittämisessä.

Consti lanseerasikin syyskuussa Consti OPTIMI - monienergiajärjestelmän asiakkaiden energiatehokkuuden parantamiseksi. Consti OPTIMI on Constin kehittämä ratkaisu, jonka avulla kiinteistöjen energiankulutus voitaisiin Constin mukaan jopa puolittaa. Järjestelmän tulisi leikata merkittävästi myös hiilidioksidipäästöjä. Jyrkästi nousseiden energiahintojen olotilassa järjestelmästä tulee entistä ajankohtaisempi. Viime vuoden lopussa järjestelmä valittiin FINVAC yhdistyksen [Vuoden energiaratkaisu –kilpailun voittajaksi](#).

Järjestelmän myynti on vielä alkuvaiheessa, mutta yhtiö kommentoi sillä olevan potentiaalia myös yksittäisenä myyntikohteena jo olemassa olevalle kohteelle. Isoin kynnyskysymys on maalämmön saanti ja sen järjestelmän asennus, mitä ei kaikkiin kiinteistöihin välttämättä pysty asentamaan. Niin uusissa kuin remontoitavissa kohteissa, joissa maalämpö on esimerkiksi valittu tai harkittu vaihtoehto, toimii se hyvänä vaihtoehtona energiajärjestelmäksi. Alkuvaiheessa järjestelmä tukee arviomme mukaan kuitenkin Constin muuta tarjoamaa ja vaatii vielä konkreettisia näyttöjä, jotta sen kiinnostus laajemmin leviäisi ja voitaisiin puhua yksittäisestä tuotteesta Constin tarjonnassa.

Näkemyksemme mukaan kuitenkin energiatehokkuuden lisääntyminen ja sen tärkeyden nousu on kiinteistöalalla megatrendi, jossa on arviomme mukaan markkinaa otettavana uusilla teknologioilla.

### Consti OPTIMI -energiajärjestelmä



# Strategia 3/4

## Kannattavuuden parannus edelleen tärkeä prioriteetti

Kasvun lisäksi yhtiö pyrkii edelleen parantamaan suhteellista kannattavuutta liiketoimintaportfolion aktiivisella hallinnalla ja tuotannon tehokkuuden parantamisella etenkin projektien tasaiseen suoritukseen panostamalla.

Arvioimme mukaan suurin osa Constin projekteista etenee suunnitelmallisesti ja kate on hyvällä tasolla, mutta yksittäisten projektien heikko katekehitys jarruttaa myös konsernin tulosta. Esimerkin omaisesti ajateltuna Constilla voi olla vuosittain käynnissä noin 800 projektia, joista heikkojen projektien osuus on 0-10 projektin tasolla. Näistäkin vain muutamassa haasteet voivat olla niin merkittäviä, jotta niillä on selkeää vaikutusta konsernin tulostason.

Huomioonotettavaa on, että heikkoja projekteja tulee rakentamisessa ja myös muussa projektiliiketoiminnassa aina, mutta näiden heikompien projektien merkittävien tappioiden minimointi on avainasemassa, jotta tulosta saadaan kestävästi parannettua. Tulokset projektien tuottavuuden kehittämiseksi ovat olleet noususuuntaisia tuloskäänteen aikana, mutta arvioimme mukaan vielä tekemistä riittää. Pelkästään jo heikkojen projektien selkeimpien tappioiden minimoimisella voidaan liiketulosta saada arvioimme mukaan parannettua lähemmäs 4 %:a.

## Yrityskaupat keskeisessä roolissa

Yrityssostot ovat myös keskeinen osa Constin

strategiaa, vaikka käänteen aikana tällä rintamalla onkin ollut hiljaisempaa. Osaltaan myös kuumimmassa vaiheessa yritysostokohteiden hinnat todennäköisesti olivat myös verrattain korkealla, joten hyvien kohteiden löytäminen on osin ollut vaikeampaa. Lisäksi omassa toiminnassa on vielä ollut parantamisen varaa, mikä osaltaan on jarruttanut haluja investoida yritysostoihin. Toimiala on kuitenkin hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöistä on runsasta, mikä tukee yritysostojen jatkamista kasvuvaiheessa. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavatkin mielenkiintoisen option, joka onnistuessaan kiihdyttää tuloskasvua ja luo tyypillisesti matalien ostokohteiden arvostustasojen kautta selvää omistaja-arvoa.

Viimeisimpänä esimerkkinä Consti toteutti vuoden 2021 aikana RA-Urakointi Oy:n yritysoston. RA-Urakointi Oy on kerros- ja rivitaloyhtiöiden korjaamiseen erikoistunut yritys, jonka palvelutarjontaan kuuluvat julkisivukorjaukset ja -saumat sekä erilaiset mikrobi- ja kylpyhuonekorjaukset. Constin tavoitteena on ollut kyetä vastaamaan lisääntyneeseen kysyntään taloyhtiömarkkinassa ja yritysostolla vahvistetaan osaamista erityisesti rivitaloyhtiöiden remonttitarpeiden toteuttamisessa. RA-Urakointi teki vuonna 2021 arviolta noin 8 MEUR:n liikevaihdon ja lisäksi yhtiön kannattavuus (EBIT ka. 18-20: 10 %) on ollut selvästi Constin omaa parempi. Tämä on voinut parantaa Constin suhteellista kannattavuutta, joskin vaikutukset ovat verrattain pieniä.

# Constin strategia 2021-2023

## Visio

Asiakkaan ykköskumppani ja rakentamisen moniosaaja

### Nykyliiketoimintojen kasvattaminen



- Kasvu huolto- ja ylläpitopalveluissa
- Nykyisten liiketoimintojen kannattava kehitys
- Maantieteellinen kehitys (laajentuminen ja palvelut)

### Uudet liiketoiminta-alueet



- Uudisrakentamisen osuuden kasvatus
- Keskittyminen pääkaupunkiseudulle
- Julkinen sektori ja yritykset kohdeasiakkaina
- Tulevaisuudessa 10-15 % liikevaihdosta

### Suhteellisen kannattavuuden parannus



- Projektiportfolion hallitseminen
- Projektien tarkat valintakriteerit
- Heikomprien osa-alueiden parantaminen
- Laajentuminen arvoketjussa (suunnittelu)

## Asiakslähtöisen organisaation täyden potentiaalin hyödyntäminen



### Tuotannon tehokkuuden parantaminen

Tarjoustoiminnan parantaminen, alihankkijakumppanuudet, digitalisaation hyödyntäminen, suorituskyvyn johtaminen



### Ihmiset ja johtaminen

Consti Way, kehittymispolut, monimuotoisuuden lisäys, LEAN-käytäntöjen hyödyntäminen



### Vastuullisuus ja kestävä kehitys

Ympäristöystävällisyys, työturvallisuus, toimitusketju, asiakastyytyväisyys



# Strategia 4/4

## Taloudelliset tavoitteet realistisia

Strategiassa tavoitellaan liikevaihdon osalta maltillisesti markkinoita nopeampaa kasvua. Aikaisemman prosenttitavoitteen sijaan tavoite on mielestämme tässä vaiheessa perusteltu, sillä Constille tärkeän kannattavuuden ylläpitäminen on todennäköisesti tämän myötä hallitumpaa. Markkinoita nopeampaan kasvuun mielestämme eväitä antaa jalkautuminen uudisrakentamisen markkinoille ja yhtiön vahva asema korjaamisen markkinoilla.

Kannattavuuden osalta Consti tavoittelee liikevoitto-%:n parantamista yli 5 %:n tasolle. Iso kannattavuuden parantamisesta syntyy strategian mukaan toimintatapojen yhtenäistämistä työmailla ja hallinnossa. Tarkoituksena on myös teollisten tuotantotapojen ja palveluiden tuotteistaminen osaksi korjausrakentamista. Keskeinen osa yhtiön käänneohjelmaa on myös parempi riskienhallinta. Tämä saavutetaan valikoivammalla ja tiukemmalla tarjoustoiminnalla.

Näemme näiden toimien ja organisaatiomuutoksen parantaneen jo Constin kannattavuutta selvästi. Vielä kuitenkin projektien katetasoissa on arviomme mukaan parantamisen varaa. Nykyisellään näemme kuitenkin hyvin mahdollisena saavuttaa ja ylittää vuoden 2016 tasoinen kannattavuus (EBIT-%: 4,2 %) jo lähivuosien aikana. Arviomme mukaan selvästi yli 5 %:n kannattavuustaso vaatii korkeampia volyymitasoa taakseen, jotta nyt kuntoon viritetty kiinteä kulurakenne pääsee täysin oikeuksiinsa ja skaalautumaan. Lisäksi yhtiön tilauskannan katerakenteen tulee kehittyä suotuisaan suuntaan

ja tehokkuuden parantua myös työmaatasolla.

Muilta osin taloudellisissa tavoitteissa tavoitellaan kassavirtasuhteen yli 90 %:n tasoa, velkaantuneisuuden olevan nettovelan ja käyttökatteen suhteella mitattuna alle 2,5x ja osinkoja jaettavan vähintään 50 % nettotuloksesta.

Kassavirtasuhteen osalta näemme tavoitteen realistisena. Korkea suhdeluku viittaa pitkälti siihen, että merkittävä osa yhtiön käyttökatteesta tulee myös ulos liiketoiminnasta vapaana kassavirtana. Kasvuvaihe ja pääoman sitoutuminen voi vuosittain aiheuttaa vaihteluita kassavirtasuhteen määrässä. Esimerkiksi vuonna 2020 suhde ylitti 160 %:n tason, mutta oli vuonna 2021 60 %. Vuoden 2022 Q3:n lopussa suhdeluku oli parantunut kassavirran myötä 82 %:iin.

Velkaantuneisuuden yhtiö tavoittelee olevan alle 2,5x-tasolla (nettovelka/oik. EBITDA), mikä on mielestämme liiketoimintamalli huomioiden hyvä taso. Q3'22 lopussa taso oli selvästi alle tavoitteen (noin 1,0x). Mielestämme velkamäärän kasvattaminen ja tietyn kokoinen velkavipu on yhtiön liiketoiminnassa tarpeen. 2,5x-tason ylittäminen väliaikaisesti ei mielestämme ole myöskään poissuljettu vaihtoehto tilanteen niin vaatiessa. Se kuitenkin vaatii hyvän tuloskunnan ylläpitoa, jotta velkaantuneisuudesta myös jatkossa selviään.

Osinkoa yhtiö tavoittelee jakavansa vähintään 50 % nettotuloksestaan, mikä on mielestämme mahdollista hyvän kassavirran johdosta. Hyvä kassavirta mahdollistaa kasvuinvestoinnit sekä myös osingonjaon, mutta on myös riippuvainen hyvän tuloskehityksen jatkumisesta.

## Taloudelliset tavoitteet

<b>Kasvu</b>	Markkinoita nopeampi liikevaihdon kasvu
<b>Kannattavuus</b>	Liikevoittomarginaali yli 5 prosenttia
<b>Velkaantuneisuus</b>	Nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde alle 2,5x
<b>Vapaa kassavirta</b>	Kassavirtasuhte yli 90 prosenttia
<b>Osinko</b>	Tavoitteena on jakaa vähintään 50 % tilikauden voitosta osinkoina

# Toimiala 1/3

## Päämarkkinana kasvukeskusten korjausrakentaminen

Consti toimii pääasiassa Suomen kiinteistöjen korjausrakentamisen markkinassa, mutta nyt osin myös rakentamisen ja talotekniikan osalta uudisrakentamisen markkinakehitys on yhtiölle olennainen ajuri. Arviomme mukaan Constin uudisrakentamisen liikevaihdon osuus on ollut viime vuosina noin 10 %:n luokkaa, joten sinänsä muutos strategisesti ei ole kovin iso.

Maantieteellisesti Constin toiminta keskittyy kasvukeskuksiin, Uudellemaalle, Pirkanmaalle, sekä Turun, Lahden, Hämeenlinnan ja Oulun alueelle.

## Korjausrakentamisen markkina kasvaa vakaasti

Korjausrakentamisen osuus Suomen noin 32 mrd. euron arvoisesta talonrakentamisen markkinasta oli vuonna 2021 noin 14 miljardia (44 %). Korjausrakentamisen volyymi on kasvanut viimeisen hieman yli vuosikymmenen (2008-2020) ajan vakaasti keskimäärin noin 1,5 % vuodessa. Talonrakentamisen uudistuotannon volyymin kasvu on heitellyt voimakkaasti ja laskenut keskimäärin noin 0,6 % vuodessa.

Rakennusteollisuus RT ennustaa Suomen korjausrakentamisen kasvavan 1,5 % vuonna 2022 ja Euroconstruct vastaavasti odottaa kasvun olevan noin 1,4 %. Vuonna 2023 RT odottaa volyymin kasvavan 2,0 %:lla ja Euroconstruct näkee markkinan kasvavan hieman verkkaisemmin noin 1,3 %:lla. Kasvunäkymät ovat siis kuluvalle vuodelle kohtuullisen hyvät, vaikka uudisrakentamisen odotetaan laskevan merkittävästi vuonna 2023.

Korjausrakentamisen kasvua ajaa rakennuskannan keski-ikäen nousu ja tyypilliseen peruskorjausikään tulevien (n. 50-vuotta) vanhojen rakennuksien osuuden kasvu rakennuskannasta. Nyt peruskorjausikässä olevien 60-luvun rakennusten osuus Suomen rakennuskannasta on noin 10 %, kun 2025- ja 2035-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 nousu.

Suomen talonrakentamisen uudistuotantoon odotetaan vahvaa vuotta 2022, mutta heikkenevää kehitystä vuosille 2023-2024. Euroconstruct ennustaa uudisrakentamisen nousevan 6 % vuonna 2022 ja lähtevän jopa noin 9 %:n laskuun vuonna 2023. Vuonna 2024 uudisrakentamisen odotetaan laskevan edelleen lähes 9 %:lla. Emme olisi kuitenkaan näin pessimistisiä oletuksissamme, sillä talouskasvukuva on pitänyt kesäkuussa tehdyn ennusteen jälkeen odotuksia paremmin. Muun muassa RT ennustaa koko rakentamisen laskevan vain 2 %:lla ensi vuonna.

Uudisrakentamisen hiipuessa rakentamisen arvoketjun pitäisi Constin kannalta helpottaa ja kustannuspaineiden mm. materiaalien osalta samalla helpottaa. Samanaikaisesti muut

kustannukset ovat kuitenkin myös nousseet. Uudisrakentamisen heikentyminen voi myös johtaa siihen, että kilpailu erityisesti suurista korjausurakoista voi kiristyä.

Markkinakasvun voi hyvin odottaa Constin kannalta olevan 1-2 %:n välillä lähivuosina korjaamisen markkinan tukiessa kasvua. Koronan vuoksi lykkääntyneet hankkeet ovat tukeneet kasvua ja tukevat sitä vielä osin ensi vuonnakin, sillä korjaamisen tarve ei poistu.

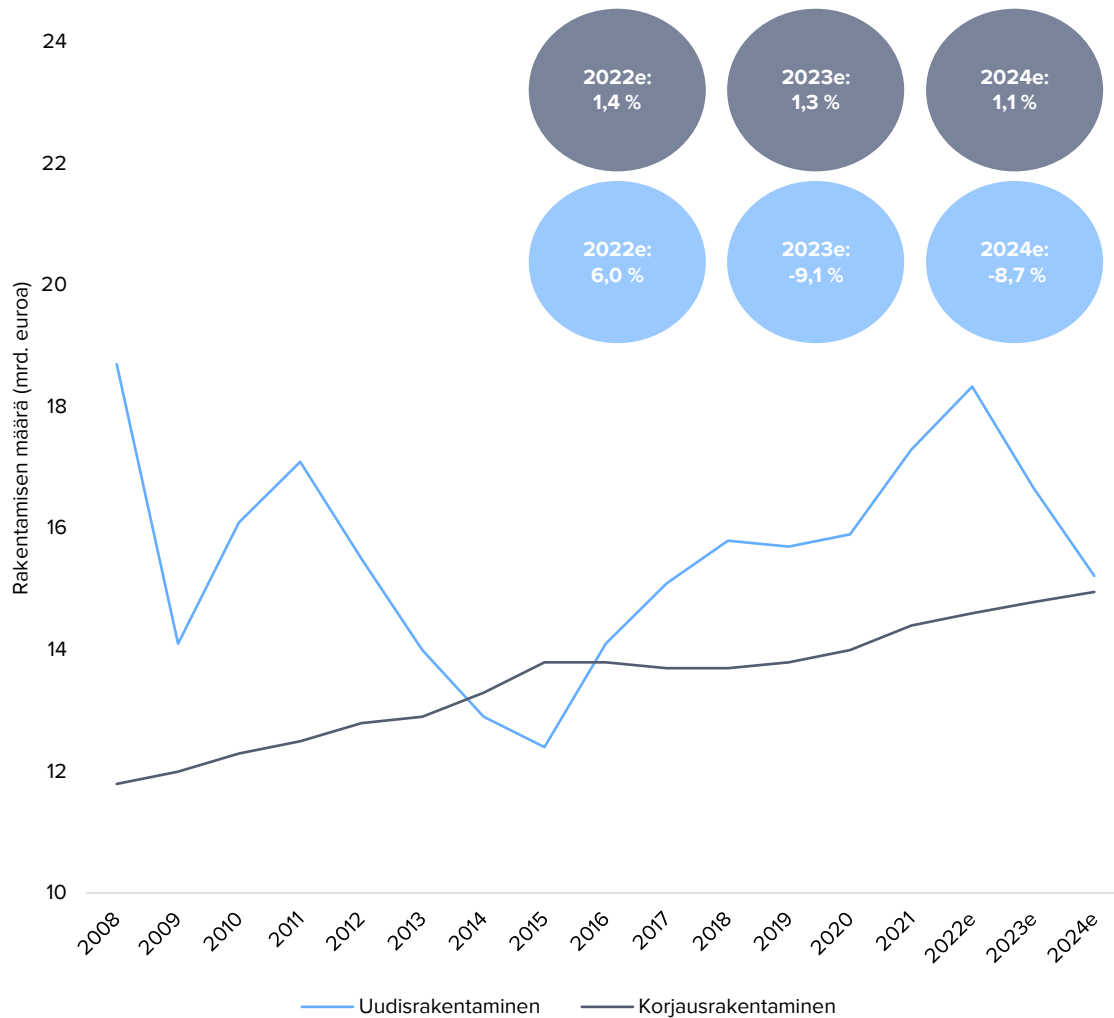
## Korjaaminen keskittyy kasvukeskuksiin ja asuinrakennuksiin

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. Kasvukeskuksien 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.

# Toimiala 2/3

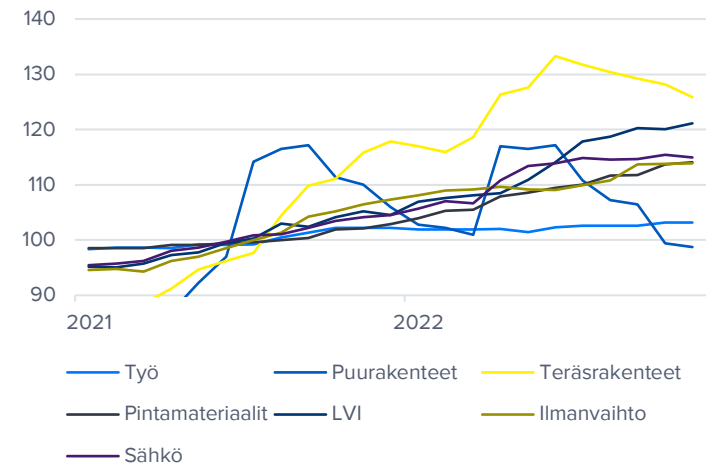
Markkinan kasvuennuste (Euroconstruct)



Rakennusmateriaalien hintojen nousu pysähtynyt (11/2022, kokonaisindeksi)

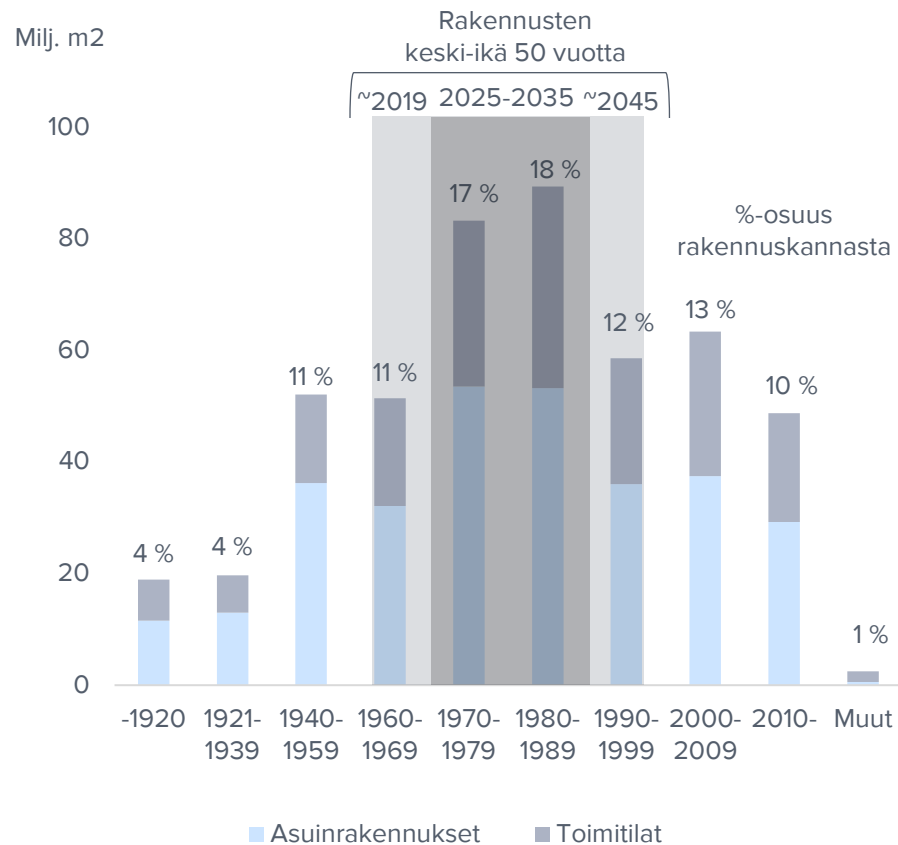


Hintojen kehitys rakentamisen eri osa-alueissa

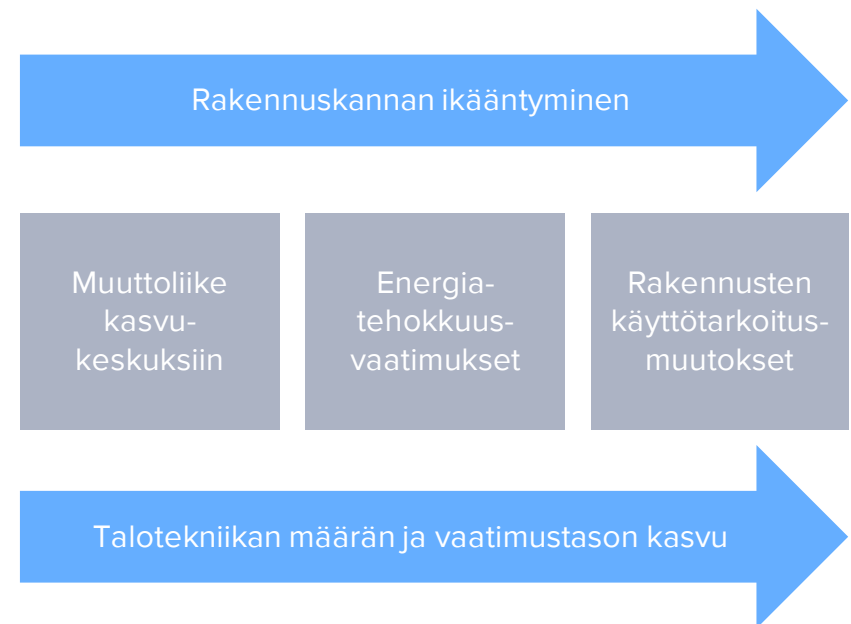


# Toimiala 3/3

## 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 12 suurinta tekee noin 1 miljardin koko korjausrakentamisen noin 14 miljardin euron markkinasta. Näin suurin osa markkinan volyyymista syntyy pienistä (alle 40 MEUR) yrityksistä.

## Consti isoin tekijä

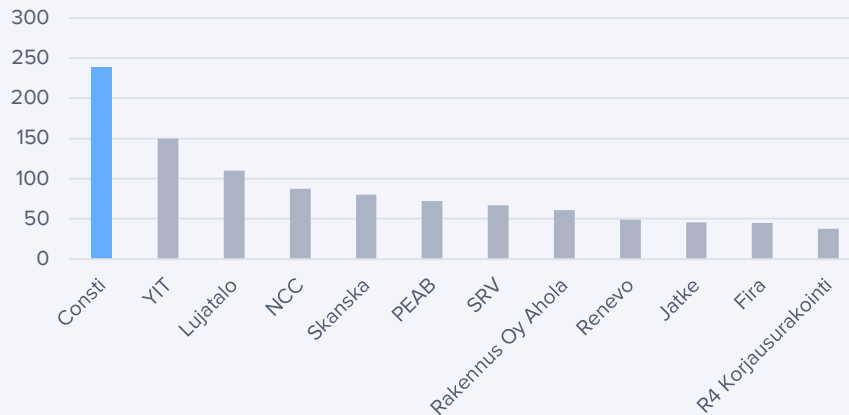
Yleisesti rakennusyritykset eivät suoraan raportoi korjausrakentamisen osuuttansa ja usein se on

osana muuta talonrakentamisen toimintaa. Arviomme ja Constin tietojen perusteella on selviää, että Consti oli suurin yksittäinen korjausrakentaja Suomessa vuonna 2021 selvästi yli 200 MEUR:n liikevaihdolla. Constin tekemän arvion mukaan YIT oli toiseksi suurin noin 150 MEUR:n korjausrakentamisen liikevaihdolla. Lujatalo, NCC, Skanska, Peab ja SRV tulevat seuraavaksi ja nämä toimijat 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. Rakennus Ahola, Renevo, Jatke, Fira ja R4 Korjausurakointi.

## Konsolidaatiokehitys etenee hitaasti, mutta kiihtyyne jatkossa

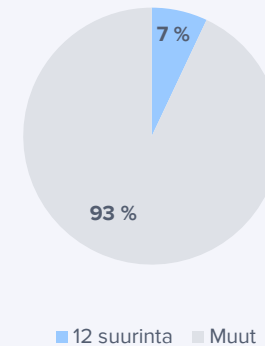
Korjausrakentamisen konsolidaatiokehitys on ollut kohtuullisen hidasta ja keskittynyt pitkälti talotekniikkayhtiöihin. Arviomme mukaan konsolidaatiokehitystä hidastaa muun muassa toimialan matala alalletulokynnys ja matalat saavutettavissa olevat skaalaedut. Lisäksi viime vuosina suurimmat rakennusliikkeet ja markkina ylipäättänsä on keskittynyt uudisrakentamiseen. Suhdannevakautta arvostetaan kuitenkin nyt enemmän ja konsolidaation voi nähdä kiihtyvän varsinkin, kun ostohinnat ovat muuttuneet houkuttelevimmiksi. Konsolidaatiokehitystä tukee markkinan muutoksen lisäksi eläkeiän saavuttavien yrittäjien kasvava määrä, kasvavat osaamis- ja laatuvaatimukset sekä jatkuvien huolto- ja ylläpitopalveluiden tarpeen kasvu.

Suurimmat korjausrakentajat vuonna 2021 (MEUR)



Lähde: Consti, Inderes

Markkinaosuudet - Suurin osa markkinasta pieniä tekijöitä



# Kilpailukenttä 2/2

Vaikka Consti todennäköisesti haluaa olla strategian mukaisesti konsolidaatiossa ostajan puolella, on myös mahdollista, että Consti olisi ostettavan asemassa. Korjausrakentamisen tarve ja kasvunäkymät ovat seuraaville vuosikymmenille merkittäviä ja suhdannevakaampana alana se voi kiinnostaa monia toimijoita.

## Constin kilpailuasema on kohtuullinen

Kestävien kilpailuetujen 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. Lisäksi 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 kilpailuetuja 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.

## Kilpailutilanne vaihtelee 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. Toisaalta heikentyvä uudissuhdanne parantaa resurssien saatavuutta sekä alentaa hintoja parantaen yhtiöiden kilpailukykyä. Uudisrakentamisen kasvaessa puolestaan kapasiteetti korjausrakentamisen markkinoilla vähenee ja kilpailu urakoista vähenee, mutta resurssit ovat tiukemmassa.

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

## Constin kilpailutekijät

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

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Voimakasta kasvua historiassa

Constin liikevaihto on kasvanut vuoden 2008 noin 18 MEUR:sta 289 MEUR:oon vuonna 2021, mikä vastaa noin 24 %:n keskimääräistä vuosikasvua. Liikevaihdon kasvu perustui jakson alkupuolella yritysostoihin, joita Consti teki vuosina 2008-2017 kaikkiaan yli 20. Viime vuosina liikevaihto on laskenut huipuistaan (2018: 316 MEUR) haasteiden korjaamisen, organisaatiomuutoksen ja osin koronankin vuoksi. Liikevaihto on laskenut tietoisesti, kun samalla liiketoimintaa on tehostettu ja kannattavuus on parantunut selvästi. Kannattavuuden käänteen edistymisen myötä vuoden 2021 aikana myös liikevaihto kääntyi jälleen kasvuun.

## 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. Pari vuotta kestänyt muutosprosessi aloitti kuitenkin käänteen yhtiössä. Uudistunut organisaatorakenne, uudet liiketoiminta-alueet, projektihallinnan parantaminen ja tehty säästöohjelma ovat nostaneet yhtiön tulostason lähes aiemmille tasoille. Tulos parani monta kvartaalia putkeen, mutta sitä jarrutti vielä vuosina 2020-2021 St. George -hankkeen riita-asian kulut, koronan vaikutukset, kustannuspaineet ja alhaiset volyymitasot.

Vuoden 2021 aikana sekä vuoden 2022 aikana

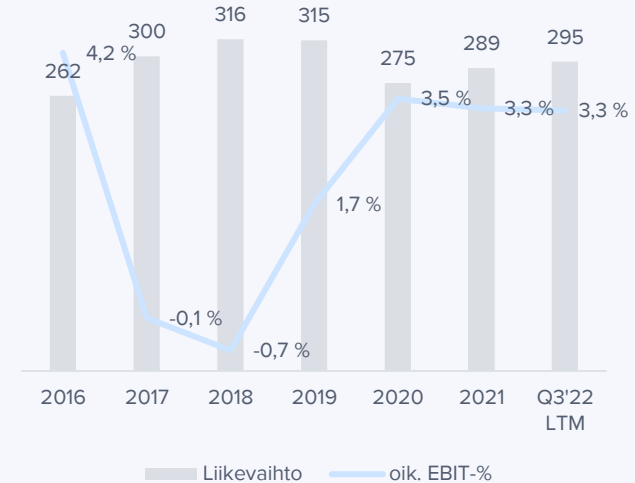
etenkin kustannuspaineet ja materiaalien saatavuus ovat aiheuttaneet haasteita alan yhtiöille. Consti on kuitenkin onnistunut vaikeassa markkinatilanteessa pitämään kannattavuutensa tasaisesti hyvällä tasolla, vaikka suhteellisesti tulos ei ole noussutkaan. Vuonna 2021 oikaistu liikevoittomarginaali oli 3,3 % ja Q3:een mennessä vuonna 2022 (LTM) se on pysynyt samalla tasolla vakaana 3,3 %:ssa.

## Hyvä tulos näkyy myös kassavirrassa

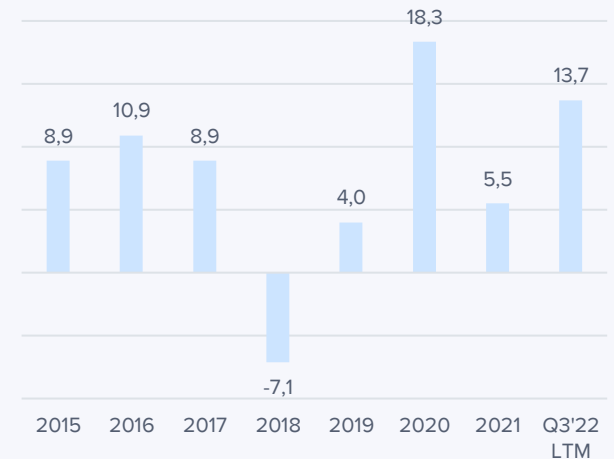
Constin vapaa kassavirta (eli operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja vähennettynä investoinneilla aineellisiin ja aineettomiin käyttöomaisuushyödykkeisiin) oli vuosina 2012-2017 erinomaisella tasolla. Tällöin yhtiön vapaan kassavirran sekä EBITDA:n suhdeluku oli useina vuosina selvästi yli yhtiön tavoitteleman 90 %:n kassavirtasuhteen tason. Vuonna 2018 vapaa kassavirta laski kuitenkin negatiiviseksi, mutta on liiketoiminnan käänteen myötä näyttänyt myös merkittäviä parantumisen merkkejä ja vuonna 2020 kassavirta nousi jopa 18 MEUR:oon.

Vuonna 2021 kassavirta heikkeni, kun pääomia sitoutui kasvuun sekä hankkeisiin. Vuonna 2022 jälleen kassavirta on selkeästi parantunut, kun käyttöpääomaa on hankkeista vapautunut ja tulos on ollut hyvällä tasolla. Q3'22 lopussa rullaava 12 kuukauden vapaa kassavirta oli 13,7 MEUR ja kassavirtasuhte oli ensimmäisen kolmen kvartaalin jälkeen hyvällä noin 80 %:n tasolla.

## Liikevaihto laskenut - tulos nousut



## Vapaa kassavirta parantunut jo hyvälle tasolle



# Taloudellinen tilanne 2/2

## Investointitarve matala

Yhtiön investointitarve käyttöomaisuuteen (ei IFRS 16) on hyvin matala, kuten aikaisemmin mainitsimme. Pääosa Constin palveluiden tuottamiseen vaadittavista panoksista muodostuu henkilöstöstä ja kalusto sekä toimitilat ovat pääosin vuokrattu. Vuonna 2021 yhtiön investoinnit olivat 1,4 MEUR, eli 0,5 % liikevaihdosta (2020: 0,4 %) (ei IFRS 16). Suurimmat investointierät kohdistuvat usein kone- ja kalustohankintoihin. Matala investointitarve tarkoittaa sijoittajalle, että yhtiö voi hyvin vuolaan kassavirtansa jakaa joko osinkoina omistajille tai lisätä kasvupanostuksia orgaanisesti ja yritysostoin. Investoinnit käyttöoikeusomaisuuseriin eli IFRS 16 -eriin vuonna 2021 olivat 4,9 MEUR ja normaalia korkeammat, kun yhtiö siirtyi uuteen Helsingin pääkonttoriin.

## 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 kokaisen yrityskaupoista syntyneen liikearvon.

Constin taseen loppusumma oli Q3'22:n lopussa 114 MEUR (Q3'21: 114 MEUR). Taseesta ison osan muodostaa yhtiön myyntisaamiset ja muut saamiset (41 MEUR) sekä myös rahat ja pankkisaamiset (14 MEUR). Varastoa yhtiöllä ei

käytännössä ole lainkaan. Yhdessä lyhytaikaisten varojen osuus taseesta oli noin 49 %.

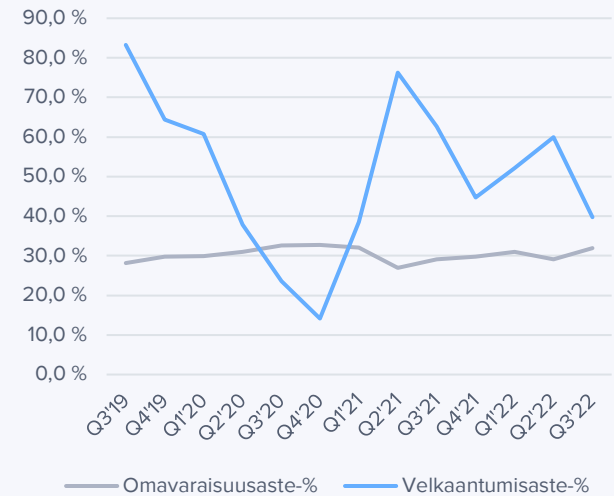
Merkittävä osa taseesta on yrityskaupoista syntynyt 49,5 MEUR:n suuruinen liikearvo (43 % taseesta). Käyttöomaisuushyödykkeissä näkyy IFRS 16 -muutokset, jotka ovat nostaneet erän arvoa ja Q3:n lopussa se oli noin 8 MEUR. Ilman vuokravastuita erä olisi pieni. Vuokravastuiden nousu johtuu muun muassa yhtiön uusien toimitilojen vuokrasopimuksista.

Q3'22 lopussa yhtiöllä oli noin 27 MEUR korollista velkaa, joka sisälsi noin 4,5 MEUR IFRS 16:n mukaista vuokrasopimusvelkaa. Nettovelkaantumistaso oli Q3'22 lopussa kohtuullinen 40 % (Q3'21: 63 %) ja omavaraisuusaste 32 % (Q3'21: 29 %). Kassavarat olivat Q3:n lopussa 14,2 MEUR, minkä lisäksi yhtiöllä oli nostamattomia tililimiittisopimuksia ja käyttämättömiä shekkilimiittejä yhteensä 8,0 MEUR. Yhtiön liiketoimintamalliin ja kasvuvaiheeseen nähden taseen tunnusluvut ovat mielestämme hyvinkin terveellä pohjalla.

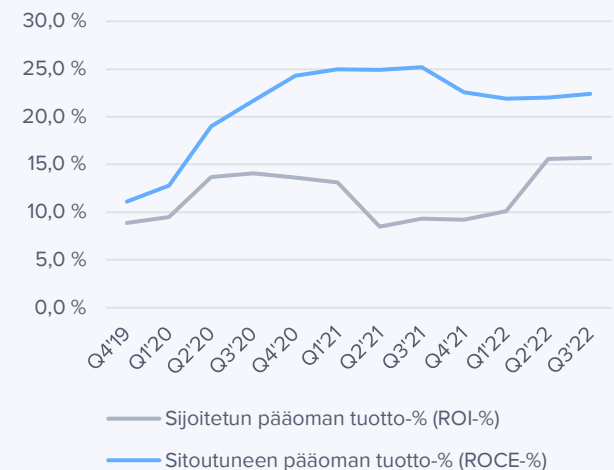
## Pääoman tuotto nousut erinomaiselle tasolle

Kevyen liiketoimintamallinsa ansiosta Consti tuottaa pääomalle erinomaisesti. Constin ROCE-% on noussut viime vuosina lähemmäs 25 % ja ollut jo pitkään yli 20 %:n tason. Myös sijoitetun pääoman tuotto on noussut jo yli 15 %:n. ROCE näyttää sitoutuneen pääoman ilman IFRS 16 -vastuita, mikä antaa mielestämme hyvän kuvan yhtiön pääomien tuottopotentialista. Hyvänä tasona alalla voi pitää yli 10 %:n tasoja ja erinomaisena yli 20 %:n tasoja.

## Taseen tunnusluvut hyvällä tasolla

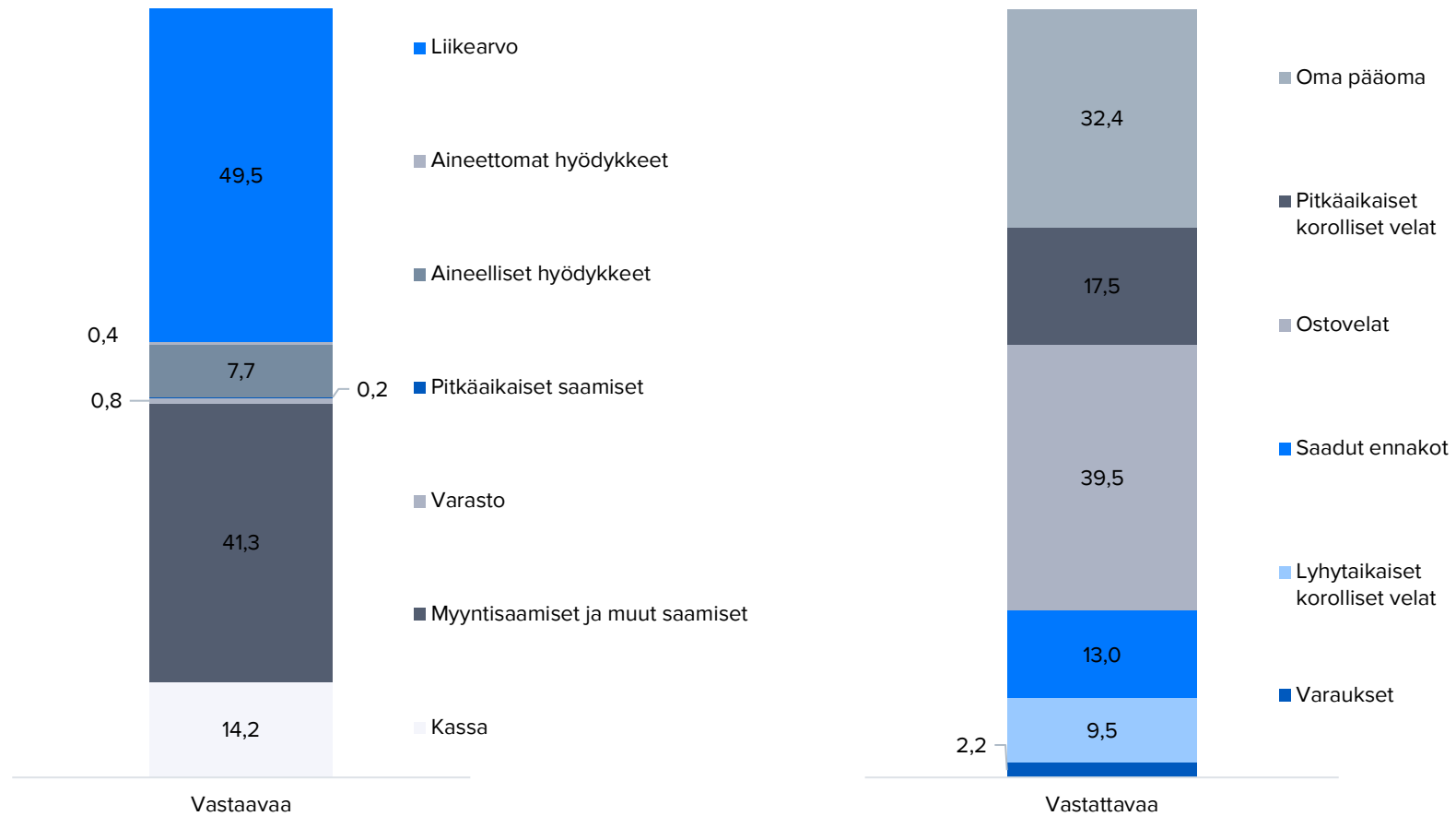


## Pääoman tuottoluvut nousseet jo erinomaiselle tasolle





# Tasetilanne Q3'22 lopussa



# Ennusteet 1/3

Ennustamme Constin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa liiketoiminnan tilauskertymän perusteella ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkinan ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja kestäväksi arvioimaamme kannattavuustasoa. Ennusteissamme ei oteta huomioon tulevien potentiaalisten yrityskauppojen vaikutuksia.

## Tilaukanta hyvällä tasolla

Tilaukanta oli Q3:n lopussa noin 210,5 MEUR:ssa ollen noin 3 %:n laskussa vertailukauteen nähden. Tilaukanta oli pitkään kasvussa, mutta nyt markkinatilanne on heikentynyt ja uusien hankkeiden käynnistymisissä on näkynyt viiveitä. Yhtiöllä on kuitenkin hyvät eväät kasvaa myös vuonna 2023. Aikaisemmin mainitsemamme talotekniikan sairaalaprosjektit tukevat varmistuessaan tilaukanta merkittävästi ja joulukuussa [solmittu merkittävä peruskorjausrakka](#) siivittävät kuluvan vuoden hyvään vauhtiin.

## Vuonna 2022 odotamme pientä kasvua

Vuosi 2022 on mennyt Constilla kasvussa. Vuoden 2022 Q3:n lopussa kasvua on kertynyt viimeisen 12 kuukauden aikana 3,6 % vertailukauteen nähden. Odotamme kasvun jatkuvan loppuvuonna Q3:n luoman näkymän perusteella. Alkuvuonna pitkä talvi hidasti hankkeiden käynnistymistä, josta kasvu on piristynyt nyt loppuvuotta kohti.

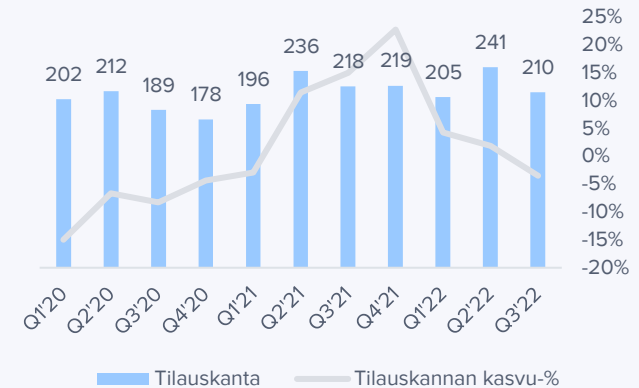
Ennustamme liikevaihdon nousevan vuonna 2022 noin 3 %:lla 298 MEUR:oon vahvana pysyneen tilauskannan vetämänä. Yhtiön vahva asema etenkin taloyhtiöiden korjausmarkkinalla kasvavan korjausvelan alla tukee markkinoita (+1,4 %) nopeampaa kasvua RA Urakointi -yrityskaupan lisäksi.

Oikaistun liikevoiton odotamme nousevan hieman volyymin mukana, mutta parannuksen kärsivän markkinahaasteista. Ennustamme oikaistun liikevoiton nousevan 9,7 MEUR:oon (2021: 9,5 MEUR) ja marginaalin olevan 3,3 %:ssa. (2021: 3,3 %). Nykyisellä organisaatorakenteella yhtiö pystyisi tekemään korkeampia liikevaihtotasoja, mikä toisi skaalautuvuutta tulokseen, mutta markkinatilanne ei tue merkittävää kasvua tällä hetkellä.

Ohjeistus kuluvalla vuodelle ennakoii edelleen laajalla skaalalla tulokasvua. Consti arvioi vuoden 2022 liiketuloksen olevan 9–13 MEUR (2021: 5,7 MEUR). Odotuksissamme on, että tulos jää enemmän haarukan alalaitaan kuin ylälaitaan, missä myös ennusteemme tällä hetkellä ovat (EBIT 22e: 9,7 MEUR). Raportoidulla ja oikaistulla liikevoitolla ei ole ennusteillamme eroa, mutta yhtiö ohjeistaa raportoitua.

Alariveillä odotamme rahoituskulujen tänä vuonna hieman laskevan alkuvuoden alhaisempien kulujen vuoksi. Nettotuloksen odotamme olevan 7,1 MEUR (2021: 3,7 MEUR) ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen nousevan 0,91 euroon vertailukauden 0,47 eurosta per osake.

Tilaukanta kauden lopussa ja tilauskannan kasvu-% (oikea)



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



# Ennusteet 2/3

## Vuonna 2023 kasvu hidastuu ennusteissamme hieman

Näkymien mukaisesti markkinatilanne ja asiakkaiden epävarmuus on vielä koholla vuoden 2023 osalta. Kysyntä on ollut kuitenkin kohtuullista korjausrakentamisen ja talotekniikan osalta, mikä on ollut huojentavaa huomata. Uudisrakentamisen osalta odotukset ovat heikommät, mutta siinäkin isoimmat laskupaineet kasautuvat asuntorakentamiseen, missä Consti ei ole mukana. Korjaukseen odotetaan kuluvalle vuodelle jopa 2 %:n kasvua, kun muun uudisrakentamisen (pl. Asunnot, Infra) odotetaan laskevan vain 2 %:lla (RT-ennuste). Merkittävän heikosta markkinasta ei näin ainakaan Constin osalta voi puhua.

Inflaatiopaineet kuitenkin arviomme mukaan vielä jatkavat tuloksen rasittamista tästä eteenpäin. Vaikutukset ovat tosin olleet tähänkin saakka Constille maltillisia ja materiaalikustannukset ylipäättänsä näyttävät maltillistuvan tilastojen ja usean markkinatoimijan puheiden perusteella. Yleinen muu kustannusinflaatio (palkat, vuokrat) kuitenkin tasapainottaa tästä tulevaa suhteellista kannattavuushyötyä.

Odotamme Constin yltävän vuoden 2022 osin palautuvan kysynnän luoman hieman nopeamman kasvuvuoden jälkeen noin 1,4 %:n liikevaihdon kasvuun vuonna 2023. Nostimme hieman kasvuennustettamme tilausuutisen vuoksi, mutta odotamme Constin jäävän vielä alle RT:n ennustaman 2 %:n markkinakasvun, mutta ylittävän hieman Euroconstructin ennustaman 1,3 %:n

kasvun. Yksityisessä kysynnässä sekä etenkin uudisrakentamisessa näkyvä heikentyminen osaltaan hidastaa ennusteissamme Constin kasvua, mutta tilauskannan taso ylläpitää sitä. Osaltaan myös markkinan koronan aikaan lykkäämät hankkeet voivat vielä tukea kehitystä ja myös energiaremonttien tarpeen lisääntyminen voi tukea kysyntää lähiaikoina. Alkuvuoden tilauskertymä antaa meille jo hyvän lähtökohdan kuluvan vuoteen ja sen kasvuun, mutta toistaiseksi olemme vielä kasvun suhteen maltillisia.

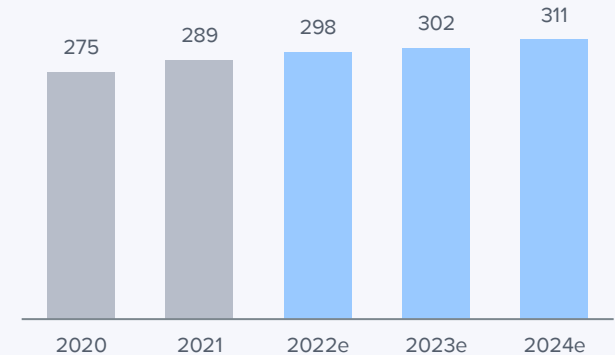
Kannattavuuden osalta odotamme yhtiöltä pientä parannusta projektien tuottavuuden parantuessa (bruttomarginaali paranee). Myös materiaalien kustannuspaineisiin on odotettavissa helpotusta vuonna 2023, minkä pitäisi myös tukea bruttomarginaalia. Henkilöstökuluissa näemme selkeää painetta ylöspäin ensi vuonna, kun taas muiden kulujen odotamme myös hieman nousevan yleisen inflaation seurauksena.

Kokonaisuutena ennustamme vuoden 2023 liikevaihdon nousevan 1,4 % 302 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton 10,7 MEUR:oon, mikä vastaa 3,7 %:n EBIT-marginaalia. Alariveillä odotamme rahoituskulujen kasvavan, mutta hieman paremman suhteellisen kannattavuuden nostavan osakekohtaisen tuloksen 0,99 euroon per osake.

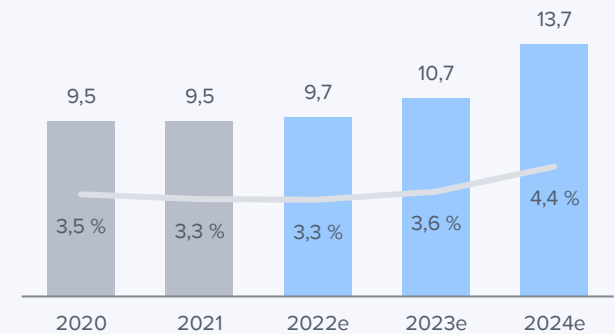
## Vuosien 2024-2025 ennusteet

Odotamme Constin yltävän vuoden 2023 hieman heikommän vuoden jälkeen markkinoita nopeampaan noin 3 %:n liikevaihdon kasvuun vuonna 2024. Tämä syntyy kasvukeskuksiin

## Liikevaihdon kehitys



## Oikaistun liikevoiton kehitys



# Ennusteet 3/3

keskittyneen liiketoiminnan, markkinaosuuden kasvun ja uudismarkkinan piristymisen myötä. Näemme myös yhtiön vahvan brändin ja uuden strategian myötä vahvistuvan tarjoaman toimivan kilpailuetuna markkinassa.

Kannattavuuden osalta yhtiön kiinteä kulurakenne kasvaa ennusteessamme liikevaihtoa hitaammin, mikä nostaa kannattavuutta. Samalla näemme, että bruttokate-% paranee edelleen ja omaa mahdollisuudet nousta lähemmäs 31 % (14-16 ka. 31,1%) paranevan tilauskannan katerakenteen tuodessa pientä vipua kannattavuuteen.

Odotamme mahdollisen uudisrakentamisen hiipumisen alentavan myös alihankinnan hintoja ja parantavan alihankkijoiden saatavuutta Constille ja näiden ajurien hieman tukevan yhtiön kannattavuutta myös vuonna 2024 alkaen. Tämän tekijän vaikutus ei ole kuitenkaan välttämättä pääkaupunkiseudulla niin suuri kuin maakunnissa PK-seudun vahvan rakentamisen vireen ansiosta.

Ennustamme vuoden 2024 liikevaihdon nousevan 3 % 311 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton 13,7 MEUR:oon, mikä vastaa 4,4 %:n EBIT-marginaalia. Vuodelle 2025 ennustamme 2,4 %:n liikevaihdon kasvulla 319 MEUR:n liikevaihtoa, 4,7 %:n EBIT-marginaalia ja 14,9 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 3,5 %:n tasolle. Marginaaliodotuksemme vastaa noin

yhtiön historiallista kannattavuustasoa ennen merkittäviä projektiongelmia. Viime aikainen hyvä suorittaminen on aavistuksen nostanut tasoa, mutta odotuksemme ovat vielä maltillisia. Tasossa voi olla vielä selkeää nousuvaraa, jos yhtiö pystyy kestävästi nostamaan kannattavuutensa korkeammalle tasolle. Toisaalta myös laskuvara on mahdollinen, jos merkittävät projektiongelmät uusiutuvat, jolloin kestävä kannattavuustaso voi olla alhaisempikin.

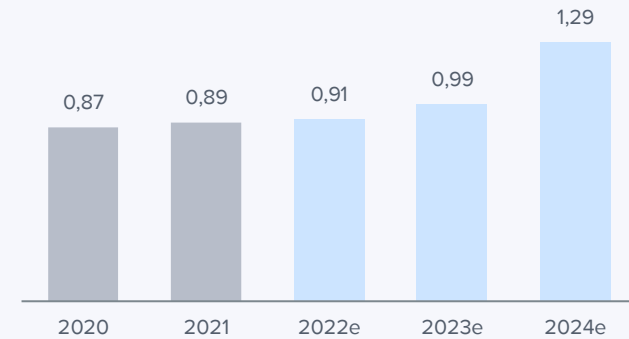
## Vahvaa tuloskasvua odotuksissa

Yhtiön tuloskasvu on ennusteillamme vuosille 2022-2024 noin 20 % vuosittain (CAGR raportoitu EPS), mikä kertoo yhtiön potentiaalista. Kestävään tuloskäänteeseen liittyy kuitenkin vielä riskejä mm. uusiutuvista projektiongelmista, mutta toistaiseksi isoilta haasteilta on vältytty.

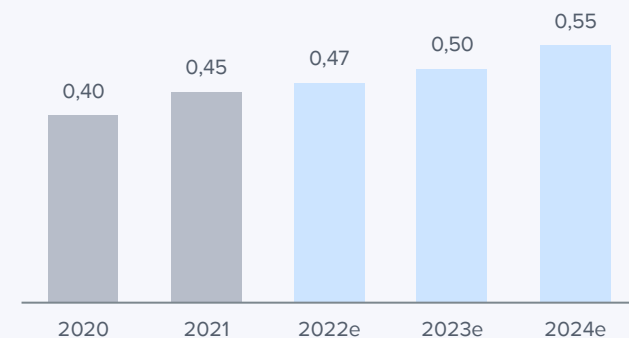
Projektiliiketoiminnassa heikkoja projekteja tulee väkisin, mutta niiden tappioiden minimointi on tärkeää. Tässä avittaa arviomme mukaan alhainen projektikoko ja isompien hankkeiden hyvin tarkat valintakriteerit. Näin merkittävimpiä riskejä mielestämme vähentää yhtiön valikoivampi ja tarkempi tarjousprosessi.

Myös markkinan kehitys on oma riskitekijänsä, vaikka taloustilanteen heikentymisen riskit vaikuttavat osoittautuneen pelättyä heikommiksi. Myös raaka-aineiden kustannuspaineet ja resurssien saatavuusongelmien aiheuttavat omat epävarmuustekijänsä kannattavuustasoon. Consti on toistaiseksi näistä selvinnyt hyvin, sillä työvoimavaltainen korjausrakentaminen käyttää muuta uudisrakentamista vähemmän materiaaleja.

Oikaistu osakekohtainen tulos



Osinko / osake



# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>315</b>	<b>275</b>	<b>59,3</b>	<b>70,9</b>	<b>76,0</b>	<b>82,6</b>	<b>289</b>	<b>59,8</b>	<b>73,1</b>	<b>79,0</b>	<b>86,0</b>	<b>298</b>	<b>302</b>	<b>311</b>	<b>319</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>8,1</b>	<b>11,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>9,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>13,3</b>	<b>14,5</b>	<b>17,2</b>	<b>18,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-3,5	-3,2	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-3,5	-1,0	-0,8	-0,8	-1,0	-3,6	-3,8	-3,5	-3,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>5,4</b>	<b>9,5</b>	<b>0,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>9,5</b>	<b>0,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>9,7</b>	<b>10,7</b>	<b>13,7</b>	<b>14,9</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,6</b>	<b>8,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>5,7</b>	<b>0,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>9,7</b>	<b>10,7</b>	<b>13,7</b>	<b>14,9</b>
Nettorahoituskulut	-1,2	-1,0	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,4</b>	<b>7,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>4,6</b>	<b>0,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>12,5</b>	<b>13,7</b>
Verot	-0,7	-1,6	0,0	0,2	-0,6	-0,5	-0,9	0,0	-0,5	-0,6	-0,6	-1,8	-1,9	-2,5	-2,7
<b>Nettotulos</b>	<b>2,4</b>	<b>5,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>3,7</b>	<b>0,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,6</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,41</b>	<b>0,87</b>	<b>0,03</b>	<b>0,35</b>	<b>0,29</b>	<b>0,23</b>	<b>0,89</b>	<b>0,01</b>	<b>0,28</b>	<b>0,32</b>	<b>0,30</b>	<b>0,91</b>	<b>0,99</b>	<b>1,29</b>	<b>1,42</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,30</b>	<b>0,70</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,09</b>	<b>0,29</b>	<b>0,30</b>	<b>0,47</b>	<b>0,01</b>	<b>0,28</b>	<b>0,32</b>	<b>0,30</b>	<b>0,91</b>	<b>0,99</b>	<b>1,29</b>	<b>1,42</b>

Tunnusluvut	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-0,3 %	-12,8 %	0,4 %	2,3 %	11,4 %	5,8 %	5,1 %	0,9 %	3,1 %	4,0 %	4,1 %	3,2 %	1,4 %	3,0 %	2,4 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-	74,5 %	-20,2 %	7,3 %	22,3 %	-17,3 %	0,2 %	-25,4 %	-0,2 %	6,6 %	5,3 %	2,5 %	10,2 %	27,5 %	8,9 %
<b>Käyttökate-%</b>	2,6 %	4,2 %	1,5 %	0,4 %	5,3 %	4,9 %	3,2 %	2,3 %	5,1 %	5,3 %	4,7 %	4,5 %	4,8 %	5,5 %	5,7 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	1,7 %	3,5 %	0,8 %	4,1 %	4,1 %	3,6 %	3,3 %	0,6 %	4,0 %	4,2 %	3,6 %	3,3 %	3,6 %	4,4 %	4,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,7 %	2,0 %	-0,3 %	-1,0 %	2,9 %	2,8 %	1,3 %	0,2 %	2,9 %	3,1 %	2,7 %	2,4 %	2,5 %	3,2 %	3,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Ero	2023e	2023e	Ero	2024e	2024e	Ero
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	298	298	0 %	300	302	1 %	309	311	1 %
<b>Käyttökate</b>	13,3	13,3	0 %	14,3	14,5	1 %	17,1	17,2	1 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	9,7	9,7	0 %	10,6	10,7	2 %	13,5	13,7	1 %
<b>Liikevoitto</b>	9,7	9,7	0 %	10,6	10,7	2 %	13,5	13,7	1 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	8,8	8,8	0 %	9,4	9,5	2 %	12,4	12,5	1 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,91	0,91	0 %	0,97	0,99	2 %	1,28	1,29	1 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,47	0,47	0 %	0,50	0,50	0 %	0,55	0,55	0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>54,4</b>	<b>58,7</b>	<b>57,7</b>	<b>58,0</b>	<b>57,5</b>
Liikearvo	48,6	49,5	49,5	49,5	49,5
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1
Aineelliset hyödykkeet	5,1	8,6	7,7	8,1	7,6
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	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>74,2</b>	<b>60,3</b>	<b>63,2</b>	<b>67,7</b>	<b>78,1</b>
Vaihto-omaisuus	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset ja muut saamiset	49,2	41,4	44,0	44,7	46,0
Likvidit varat	24,3	18,1	18,3	22,2	31,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>129</b>	<b>119</b>	<b>121</b>	<b>126</b>	<b>136</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>33,6</b>	<b>31,9</b>	<b>35,5</b>	<b>39,5</b>	<b>45,6</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,7	4,2	7,8	11,8	17,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>17,9</b>	<b>18,8</b>	<b>18,0</b>	<b>18,0</b>	<b>20,0</b>
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	17,9	18,8	18,0	18,0	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
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>77,1</b>	<b>68,3</b>	<b>67,3</b>	<b>68,1</b>	<b>69,9</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	11,1	13,6	10,0	10,0	10,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	63,4	52,1	55,1	55,9	57,6
Muut lyhytaikaiset velat	2,7	2,7	2,2	2,2	2,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>129</b>	<b>119</b>	<b>121</b>	<b>126</b>	<b>136</b>

# Arvonmääritys 1/5

## 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. Käyttökäteen nousun vuoksi kerroin on nyt historiaan nähden alhaisemmalla tasolla kuin aikaisemmin. EV/EBIT-kertoimessa ja P/E-kertoimessa muutokset olivat pieniä. Painotamme etenkin EV/EBIT-kerrointa yritysarvon ottaessa huomioon yhtiön tasetilanteen ja liikevoiton ollessa vakaampi historiassa suhteellisen volatiiliin nettotulokseen nähden.

## Markkinoiden luottamus parantunut, mutta kärsii nyt taloussuhdanteen heikkoudesta

Constin osakkeen hinnoittelussa tulee ottaa huomioon se, että yhtiö on pitkään ollut käänneyhtiö, jonka tulevaisuuden tulostason on ennustettu olevan nykyistä korkeampi. Hinnoittelu voi tällöin olla sen hetkisinä kertoimilla korkeakin alhaisen tulostason vuoksi.

Nyt yhtiö on kuitenkin siirtynyt käänneessään jo seuraavaan kestävän tuloskasvun vaiheeseen, jossa markkinoiden hinnoittelu on jo lähivuosina normaaleilla tasoilla. Consti on mielestämme käännevaiheessa vielä osittain tälläkin hetkellä, sillä nykyinen tulostaso ei mielestämme kuvasta

täysin Constin kestävän tason potentiaalia. Arviomme mukaan kuitenkin markkinat eivät luota Constin kykyyn kestävästi nostaa kannattavuuttaan historiallisille tasoille (>4 %) tavoitetasoista (>5 %) puhumattakaan.

Käänneyhtiöillä osakkeen arvostus monesti seuraakin markkinoiden luottamusta yhtiön käänteen etenemiseen. Constilla käänne on edennyt hyvin, mutta hidastunut viime vuosien aikana. Lisäksi markkinoiden huolet talouskasvun suhdanteesta ja rakentamisen markkinasta heijastuvat voimakkaasti tällä hetkellä kaikkiin rakennusalan osakkeisiin.

Markkinoiden luottoon mielestämme osittain vaikuttaa myös yhtiön projektiluonteisuus sekä korjausrakentamisen kärsinyt maine liiketoimintana. Monilla yhtiöillä on ollut vaikeuksia saada isot korjausrakentamisen riskit hallintaan samalla, kun kova rakentamisen suhdanne on nostanut kustannuspaineita ja vienyt myös resursseja uudispuolelle. Suhdanteen nyt 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 vuoksi ovat kuitenkin olemassa ja lopulliseen kannattavuuskäänneeseen liittyvät epävarmuudet vielä pitävät meidänkin hyväksymän arvostustason maltillisella tasolla odottamastamme tuloskasvusta huolimatta.

## Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

### Positiiviset:

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

### Negatiiviset:

- Markkinoiden huolet taloussuhdanteesta ja syklisistä osakkeista
- Projektiriskit ja kannattavuuskäänneeseen liittyvä epävarmuus
- Sijoittajien heikko luottamus vuosien 2017-2018 ja alkuvuoden 2019 tappiollisuuden takia
- Osittainen suhdanneriippuvuus

# Arvonmääritys 2/5

## Hyväksyttävä taso nojaa historiaan

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

Vuodesta 2016 alkaen EV/EBIT-kerroin on ollut noin 10x-tasolla ja P/E-kerroin noin 11x-tasolla. Perinteisellä rakennussektorilla Suomen markkinassa kertoimien taso on ollut usean vuosikymmenen ajan keskimäärin noin 12x-tasolla. Constin tulostasoa ja kasvunäkymät huomioiden arvostustason ei mielestämme pitäisi olla ainakaan tämän alapuolella. EV/S-kerroin on ollut hieman yli 0,3x-tasolla historian ajan. Ennen ongelmia EV/S oli noin 0,5x-tasolla. Mielestämme nykyisellään noin 0,4x-tason tulisi antaa osakkeelle tukea.

Hyväksymämme arvostushaarukka (EV/EBIT: 10-14, P/E: 10-14x) nojaa pitkälti oikealla näkyviin historiallisiin kertoimiin. Käytämme myös EV/Liikevaihto-kerrointa yhtenä mittarina, mutta sen painoarvo on tulos pohjaisia kertoimia alhaisempi. Hyväksyttävä tasomme nousi vuoden 2021 aikana historiallisten tasojen yläpuolelle hyvin sujuneen tulostasoa vuoksi. Emme näe myöskään arvostustasoa tällä hetkellä liiaksi venytettynä huomioiden Constin muuta rakentamista vakaamman ja kevyemmän (vahva kassavirta) liiketoimintamallin ja talotekniikan

(korkeat kertoimet) osuuden Constissa.

Arvostustasossa on mielestämme nousuvaraa, jos liiketoiminnan kannattavuusparannus osoittaa kestävyyttä ja jatkuvuus parantuu (huollot/palvelut > projektit). Tällöin hyväksyttävä arvostustaso voisi mielestämme liikkua kohti nykyisen haarukan ylälaitaa. Laskuvaraa arvostustasossa ei mielestämme merkittävästi ole, mutta tulostason pettäessä tai muun epävarmuuden kasvaessa, voi luotto seuraavien vuosien tulosparannukseen kohdata laskupaineita.

## Absoluuttinen arvostus tarjoaa nousuvaraa

Constin tulostasoa ansioista lyhyen aikavälin kertoimilla on mielestämme tilaa nousta. Katseemme ovat jo vuodessa 2023, vaikka myös vuoden 2022 tulostaso antaa jo yhtiölle selkeää tukea.

Ennusteillamme vuodelle 2022 osake arvostetaan (2022e: P/E (oik.): 12x, EV/EBIT (oik.): 10x) jo kohtuu maltillisesti. Tulostasoa myötä arvostustaso laskee vuodelle 2023 (2023e: P/E (oik.): 11x, EV/EBIT (oik.): 8x) ollen jo houkuttelevalla tasolla. Vuoden 2023 arvostus tarjoaakin tällä hetkellä keskimäärin noin 20 %:n nousuvaran hyväksymämme arvostushaarukan keskiväliin. Tulosneutraali EV/S-kerroin on historiallisella 0,3x-tasolla oman nousuvaraa 0,4x-tasolle.

Osinkotuotto-% on ennusteillamme noin 5 % lähivuosien ajan tarjoten hyvän tuen tuotto-odotukselle. Hyvin kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli tukee osinkojen kasvavaa virtaa, mutta samalla tuloksen historiallinen volatiliiteetti vähentää osingon luotettavuutta.

## Historialliset arvostuskertoimet

### Forward P/E



### Forward EV/EBIT



### Forward EV/S





# Arvonmääritys 3/5

## Verrokkiryhmä

Näkemyksemme mukaan Constille ei löydy tällä hetkellä aivan 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 vertailukohtan Constin suhteelliselle arvostukselle. Myös vastaikään listautunut infrarakentaja Kreate tarjoaa kohtuullisen hyvän verrokin tasaisemman infrarakentamisen liiketoiminnan ja kohtuu samankaltaisen liiketoimintaprofiilin myötä. Talotekniikkayhtiöiden ja suomalaisten rakennusliikkeiden lisäksi olemme myös valinneet laajaan verrokkiryhmäämme kiinteistöpalveluyhtiöt L&T:n ja ISS:n.

Vuodelle 2023 katsottaessa verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kerroin on noin 13x ja P/E-kerroin noin 10x. Näihin kahteen tulokertoimeen nähden Consti on tällä hetkellä arvostettu hieman noin 15 % alle verrokkiyhtiöiden.

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 tuloskäanteeseen liittyvät riskit ja yllä mainitut erot verrokkeihin, näemme noin 10 %:n alennuksen verrokkiryhmään vielä perusteltuna. Tämän perusteella osakkeessa ei olisi merkittävää nousuvaraa, mutta koko sektorin arvostus on nyt taloushuolien vuoksi laskenut merkittävän alhaiseksi.

## DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo Constin osakkeelle on 16 euroa ja annamme myös tälle painoarvoa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaaliyksiköllä 1,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali noin 3,5 %:iin liikevaihdosta. Marginaali pohjautuu yhtiön historialliseen sekä viimeaikaiseen suoritukseen ja kasvu nojaa markkinan sekä talouden oletettuun pitkän aikavälin kasvuun. Tulostaso on vielä selvästi alle yhtiön tavoitteiden (yli 5 %) ja omaa nousuvaraa, jos liiketoiminta etenee suunnitellusti. DCF-mallissamme käyttämämme pääoman kustannus (WACC-%) on 9,0 %. Pääoman kustannuksessa ei mielestämme nykyisellään tuottovaatimuksien noustessa ole merkittävää laskuvaraa ja näkisimme ennemmin parannuksen tulevan kassavirtojen kautta.

## Verrokkiryhmä

2023e	EV/EBIT	P/E
YIT Oyj	11,1	8,5
SRV Yhtiot Oyj	7,3	4,3
Lehto Group Oyj	13,0	3,7
Kreate Oyj	11,0	9,7
Peab AB	13,2	8,4
NCC AB	8,7	7,4
Caverion Oyj	12,7	13,4
Instalco AB	18,4	14,5
Bravida Holding AB	13,3	17,5
Fasadgruppen Group AB	13,5	14,1
Iss A/S	10,2	10,9
Lassila & Tikanoja Oyj	12,8	11,9
<b>Mediaani</b>	<b>12,7</b>	<b>10,3</b>
<b>Consti (Inderes)</b>	<b>8,3</b>	<b>10,9</b>
<b>Alennus/premio</b>	<b>-35,1 %</b>	<b>5,6 %</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>-16,2 %</b>	

# Arvonmääritys 4/5

## Liiketoiminnan osien tarkastelu

Constin liiketoiminnasta noin 25 % tulee talotekniikasta. Talotekniikan yhtiöille hyväksytään pörssissä korkeammat kertoimet muun muassa niiden palveluliiketoiminnan ja jatkuvuuden ansiosta. Voimme myös pilkkoa Constia osiin ja tarkastella, minkä arvon mahdollisesti eri osat saisivat. Huomioitavaa on, että tytäryhtiöiden tarkastelu erillisinä kokonaisuuksina ei kuitenkaan ota huomioon erinäisiä konsernieriä, mikä heikentää vertailua.

Consti Talotekniikka Oy on viimeisten vuosien aikana parantanut tulostaan merkittävästi. Huomioitavaa, että PRH:n tietojen perusteella EBIT-% laski pahimmillaan vuonna 2017 -4 %:iin, mutta nousi vuonna 2021 jo noin 3,4 %:iin. Absoluuttinen liikevoitto nousi samassa ajassa 4,5 MEUR:n tappioista 2,5 MEUR positiiviseksi, joten tällä on myös ollut merkittävä vaikutus koko Constin tulostulokseen. Liikevaihto on samaan aikaan merkittävästi laskenut, kunnes vuonna 2021 liikevaihto lähti 5 %:n nousuun. Volyymien laskua osin selittää markkinakehitys ja tarjoustoiminnan valikoivuus, mutta organisaatorakenteen muutos ja tytäryhtiöiden muutokset ovat myös vaikuttaneet liikevaihtoon merkittävästi. Historiallisten lukujen vertailtavuus ei näin ole kovin hyvä.

Arviomme mukaan talotekniikalla tulisi kuitenkin olla mahdollisuuksia yltää vähintään 5-6 %:n liikevoittomarginaaleihin, joten parannusvaraa nykyisiltä tasoilta riittää. Verrokkien taso ja tavoitteet ovat osin vielä tätäkin korkeammalla.

## Arvostus korjaamista korkeampi

Arvostuksen osalta kolmen taloteknisen

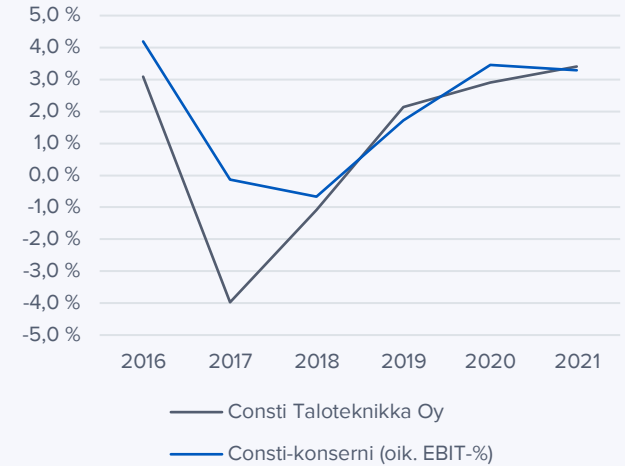
verrokkiyhtiön (Caverion, Instalco, Bravida) EV/EBIT-kerroin on keskiarvoltaan noin 16x vuodelle 2023. Arviomme mukaan Constin talotekniselle osalle kertoimeksi voi antaa 14x tason, mikä on arvostushaarukamme ylärajalla, mutta selvästi alle verrokkien. Hyväksyttävät kertoimet Constin talotekniikalle ovat alhaisempia kuin vakiintuneille ja hyvän suorituskyvyn omaaville pörssitoimijoille annetaan.

Vuonna 2022 talotekniikan liikevaihto on 3 kvartaalin aikana ollut noin 6 %:n laskussa. Osien tarkastelun vuoksi arvioimme laskun olevan koko vuonna noin 5 % ja kannattavuuden pysyvän ennallaan noin 3,4 %:ssa. Liikevaihto olisi näin arviolta vuonna 2022 noin 69 MEUR ja liikevoitto 2,4 MEUR. Arvioidulla liikevoitolla yritysarvoksi muodostuisi siten 34 MEUR.

Yritysarvo koko Constille on nykykurssilla ja ennusteillamme 90 MEUR (2022e). Näin Constin korjausrakentamisen liiketoiminnan yritysarvoksi jäisi 56 MEUR. Vuoden 2022 ennusteisiin nähden Constin korjausliiketoiminnan EV/EBIT-kerroin jäisi noin 8x tasolle, kun hyväksyttävä taso tulisi näkemyksemme mukaan olla vähintään 10-11x-tasolla.

Osien tarkastelun perusteella talotekniikka näkyi kohtuullisesti yhtiön arvostuksessa, mutta selvää nousuvaraa analyysin perusteellamme osakkeessa olisi. Tuloksessa on myös selkeä parannusvara, jota nykyinen arvo ei huomioi. Kestävän käänteen aikaansaantiin ja tuloksen merkittävään parannukseen liittyvien riskien myötä tämä on ymmärrettävää. Osissa on kuitenkin erikseenkin arvoa, ja vaikka talotekniikka on tärkeä osa Constin liiketoimintaa, on myös mahdollista löytää liiketoiminnalle muita strategisia vaihtoehtoja.

Consti Talotekniikan liike-tulos-% parantunut jo konsernin tasolle\*



## Osien arvo (EV)

Consti-konserni yritysarvo 2022e	90	MEUR
Talotekniikka	34	MEUR
Muun Constin arvo	56	MEUR
Muun Constin arvostus	8	EV/EBIT

Lähde: PRH, Consti, Inderes

\*Organisaatorakenne muuttunut eikä luvut vertailukelpoisia historiaan. Konsernieriä ei huomioitu, mikä heikentää vertailtavuutta.

# Arvonmääritys 5/5

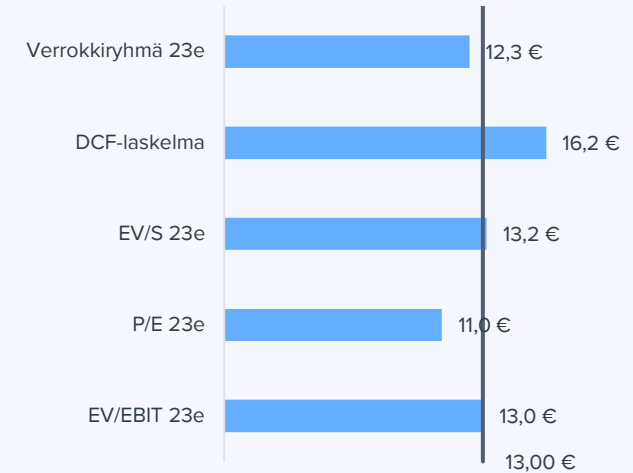
## Potentiaali voittaa riskit

Nostamme Constin tavoitehinnan 13,0 euroon ja toistamme osta-suosituksemme. Mielestämme Constin liiketoiminnan potentiaalia ja nykytilaa ei hinnoitella oikein markkinoilla ja arvostuksessa on selvää nousuvaraa. Arvostuksen nousuvaran lisäksi osake tarjoaa lähivuosina noin 5 %:n osinkotuottoa, mikä nostaa tuotto-odotuksen noin 20-25 %:iin.

Constin vahva (22-24e EPS-kasvu: +20 % CAGR-%) tuloskasvu lähivuosien aikana tukee arvostusta yhdessä houkuttelevan liiketoimintaprofiilin kanssa. Consti toimii vakailta markkinoilla, jonka pitkän aikavälin kasvunäkymää tukevat hyvät markkinatrendit (energiatehokkuus, kestävä kehitys, modernisointi, kaupungistuminen) sekä kasvava tarve kunnostaa ja huoltaa ikääntyvää rakennuskantaamme. Kilpailijoihin nähden etumatkaa luo kattava korjausrakentamisen tarjoama ja osaaminen sekä hyvä taloudellinen tilanne.

Constin osakkeen arvostus on näkemyksemme mukaan jäänyt suorituksen jalkoihin yhtiöstä riippuvista (projektiongelmat), mutta myös riippumattomista tekijöistä (taloussuhdanne, syklisten osakkeiden myyntipaine, korjausrakentamisen heikko maine). Näemme tämän korjaantuvan yhtiön suorituksen jatkaessa ennakoimallamme polulla.

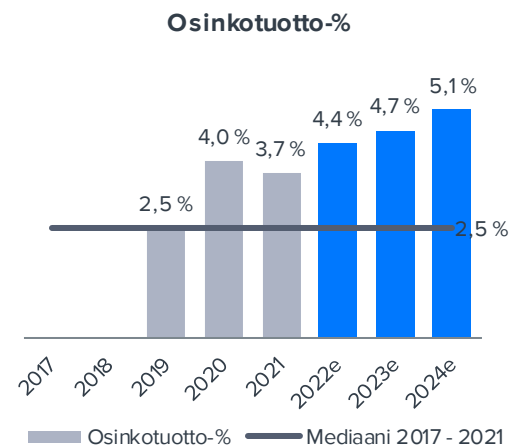
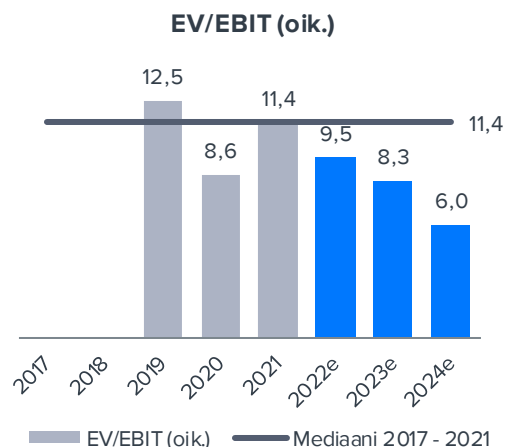
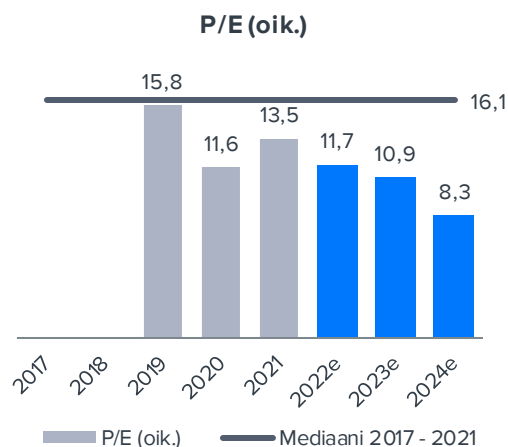
## Tavoitehinnan muodostuminen



# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,50	5,50	6,40	10,1	12,1	10,7	10,7	10,7	10,7
Markkina-arvo	65	42	49	77	94	83	83	83	83
Yritysarvo (EV)	77	62	68	82	108	92	89	82	74
P/E (oik.)	neg.	neg.	15,8	11,6	13,5	11,7	10,9	8,3	7,6
P/B	2,6	1,8	1,7	2,3	2,9	2,3	2,1	1,8	1,6
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	45,1	neg.	8,3	7,1	11,7	6,9	6,1	4,7	4,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	12,5	8,6	11,4	9,5	8,3	6,0	5,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	53,0 %	57,0 %	96,4 %	51,5 %	50,7 %	42,5 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %	4,0 %	3,7 %	4,4 %	4,7 %	5,1 %	6,6 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
YIT Oyj	1314	12,6	11,1	9,5	8,6	0,5	0,5	10,7	8,5	6,6	7,2	0,6
SRV Yhtiot Oyj	190	9,5	7,3	7,5	5,9	0,3	0,2	5,9	4,3	-	7,0	-
Lehto Group Oyj	102	22,6	13,0	9,3	7,5	0,3	0,3	9,2	3,7			0,2
Kreate Oyj	121	11,6	11,0	8,3	7,6	0,5	0,4	10,8	9,7	4,5	5,1	1,6
Peab AB	3168	13,8	13,2	8,9	8,6	0,6	0,6	8,8	8,4	8,0	8,1	1,2
NCC AB	1300	9,4	8,7	5,1	4,9	0,3	0,3	8,1	7,4	6,6	7,4	1,5
Caverion Oyj	1275	14,4	12,7	7,9	7,3	0,6	0,5	15,5	13,4	3,4	3,8	4,1
Instalco AB	1503	20,9	18,4	14,6	13,5	1,4	1,3	16,7	14,5	1,8	2,0	3,3
Bravida Holding AB	2054	13,7	13,3	10,6	10,3	0,9	0,9	18,0	17,5	2,9	3,1	2,9
Fasadgruppen Group AB	590	14,4	13,5	11,5	10,8	1,3	1,3	15,2	14,1	1,7	1,9	2,3
Iss A/S	5423	11,6	10,2	7,9	7,2	0,5	0,5	13,0	10,9	2,4	3,7	2,5
Lassila & Tikanoja Oyj	624	13,9	12,8	6,3	6,0	0,7	0,7	13,4	11,9	4,5	4,6	1,9
<b>Consti (Inderes)</b>	<b>92</b>	<b>9,5</b>	<b>8,3</b>	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>11,7</b>	<b>10,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>2,3</b>
<b>Keskiarvo</b>		<b>14,0</b>	<b>12,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>12,1</b>	<b>10,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>2,0</b>
<b>Mediaani</b>		<b>13,7</b>	<b>12,7</b>	<b>8,6</b>	<b>7,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>11,9</b>	<b>10,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>1,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>		<b>-31 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-44 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>6 %</b>	<b>11 %</b>	<b>2 %</b>	<b>26 %</b>

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

# DCF-arvonmääritys

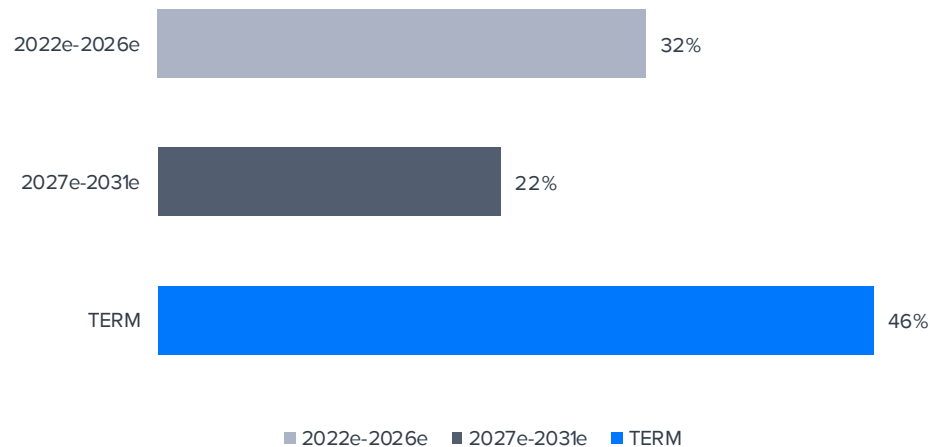
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,1 %	3,2 %	1,4 %	3,0 %	2,4 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	2,0 %	3,3 %	3,6 %	4,4 %	4,7 %	4,6 %	4,3 %	4,2 %	3,9 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>5,7</b>	<b>9,7</b>	<b>10,7</b>	<b>13,7</b>	<b>14,9</b>	<b>15,1</b>	<b>14,5</b>	<b>14,6</b>	<b>13,9</b>	<b>12,7</b>	<b>12,9</b>	
+ Kokonaispoistot	3,5	3,6	3,8	3,5	3,3	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	
- Maksetut verot	-0,8	-1,7	-1,9	-2,5	-2,7	-2,8	-2,7	-2,7	-2,5	-2,3	-2,3	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-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	-3,6	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>4,6</b>	<b>11,3</b>	<b>12,5</b>	<b>14,9</b>	<b>15,6</b>	<b>15,7</b>	<b>15,2</b>	<b>15,1</b>	<b>14,5</b>	<b>13,6</b>	<b>13,6</b>	
+ 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	-7,8	-2,6	-4,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-3,2</b>	<b>8,7</b>	<b>8,5</b>	<b>11,8</b>	<b>12,5</b>	<b>12,6</b>	<b>12,1</b>	<b>12,0</b>	<b>11,5</b>	<b>10,6</b>	<b>10,5</b>	
+/- Muut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,3	8,7	8,5	11,8	12,5	12,6	12,1	12,0	11,5	10,6	10,5	143
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>8,7</b>	<b>7,8</b>	<b>10,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>	<b>66,2</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		143	134	127	117	107	97,8	89,9	82,7	76,4	71,0	66,2
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>143</b>										
- Korolliset velat		-32,3										
+ Rahavarat		18,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,5										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>125</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>16,2</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,75 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,4 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	314,8	274,6	288,8	<b>297,9</b>	<b>302,1</b>	EPS (raportoitu)	0,30	0,70	0,47	<b>0,91</b>	<b>0,99</b>
Käyttökate	8,1	11,4	9,2	<b>13,3</b>	<b>14,5</b>	EPS (oikaistu)	0,41	0,87	0,89	<b>0,91</b>	<b>0,99</b>
Liikevoitto	4,6	8,2	5,7	<b>9,7</b>	<b>10,7</b>	Operat. kassavirta / osake	0,59	2,40	0,59	<b>1,46</b>	<b>1,62</b>
Voitto ennen veroja	3,4	7,2	4,6	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,24	2,10	-0,43	<b>1,13</b>	<b>1,09</b>
Nettovoitto	2,3	5,4	3,6	<b>7,1</b>	<b>7,6</b>	Omapääoma / osake	3,83	4,39	4,13	<b>4,59</b>	<b>5,11</b>
Kertaluontoiset erät	-0,8	-1,2	-3,8	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,16	0,40	0,45	<b>0,47</b>	<b>0,50</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	116,6	128,6	119,0	<b>120,8</b>	<b>125,6</b>	Liikevaihdon kasvu-%	0 %	-13 %	5 %	<b>3 %</b>	<b>1 %</b>
Oma pääoma	29,3	33,6	31,9	<b>35,5</b>	<b>39,5</b>	Käyttökateen kasvu-%	-1854 %	41 %	-20 %	<b>45 %</b>	<b>9 %</b>
Liikearvo	48,6	48,6	49,5	<b>49,5</b>	<b>49,5</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-356 %	74 %	0 %	<b>2 %</b>	<b>10 %</b>
Nettovelat	18,9	4,7	14,3	<b>9,7</b>	<b>5,8</b>	EPS oik. kasvu-%	-234 %	114 %	3 %	<b>2 %</b>	<b>8 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	2,6 %	4,2 %	3,2 %	<b>4,5 %</b>	<b>4,8 %</b>
Käyttökate	8,1	11,4	9,2	<b>13,3</b>	<b>14,5</b>	Oik. Liikevoitto-%	1,7 %	3,5 %	3,3 %	<b>3,3 %</b>	<b>3,6 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,2	8,2	-3,6	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	Liikevoitto-%	1,5 %	3,0 %	2,0 %	<b>3,3 %</b>	<b>3,6 %</b>
Operatiivinen kassavirta	4,5	18,3	4,6	<b>11,3</b>	<b>12,5</b>	ROE-%	8,8 %	17,1 %	11,0 %	<b>20,9 %</b>	<b>20,3 %</b>
Investoinnit	-6,1	-2,0	-7,8	<b>-2,6</b>	<b>-4,1</b>	ROI-%	8,9 %	13,6 %	9,0 %	<b>15,2 %</b>	<b>16,4 %</b>
Vapaa kassavirta	1,8	16,1	-3,3	<b>8,7</b>	<b>8,5</b>	Omavaraisuusaste	30,4 %	31,1 %	29,8 %	<b>32,7 %</b>	<b>34,9 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	64,4 %	14,1 %	44,7 %	<b>27,3 %</b>	<b>14,8 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,4	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>						
EV/EBITDA (oik.)	8,3	7,1	11,7	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>						
EV/EBIT (oik.)	12,5	8,6	11,4	<b>9,5</b>	<b>8,3</b>						
P/E (oik.)	15,8	11,6	13,5	<b>11,7</b>	<b>10,9</b>						
P/B	1,7	2,3	2,9	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>						
Osinkotuotto-%	2,5 %	4,0 %	3,7 %	<b>4,4 %</b>	<b>4,7 %</b>						

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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen 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 arvonmäärittämissuomenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissuomenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesin, 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 liikkeeseenlaskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien 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 liikkeeseenlaskijan 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 €
7.2.2021	Lisää	13,00 €	11,70 €
3.5.2021	Lisää	13,50 €	13,05 €
14.6.2021	Lisää	13,50 €	12,15 €
25.7.2021	Lisää	14,00 €	13,00 €
28.10.2021	Osta	15,00 €	12,95 €
21.1.2022	Osta	15,00 €	12,10 €
6.2.2022	Lisää	13,50 €	11,95 €
2.5.2022	Osta	13,00 €	9,80 €
24.7.2022	Osta	13,00 €	9,96 €
28.10.2022	Osta	12,50 €	9,14 €
13.1.2023	Osta	13,00 €	10,70 €



Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme 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 analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**