

# Lehto Group

Laaja raportti

11.5.2021



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Vielä matkaa

Lehto on kasvullaan ja kannattavuudellaan ollut viimeisen vuosikymmenen ajan alan parhaimpia yrityksiä, mutta viime vuosien suoritus on jäänyt pahasti jälkeen yhtiön sekä markkinoiden odotuksista. Ongelmavuosien jälkeen tulosta on saatu hiljalleen parannettua, mutta vauhti ja nykyinen taso on ollut pettymys. Keskittymällä yhtiön ydinosaamiseen toimitila- ja asuntorakentamisessa sekä strategisesti panostamalla teolliseen esivalmistukseen sekä puurakentamisen kehitykseen, yhtiö hakee kestävämpää operatiivista tulostasoa. Historian luvut osoittaa potentiaalia olevan, mutta realistista tämän saavuttaminen ei lähivuosien aikana mielestämme ole. Selkeästi korkeampia tulostasoa saataneen strategiankin mukaan odottaa vuoden 2023 jälkeen. Tähän nähden osakkeen arvostuskuva ei riskeihin nähden mielestämme ole tarpeeksi houkutteleva ja toistamme tavoitehintamme 1,60 eurossa pitäen suosituksemme vähennä-puolella.

## Ydinosaamiseen keskittyen

Lehto on suomalainen rakennusyhtiö, joka kehittää ja rakentaa asuntoja ja toimitiloja. Yhtiö on erottautunut muista etenkin panostamalla moduuli- ja elementtituotannon sekä valmiiden konseptien hyödyntämiseen rakennusprosesseissa. Yhtiön liiketoiminta jakautuu nykyisin kahteen palvelualueeseen: Toimitilat (30 % liikevaihdosta 2020) ja Asunnot (70 %). Näiden palvelualueiden sisällä yhtiö tekee myös edelleen kouluja, päiväkotia, hoivataloja sekä myös korjausrakentamista. Yhtiön ydinosaaminen keskittyy näkemyksemme mukaan yksinkertaisiin, monistettaviin ja kohtuuhintaisiin asuntoihin sekä toimitiloihin. Strategiassa myös puurakentamisen osuuden nostaminen on tärkeää ja siitä voi odottaa pilottihankkeita jo tänä vuonna.

## Mahdollisen potentiaalin realisoitumista saa vielä odottaa

Yhtiö on historiassaan kasvanut voimakkaasti ja pystynyt myös tuottamaan pääomille toimialan parhaimpia tuotteita. Nyt ongelmuvuosien jälkeen yhtiö pyrkii korjaamaan operatiivisia haasteitaan. Lyhyellä aikavälillä haasteita riittää edelleen, sillä asunto- ja toimitilarakentamisen kate rakenne on historiaan nähden heikentynyt eikä kaikkia ongelma-alueita ole saatu vielä täysin kuntoon. Samalla raaka-aine- ja materiaalikustannusten nousu voi aiheuttaa omia haasteita kannattavuuden nousulle. Myös volyymitasossa pitäisi nähdä nousua korkeammalle, jotta nykyiset kiinteät kulut saataisiin paremmin katettua. Vielä kasvun aika ei ole, sillä odotamme liikevaihdon laskevan vuonna 2020 noin 10 %:lla 491 MEUR:oon. Ensi vuonna odotamme liikevaihdon lähtevän jo kasvuun (2022e: 6 %) ja myös tulostason nousevan selvästi (EBIT: 17,1 MEUR, EBIT-%: 3,3 %) tervehdyttämistoimien, liikevaihdon kasvun ja heikkojen projektien päättymisen myötä. Kannattavuusparannukseen liittyen tehtyjen toimenpiteiden aikajänne on kuitenkin 1-3 vuotta, joten nopeaa paluuta historiallisiin kannattavuuslukemiin on mielestämme liian optimistista olettaa.

## Riskituotto/suhde ei houkuttele

Ennusteillamme yhtiön vuoden 2021 arvostus nousee erittäin korkealle (2021e: EV/EBIT: 26x, P/E: 48x) ja hinnoittelee jo käännettä. Tulostasanteen vuoksi katseemme ovat jo ensi vuodessa, missä arvostus (2022e: EV/EBIT: 12x, P/E: 14x) laskee jo kohtuulliselle tasolle. Hyväksymämme arvostustasoon (EV/EBIT 10-14x, P/E: 10-14x) keskiväliin nähden osake ei kuitenkaan tarjoaisi nousuvaraa. Verrokkeihin nähden yhtiö on ensi vuodelle pienellä preemiolla, kun mielestämme selkeä alennus olisi oikeutettu heikon historiallisen suorituksen vuoksi. Hahmotelmamme tulostasanteen keskipitkän aikavälin potentiaalista antaisi yhtiölle selkeästi korkeamman arvon, mutta siihen nojaaminen vaatii mielestämme konkreettisia näyttöjä selkeämmästä tulosparannuksesta.

## Suositus

### Vähennä

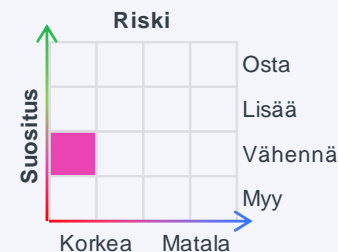
(aik. Vähennä)

### 1,60 EUR

(aik. 1,60 EUR)

### Osakekurssi:

1,79



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	545	491	523	549
<b>kasvu-%</b>	-18 %	-10 %	6 %	5 %
<b>EBIT oik.</b>	-2,9	8,1	17,2	25,0
<b>EBIT-% oik.</b>	-0,5 %	1,6 %	3,3 %	4,6 %
<b>Nettotulos</b>	-8,2	3,3	10,9	17,3
<b>EPS (oik.)</b>	-0,12	0,04	0,13	0,20
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	47,7	14,2	9,0
<b>P/B</b>	1,0	1,2	1,1	1,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	2,8 %	5,3 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	25,6	11,9	7,8
<b>EV/EBITDA</b>	26,8	13,4	8,4	6,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,2	0,4	0,4	0,4

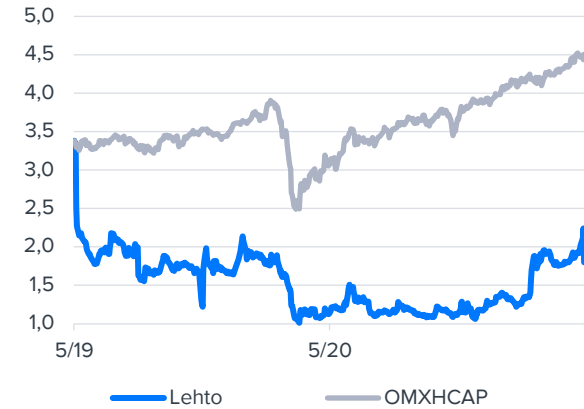
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

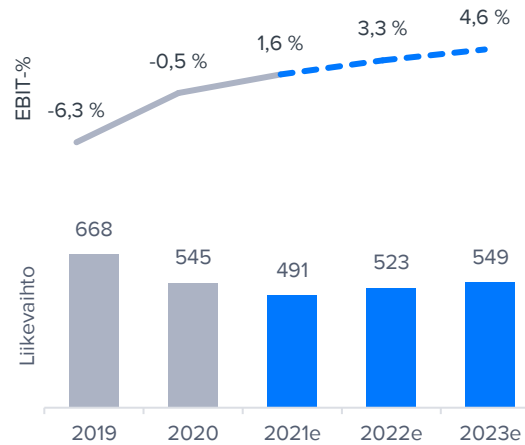
Vuoden 2021 liikevaihto laskee vuodesta 2020. Liiketulos on positiivinen.

## Kurssikehitys

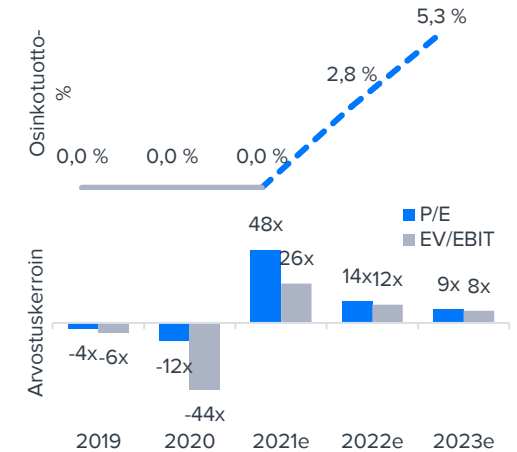


Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto



## Arvostus



### Arvoajurit

- Kannattavuuden käänne
- Liikevaihdon vakaannuttaminen
- Operatiivisten haasteiden poistuminen
- Osaamiseen keskittyminen
- Modulaarisuuden ja tehdasrakentamisen lisääntyminen
- Puurakentamisen hyödyntäminen
- Rakennusprosessin tuottavuuden nosto

### Riskitekijät

- Tappioiden jatkuminen
- Suhdannevaihtelut
- Projektihaasteiden jatkuminen
- Resurssiriskit
- Ruotsiin laajentumisen haasteet
- Kapasiteetin ja liiketoimintamallin jousto
- Kilpailuedun säilyttäminen muuttuvassa markkinassa

### Arvostus

- Arvostus on kuluvalle vuodelle hyvin korkea
- Ensi vuodelle arvostus on jo maltillisempi
- Riskiprofiili vielä korkealla
- Sektorin arvostus maltillinen, johon nähden arvostus vielä oikeutetusti diskontolla
- Pidemmän aikavälin potentiaali on selkeästi korkeammalla, mutta siihen suoraan nojaaminen vaatii vielä lisänäyttöjä

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-12</b>
Strategia	<b>13-13</b>
Sijoitusprofiili	<b>14-16</b>
Markkinat	<b>17-19</b>
Taloudellinen tilanne	<b>20-22</b>
Ennusteet	<b>23-27</b>
Arvonmääritys	<b>28-35</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>36-</b>

# Lehto Group lyhyesti

Lehto on suomalainen rakennusyhtiö, joka hyödyntää rakennusprosessissaan toistettavia konsepteja, tehdasvalmistusta sekä modulaarisuutta luodakseen lisäarvoa asiakkailleen.

**2016**

Listautumisvuosi

**545 MEUR**

Liikevaihto 2020

**-2,9 MEUR (-0,5 % lv:sta)**

Liikevoitto 2020

**426 MEUR (-11,5 % v/v)**

Tilauskanta 2020

**43 % (2019: 34 %)**

Omavaraisuusaste 2020 (ilman IFRS 16)

**-20 % (2019: 74 %)**

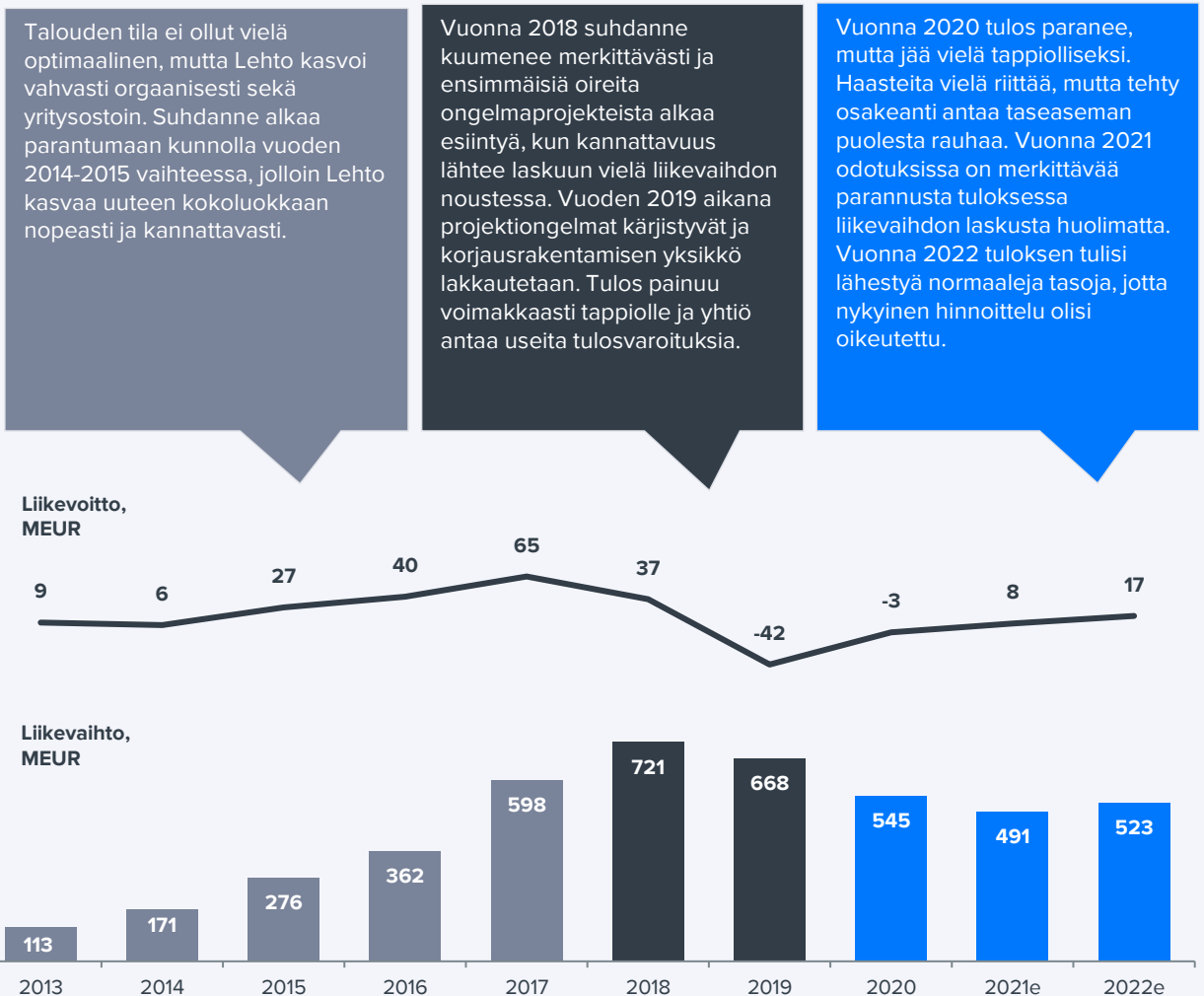
Nettovelkaantumisaste 2020 (ilman IFRS 16)

**1034 (-19 % v/v)**

Henkilöstömäärä vuoden 2020 lopussa

Lähde: Lehto, Inderes

## Lehto Groupin liikevaihdon ja liikevoiton kehitys 2013-2022e



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Yhtiökuvaus

### Rakennusalan uudistaja

Lehto Group Oyj:n (myöhemmin Lehto) vanhin tytäryhtiö (Rakennuskartio Oy) on toiminut alalla jo vuodesta 1976 ja Rakennusliike Lehto Oy yli 25 vuotta. Yhtiö on kehittynyt viimeisen 40 vuoden aikana rakennusalan suhdanteiden läpi nykyiseksi valtakunnalliseksi rakennuskonserniksi.

Yhtiön toiminta perustuu talousohjatun rakentamisen malliin, jossa suunnittelun ja toteutuksen integroinnilla pyritään saavuttamaan kustannushyötyjä. Lehto pyrkii uudistamaan rakentamisen vanhoja tapoja ja missiona on rakennusalan uudistaminen. Tehdas- ja moduulituotannolla pyritään lisäämään rakennustyön laatua, tehostamaan toimintaa sekä vähentämään kustannuksia ja rakennusaikaa. Yhtiö kehittää ja rakentaa toimitiloja, asuntoja ja hyvinvointitiloja pääosin Suomessa kasvukeskuksien läheisyydessä sekä omaa pienen putkisanerausliiketoiminnan. Lisäksi yhtiöllä on Ruotsissa vielä pientä liiketoimintaa, joka tulevaisuudessa keskittyy puukerrostalorakentamiseen.

Yhtiö listautui pörssiin vuonna 2016 ja on kasvanut keskusuuressa toimijasta jo isoimpien rinnalle. Vuodesta 2013 Lehdon liikevaihto on kasvanut keskimäärin vuosittain noin 25 %:n vauhtia. Kova kasvu aiheutti kuitenkin merkittäviä ongelmia ja viimeiset vuodet tulos on ollut tappiolla ja liikevaihto laskusuunnassa.

Yhtiö toimii markkinoilla sekä omaperusteisena rakentajana että urakoitsijana. Omaperusteisissa hankkeissa yhtiö vastaa rakentamisen ja suunnittelun ohjauksen lisäksi myös rahoituksesta sekä myynnistä. Etenkin asuntorakentamisessa yhtiö suosii omaperusteisia hankkeita, sillä niissä on lähtökohtaisesti parempi kannattavuus, mutta vastapuolella riskit ovat myös suuremmat. Huomioonotettavaa on myös, että myydyin hankkeen tuloutuminen tapahtuu vasta valmistumisen yhteydessä, joka sitoo huomattavasti pääomia sen rakennusaikana. Viime aikoina yhtiön omaperusteiset hankkeet ovat vähentyneet, mutta viime vuonna tehdyn osakeannin jälkeen myös näiden osuutta on tarkoitus nostaa. Urakoinnissa Lehto suosii kokonaisvastuu-urakoita (KVR), missä Lehto vastaa koko rakennusurakan toteuttamisesta ja myös suunnittelusta. Tämä antaa mahdollisuuden Lehdolle vaikuttaa kustannuksiin jo aikaisessa vaiheessa sekä hyödyntämään omia konsepteja ja tehdastuotantoa paremmin.

Kovan kasvun myötä yhtiö on kasvattanut myös henkilöstöään ja omaa tehdaskapasiteettiaan. Tätä on huippuvuosista jouduttu tosin ajamaan alas. Oman työvoiman lisäksi yhtiö toteuttaa rakennustöitä aliurakoina ja lisäksi vuokratyövoimaa käytetään projektien alkuvaiheessa sekä kiireellisissä vaiheissa. Oma kapasiteetti on voimakas vara noususuhdanteessa, mutta laskusuhdanteessa sen työllistäminen voi johtaa epäedullisiin ratkaisuihin tai kapasiteetin leikkauksiin.



## Markkinan muutos

### Ennen

- ✓ Työmaalla rakentaminen
- ✓ Suunnittelu ennen rakentamista
- ✓ Jäykät yhtiörakenteet ja raskas tase
- ✓ Oma työvoima
- ✓ Pitkä matka esisopimuksesta toteutukseen

### Nyt

- ✓ Elementtien ja moduulien hyödyntäminen
- ✓ Rakennusvaiheiden limittäminen ja suunnittelun aikainen rakentaminen
- ✓ Keskisuuret toimijat ja kevyet taseet
- ✓ Aliurakointi ja vuokratyövoima
- ✓ Pienet kohtuuhintaiset asunnot
- ✓ Yhteistyömallit

## Lehto Group



- Tehdas- ja moduulirakentaminen
- Kohtuuhintaisuus
- Konseptien hyödyntäminen
- Suunnittelun parempi integrointi
- Kaavoituksen ja lupaprosessin kehittäminen
- Kevyt organisaatorakenne
- Suoraviivaiset prosessit

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

## Liiketoimintamalli

### Talousohjattu rakentaminen

Lehdon liiketoimintamallin pohjana toimii kolme vahvaa periaatetta, jonka pohjalta yhtiö kehittää liiketoimintaansa:

- Suunnittelun ohjaus
- Toistettavat vakioratkaisut
- Teollinen valmistus

### Suunnittelun ohjaus

Suunnittelun ja toteuttamisen integrointi on rakennushankkeen haastavimpia kohtia, missä myös suurin osa kustannuksista syntyy. Kustannustietoinen suunnitteluosaaminen ja rakentamisen aikainen suunnittelun ohjaus mahdollistavat tehokkaamman rakennusprojektin.

Suunnittelun avulla pystytään myös eniten vaikuttamaan projektin kokonaiskustannuksiin, kun materiaaleja tai ratkaisuja mietitään. Tekniikan lisääntyessä suunnittelun yhteentoimivuus korostuu entisestään. Tuomalla saman pöydän ympärille samanaikaisesti itse rakentaja ja suunnittelijat voidaan välttää monta rakentamisen hidastavaa askelta. Kun suunnittelijat ja rakentajat toimivat saman yhtiön alla, voidaan kummankin osa-alueen työnlaadusta olla myös varmempia, eikä ristiriitoja pääse syntymään esimerkiksi suunnittelujen myöhästymisestä.

### Vakioidut ja monistettavat konseptit

Toistettavien vakioratkaisujen avulla Lehto pyrkii nopeuttamaan suunnitteluprosesseja ja työmaan

valmistumista. Samalla laatu pysyy tasaisena ja kustannusten hallinta on huomattavasti helpompaa.

Vakioratkaisuja ollaan käytetty hyväksi paljon esimerkiksi Lehdon Asunnot-palvelualueella. Vakiokonseptit tuovat selvää etua yksilöllisiä kerrostaloja rakentaviin rakennusyhtiöihin nähden, kun rakennusvaiheita pystytään monistamaan kerta toisensa jälkeen ja vaiheissa kehitytään jatkuvasti eikä virheitä oletettavasti toisteta montaa kertaa.

Toimitiloissa mallistoon kuuluu tällä hetkellä erilaisia tuotanto-, myymälä-, logistiikka- ja liikuntatiloja. Mallistot toimivat yleensä pohjana lopulliselle suunnitelmalle. Muihin palvelualueihin sulautetuissa hyvinvointitiloissa Lehto on panostanut hoivatilojen, koulujen ja päiväkotien mallistojen kehittämiseen.

### Teollinen esivalmistus

Lehdolla tehdas- ja moduulituotanto on ollut tärkeässä roolissa yhtiön liiketoiminnassa etenkin asunto- ja hoivarakentamisessa. Lisäksi yhtiö pyrkii kaikilla toimialueillaan koko ajan kehittämään ja lisäämään teollisen esivalmistuksen määrää sekä laatua.

Asuntorakentamisessa seinäelementit, kokonaisten huoneistojen moduulit, kylpyhuonemoduulit, nousuelementit ja talotekniikkakeskusmoduulit ovat hyviä esimerkkejä yhtiön teollisen esivalmistuksen tuotteista, jotka yhdessä monistettavien konseptien kanssa auttavat Lehtoa tekemään asuntoja nopeasti sekä kustannustehokkaasti.

Lehdon malliston mukaisia hoivakoteja pystytään myös jo valmistamaan pitkälle tehdasolosuhteissa, mutta niiden kysyntä on huippuvuosista laskenut rajusti. Yhtiö on yrittänyt kehittää myös päiväkotia ja kouluhankkeita varten konsepteja, jossa esivalmistusta voitaisiin hyödyntää yhä enemmän, mutta hankkeiden monimuotoisuus on ollut usein esteenä. Toimitiloissa esivalmistusta hyödynnetään parhaan mukaan, mutta yleensä hankkeissa on myös yksilöllisiä ja monimuotoisia ratkaisuja, jotka rajaavat teollisen esivalmistuksen käyttöä.

Parhaiten esivalmistus näyttäisi nykyisessä markkinassa toimivan asuntorakentamisessa, missä hankkeiden yksilöllisyys ja kysytyjen kohteiden vaatimukset ovat vaihteluiltaan pienimpiä. Lisäksi esivalmistus toimii arviomme mukaan hyvin hallityypisissä toimitiloissa ja esimerkiksi tietyn tyypisissä hotelleissa. Hoivakotien kohdalla markkinakysyntä on muuttunut eikä Lehdon aikaisemmalle konseptille ole ollut enää vastaavanlaista kysyntää. Lehto on kuitenkin kehittämässä uusia modulaarisia ratkaisuja hoivamarkkinaan. Lehdon koulu- ja päiväkotihankkeet taasen eivät ole alkaneet jokaisessa kohteessa toivotulla tavalla eikä esivalmistuksesta tai mallistoista olla saatu samanlaista kilpailuetua kuin esimerkiksi asunnoissa. Tämän vuoksi entisen Hyvinvointitilojen liiketoiminta on supistunut merkittävästi huippuvuosistaan ja nykyään se on sulautettu kahteen muuhun palvelualueeseen.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

## Palvelualueet jakautuvat nyt kahteen osaan

Lehto palvelee asiakkaitaan kahdessa eri palvelualueessa: Toimitilat ja Asunnot. Aikaisemmin raportoitu Korjausrakentaminen lakkautettiin vuoden 2019 aikana ja sen linjasaneerausyksikkö siirtyi Asunnot-palvelualueeseen ja muut korjaustoiminnot Toimitilat-palvelualueeseen.

Sen jälkeen myös Hyvinvointitilojen liiketoimintoja on supistettu. Hoivakohteet raportoidaan jatkossa Asunnoissa ja koulu- sekä päiväkotihankkeet Toimitiloissa. Segmenttejä Lehdolla on vain yksi ja se raportoi palvelualueistaan vain liikevaihdon ja tilauskannan.

## Toimitilat

Toimitilarakentamisen palvelualueella Lehto rakentaa toimisto-, myymälä-, logistiikka-, varasto- ja liiketiloja. Pääosa palvelualueen liiketoiminnasta toteutetaan KVR-urakkana (kokonaisvastuurakentaminen), missä Lehto kantaa kokonaisvastuun suunnittelusta ja rakentamisesta.

Toimitiloissa Lehto pyrkii hyödyntämään omia konseptejaan parhaalla mahdollisella tavalla tarjoamalla asiakkaille heidän omilla suunnitelmissa ja rakenne- sekä tilaratkaisuilla toteutettuja kohteita. Yhtiö välttää osallistumista urakkakilpailuihin muiden suunnitelmien perusteella, vaan pyrkii tarjoamaan asiakkaalle tehokkaamman ratkaisun omilla suunnitelmissa.

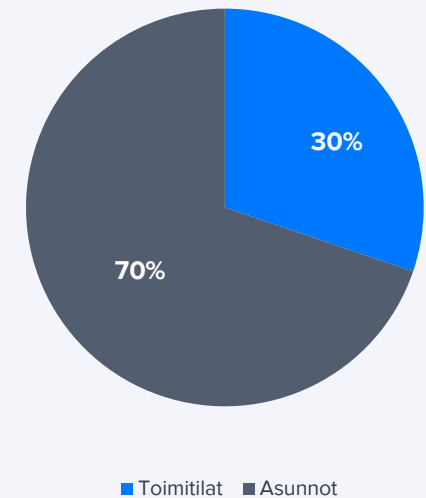
Näkemyksemme mukaan Lehto lähtee harvoin

toteuttamaan urakoita tilaajalle ellei se voi hyödyntää kohteessa omaa suunnitteluosaamista tai omia konseptiratkaisujaan, joiden avulla se pystyy hallitsemaan projekteihin liittyviä riskejä paremmin. Hyvässä suhdanteessa Lehto on pystynyt valikoimaan hankkeitansa tarkemmin, mutta se on arviomme mukaan vaikeutunut syklin hidastuessa.

Suunnittelun ohjaus, valmiit mallistot ja modulaarisuus ovat luoneet Lehdolle tietyissä kohteissa mielestämme selvän etulyöntiaseman. Lehto on keskittynyt pienempiin toimitilakohteisiin, joissa yksilöllisyys ja arkkitehtuuriset erikoisratkaisut eivät ole hankkeen kannalta olennaisia.

Näemme Lehdon kilpailuedun palvelualueella olevan juuri helposti toistettavissa ratkaisuissa, kuten suurissa marketeissa, yksinkertaisissa liiketiloissa tai tuotanto-, varasto- ja logistiikkatiloissa, johon Lehdon valmis mallistokin keskittyy. Lisäksi yhtiöllä on selkeänä ajatuksena lisätä tehdas- ja moduulivalmisteisten komponenttien käyttöä esimerkiksi hotelli-, toimisto- ja kauppakeskushankkeissa, missä moduulien käyttö on vielä verrattain vähäistä muihin rakennustyyppeihin tai palvelualueihin nähden.

Liikevaihdon jakauma palvelualueittain 2020





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Toimitiloissa liikevaihto on kasvanut keskimäärin vuosittain noin 15 % vuodesta 2013 lähtien. Kasvu oli kovaa vuoden 2018 loppuun asti, mutta viime vuosina liikevaihto on laskenut voimakkaasti. Lehdon markkinat ja kysyntä palvelualueella on selvästi laskenut ja myös kovan kasvun ongelmat rajoittivat uusien hankkeiden käynnistämistä. Koronalla on ollut myös vuonna 2020 vaikutusta, kuten myös lakkautettujen palvelualueiden projektien päättymisillä.

Toimitilat-palvelualueeseen kuuluvat tappiolliset peruskorjaushankkeet ovat vuoden 2019 lopussa päättyneet, mutta kaksi vanhoihin sitoumuksiin perustuvaa korjaushanketta (arvo noin 46 MEUR) on edelleen käynnissä. Yhtiö on panostanut hankkeiden onnistuneeseen läpivientiin merkittävästi, mutta aikaisempien peruskorjaushankkeiden ongelmien vuoksi suhtaudumme varauksella projektien kannattavuustasoon. Toinen hankkeista on tappiolla, mutta isompi hanke (30 MEUR) on katteeltaan tavoitetasolla.

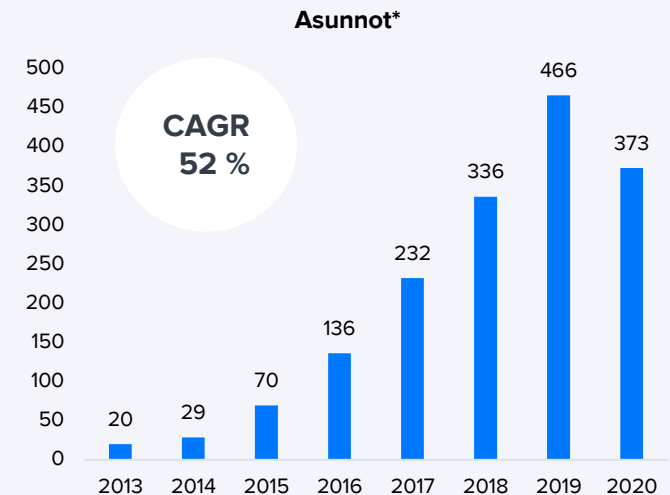
## Asunnot

Asunnot on Lehdon suurin (70 % liikevaihdosta vuonna 2020) ja näkemysmme mukaan kannattavin palvelualue. Palvelualueella Lehto rakentaa uusia asuin- ja luhtitaloja kasvukeskuksiin erityisesti keskittyen pääkaupunkiseudulle. Pääosa Lehdon asuntorakentamisesta on omaperusteista tuotantoa, jossa Lehto suunnittelee ja rakentaa kohteet omarahoitteisesti ja myy valmiit asunnot asiakkaille.

Yhtiön urakointi on hyvin pitkälti omaperusteisen tilauskannan riskien vähentämistä ja kapasiteetin hallintaa. Lehdon tapauksessa urakointi käsittää mm. isommille instituutioille toteutetut yhteistyöhankkeet (esim. DWS- ja Avara-yhteistyöt) tai omakehitteiset hankkeet, jotka myydään myöhemmin kokonaisuutena sijoittajille. Urakoinnilla pystytään hallitsemaan kapasiteetin lisäksi sitoutuneita pääomia ja panostamaan tarpeen vaatiessa muihin kasvuhankkeisiin. Urakointia asiakkaan suunnitelmiin perustuen Lehto ei tee lainkaan, sillä Lehto pyrkii itse aina toimimaan hankkeessa kokonaisvastuullisesti hoitaen suunnittelun ja rakentamisen.

Teollinen esivalmistus on suuressa osassa kaikissa Lehdon asuntohankkeissa vähentäen rakentamiseen tarvittavaa aikaa, tuottaen parempaa laatua sekä kustannussäästöjä. Esivalmistus yhdistettynä yhtiön omiin asuntokonsepteihin sekä vahvaan suunnittelun ohjaukseen luo Lehdolle mahdollisuuden tarjota asiakkailleen asuntoja markkinoita alhaisemmilla hinnoilla. Markkinoita alhaisemmista hinnoista huolimatta yhtiö on viime vuosiin asti pystynyt tekemään myös hyvää kannattavuutta.

Asunnot-palvelualueen liikevaihto on noussut vuodesta 2013 asti jopa 52 %:n keskimääräistä vuosivauhtia, mutta myös aloitustaso on ollut vaatimaton. Vuonna 2019 valmistui ennätysmäärä omaperusteisia asuntoja, mutta sen jälkeen määrät ovat laskeneet merkittävästi yhtiön ongelmien ja markkinakysynnän hiipumisen vuoksi.



Lähde: Lehto, Inderes

\*Luvut eivät ole vertailukelpoisia historiaan, sillä lakkautetut palvelualueet ovat sisällytetty lukuihin käytettävissä olevan tiedon perusteella. Graafit eivät kuvaa konsernin kehitystä.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## Tehdastuotanto

Lehdolla on tällä hetkellä tehdasyksiköitä Oulaisissa, Hartolassa, Siikajoella ja lissä. Kovan kysynnän aikaan tuotanto meni kokonaan sisäisille asiakkaille, mutta nyt sitä on myyty vähäisissä määrin jo ulkopuolelle. Kovan kysynnän aikaan yhtiö investoi hanakasti uuteen kapasiteettiin, kun se kohtasi kapasiteettiongelmia vuoden 2017 aikana. Tehdaskapasiteettia lisättiin vuoden 2017 lopussa Oulaisissa ja maaliskuussa 2018 yhtiö osti Hartolasta tehdastoiminnot puuelementtien ja -moduulien valmistamiseen, mutta sittemmin kapasiteettia on ajettu alas.

Mainitsimme yhtenä isona riskinä aikaisemmin uuteen kapasiteettiin investoinnin, sillä sen joustamattomuus voi olla ongelma, kun laskusuhdanne koittaa. Lehdon tehtailla on ollut pääosin omat työntekijät, ja kun tuotantoa ei myyty ulospäin, johti kysynnän lasku kapasiteetin vähentämiseen. Osaltaan kapasiteetin joustamattomuus on voinut johtaa myös työntekijöiden pakkotyöllistämiseen, joka voi ajaa myös huonoihin projektivalintoihin, joissa riskit voivat muodostua etuja suuremmiksi. Kun kapasiteetille ei ole ollut enää samanlaista kysyntää, on se johtanut erilaisiin tehostamistoimiin ja useisiin yt-neuvotteluihin viimeisien vuosien aikana.

## Ruotsin toiminnot

Yhtiön yksi strategian painopisteistä on toiminnan laajentaminen Ruotsiin. Yhtiö perusti vuonna 2017 Ruotsiin tytäryhtiön, jossa toimintaa on nyt pitkään kehitelty. Ruotsissa on ollut rakenteilla yksi

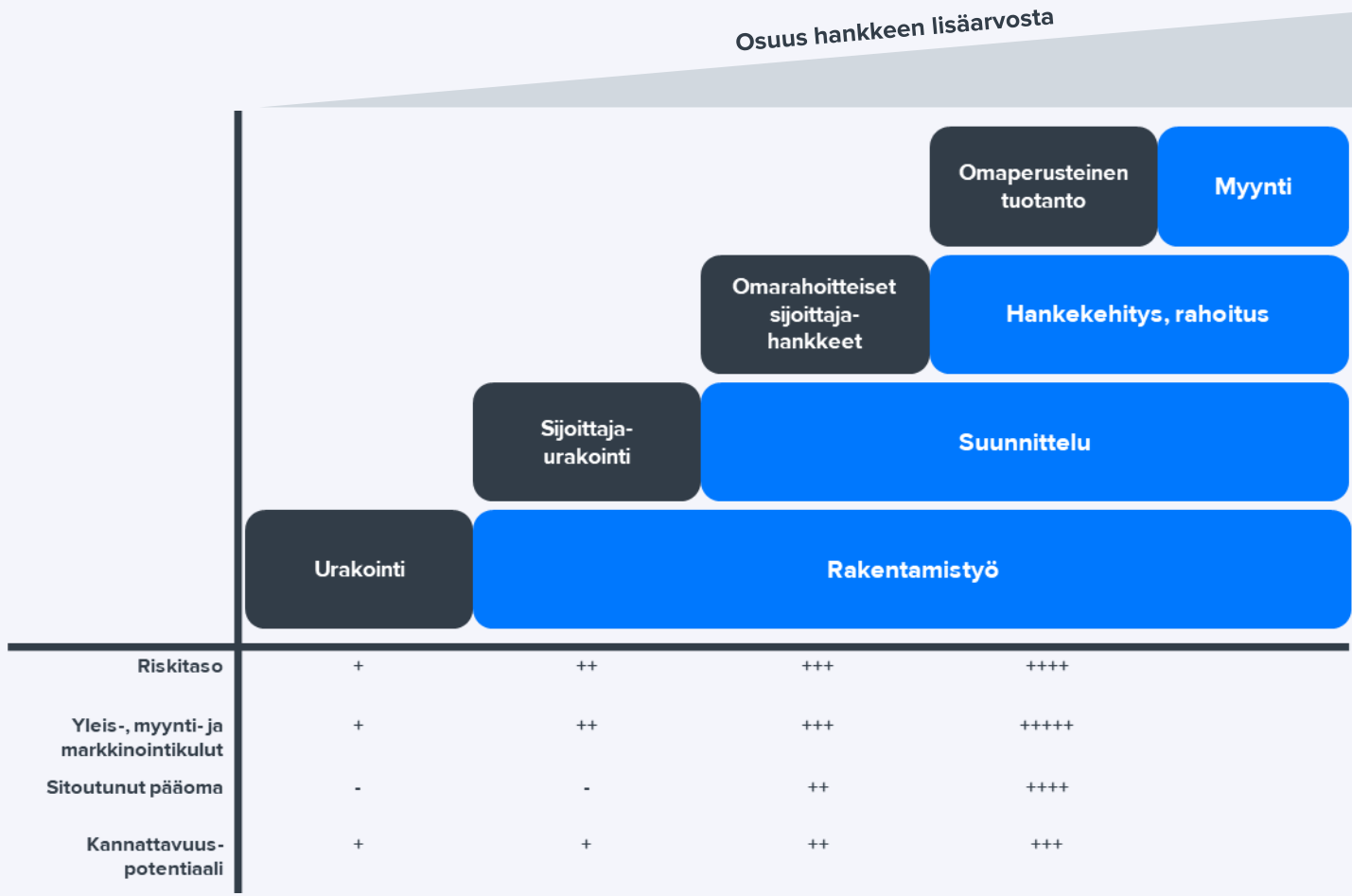
päiväkotiprojekti Botkyrkan kuntaan, joka on ollut raskaasti tappiolla. Kaksi kolmesta hankkeen päiväkodista on valmistunut ja Lehto neuvottelee kolmannen kohtalosta. Merkittäviä positiivisia vaikutuksia hankkeesta on arviomme mukaan turha enää odottaa ja arviomme mukaan Lehdolle parasta olisi päästä hankkeesta eroon.

Yhtiö tulee Ruotsissa keskittymään jatkossa täysin puurakenteisiin asuntohankkeisiin, jossa se näkee markkinan olevan valmis Lehdon kaltaisille ratkaisuille. Pidämme lähestymistä lähtökohtaisesti järkevänä, sillä Lehdon kilpailuetu on mielestämme asunnoissa, joissa se pystyy hyödyntämään omia konseptejaan ja modulaarisuuttaan. Ruotsin toimintojen merkitys Lehdolle on tässä vaiheessa kuitenkin vielä huomattavan pieni ja sen tulevaisuus on hyvin paljon riippuvainen Ruotsin asuntomarkkinoiden tilanteen kehityksestä ja yhtiön pilotin onnistumisesta. Ruotsin voi ajatella eräänlaisena kasvuoptiona, vaikkakin optiosta on jo nyt maksettu kovaa hintaa tappioiden muodossa. Avauksia nähtäneen näillä näkymin tämän vuoden aikana, jos sopivia kumppaneita löytyy. Pilottihankkeen tulosvaikutus ei tule olemaan merkittävä vielä alkuvaiheessa. Todellisia vaikutuksia päästään arvioimaan pilotin jälkeen. Alustavasti kuitenkin tuntuisi, että markkinoilla voisi olla oikeanlaiselle tuotteelle kysyntää.

## Lehdon tehdasyksiköt



# Lehdon liiketoiminnan jakautuminen



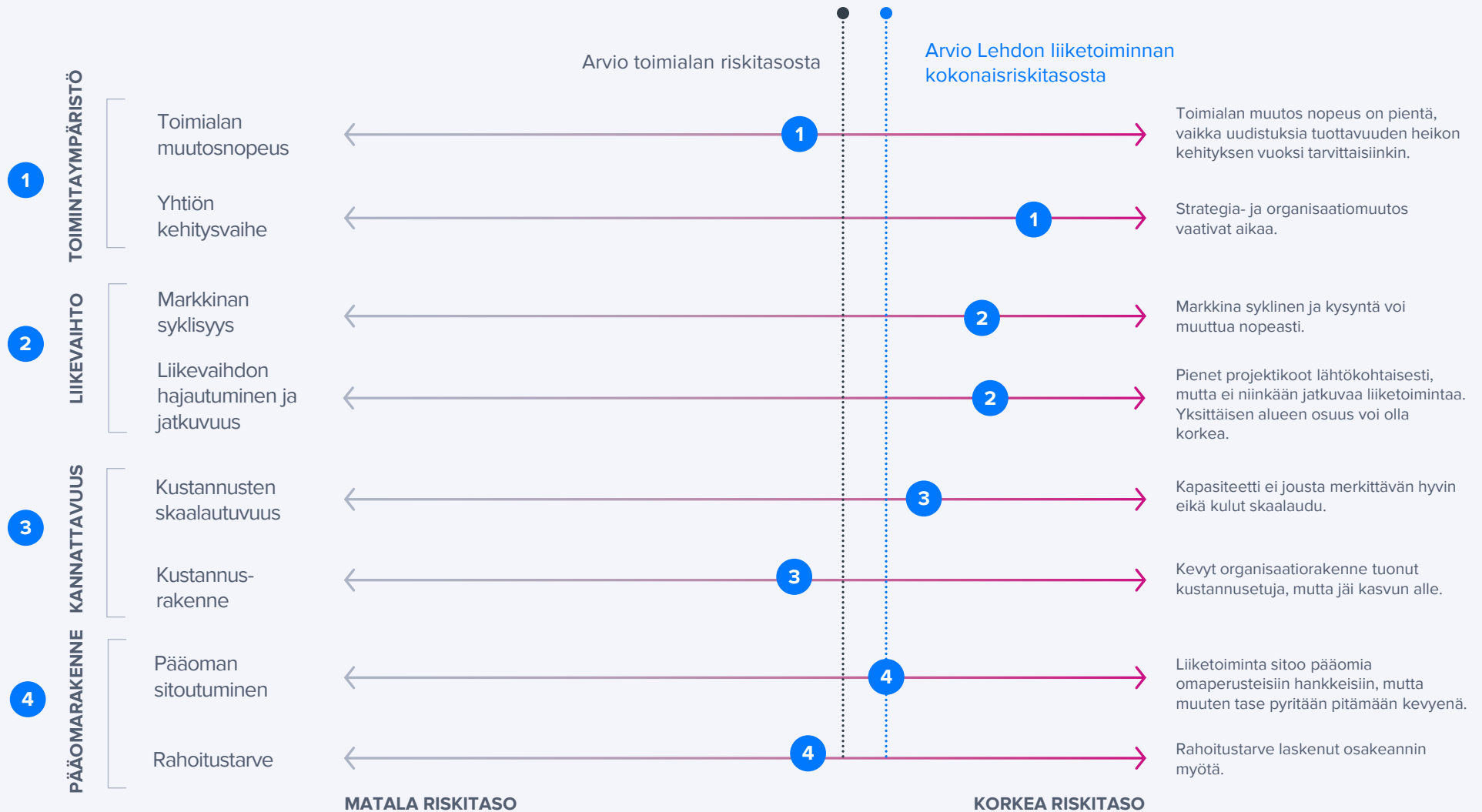
**Omaperusteiset hankkeet:** Yhtiö pyrkii pitkällä aikavälillä painottamaan liiketoiminnassaan omaperusteisia hankkeita, missä yhtiö hoitaa suunnittelun ja rakentamisen lisäksi myös hankekehityksen, rahoituksen sekä myynnin. Omaperusteisissa hankkeissa yhtiö kohtaa enemmän riskiä kuin urakoinnissa tai sijoittajahankkeissa, mutta myös kate on selvästi parempi.

**Sijoittajahankkeet:** Yhtiö toteuttaa hankkeen sijoittajalle KVR-periaatteilla hoitaen koko rakentamisen prosessin suunnittelusta rakentamiseen. Rahoitus ja hankekehitys tulee usein sijoittajalta, mutta välillä yhtiö voi lähteä tekemään kohdetta omaperusteisesti ja myydä hankkeen sijoittajille esimerkiksi tasatakseen tilauskannan riskejä.

**Urakointi:** Tekee urakointia tilaajan suunnitelmiin perustuen vain vähän. Urakoinnissa yleensä mukana jo suunnitteluvaiheessa. Urakoinnin painoarvo isoin Toimitiloissa.

Lähde: Lehto, Inderes

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia 1/1

## Rakennusprosessin tuottavuuden nosto

Lehdon strategian kulmakivenä on ollut pitkään jo rakentamisen tuottavuuden nostaminen. Yleisesti rakennusalan tuottavuus on jäänyt muista teollisuuden aloista merkittävästi jälkeen ja nyt olisi myös sen aika nähdä tuottavuusloikka. Lehdon arvion mukaan alan tyypillisimpiä ongelmia ovat rakentamisen kalleus, hankkeiden toteutuksen hitaus ja työläisyys, lopputuotteen virheellisyys sekä rakentamisesta aiheutuva ympäristökuormitus. Näitä Lehto yrittää korjata panostamalla strategiassaan suunnittelun johtamiseen, prosessien ja tuotteiden vakiointiin, teolliseen valmistukseen sekä alan digitaalisointiin.

Vakioituihin konsepteihin perustuvan toimintamallin avulla Lehto pyrkii kehittämään suunnittelua ja rakennustuotantoa siten, että mahdollisimman iso osa konsernin tuotannosta perustuu vakioituihin ratkaisuihin. Teollisen valmistuksen ja tehdastuotannon roolin kasvattamisen tavoitteena on arviomme mukaan moduulipohjaisten ratkaisujen jatkuva kehittäminen ja nykyisten ratkaisujen osuuden kasvattaminen rakennusprosessissa. Tehdastuotanto on Lehdolla kasvanut merkittävästi ja modulaarisuus toimii Asunnot-palvelualueen yhtenä kilpailuetuna. Tehdastuotanto ja valmiit konseptit johtavat näkemyksemme mukaan parempaan laatuun sekä alhaisempaan hintaan ja näin ollen myös parempaan asiakastyytyvyyteen.

## Kannattavuuden parannus keskiössä

Lehto tavoittelee 2021-2023 strategiakaudella

ensisijaisesti kannattavuuden voimakasta parantamista ongelmavuosien jälkeen. Vasta vuonna 2023 ja sen jälkeen voidaan arviomme mukaan odottaa yhtiön historiallisia tulostasoja.

Lehto pyrkii myös strategiassaan kasvattamaan puukerrostalojen suhteellista osuutta yhtiön asuntotuotannosta. Poiketen vanhasta strategiasta yhtiö ei vuoteen 2023 asti ulottuvalla strategiakaudella erityisesti tähtää enää kansainvälistymiseen. Nyt tavoitteena on jatkaa alkuvaiheessa olevaa toimintaa Ruotsissa sekä keskittyä siellä puukerrostaloihin. Ruotsin pilottiprojektin odotetaan käynnistyvän vuonna 2021. Strategiakaudella yhtiö tutkii mahdollisuuksia laajemmin hyödyntää tehdasvalmistesteisiin tilaelementteihin liittyvää osaamista myös muualla kuin asuntotuotannossa, kuten aikaisemmin totesimme.

Strategiassa aikaisemmin on puhuttu paljon digitalisaatiosta ja kansainvälistymisestä, mutta nyt päivityksen yhteydessä keskiössä tuntuu olevan puukerrostalot ja ilmastoasiat. Vakiointi ja rakennusprosessin tuottavuus on pysynyt strategian kärkiteemoina, mutta muuten strategia tuntuu vielä hieman hakevan uomiaan. Tässä vaiheessa kannattavuuden ja yhtiön sisäisten ongelmien korjaaminen on kuitenkin etusijalla, mikä on mielestämme hyvinkin tervetullut suuntaus. Yhtiö on huomannut virheensä ja korjaa niitä nyt rauhassa useiden vuosien ajan.

## Yli strategiakauden ulottuvat tavoitteet

Strategiapäivityksessään vuonna 2020 Lehto pidensi strategian taloudelliset tavoitteet ylettymään 2021-2023 strategiakauden yli. Tämän

vuoksi seuraaviin tavoitteisiin ei tule mielestämme ankkuroitua lähivuosien aikana.

**Kasvu:** keskimäärin noin 10-20 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu

**Kannattavuus:** keskimäärin noin 10 %:n liikevoittomarginaali

**Pääomarakenne:** vähintään 35 %:n omavaraisuusaste (ilman IFRS 16)

**Osinkopolitiikka:** osingonjako noin 30-50 % tilikauden tuloksesta

Lehto on itse arvioinut, että vuoden 2023 loppuun asti ulottuvalla strategiakaudella yhtiön liikevaihto ja liikevoitto tulevat olemaan pitkän aikavälin tavoitteita alhaisempia. Lähivuosien ajan yhtiö keskittyy ensisijaisesti perusprosessiensa kehittämiseen ja kannattavuuden parantamiseen. Myös rakentamisen markkinan epävarmuudet ja laskeva kehitys aiheuttavat paineita kasvuodotuksille. Tämän vuoksi strategiakauden alussa Lehto ei tavoittele liikevaihdon kasvua vaan keskittyy kannattavuuden parantamiseen. Yhtiö tavoittelee liikevaihdon kasvua ja kannattavuuden edelleen parantamista vuosina 2022-2023. Ennusteissamme näemme jo pientä kasvua vuonna 2022, mutta isomman painon olevan suhteellisen kannattavuuden parantamisessa.

Tulevaisuuden tavoitteet vaikuttavat tällä hetkellä hyvin kaukaisilta ja korkeilta. Historialliseen yli 10 %:n liikevoittomarginaaliin tulee olemaan vaikea päästä, sillä esimerkiksi hyvään kannattavuuteen siivittäneissä hoivatiloiissa markkina on muuttunut ja on kilpailullisempi kuin aikaisemmin.

# Sijoitusprofiili 1/2

## Kasvutarina koki ison kolauksen

Lehdon sijoitusprofiilista nousee esiin viime vuosina selkeitä kasvuyhtiön piirteitä, ja kasvun lisäksi yhtiö on ollut historiassaan myös hyvin kannattava. Nyt kuitenkin yhtiö näyttäytyy profiililtaan enemmän käänneyhtiönä, jonka on todistettava liiketoimintamallin toimivuus ja kannattavuus uudelleen.

Vuoden 2019 aikana yhtiö ajautui ongelmiin kannattavuutensa kanssa, ja on vieläkin keskellä tulostäännettä. Yhtiö on liikevoittotasolla tehnyt jo kaksi vuotta tappiota, mutta kampsesi viimein vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä plussan puolelle. Taloudellinen tilanne on heikosta tuloksesta huolimatta parantunut osakeannin sekä suotuisamman kassavirtaprofiiliin (enemmän urakointia) ansiosta. Nyt tuloksen pitäisi pysyä kestävämmiin positiivisen puolella, jotta tulevaisuuden ennustettuun parannukseen voisi nojata.

## Käänneyhtiö hyvällä tuottopotentialilla

Mielestämme Lehdon sijoitusprofiilia kuvaa parhaiten tällä hetkellä syklisen käänneyhtiön profiili. Yhtiön liiketoimintaprofiili on toimialan sisällä suhdanneherkimmistä päästä, mikä tarkoittaa korkeita riskejä, mutta myös kovia tuottoja.

Vuonna 2016-2017 yhtiön oman pääoman tuotto ylsi noin 40 %:iin ollen mille tahansa toimialalle kovia tuottolukuja. Vuonna 2018 ROE-% laski noin 18 %:iin ollen vielä hyvällä tasolla, mutta vuonna 2019 riskit realisoituvat, ja myös oman pääoman

tuotto-% valahti selvästi negatiiviseksi. Tuottopotentialiaali on siis ilmeisen kova, mutta pääsy edes lähelle historiallisia lukemia vaatii yhtiöltä merkittäviä uudistuksia ja parannuksia.

Osakseen näemme vanhat ajat jopa aavistuksen liian hyvinä, sillä esimerkiksi hoivatoiloissa markkinan kysyntä ja tarjonta olivat selvästi epätasapainossa, mikä mahdollisti osittain Lehdon kovat marginaalit. Nyt kilpailu on lisääntynyt ja markkina on muuttunut epäsuotuisaksi Lehdon konsepteille.

## Positiiviset ajurit

Näkemyksemme mukaan Lehdon keskeiset positiiviset ajurit ovat:

**Kannattavuuden korjaus:** Kannattavuuden on noustava paremmalle tasolle ja siinä on selkeästi parannusvaraa.

**Liikevaihdon vakaannuttaminen:** Yhtiön tuotteille riittää näkemyksemme mukaan pitkällä aikavälillä hyvin kysyntää, mutta lyhyellä aikavälillä organisaation pitää saada kasvunhallinta kuntoon.

## Projektioiden poistuminen:

Projektioiden jatkuminen voisi kriisiyttää yhtiön uudelleen ja niiden poistuminen olisi erittäin tärkeä positiivinen ajuri.

**Osaamiseen keskittyminen:** Yhtiön kilpailutekijät ovat vahvimmissaan asunnoissa ja tietyn tyyppisissä toimitiloissa. Hyvinvointitiloissa selkeät kilpailutekijät puuttuvat tai ovat heikentyneet.

**Uusien konseptien kaupallistaminen:** Lehdolla on meneillään muutamia konsepti- ja

kehityshankkeita, joissa haetaan vahvempaa kilpailuetua eri palvelualueilla (puurakentaminen, toimitilojen modulaarisuuden lisääminen).

**Tehdasvalmistuksen lisääntyminen:** Uskomme tehdasvalmistuksen lisääntyvän rakentamisessa edelleen tulevaisuudessa, kun siitä tulee kustannustehokkaampaa tuotannon automatisaation kautta.

## Rakennusprosessin tuottavuuden nosto:

Teollisen esivalmistuksen lisääntyminen ja konseptien vahvistuminen voi nostaa rakennusprosessin tuottavuutta, parantaa laatua ja luoda kustannustehokkaampia ratkaisuja.

## Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

**Tappioiden jatkuminen:** Projektioiden jatkuminen, väärät ratkaisut ja hyvin kannattaneiden palvelualueiden heikkous voivat johtaa tappioiden jatkumiseen.

**Maineriskit:** Ongelmat ja tappiot useissa erityyppisissä kohteissa voivat johtaa eri sidosryhmien keskuudessa yhtiön maineen heikentymiseen.

**Markkina- ja toimialariskit:** Rakentamisen kysyntä vaihtelee voimakkaasti yleisen talouskehityksen mukaan. Lehto on vielä rakentamisen toimialan sisällä suuntautunut suhdanneherkkiin palvelualueisiin.

# Sijoitusprofiili 2/2

**Rahoitus- ja taseriskit:** Lehdon liiketoiminnan herkkyys muutoksille rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa tai likviditeetissä on korkea. Varsinkin suurien omaperusteisten asuntokohteiden rahoitusriskit voivat olla korkeat, sillä niihin sitoutuu tyypillisesti paljon pääomaa pitkiksi ajoiksi ja etupainotteisesti.

**Resurssiriskit:** Lehdon liiketoiminta ja kasvu on hyvin riippuvaista henkilöstön, materiaalien ja muiden resurssien saatavuudesta ja työntekijöiden osaamisesta. Toimialalle on tyypillistä, että resursseista syntyy pulaa silloin, kun kysyntätilanne on vahva: materiaalihinnat lähtevät nousuun, aliurakointihinnat nousevat, vapaiden työntekijöiden määrä vähenee ja näin ollen kasvu hidastuu sekä kannattavuus heikkenee. Toisaalta nyt laskusuhdanteessa resurssipulan ja kustannuspaineen tulisi helpottaa.

**Hankekehitysriskit:** Hankekehitykseen liittyy mm. kaavoitukseen, rahoitukseen, kaupallistamiseen, toteutus- ja myyntiaikatauluihin, yhteistyökumppaneihin ja kohdetyyppiin sisältyviä riskejä.

**Kapasiteetin jousto:** Lehdon liiketoimintamallissa tehtaissa käytetään pääosin omaa työvoimaa ja myös työmailla omaa henkilöstöä on kilpailijoihin nähden arviomme mukaan enemmän. Lisäksi yhtiöllä on omat tehtaats tietyille elementti- ja moduulituotannolle. Oma kapasiteetti on jo vaatinut yhtiötä tekemään tehostustoimia kysynnän vähentyessä.

**Kansainvälistymisen epäonnistuminen:** Ruotsin toiminnot edustavat tällä hetkellä hyvin pientä

osaa Lehdosta, mutta tappiot ovat olleet merkittävät. Potentiaalia on, mutta riskejäkin on jo paljon realisoitunut.

# Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden korjaus

2.

Rakennusprosessin tuottavuuden nosto

3.

Hyvä tuottopotentialiaali

4.

Ongelmien jatkuminen

5.

Tase- ja rahoitusriskit

## Potentiaali



- Kannattavuuden parannus
- Liikevaihdon vakaannuttaminen
- Konseptien kehitys ja teollisen esivalmistuksen lisääntyminen
- Osaamiseen keskittyminen
- Parhaimmillaan kevyen taserakenteen ansiosta vahva tuottopotentialiaali

## Riskit



- Ongelmien ja tappioiden jatkuminen
- Maineriskit
- Markkinariskit
- Rahoitus- ja taseriskit
- Resurssiriskit
- Kansainvälistymisen epäonnistuminen



# Markkinat

## Rakentamisen näkymät epävarmat

Rakentaminen on pärjännyt koronan aikaan varsin vahvasti, kun tilauskantaa on vielä riittänyt. Nyt vuoden 2021 aikana asiakkaiden päätöksenteon epävarmuus ja peruuntuneet hankkeet sekä investointien puuttuminen alkavat vaikuttaa. Tämä näkyy etenkin toimitilarakentamisessa, jossa odotuksissa on laihoja vuosia. Asuntorakentaminen vetää kuitenkin hyvin.

Rakennusteollisuus RT:n viimeisimmän suhdannekatsauksen mukaan rakentamisen määrän odotetaan laskevan vuonna 2021 2 %:lla, kun se viime vuonna laski 1 %:lla. Laskua ajaa toimitilarakentamisen 5 %:n lasku, mutta myös infrarakentamisen määrän odotetaan laskevan 1,5 %:lla. Asuntorakentaminen kääntyy vuoden 2020 noin 6 %:n laskusta noin 2 %:n nousuun hyvien

aloitusmäärien ja vilkkaana jatkuneen asuntokysynnän myötä. Vuonna 2022 tämän taas odotetaan laskevan 6 %:lla. Vuonna 2022 kokonaisuudessaan rakentamisen määrän odotetaan pysyvän vakiona.

Asuntorakentaminen elää tällä hetkellä kiima-aikaansa. Tarjontaa on ollut koronavuonna kysyntään nähden liian vähän, kun yhtiöt laittoivat aloituksiaan tauolle vuoden 2020 keväällä. Nyt yhtiöt kilvan aloittavat uusia hankkeita, mutta epävarmuutta luo se, että jatkuuko asuntomarkkinoiden lento aina vuoteen 2022, jolloin suurin osa vuonna 2021 aloitetuista kohteista valmistuu. Parhaimmassa asemassa ovat mielestämme yhtiöt, jotka ovat saaneet aloituksia aikaan jo vuoden 2020 aikana ja voivat myydä nyt hankkeitaan kuumaan markkinaan. Mitä lähempänä valmistumista hanke yleensä on, sitä

helpompi se on myös myydä. Monella yhtiöllä onkin toiveena, että lento jatkuu markkinoilla tästä eteenpäinkin.

Toimitilamarkkinoilla tilatarpeen muutos ja koronan hiljentämät kauppakeskukset elävät epävarmuuden tilassa. Vasta rokotusten toimiessa ja koronan väistyessä, näemme todelliset vaikutukset markkinaan. Lyhyellä aikavälillä markkinan kysyntä ei viime vuosien huipputasoille tule kuitenkaan yltämään. Julkinen kysyntä osin paikkaa yksityisen sektorin epävarmuutta. Sairaalat, koulut ja päiväkodit ovatkin yhä useamman yhtiön kärkihankkeita tällä hetkellä.

Rakentamisen volyymikehitys				
	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Rakentamisen määrä yhteensä</b>	<b>-4,5 %</b>	<b>-1,0 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<i><b>Asuntorakentaminen</b></i>	-6,9 %	-6,4 %	2,0 %	-6,0 %
<i><b>Toimitilat</b></i>	5,6 %	-2,5 %	-5,0 %	2,0 %
<i><b>Korjausrakentaminen</b></i>	1,5 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %
<i><b>Maa- ja vesirakentaminen</b></i>	-0,6 %	5,0 %	-1,5 %	-1,0 %

# Asuntomarkkinoiden yleiskuva

Peruskysyntätekijät		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Väestönkasvu</li> <li>- Kaupungistuminen</li> <li>- Asuntokuntien keskikoko</li> <li>- Asuntotuotannon vaje</li> </ul>	   
Kuluttajakysyntä		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ansiotason kehitys</li> <li>- Korkojen kehitys</li> <li>- Kuluttajaluottamus</li> <li>- Rahoitus ja sääntely</li> </ul>	   
Sijoittajakysyntä		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vuokratuotto</li> <li>- Tuottovaatimus</li> <li>- Vajaakäyttöasteet</li> <li>- Rahoitustilanne</li> </ul>	   
Tarjonta-ajurit		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Myyntivarastot</li> <li>- Tonttien hinnat ja saatavuus</li> <li>- Rakennuskustannukset</li> <li>- Rahoitus</li> </ul>	   

Arvioiden mukaan tarve 25000-35000 asuntoa vuosittain. Aikaisempien vuosien tuotantotaso ei kestäväällä pohjalla.

Ansiot kehittyneet hyvin ja oma asunto kiinnostaa. Tilantarve kasvaa. Koroissa pientä virettä ylöspäin, mutta ei vielä jarruta.

Yksityissijoittajien kysyntä ollut heikolla tasolla, mutta instituutiokysyntä paikannut. Tuottovaatimukset laskeneet jo alas ja vuokratuotto paikoin alhainen.

Tarjontaa paikoin vähän, paikoin paljon. Hankerahoitus on kiristynyt. Kustannukset pysyneet korkeina aktiviteettia omaavilla alueilla.

Nykytila: = hyvin positiivinen    = positiivinen  
 = heikko    = kohtuullinen

Trendi: = paranee    = vakaa    = heikkenee

# Toimitilamarkkinoiden yleiskuva

Peruskysyntätekijät		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Väestönkasvu</li> <li>- Kaupungistuminen</li> <li>- Ostovoima</li> <li>- Investoinnit</li> </ul>	   
Vuokramarkkina		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vuokratasot</li> <li>- Vajaakäyttöasteet</li> <li>- Rahoitus ja sääntely</li> <li>- Talouden aktiivisuus</li> </ul>	   
Tuottovaatimus		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tuottovaateet</li> <li>- Korkojen kehitys</li> <li>- KV-sijoittajat</li> <li>- Likviditeetti</li> </ul>	   
Tarjonta-ajurit		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tonttien hinnat ja saatavuus</li> <li>- Rakennuskustannukset</li> <li>- Rahoitus</li> <li>- Kannattavuus</li> </ul>	   

Ostovoiman kasvu ja kaupungistuminen lisää kysyntää hyvien liikenneyhteyksien varrella.

Korona laittanut vuokriin laskupaineita. Vajaakäyttöasteet nousee.

KV-sijoittajia ilmaantunut markkinoille, mutta tuottovaatimukset laskeneet jo huomattavan alas.

Tonttipula ja tonttikustannukset rajoittavat tarjontaa. Rahoitus voi olla kiristymään päin koronan luomien epävarmuuksien myötä.

Nykytila: = hyvin positiivinen = positiivinen  
 = heikko = kohtuullinen

Trendi: = paranee = vakaa = heikkenee

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Tilaukanta laskenut huipputasoistaan

Lehdon tilaukannan kehitys oli erittäin vahvaa nousuvuosien aikana. Tilaukanta nousi vuoden 2015 noin 195 MEUR:sta vuoden 2018 lopun 656 MEUR:oon, joka tarkoittaa tilaukannan yli kolminkertaistumista. Vuoden 2019 loppuun tilaukanta kuitenkin laski 27 % noin 482 MEUR:oon operatiivisten haasteiden ja markkinakysynnän hiipumisen vuoksi. Vuoden 2020 lopussa tilaukanta oli vielä merkittävästi huippuvuosien alapuolella noin 426 MEUR:ssa kertoen markkinatilanteen olleen haastava vuoteen 2021 lähdetessä. Tähän on kuitenkin vaikuttanut myös koronan tuomat epävarmuudet sekä yhtiön ja alan kohtaamat haasteet mm. hankerahoituksessa.

Palvelualueittain katsottuna Lehdon omaperusteinen asuntorakentaminen on elänyt hiljaista kautta viimeiset vuodet, mikä on vaikuttanut myös koko yhtiön tilaukannan tasoon. Nyt myös toimitilan puolen kysyntään on vaikuttanut merkittävästi koronan luomat epävarmuudet asiakkaiden päätöksenteossa.

## Kova kasvu kävi kukkarolle

Yhtiön liikevaihdon kehitys on ollut hyvin nousujohteista viimeisen 5 vuoden aikana. Samalla yhtiön kannattavuus on ollut alan kärkiluokkaa. Tarinassa nähtiin kuitenkin rajua muutos oikeastaan jo vuonna 2018. Liikevaihto vielä nousi, mutta tulos alkoi jo heikkenemään. Lopulta vuonna 2019 tulos painui raskaille tappioille.

Tappioiden isoimpina syinä oli mielestämme liian

kova ja hallitsematon kasvu tutuilla sekä tuntemattomilla alueilla. Lisäksi ylikuumentuneen suhdanteen myötä kasvaneet kulut heikensivät tulosta merkittävästi. Merkittävimpänä yksittäisenä syynä oli yhtiön peruskorjaustoiminta, joka syntyi vuoden 2016 aikana toteutetun Warecon-yritysoston kautta. Lopulta peruskorjausyksikkö lakkautettiin vuonna 2019.

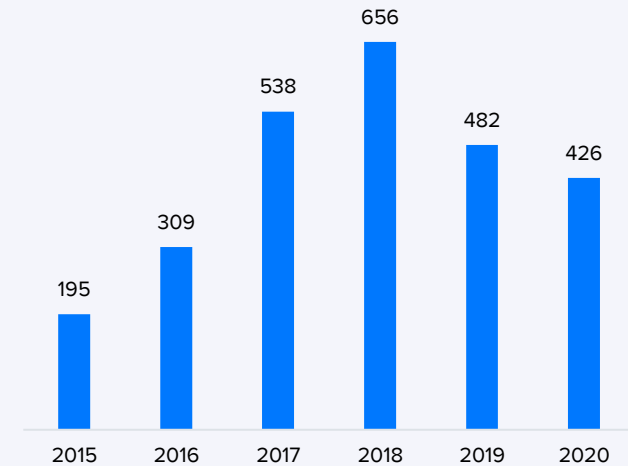
Samalla Hyvinvointitiloissa markkina muuttui eikä Lehdon tarjoamille yksinkertaisille hoivatoille ollut enää vastaavaa kysyntää. Silti hankkeita tarjottiin vanhoilla laskentaperiaatteilla eikä tulot pysyneet kustannuksien kyydissä. Lisäksi osaamisen puute sekä liian kova halu kasvaa koulu- ja päiväkotihankkeissa johti osin merkittäviin epäonnistumisiin.

Asuntohankkeissa kannattavuus pysyi arviomme mukaan hyvällä tasolla vuoteen 2018 saakka, kunnes kohonneet kustannukset ja alentuvan kysynnän myötä laskevat asuntojen hinnat rupesivat näkymään asunnoista saatavassa katteessa.

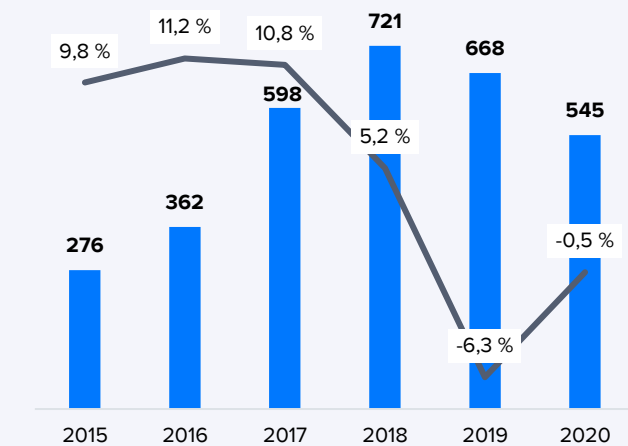
Yhtiön kova halu kasvaa kuumalla markkinalla lisäten kapasiteettia ja laajentuen uusille liiketoiminta-alueille johti merkittäviin virhearvioihin projektien tarjonnassa ja laskennassa koko organisaatiossa. Samalla osaamisen puute, uusille alueille laajentuminen sekä resurssipula on näkynyt heikkona projektihallintana.

Vuonna 2020 merkittäviä ongelmia on korjattu ja tuloksen suunta on kääntynyt parempaan. Yhtiö kuitenkin ajautui vielä toista vuotta putkeen tappioille samalla, kun liikevaihto laskee edelleen. Suunta on kuitenkin nyt oikea.

Tilaukanta (MEUR)



Liikevaihto ja kannattavuus



# Taloudellinen tilanne 2/2

## Taseasema parantunut merkittävästi

Lehdon taseen loppusumma oli vuoden 2020 lopussa 384 MEUR (2019: 452 MEUR). Tase on myös supistunut merkittävästi huippuvuosistaan. Etenkin vaihto-omaisuus on supistunut selvästi omaperusteisten asuntojen määrän laskiessa.

Varallisuuden puolella lyhytaikaiset varat olivat noin 321 MEUR ja noin 80 % taseen loppusummasta. Näin Lehdolla ei ole merkittävästi pitkäaikaista omaisuutta. Pitkäaikaisissa varoissa merkittävimmät erät liittyivät aineellisiin käyttöomaisuushyödykkeisiin. Siihen kuuluu muun muassa omistuksessa olevat tehdaskiinteistöt ja koneet sekä kalusto. Lyhytaikaisissa varoissa suurin varallisuuserä oli vaihto-omaisuus, jonka osuus taseesta oli vuoden 2020 lopussa noin 35 % (2019: 55 %). Vaihto-omaisuudesta 28 MEUR oli IFRS 16 eriä.

Varastot kasvoivat vuosien varrella merkittävästi yhtiön kasvattaessa omaperusteisten asuntojen tuotantoa, mutta nyt kun nämä hankkeet ovat puuttuneet, on myös varaston osuus ja arvo laskenut merkittävästi. Lyhytaikaisissa varoissa lisäksi lyhyet saamiset olivat noin 80 MEUR. Toiseksi suurimmaksi omaisuuseräksi on vapautuneen käyttöpääoman, osakeannin, nostetun luottolimitin myötä noussut kassavarat. Lehdon 105 MEUR kassa vastaa noin 27 % taseen loppusummasta ollen hyvällä tasolla. Tästä tosin 39 MEUR on katettu luottolimitillä.

Vastuiden puolella oma pääoma oli vuoden 2020 lopussa 124 MEUR ja korolliset velat olivat kokonaisuudessaan noin 114 MEUR (IFRS 16 velat:

33 MEUR). Muuten vastattavaa puoli koostuu ostovelosta, projektien saaduista ennakoista ja muista korottomista veloista. Tase on kokonaisuudessaan aika kevyt ja pääomia sitoutuu oikeastaan vaan käynnissä olevaan tuotantoon ja muutamaan kiinteistöön.

## Taloudellinen tilanne antaa rauhaa tulosparannukselle

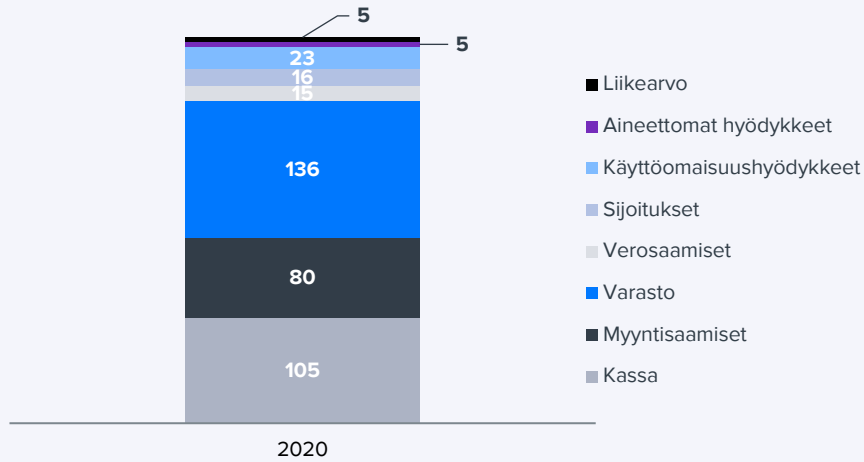
Yhtiön tase- ja rahoitustilanne on parantunut vuoden 2020 aikana ja antaa hyvin yhtiölle rauhaa keskittyä operatiivisten ongelmien korjaamiseen. Ilman IFRS 16 -vaikutuksia nettovelkaantumisaste laski vuoden 2020 aikana -20 %:iin (2019: 74 %) ja omavaraisuusaste parani 43 %:iin (2019: 34 %). Taseen vakavaraisuusluvut ovat hyvällä tasolla ja ilman IFRS 16 -velkoja yhtiö kääntyy jo nettokassapositiiviseksi. Hyvän taseaseman avulla yhtiö voi jo alkaa käynnistämään uusia hankkeita hieman ripeämmin ja luultavasti myös rahoittajat suhtautuvat yhtiöön suopeammin.

Kassavirta kääntyi myös operatiivisesti positiivisen puolelle vuonna 2020. Liiketoiminnan rahavirta oli 74 MEUR positiivinen, kun se vuonna 2019 oli 11 MEUR negatiivinen. Tämä syntyi kuitenkin lähes kokonaan nettokäyttöpääoman pienenemisestä, kun Lehdon volyymit laskivat ja omaperusteisia asuntoja ei ollut merkittävästi rakenteilla. Yhtiön lähtiessä kasvuun käyttöpääomaa tulee jälleen sitoutumaan ja silloin yhtiön tuloksen pitäisi olla jo kunnossa, jotta kassavirrat pysyisivät plussan puolella. Rahoituksen osalta yhtiö nosti vuoden aikana luottolimitin ja maksoi ison osan lainojaan takaisin sekä teki osakeannin. Tämä johti noin 26

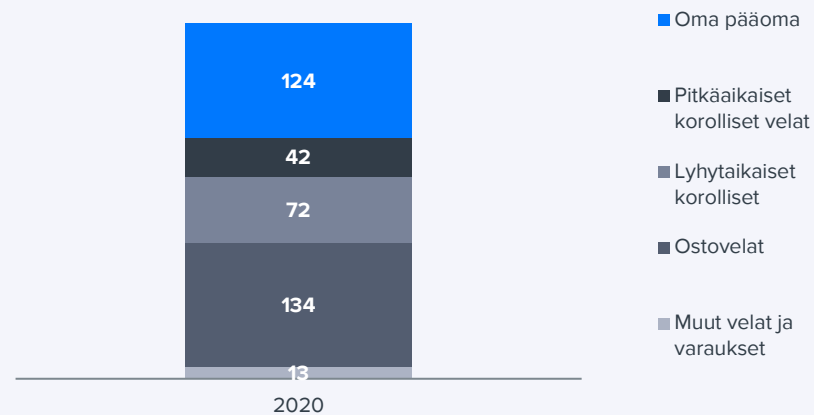
MEUR:n varojen vähennykseen. Koko vuonna kassavarat kuitenkin kasvoivat käyttöpääomien laskun myötä 46 MEUR. Tämä antaa hyvät eväät tulosparannuksen teolle taseen sekä taloudellisen tilanteen puolesta.

# Taseen avainluvut

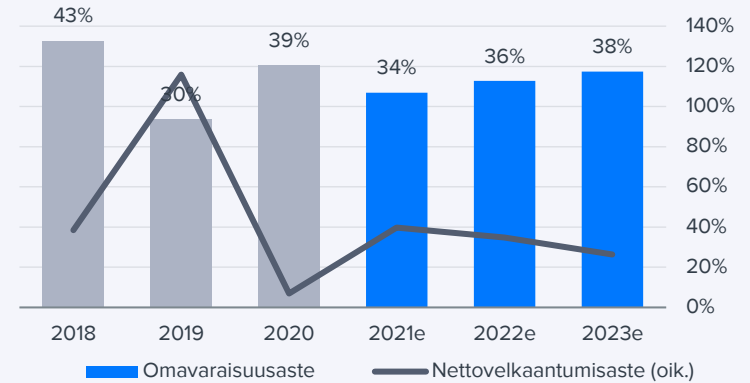
Vastaavaa



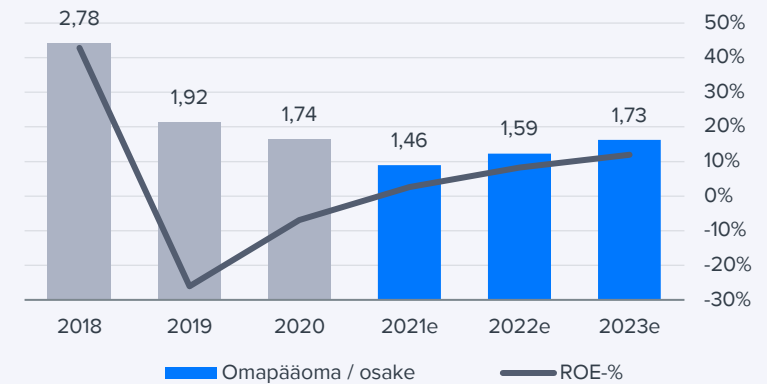
Vastattavaa



Taseen avainlukujen kehitys\*



Oma pääoma / osake ja ROE-%



# Ennusteet 1/3

## Ennusteiden perustelut

Ennustamme Lehdon liikevaihdon kehitystä lyhyellä- ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa yhtiön tilauskannan, omaperusteisten hankkeiden valmistumisen sekä markkinoiden ja yhtiön näkymien perusteella. Pitkällä aikavälillä nojaamme näkemyksemme markkinan kasvupotentiaalista. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden ennusteissa pyrimme arvioimaan yhtiön eri palvelualueiden nykyistä potentiaalia nykyisellä tuotemixillä. Pitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa käytämme yhtiölle arvioimaamme kestävää yli syklin kannattavuutta ja liikevaihdolle markkinan potentiaalista pitkän aikavälin kasvuvauhtia.

## Vuonna 2021 korjataan kannattavuutta

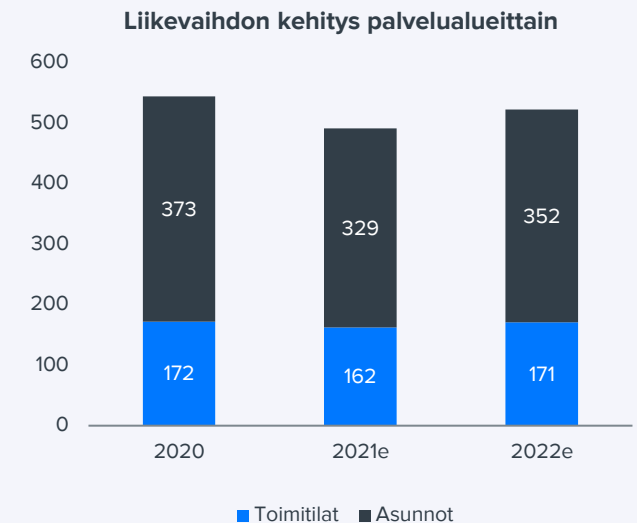
Yhtiön kova kasvuvaihe päättyi vuonna 2019 liikevaihdon selvään laskuun ja isoihin tappioihin. Nyt kestävä pohjaa tulevaisuuden kasvulle lähdetään rakentamaan ennen kaikkea korjaamalla yhtiön haasteita sekä nostamalla kannattavuutta kestävämmälle tasolle osin liikevaihdon kustannuksella. Täyteen potentiaaliin yhtiöllä on mahdollisuudet yltää mielestämme kuitenkin vasta strategiakauden jälkeen vuosina 2024-2025.

Näemme ennusteissamme liikevaihdon jatkavan laskuaan tänä vuonna noin 491 MEUR:oon viime vuoden 545 MEUR:sta tarkoittaen noin 10 %:n liikevaihdon laskua. Kasvu hidastuu vielä näkemyksemme mukaan etenkin Asunnot-palvelualueella.

Ennustamme Asunnot-palvelualueen liikevaihdon jäävän 329 MEUR:oon laskien noin 12 % viime

vuodesta. Asunnoissa omaperusteisten asuntojen valmistumiset laskevat viime vuoden arvioimastamme noin 550 asunnosta noin 380 asuntoon riippuen kohteiden valmistumisajankohdasta. Lehto ei itse erittele omaperusteisten asuntojen liikevaihtoa tai valmistusmääriä, joten luvut ja ennusteet perustuvat omiin arvioihimme valmistuvista asunnoista. Odotamme myös urakoinnin ja sijoittajatuotannon liikevaihdon laskevan. Palvelualueeseen kuuluvat myös hoivatilat ja linjasaneeraus. Linjasaneerauksessa näemme patoutuneen kysynnän hieman tukevan liikevaihtoa, mutta hoivatiloissa heikkojen aikojen jatkuvan. Hoivatilojen organisaatiota on laitettu kuntoon ja tänä vuonna kasvu voi jo kuitenkin odottaa, mutta kokonaisuudessaan se on historiaan nähden alhaisella tasolla.

Kokonaisuudessaan odotamme Toimitilat-palvelualueen liikevaihdon olevan hieman edellisvuoden alapuolella noin 162 MEUR:ssa (2020: 172 MEUR). Toimitiloissa tilauskanta on pitänyt suhteellisen hyvin pintansa koronan aiheuttamista epävarmuuksista huolimatta. Viivästyneiden hankkeiden mahdolliset aloitukset ja asiakkaiden epävarmuuden poistuminen tukee vuoden 2021 liikevaihtoa yhdessä vakaana pysyneen tilauskannan kanssa. Arviomme mukaan Toimitilojen markkinatilanne Lehdon tuotteille on kuitenkin heikentynyt aikaisemmista vuosista. Palvelualueeseen kuuluu myös peruskorjauksen rippeet ja käynnissäolevat kaksi hanketta tukevat vielä liikevaihtoa. Hankkeiden riskit ovat kuitenkin merkittäviä, kun ottaa huomioon Lehdon aikaisemmat peruskorjaushankkeiden tappiot.



# Ennusteet 2/3

Toinen hanke on yhtiön mukaan tappiollinen, mutta toinen etenee suunnitelmien mukaan. Kovinkaan isoa positiivista tulosvaikutusta näistä kuitenkin ei arviomme mukaan voi odottaa. Peruskorjaushankkeiden valmisteluun on yhtiön mukaan panostettu erittäin huolella, jotta samankaltaisilta tai ainakin samansuuruisilta virheiltä ja tappioilta voitaisiin välttyä kuin historiassa.

## Kannattavuus alkaa parantua

Odotamme yhtiön kannattavuuden nousevan vuoden 2019 tappiovuosista selvästi lähivuosien aikana. Yhtiön selkeämpi keskittyminen omaan osaamiseensa, tappiollisten hankkeiden päättäminen ja tehdyt tervehdyttämistoimet tulevat olemaan merkittävimmät kannattavuusparannukseen vievät toimet. Samalla kuitenkin selvästi laskeva liikevaihto, heikommin kannattavan urakoinnin kasvanut osuus, palvelualueiden heikentyneet projektikatteet sekä operatiivisen suoritukseen liittyvät riskit rajaavat vielä potentiaalia. Ennustamme yhtiön liikevoiton nousevan vuonna 2021 noin 8,1 MEUR:oon tarkoittaen noin 1,6 %:n liikevoittomarginaalia (2020: -2,9 MEUR, -0,5 %). Yhtiön tulosparannus on edennyt odotuksiamme hitaammin, kun odotimme jo selkeästi voitollista vuotta vuodesta 2020. Pelkona on edelleen, että kannattavuus jää heikkojen volyymitasojen ja mahdollisten operatiivisten haasteiden vuoksi jälkeen ennusteistamme, kuten on nyt käynyt. Riskit kannattavuusparannuksen suhteen ovatkin edelleen korkealla.

## Palvelualueiden kannattavuus

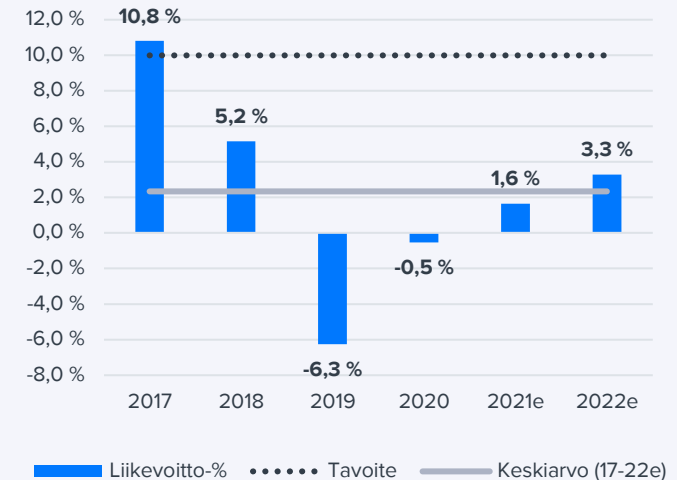
Lehto ei itse ilmoita palvelualueidensa kannattavuutta, mutta näkemyksemme mukaan isoimman vaikutuksen yhtiön kehitykseen tekee yhtiön Asunnot-palvelualue. Arviomme perusteella Lehdon potentiaali palvelualueella voi olla parhaimmillaan selvästi yli 10 %:n liikevoittomarginaalissa, mutta kestävä taso jäänee 7-9 %:n välille. Nyt urakoinnin kasvanut määrä, kulutasoon nähden alhaiset volyymit sekä Lehdolla paikoin nähty asuntojen hintojen lasku sekä aliturakoinnin korkea hinta vetovoimaisilla alueilla pitää liikevoittomarginaalin ennusteillamme noin 3-5 %:n välissä.

Toimitiloissa yhtiö urakoi asiakkaille kohteita ja niissä katteet ovat lähtökohtaisesti alhaisempia. Potentiaali toimitiloissa jää arviomme mukaan noin 3-5 %:n liikevoittomarginaaliin, mutta peruskorjaushankkeet sekä heikentyneet katteet myös muissa toimitilojen kohteissa jättävät ennusteissamme lähivuosien potentiaaloin 0-3 %:n tasolle.

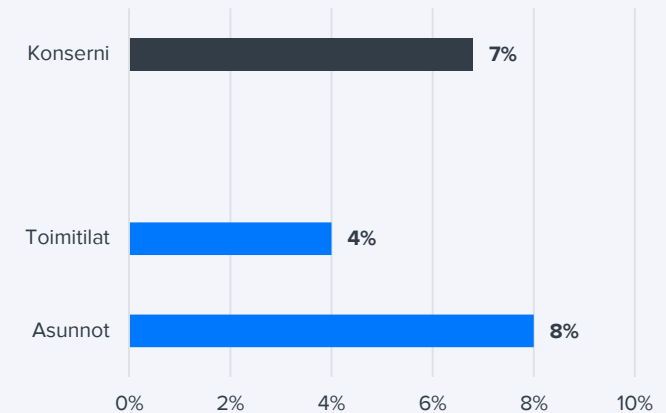
## Yhtiön nykyinen kannattavuuspotentiaali

Palvelualueiden yli syklin kestävä potentiaalinen kannattavuustaso nykyisillä liikevaihtojen painolla tarkoittaisi konsernitason noin 6-8 %:n yli syklin liikevoittomarginaalin tasoa (konsernikulut huomioiden). Tämä on alle yhtiön historiallisen tason sekä myös yhtiön pitkän aikavälin tavoitteen, mutta mielestämme arvioimamme potentiaali on jo alaan nähden korkealla tasolla. Potentiaalitasolle nousuun tarvitaan kuitenkin vielä selkeää operatiivisen suorituksen sekä markkinaolosuhteiden parantumista.

Liikevoitto-% vs tavoite vuosina 2017-2022e



Palvelualueiden ja konsernin yli syklin kannattavuuspotentiaali (ka.)





# Ennusteet 3/3

## Vuonna 2022 nähdään ennusteissamme jo kasvua

Näemme vuoden 2022 olevan yhtiölle jo liikevaihdon osalta kasvun vuosi. Yhtiö tarvitsee merkittävämmän kannattavuusparannuksen aikaansaantiin myös korkeampia volyymitasoja ja näemme yhtiön taloudellisen tilanteen sallivan jo maltillisen kasvun hakemisen. Paljolti kasvun kulmakerroin riippuu markkinatilanteesta ja yhtiön operatiivisten haasteiden taklaamisen onnistumisesta.

Odotamme yhtiön liikevaihdon nousevan 6 %:lla noin 523 MEUR:oon. Näemme etenkin kasvua asuntoliiketoiminnassa, kun omaperusteisia asuntoja aletaan hiljalleen lisäämään tuotannossa. Asuntomarkkinoiden vedon jatkuminen vuoteen 2022 asti olisi lehdolle suotuisaa, sillä yhtiöllä valmistuu tänä vuonna vielä hyvin vähän asuntoja ja usein iso osa asunnoista myydään lähellä valmistumishetkeä.

Toimitiloissa näemme myös epävarmuuden purkautumisen lisäävän kysyntää hankkeille. Ruotsin toiminnot ja kansainvälistyminen tulevat olemaan myös mahdollinen kasvuoptio, jolla voi olla joitain vaikutuksia jo vuoden 2022 kehitykseen.

Kannattavuutta parantaa volyymitason nousun myötä skaalautuvat kiinteät kulut, paremmat projektikatteet sekä tervehdyttämistoimet. Odotamme liikevoiton parantuvan noin 17,2 MEUR:oon tarkoittaen noin 3,3 %:n liikevoittomarginaalia. Kannattavuus paranee, mutta on vielä epävarman tulosparannuksen ja

riskien myötä pitkän aikavälin potentiaalin alapuolella. Jos näemme, että yhtiön ongelmat eivät toistu uusissa projekteissa, voimme myös nojata seuraavien vuosien nousevaan tuloskehitykseen paremmalle luottamuksella.

## Pidemmällä aikavälillä

Pidemmällä aikavälillä näemme yhtiön pääsevän kasvuun jälleen kiihtyvän suhdanteen mukana. Vuosien 2023-2026 aikana ennustamme kasvu yhtiölle on keskimäärin noin 5,5 %. Pitkällä aikavälillä näemme terminaalikasvun olevan noin 1 %:ssa. Keskipitkällä aikavälillä näemme myös yhtiön kannattavuuden kiihtyvän lähemmäs potentiaalista tasoa, mutta tasoittuvan pidemmällä aikavälillä noin 4,5 %:iin. Tulevaisuuden ennusteisiin ja oletuksiin liittyy kuitenkin tässä vaiheessa vielä merkittäviä epävarmuustekijöitä.

## Tuloskasvua merkittäväillä riskeillä

Ennusteidemme toteutuessa lehdon osakekohtaisen tuloksen kasvu lähivuosille olisi alhaisen lähtötason myötä hyvin vauhdikasta, mutta sen toteutuminen on vielä hyvin epävarmaa. Kestävästä paluusta kannattavalle uralle ei ole vielä merkittävästi todisteita. Lisäksi yhtiö toimii hyvin syklisellä alalla, missä markkinoiden muutokset vaikuttavat yhtiön tuloksentelekyykyyn voimakkaasti. Tämän vuoksi tuloskasvulle ei tule antaa samanlaista painoarvoa, kuin esimerkiksi vakaalla ja defensiivisellä toimialalla toimivalle yhtiölle. Ennustettu tuloskasvu käänneyhtiöllä on lähes poikkeuksetta aina korkea, mutta siihen pääseminen on vielä lehdon tapauksessa monen mutkan takana.

Luottamuksemme yhtiön kykyyn tehdä käännos on vielä epävarmalla pohjalla, sillä yhtiön tuloskäänte on edennyt selvästi aikaisempia odotuksiamme hitaammin. Päälimmäisinä negatiivisina riskeinä näemme projektiongelmien jatkumisen, asuntokysynnän hidastumisen, toimitilojen ja asuntojen katteiden heikentymisen, käynnistyneiden peruskorjaushankkeiden epäonnistumisen ja resurssihintojen selvästi odotuksia kovemman nousun. Näiden riskitekijöiden osittainen toteutuminen voisi johtaa selkeisiin ennustelaskuihin ja murentaa markkinoiden luottamusta yhtiöön entisestään.

Yhtiön potentiaali on kuitenkin nykyistä operatiivista suoritusta korkeammalla, jos kaikki sujuu yhtiön lupauksien mukaisesti ja luottamus tuloskasvuun paranee. Mielestämme positiivinen riski ennusteissa liittyy yhtiön markkinan selkeästi parantuvaan kysyntään, odotuksiamme nopeampaan kannattavuusparannukseen ja sen myötä odotuksia nopeampaan kasvuun.

# Ennusteet

<b>Tuloslaskelma</b>	<b>2019</b>	<b>Q1'20</b>	<b>Q2'20</b>	<b>Q3'20</b>	<b>Q4'20</b>	<b>2020</b>	<b>Q1'21</b>	<b>Q2'21e</b>	<b>Q3'21e</b>	<b>Q4'21e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
<b>Liikevaihto</b>	<b>668</b>	<b>119</b>	<b>135</b>	<b>120</b>	<b>170</b>	<b>545</b>	<b>88</b>	<b>119</b>	<b>116</b>	<b>169</b>	<b>491</b>	<b>523</b>	<b>549</b>
Toimitilat	202	44	44	41	43	172	35	39	42	47	162	171	175
Asunnot	466	75	91	79	127	373	53	80	74	122	329	352	373
<b>Käyttökate</b>	<b>-33,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>6,8</b>	<b>4,7</b>	<b>0,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>	<b>8,4</b>	<b>15,4</b>	<b>24,4</b>	<b>32,0</b>
Poistot ja arvonalennukset	-8,2	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-7,6	-1,9	-1,9	-1,9	-1,8	-7,4	-7,3	-7,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-41,8</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>4,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>6,6</b>	<b>8,1</b>	<b>17,2</b>	<b>25,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-41,8</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>4,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>6,6</b>	<b>8,1</b>	<b>17,2</b>	<b>25,0</b>
Nettorahoituskulut	-3,7	-1,0	-1,0	-1,3	-0,6	-3,9	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-3,8	-3,6	-3,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-45,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>-6,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>5,6</b>	<b>4,3</b>	<b>13,5</b>	<b>21,6</b>
Verot	9,8	0,7	0,7	0,8	-3,5	-1,3	0,2	0,0	-0,2	-1,0	-1,0	-2,6	-4,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-35,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-8,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,3</b>	<b>10,9</b>	<b>17,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,13</b>	<b>0,20</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,61</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,13</b>	<b>0,20</b>

<b>Tunnusluvut</b>	<b>2019</b>	<b>Q1'20</b>	<b>Q2'20</b>	<b>Q3'20</b>	<b>Q4'20</b>	<b>2020</b>	<b>Q1'21</b>	<b>Q2'21e</b>	<b>Q3'21e</b>	<b>Q4'21e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-7,4 %	1,4 %	5,1 %	-20,5 %	-37,1 %	-18,4 %	-26,6 %	-11,9 %	-3,9 %	-0,4 %	-9,8 %	6,4 %	4,9 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-212,4 %	-61,9 %	-91,2 %	-81,9 %	4750,0 %	-93,1 %	-49,2 %	-174,4 %	-179,8 %	35,9 %	-378,2 %	112,6 %	46,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	-5,0 %	-1,4 %	0,2 %	-0,6 %	4,0 %	0,9 %	0,1 %	2,6 %	3,4 %	5,0 %	3,1 %	4,7 %	5,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-6,3 %	-3,0 %	-1,2 %	-2,2 %	2,9 %	-0,5 %	-2,1 %	1,0 %	1,8 %	3,9 %	1,6 %	3,3 %	4,6 %
<b>Nettotulos-%</b>	-5,3 %	-3,2 %	-1,4 %	-2,6 %	0,4 %	-1,5 %	-3,0 %	0,2 %	0,8 %	2,7 %	0,7 %	2,1 %	3,1 %

Lähde: Inderes

# Tase-ennusteet

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>55,8</b>	<b>63,3</b>	<b>61,5</b>	<b>59,7</b>	<b>58,2</b>
Liikearvo	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Aineettomat hyödykkeet	4,7	4,5	5,0	4,8	4,3
Käyttöomaisuus	26,6	22,7	20,4	18,8	17,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	3,4	16,1	16,1	16,1	16,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	16,5	15,4	15,4	15,4	15,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>396</b>	<b>321</b>	<b>309</b>	<b>321</b>	<b>342</b>
Vaihto-omaisuus	250	136	167	178	187
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	86,3	79,7	71,9	76,5	80,3
Likvidit varat	59,2	105	69,5	67,0	75,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>452</b>	<b>384</b>	<b>370</b>	<b>381</b>	<b>400</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>112</b>	<b>124</b>	<b>127</b>	<b>138</b>	<b>151</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarat	43,1	35,1	38,4	49,3	62,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	69,2	88,7	88,7	88,7	88,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>60,8</b>	<b>54,4</b>	<b>47,4</b>	<b>57,4</b>	<b>72,4</b>
Laskennalliset verovelat	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Varaukset	9,4	12,5	2,0	2,0	2,0
Lainat rahoituslaitoksilta	50,6	41,5	45,0	55,0	70,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>279</b>	<b>206</b>	<b>195</b>	<b>185</b>	<b>177</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	139	72,2	75,0	60,0	45,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	140	134	120	125	132
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>452</b>	<b>384</b>	<b>370</b>	<b>381</b>	<b>400</b>

# Arvonmääritys 1/5

## Arvostuksen lähtökohdat

Käytämme Lehdon arvonmäärityksessä hyväksemme pääsääntöisesti arvostuskertoimia ja vertailua suhteelliseen hyvään vertailuryhmään. Olemme myös pyrkineet määrittämään yhtiön käypää arvoa hieman pidemmän aikavälin näkemyksellä. Yhtiön heikko viimeaikainen suoritus ja käänteen riskit rajaavat kuitenkin täysin pidemmän aikavälin potentiaaliin nojaamista.

Hinnoittellemme Lehdon osaketta pääosin tulos pohjaisilla kertoimilla. Tase pohjaiset kertoimet soveltuvat mielestämme Lehdolle heikosti, sillä taseessa ei ole merkittäviä varoja ja se koostuu lähinnä vaihto-omaisuuden asunnoista, joka voi johtaa taseen merkittäviin heilahteluihin. Käytämme tulos pohjaisista kertoimista ensisijaisesti EV/EBIT- ja P/E-kerrointa.

EV-kertoimien vertailtavuutta historiaan on heikentänyt IFRS 16-muutokset, jotka ovat Lehdon tapauksessa nostaneet yritysarvon komponenttia. Tämän vuoksi arvostus EV-kertoimilla ei ole vertailukelpoinen historiaan ja hyväksymme niissä aikaisempaa korkeammat kertoimet.

## Hyväksyttävä arvostustaso

Viime vuonna korona on muiden sektorien tavoin heilauttanut arvostuskertoimia rakennussektorilla. Hieman pidemmällä aikavälillä kertoimet ovat tulleet alas viimeisimmän suhdannehuipun tasoilta. Osin suhdannekestävyyden pelkojen, mutta myös yhtiöiden heikon kehityksen myötä. Oikealla näkyvässä pitkän aikavälin graafeissa näkyy Suomen rakennussektorin yhtiöiden

arvostuksen kehitys 2010-luvulta eteenpäin. Trendi on ollut suhteellisen tasainen pitkällä aikavälillä ja nyt myös koronan piikistä asettunut aloilleen.

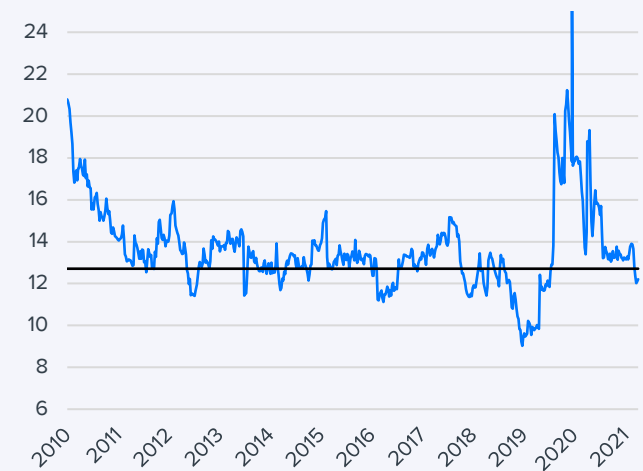
Rakentamisen toimialalla on mielestämme hyvä katsoa syklin yli katsovia pidemmän aikavälin kertoimia, kun määritetään yrityksen arvoa. Lehdolle olemme määritelleet yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa muiden rakennussektorin yhtiöiden perusteella käyttäen eteenpäin katsovia (Forward) arvostuskertoimia.

Pidämme normaalitilanteessa hyväksyttävänä arvostushaaruksena Lehdolle noin 10-14x P/E-kertoimia ja noin 10-14x EV/EBIT-kertoimia. Tämä on mielestämme 2010-luvun sektorin kertoimiin nähden hyvin linjassa.

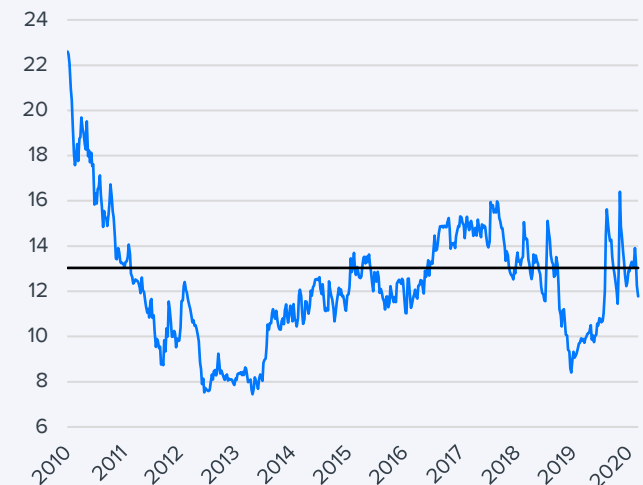
Tällä hetkellä Lehdon hyväksyttävä arvostustasoon ei pysty täydellä luottamuksella nojaamaan, sillä se peilaa yhtiölle normaalissa tilanteessa hyväksyttävää arvostustasoa. Lehdon tulostaso on vielä kaukana normaalista, minkä vuoksi arvostuskertoimet tulevat olemaan erittäin volatiileja tuloskäänteen edetessä.

Korkeatkaan kertoimet lähivuosille eivät näin ole poissuljettuja, jos yhtiön käänne lähtee oikeille raiteilleen. Siinä vaiheessa hinnoittelu siirtyy pitkälle tulevaisuuteen ja mahdollisesti tukea arvostukselle haetaan myös historiallisesta tulostasosta. Tällä hetkellä kuitenkin riskit ja epävarmuustekijät yhtiön tulevaisuudesta pitävät vielä odotuksemme maltillisena.

Sektorin FW EV/EBIT



Sektorin FW P/E



# Arvonmääritys 2/5

## Absoluuttinen arvostus

Kovista tulostakäänteiden odotuksista johtuen Lehdon osakkeen kuluva vuoden absoluuttinen arvostus on noussut korkealle tasolle (21e: P/E: 48x, EV/EBIT: 26x). Vuodelle 2022 osakkeen arvostus laskee (22e: P/E: 14x, EV/EBIT: 12x), mutta ei tarjoa nousuvaraa hyväksymäämme arvostushaarukkaan nähden.

Käytämme arvonmäärityksessämme ensi vuoden kertoimia katsoaksemme jälleen yhden väli vuoden yli. Yhtiön hinnoittelu siirtyy myös nopeasti eteenpäin käänteeseen osoittaessa merkkejä paremmasta. Hyväksymämme arvostushaarukan (P/E: 10-14x, EV/EBIT: 10-14x) keskivälillä ja vuoden 2022 kertoimilla yhtiön osakkeen arvoksi muodostuisi noin 1,7 euroa.

Lehdon arvostuskertoimet tulevat viestimään näkemyksemme mukaan toiveikkautta yhtiön tulostason käänteeseen ja nojaavat hyvin pitkälti markkinoiden luottamukseen yhtiön suorittamiseen. Markkinoiden luottamus on nyt viime vuoden lopusta noussut, mutta itse emme ole vielä tarpeeksi vakuuttuneita käänteestä, jotta voisimme hyväksyä merkittävästi korkeammat kertoimet nykytasoilta. Parannuksen olisi mielestämme tultava ennemmin paremmista tuloskasvunäkymistä.

Laskuvaraa arvostuksessa on mielestämme, jos yhtiön tulostaso pysyy epävarmana ja alle markkinoiden odotusten. Lisätappiot tai viitteet markkinan jäähtymisestä edelleen ovat myös omiaan lisäämään riskien hinnoittelua yhtiön osakkeessa.

## Osinko ei ole merkittävä ajuri osakkeelle

Odotamme Lehdon jatkavan osingonmaksujaan nykyisillä ennusteillamme vasta mahdollisesti vuonna 2022. Osinko ei ole tällä hetkellä kuitenkaan merkittävä ajuri yhtiön osakkeelle eikä tarjoa tukea ennen kuin tuloskehitys on saatu vakautettua.

## Verrokkiryhmä

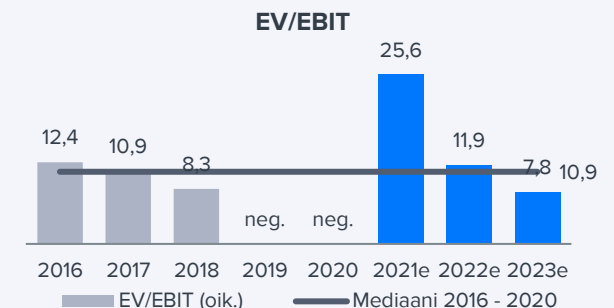
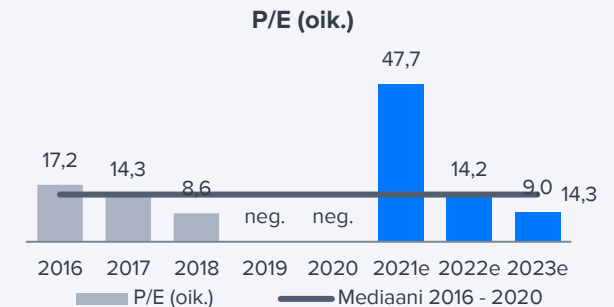
Lehdolle löytyy mielestämme suhteellisen hyvä rakennusyhtiöiden verrokkiryhmä, sillä Pohjoismaissa ja Suomessa on paljon perinteisiä rakennusyhtiöitä. Suurien perinteisten rakennusyhtiöiden prosessit, taserakenteet sekä liiketoiminta-alueet voivat erota kuitenkin hieman Lehdosta eikä yhtiökohtainen arvostus välttämättä anna hyvää vertailupohjaa.

Olemme valinneet verrokkiryhmäämme suomalaisia uudis- ja korjausrakentamisen yhtiöitä ja pohjoismaisia isoja kansainvälisiä rakennusyhtiöitä (Skanska, NCC, Peab). Lisäksi olemme lisänneet yhtiöihin selkeästi pienempiä mm. asuntorakentamiseen erityisesti keskittyneitä yhtiöitä (mm. JM ja Bonava).

Suomesta verrokeiksi on valittu SRV, YIT ja Consi. YIT toimii muissa Pohjoismaissa, Baltiassa ja Keski-Euroopassa, kun taas esimerkiksi SRV:llä pääomarakenne ja liiketoimintamalli on erilainen. Consi taas edustaa korjausrakentamista, mutta se on kuitenkin hyvä verrokki rakennussektorilta.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	1,79	1,79	1,79
Osakemäärä, milj. kpl	87,1	87,1	87,1
Markkina-arvo	156	156	156
Yritysarvo (EV)	206	204	196
P/E (oik.)	47,7	14,2	9,0
P/B	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	13,4	8,4	6,1
EV/EBIT (oik.)	25,6	11,9	7,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,8 %	5,3 %

Lähde: Inderes



# Arvonmääritys 3/5

## Verrokkianalyysi

Käytämme verrokkianalyyseissa tulos pohjaisia kertoimia, joista EV/EBIT-kerroin on erilaisten taserakenteiden vuoksi mielestämme P/E-kerrointa parempi mittari. Lehdon verrokkiryhmän 2022e keskimääräinen (mediaani) EV/EBIT-kerroin on 11x ja P/E-kerroin noin 13x. Näihin nähden Lehto on nyt noin 12 %:n preemiolla hinnoiteltu.

Mielestämme Lehdolle tulisi antaa selkeä diskontto (-10 %) kansainväliseen verrokkiryhmään normaalilla tulostasolla. Yhtiön riskit ovat vielä merkittävät eikä viimeaikainen suoritus tue korkeampaa suhteellista arvostusta. Yhtiön liiketoimintamix on nyt myös pääosin verrokkeja sykliempi ja yhtiö on pienempi kuin osa yhtiöistä.

Yhtiön tulos ei kuitenkaan ole normaalilla tasolla ja Lehdon arvostus tulee heilumaan merkittävästi tuloskäänteiden edetessä. Sen vertaaminen nykyisellään suoraan verrokkeihin voi johtaa harhaan. Vuodelle 2022 hyväksymällämme 10 %:n alennuksella saamme osakkeelle noin 1,4 euron arvon.

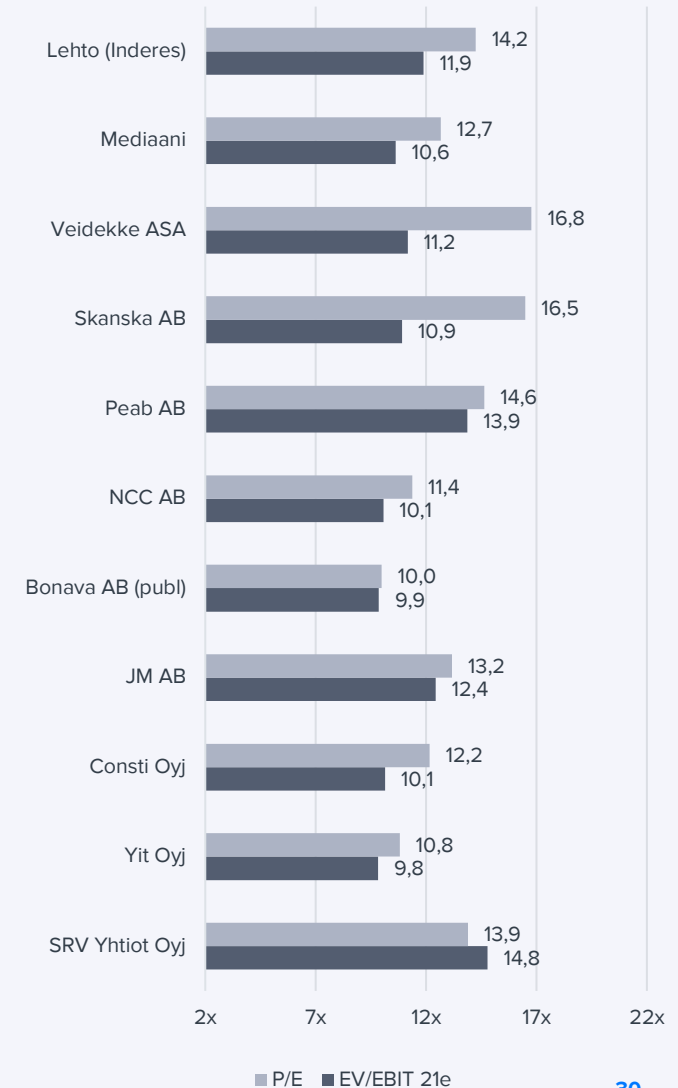
## DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo Lehdon osakkeelle on 2,1 euroa osakkeelta. Parametrien ja kassavirtojen heikon ennustettavuuden takia nojaamme siihen kuitenkin vähemmän kuin muihin menetelmiin. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaaliyksiköillä 1,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 4,5 %:iin liikevaihdosta ollen lähellä sektorin pitkän aikavälin kannattavuustasoa. Mallissa terminaaliyksikön painoarvo kassavirtojen

nykyarvosta on yli 60 % korostaen pitkän aikavälin kestävän tulostason määrittämistä osakkeen DCF-arvonmäärityksessä. Pitkän aikavälin kestävän tulosmarginaalin ollessa 6 %, nousee DCF-mallin arvo 2,6 euroon. Kestävän tason ollessa 3 %, laskee DCF-mallin arvo 1,5 euroon.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus on (WACC) on laskenut vuoden aikana selvästi noin 9,1 %:iin ja oman pääoman kustannus 11,1 %:iin. Yhtiön riskitaso on laskenut osakeantien ja taloudellisen tilanteen vakautumisen myötä, mikä perustelee laskua viimeisimmästä laajasta raportista. Diskonttoarvoissa ei ole enää kuitenkaan mielestämme merkittävää laskuvaraa ja ne ovat myös sektoriin nähden suhteellisen linjassa.

## Verrokkiryhmä 2022e



# Arvonmääritys 4/5

## Käypä arvo 2024 lopussa

Olemme pyrkineet hieman hahmottamaan miltä Lehdon osakkeen arvo voisi näyttää vuoden 2024 lopussa. Olemme pyrkineet valottamaan tällä hieman pidemmän aikavälin potentiaalia. Sijoittajien on kuitenkin huomattava, että vuoteen 2024 on vielä pitkä matka ja se sisältää merkittäviä riskejä. Aikaisemmin teimme arvion vuodelle 2022, mutta sen aikaisiin ennusteisiin nähden yhtiön tulostus on edennyt selvästi hitaammin, joten aikajanaa pitää venyttää pidemmälle.

## Perusskenaariossa tulostaso ennusteidemme mukainen

Saadaksemme Lehdolle arvion käyvästä arvosta täytyy meidän myös määrittellä yhtiön tulostaso vuonna 2024. Perusskenaariossa olemme käyttäneet omaa vuoden 2024 ennustettamme

liikevaihdolle (593 MEUR) ja kannattavuudelle (EBIT-%: 5,5 %), joita pidämme tässä hetkessä todennäköisimpänä skenaariona.

Aikaisemmin määrittelimme yhtiön nykyisen kannattavuuspotentiaalin olevan noin 7 %:ssa. Pidämme tasoa lyhyellä aikavälillä haasteellisena, minkä vuoksi se on meidän optimistisen skenaarion lähtökohta. Sen lisäksi optimistisessä skenaariossa yhtiö pääsisi hieman nopeammin kasvuun jälleen kiinni. Jopa pessimistisessä skenaariossa kannattavuus ja liikevaihto kasvaisi hieman, mutta jäisi pitkäksi aikaa matalalle tasolle.

## Perusskenaarion markkina-arvo: 357 MEUR

Käyttäen yhtiölle hyväksyttävänä arvostuskertoimena aikaisemmin määrittämämme haarukkamme puoliväliä (EV/EBIT 12x), saamme perusskenaariossa yritysarvoksi noin 391 MEUR. Tästä vähentämällä ennustamamme noin 35

MEUR:n nettovelat, saamme vuoden 2024 markkina-arvoksi noin 357 MEUR, joka tekee nykyisillä osakemäärillä yhtiön osakkeen arvoksi noin 4,1 euroa.

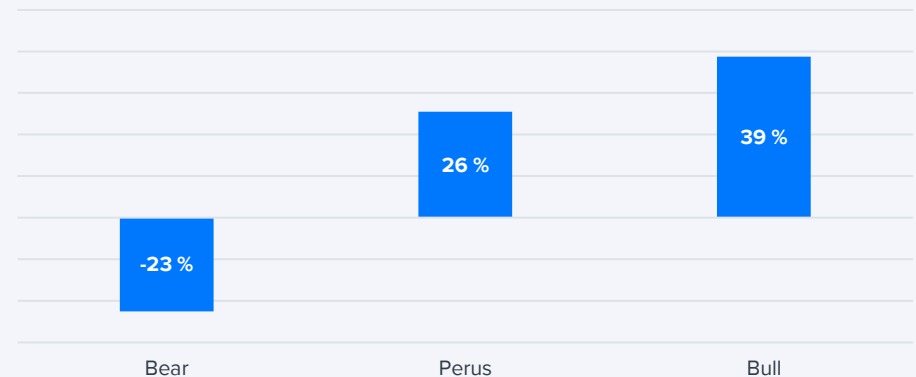
## Vuotuinen tuotto-odotus noin 25 %

Perusskenaarion vuotuisesti tuotto-odotukseksi muodostuu noin 25 % kertoen yhtiön hyvästä tuottopotentiaalista, jos kaikki menee suunnitelmien mukaan. Meidän näkökulmastamme riskit puoltavat vielä varovaista lähestymistä seuraavalle 12 kuukaudelle. Pessimistisessä skenaariossa laskuvaraa olisi noin 60 % ja optimistisessä taas nousuvaraa noin 230 %. Todennäköisyyksien mukaisesti antaisimme Bear-skenaariolle noin 30 %:n todennäköisyyden, perus-skenaariolle 60 %:n ja optimistiselle 10 %:n todennäköisyyden isojen riskien vuoksi. Tästä osakkeen painotetuksi arvoksi vuonna 2024 muodostuisi 3,3 euroa.

Eri skenaariot käyväälle arvolle			
	Bear	Perus	Bull
<b>Tulostaso</b>			
Liikevaihto 2022e	534	<b>593</b>	652
EBIT-%	1,5 %	<b>5,5 %</b>	7,0 %
EBIT	8	<b>33</b>	46
<b>Hyväksytty arvostustaso</b>			
EV/EBIT	12	<b>12</b>	12
<b>Osakekannan arvo</b>			
Yritysarvo 2024e	96	<b>391</b>	548
Nettovelka 2024e	35	<b>35</b>	35
Markkina-arvo 2024e	61	<b>357</b>	513
<b>Osakkeen arvo 2024e</b>	0,7	<b>4,1</b>	5,9
<b>Vuotuinen tuotto-odotus-%</b>	<b>-23 %</b>	<b>25 %</b>	<b>38 %</b>

Lähde: Inderes

## Vuotuinen tuotto-odotus



# Arvonmääritys 5/5

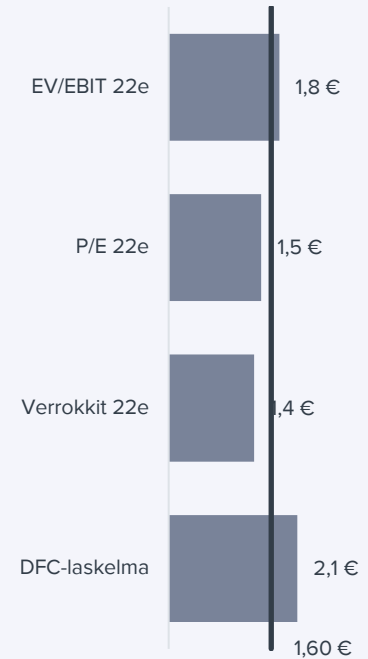
## Riskit painavat vaakakupissa potentiaalia enemmän

Toistamme Lehdon vähennä-suosituksen ja tavoitehinnan 1,60 eurossa laajan raportin yhteydessä. Tavoitehintamme perustuu eri arvonmäärityksille antamiemme painoarvojen mukaiseen arvoon. Annamme selvästi isoimman painoarvon (80 %) absoluuttisille arvostuskertoimille. Pienemmälle painolle jää verrokkianalyysi sekä DCF-laskelma.

Yhtiön lähivuosien arvostuskertoimet ovat mielestämme alkaneet heijastella hyvin yhtiön tuloskäännettä nykyiseen potentiaaliin nähden. Pitkällä aikavälillä yhtiön yltäessä ennusteisiimme, on yhtiössä selvääkin nousupotentiaalia. Vaikka lähivuosien potentiaali käänteen toteutuessa on hyvä, olemme vielä osakkeen suhteen varovaisella kannalla historiallisten operatiivisten haasteiden vuoksi. Haluamme nähdä selkeästi, että tulos saadaan kestävästi paremmalle tasolle ennen kuin voimme isolla luotolla nojata pitkän aikavälin potentiaaliin.

Pidemmän aikavälin potentiaalisen käyvän arvon selkeästi nykyistä osakekurssia korkeampi arvo kuvastaa hyvin mielestämme osakkeen potentiaalia käänteen toteutuessa. Osakkeen riskit ovat kuitenkin vielä merkittäviä ja kovan tuottopotentiaalın kääntöpuolella on, että pahimmassa tapauksessa tulostaso voi kyntää matalalla tasolla vielä pitkään.

## Tavoitehinnan muodostuminen

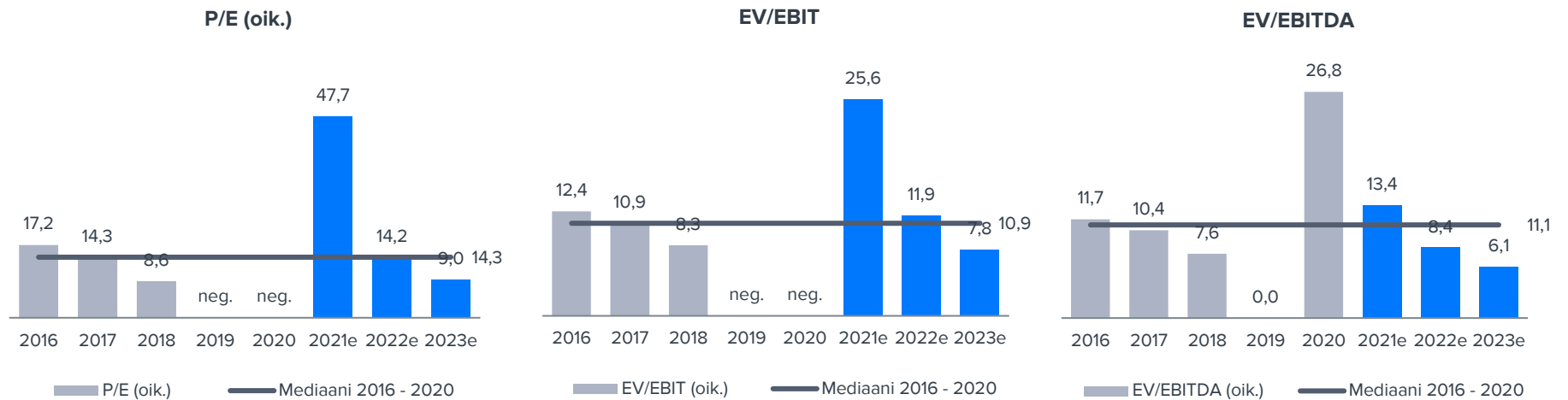




# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	10,2	12,7	4,25	2,35	1,35	<b>1,79</b>	<b>1,79</b>	<b>1,79</b>
Osakemäärä, milj. kpl	54,1	58,3	58,3	58,3	71,0	<b>87,1</b>	<b>87,1</b>	<b>87,1</b>
Markkina-arvo	551	737	248	137	118	<b>156</b>	<b>156</b>	<b>156</b>
Yritysarvo (EV)	500	706	310	267	126	<b>206</b>	<b>204</b>	<b>196</b>
P/E (oik.)	17,2	14,3	8,6	neg.	neg.	<b>47,7</b>	<b>14,2</b>	<b>9,0</b>
P/B	4,8	4,9	1,5	1,2	1,0	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	0,4	0,4	0,2	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
EV/EBITDA (oik.)	11,7	10,4	7,6	neg.	26,8	<b>13,4</b>	<b>8,4</b>	<b>6,1</b>
EV/EBIT (oik.)	12,4	10,9	8,3	neg.	neg.	<b>25,6</b>	<b>11,9</b>	<b>7,8</b>
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,7 %	5,6 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>5,3 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkitaulukko

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
SRV Yhtiöt Oyj	0,70	183	488	22,2	14,8	15,6	11,9	0,5	0,5	139,0	13,9		1,0	1,0
Yit Oyj	5,59	1168	1673	11,8	9,8	9,0	7,8	0,6	0,6	13,7	10,8	3,6	4,3	1,1
Consti Oyj	13,00	100	112	12,1	10,1	9,1	8,0	0,4	0,4	15,0	12,2	3,6	4,1	2,9
JM AB	319,10	2180	2703	12,6	12,4	12,6	12,4	1,7	1,6	13,2	13,2	4,2	4,4	2,7
Bonava AB (publ)	100,00	1077	1490	13,6	9,9	13,3	9,7	1,1	1,0	14,2	10,0	3,5	4,0	1,3
NCC AB	164,40	1738	1914	11,6	10,1	6,2	5,8	0,4	0,4	13,1	11,4	3,8	4,4	3,6
Peab AB	124,70	3206	4290	15,0	13,9	10,5	9,8	0,7	0,7	16,0	14,6	3,7	3,8	2,7
Skanska AB	237,60	9226	8017	10,6	10,9	8,5	8,6	0,5	0,5	16,2	16,5	3,1	3,3	2,4
Veidekke ASA	122,40	1716	1476	12,1	11,2	6,9	6,5	0,4	0,4	18,2	16,8	4,8	5,3	5,4
SERNEKE Group AB (publ)	53,60	123	259	12,1	10,3	10,7	9,2	0,3	0,3	10,1	8,6	1,5	2,7	0,7
Besqab AB (publ)	160,00	244	336	18,3	9,1	23,0	10,5	1,9	1,2	16,2	8,7	2,2	2,8	1,4
Wallenstam AB	134,20	3892	6649	44,9	41,2	44,2	40,2	29,2	26,7	25,6	27,2	1,2	1,3	1,5
<b>Lehto (Inderes)</b>	<b>1,79</b>	<b>156</b>	<b>206</b>	<b>25,6</b>	<b>11,9</b>	<b>13,4</b>	<b>8,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>47,7</b>	<b>14,2</b>	<b>0,0</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>16,4</b>	<b>13,6</b>	<b>14,1</b>	<b>11,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>25,9</b>	<b>13,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,4</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>9,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>15,5</b>	<b>12,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>107 %</b>	<b>12 %</b>	<b>26 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>208 %</b>	<b>12 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-37 %</b>

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

# DCF-laskelma

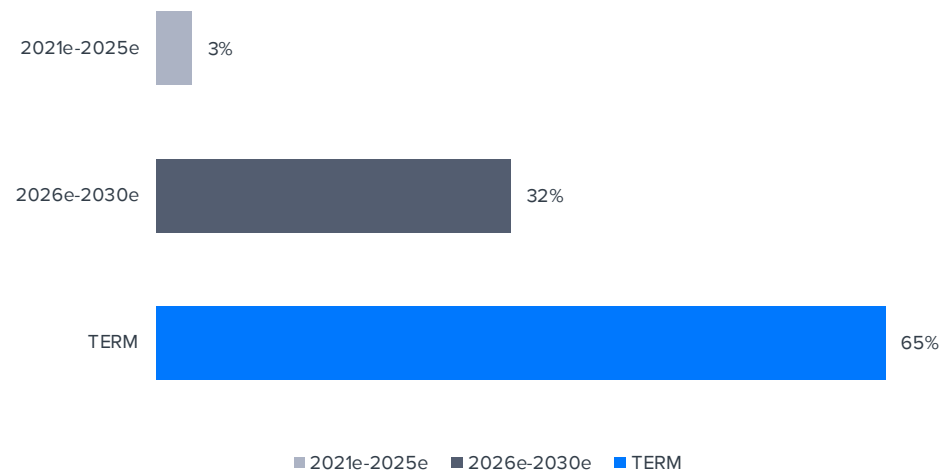
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-2,9</b>	<b>8,1</b>	<b>17,2</b>	<b>25,0</b>	<b>32,6</b>	<b>37,8</b>	<b>39,5</b>	<b>37,5</b>	<b>31,4</b>	<b>32,0</b>	<b>32,4</b>	
+ Kokonaispoistot	7,6	7,4	7,3	7,0	6,6	6,3	6,1	5,9	5,8	5,7	5,7	
- Maksetut verot	-0,5	-1,0	-2,6	-4,3	-5,9	-7,0	-7,5	-7,1	-6,0	-6,1	-6,2	
- verot rahoituskuluista	0,8	-0,9	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-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	114	-36,7	-10,2	-6,3	-10,9	-9,1	-7,0	-5,7	-4,2	-3,4	-1,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>119</b>	<b>-23,2</b>	<b>10,9</b>	<b>20,7</b>	<b>21,7</b>	<b>27,4</b>	<b>30,7</b>	<b>30,2</b>	<b>26,7</b>	<b>27,9</b>	<b>29,8</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,0	-10,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-16,2	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-6,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>106</b>	<b>-39,2</b>	<b>5,4</b>	<b>15,2</b>	<b>16,2</b>	<b>21,9</b>	<b>25,2</b>	<b>24,7</b>	<b>21,2</b>	<b>22,4</b>	<b>23,4</b>	
+/- Muut	19,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	126	-39,2	5,4	15,2	16,2	21,9	25,2	24,7	21,2	22,4	23,4	290
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-37,0</b>	<b>4,7</b>	<b>12,0</b>	<b>11,8</b>	<b>14,6</b>	<b>15,4</b>	<b>13,8</b>	<b>10,9</b>	<b>10,5</b>	<b>10,1</b>	<b>125</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		192	229	224	212	200	185	170	156	145	135	125
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>192</b>										
- Korolliset velat		-113,7										
+ Rahavarat		105										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>183</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>2,1</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,5
Markkinoiden riski-premio	4,8 %
Likviditeettipremio	2,0 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,1 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Osta	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 yhtiökohtaisia 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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 liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.10.2018	Osta	9,50 €	7,73 €
22.10.2018	Vähennä	5,50 €	5,33 €
5.11.2018	Vähennä	5,50 €	5,25 €
12.12.2018	Lisää	5,00 €	4,42 €
9.1.2019	Vähennä	5,00 €	5,25 €
13.2.2019	Lisää	4,70 €	4,32 €
10.5.2019	Vähennä	2,90 €	3,03 €
29.5.2019	Vähennä	2,45 €	2,31 €
7.8.2019	Vähennä	1,90 €	1,97 €
16.8.2019	Vähennä	1,90 €	1,97 €
4.11.2019	Myy	1,50 €	2,02 €
8.11.2019	Vähennä	2,00 €	2,07 €
8.1.2020	Myy	1,90 €	2,34 €
4.2.2020	Vähennä	2,05 €	2,16 €
21.2.2020	Vähennä	2,20 €	2,29 €
8.3.2020	Vähennä	1,90 €	1,87 €
31.3.2020	Vähennä	1,45 €	1,38 €
15.5.2020	Vähennä	1,55 €	1,49 €
14.8.2020	Vähennä	1,50 €	1,53 €
13.11.2020	Vähennä	1,45 €	1,39 €
19.11.2020	Vähennä	1,20 €	1,47 €
19.2.2021	Vähennä	1,50 €	1,57 €
7.5.2021	Vähennä	1,60 €	1,77 €
11.5.2021	Vähennä	1,60 €	1,79 €

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

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**