

Consti Yhtiöt

Yhtiöraportti

1/2018

inde
res.

Korjausrakentaja käänteessä

Nostamme Consti Yhtiöiden suosituksen tasolle lisää (aik. vähennä) ja asetamme tavoitehinnan 10,0 euroon (aik. 9,0 euroa). Pidämme todennäköisenä, että Consti saa nykyiset projektiongelmansa ratkaistua vuoden 2018 aikana ja odotamme yhtiön kannattavuuden palautuvan tämän myötä aikaisemmalle terveelle tasolle. Mielestämme markkinat hinnoittelevat Constin osakkeeseen liikaa heikkoutta ja näemme osakkeen arvostustasossa nousuvaraa käänteeseen edetessä. Constin osake tarjoaa sijoittajille myös yrityskauppaoption, mikä on arvoltaan selvästi positiivinen.

Korjausrakentamisen erikoisosaaaja

Consti on vuonna 2008 perustettu korjausrakentamiseen ja kiinteistöjen teknisiin palveluihin keskittynyt yhtiö. Constin palvelutarjooma kattaa laaja-alaisesti Suomen korjausrakentamisen markkinasta pääosan käsittävistä talotekniikka-, julkisivu- ja sisätilojen saneeraustyöt - segmenteistä. Maantieteellisesti yhtiö on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja erityisesti Helsingin/Uudenmaan alueelle, josta syntyy noin 80 % yhtiön liikevaihdosta. Constin liiketoiminta on hyvin projektivetoista ja jatkuvien palveluiden osuus liiketoiminnasta on matala. Riskejä tasaa kuitenkin vakaasti kehittyvät päämarkkinat, yhtiön laajasti hajautunut asiakas- ja projektiportfolio sekä joustava kapasiteetti. Koska Constin liiketoimintamalli ja kasvu sitovat vain vähän pääomaa ja yhtiön operatiivinen kassavirta on vahva, voi yhtiö samanaikaisesti maksaa korkeaa osinkoa sekä toteuttaa yritysostoja strategian ja kasvun tueksi.

Toimialan vakaat kasvunäkymät ja vahvistuva kannattavuus tulosajureina

Suomen noin 13 mrd. euron arvoisen talojen korjausrakentamisen markkinan kasvun ennustetaan jatkuvan vakaana pitkälle tulevaisuuteen rakennuskannan ikääntymisen ja useiden markkinaa tukevien trendien, kuten kiinteistöjen teknisten vaatimusten kasvun tukemana. Consti on markkinajohtajana, hyvän maantieteellisen asemoitumisensa, sekä kokonaisvaltaisen palvelutarjoomaan ansiosta näkemyksemme mukaan hyvin positioitunut markkinoita nopeampaan kasvuun. Pidämme yhtiön nykyisiä Talotekniikan projektiongelmia tilapäisinä ja odotamme Constin kannattavuuden palaavan vuonna 2018 Talotekniikan uudelleenorganisoinnin ja heikosti kannattavien projektien päättymisen myötä aikaisemmalle terveelle tasolle.

Markkinat hinnoittelevat liikaa heikkoutta osakkeeseen

Constin osake on laskenut viimeisen vuoden aikana noin 40 % ja markkinat hinnoittelevat nykyisten projektiongelmien jatkumista, mikä ei mielestämme ole todennäköistä. Huomioiden ennustamamme tuloskasvu, yrityskauppaoptio ja yhtiön riskiprofiili, osakkeelle voidaan mielestämme hyväksyä noin 13x P/E-kerroin. Ennusteillamme vuosien 2018e ja 2019e P/E-kerroimet ovat 12x ja 9x, sekä vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 9x ja 6x. Rahavirtalaskelma sekä verokirjymääräarvostus tukevat positiivista näkemystämme. Suurimpina riskeinä arvostukselle näemme projektien ongelmien pitkittymisen sekä mahdolliset kilpailuaseman muutokset.

Analyytikko

Jesse Kinnunen

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Edellinen: Vähennä

10,0 EUR

Edellinen: 9,0 EUR



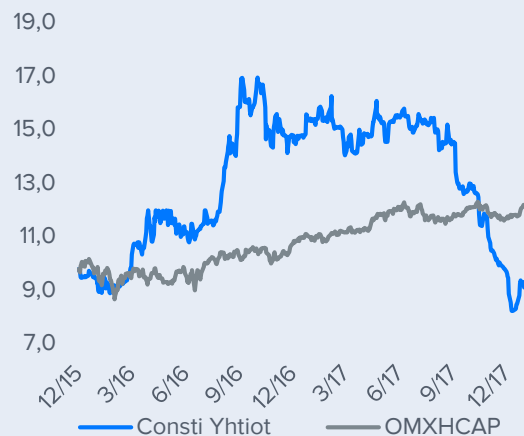
Osakekurssi: 9,12 EUR

Potentiaali: +9,6 %

Avainluvut

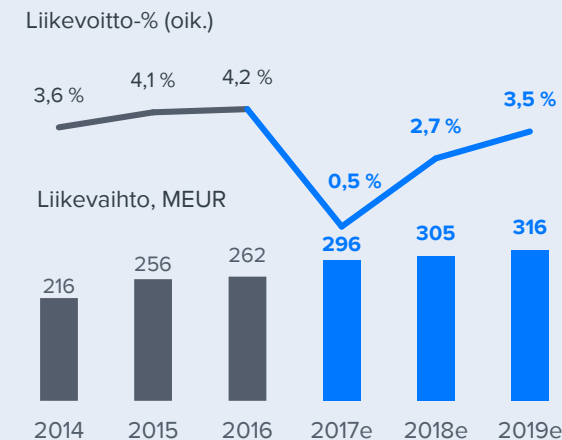
	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	262	296	305
<i>kasvu-%</i>	2,1 %	13,2 %	3,0 %
Liikevoitto (oik.)	11,0	1,5	8,1
<i>liikevoitto-%</i>	4,2 %	1,5 %	2,7 %
Tulos ennen veroja	10,1	0,7	7,2
EPS (oik.)	1,05	0,06	0,75
Osinko	0,54	0,00	0,38
EV/Liikevaihto	0,48x	0,30x	0,28x
EV/EBITDA	9,5x	25,2x	8,6x
EV/EBIT	11,3x	60,3x	10,5x
P/E (oik.)	14,0x	145,8x	12,2x
P/B	3,8x	2,7x	2,2x
Osinko-%	3,7 %	0,0 %	4,2 %

Kurssikehitys



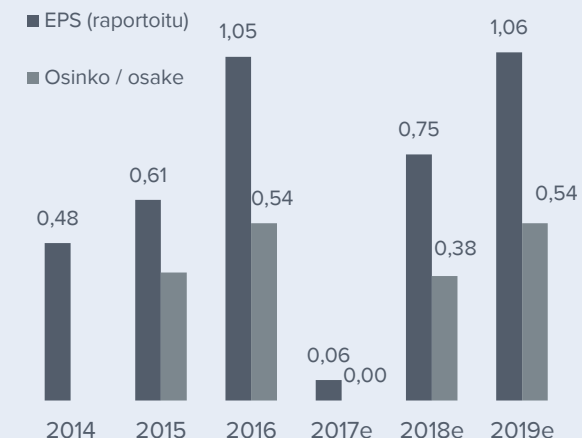
Lähde: Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes,

Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

12x

2018e

EV/EBITDA

8,6x

2018e

EV/S

0,3x

2017e

Osinko-%

4,2

2018e



Arvoajurit

- Talotekniikan uudelleenorganisointi
- Korjausrakentamisen vakaat pitkän aikavälin kasvunäkymät
- Kannattavuuden parantuminen
- Yrityssostot
- Consti on mahdollinen yrityssostokohde



Riskitekijät

- Projektiriskit
- Kapasiteetin käyttöasteen vaihtelut
- Kilpailuaseman muutokset
- Yrityssostojen integraation epäonnistuminen



Arvostus

- Markkinat hinnoittelevat heikon kannattavuuden jatkuvan, mikä ei mielestämme ole todennäköistä
- Vahva operatiivinen kassavirta
- Yrityskauppaoptio on arvoltaan positiivinen

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-7
Sijoitusprofiili	s. 8-9
Liiketoimintamalli	s. 10-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 12-18
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 19-23
Taloudellinen kehitys	s. 24-26
Ennusteet	s. 27-28
Arvonmääritys ja suositus	s. 29-33
Taulukot	s. 34-36
Vastuuvapauslauseke	s. 37

Consti lyhyesti

Consti on Suomen johtava kiinteistöjen korjausrakentamiseen ja taloteknisiin palveluihin erikoistunut yhtiö

2008

PERUSTAMISVUOSI

2015

LISTAUTUMINEN

#1 markkina-osuus

SUOMEN KORJAUSRAKENTAMINEN

* RAKENNUSLEHDEN TUTKIMUSAINEISTO VUOSI 2016

262 MEUR (+2 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016

11,0 MEUR (4,2 % lv:sta)

LIKEVOITTO OIK. 2016

933

HENKILÖSTÖ KESK.
VUONNA 2016

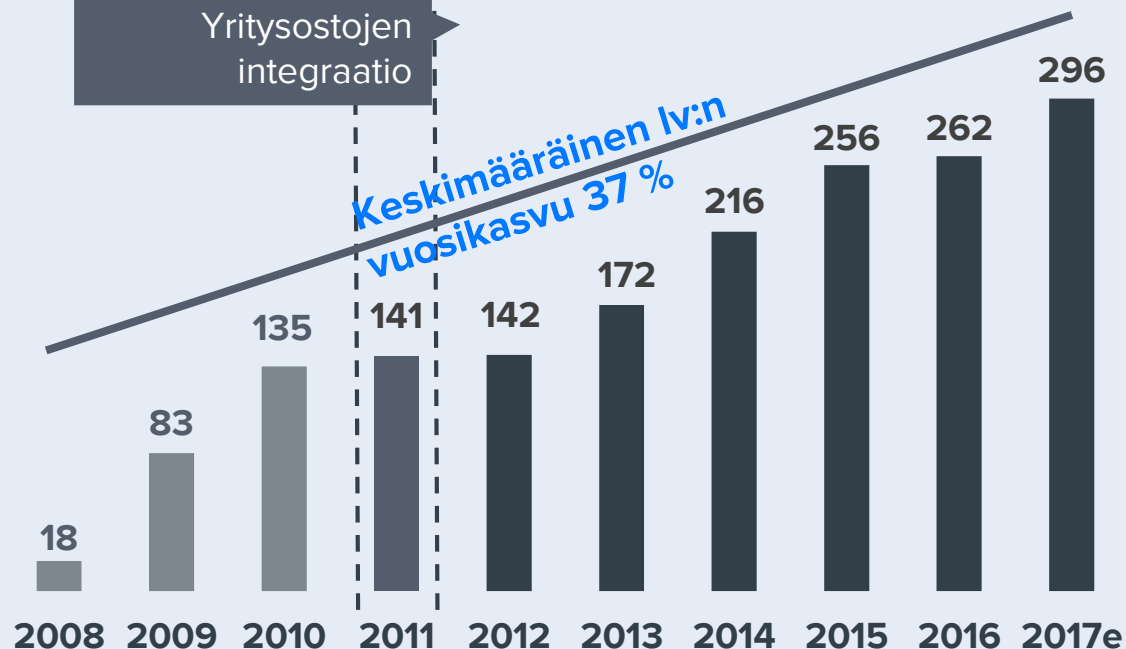
23

YRITYSOSTOA
PERUSTAMISESTA

Consti perustetaan korjausrakentamisen erikoisosaajaksi. Voimakasta kasvua yritysostojen kautta.

Yhtenäinen toimintamalli, projektinhallinnan, myynnin ja markkinoinnin kehittäminen. Voimakas orgaaninen ja kannattava kasvu.

Yritysostojen
integraatio



Yhtiöesittely

Korjausrakentamisen markkinajohtaja

Consti Yhtiöt on yksi Suomen johtavista kiinteistöjen korjausrakentamiseen ja taloteknisiin palveluihin keskittyneistä yhtiöstä. Konserni on perustettu vuonna 2008 kahden talotekniikkayhtiön pohjalta (Koja Tekniikka Oy ja Mansen Putki Oy). Vuonna 2009 Consti teki lisäksi vielä neljä yritystoa ja kaksi liiketoimintakauppaa, jotka muodostivat rungon nykyiselle liiketoimintarakenteelle. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin vuoden 2015 lopulla.

Constin perustajien liiketoimintaideana oli luoda Suomen vakaasti kasvaville korjausrakentamisen markkinoille uudenlainen, kokonaisvaltaisesti korjausrakentamisen ja teknisen ylläpidon palveluita tarjoava yhtiö. Markkinoilla oli tilaa uudelle merkittävälle toimijalle, sillä Suomen isoimmat rakennusliikkeet ovat keskittyneet pitkälti uudisrakentamiseen ja kilpailukenttä korjausrakentamisessa on hyvin pirstaloitunut.

Constin liiketoiminta on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja noin 78 % yhtiön vuoden 2016 liikevaihdosta muodostui Uudeltamaalta, noin 10 % Pirkanmaalta sekä noin 12 % Turun, Oulun ja Lahden seutukunnista. Constin palveluksessa oli vuonna 2016 keskimäärin 933 henkilöä.

Liiketoimintarakenne

Constin liiketoiminta jakautuu kolmeen liiketoiminta-alueeseen:

1. Taloteknisiin järjestelmiin, kuten lvi, sähkö ja automaatioon liittyviä asennus-, korjaus-, huolto- ja ylläpitopalveluita tarjoavaan

Talotekniikkaan (2016: 39 % liikevaihdosta);

2. Rakennusten ulkovaipan (julkisivut, ikkunat, parvekkeet) ja piharakentamisen korjaus- ja huoltopalveluita sekä vuokratalojen peruskorjauksia ja taloyhtiöiden lisärakentamista tarjoavaan Julkisivuihin (2016: 33 % liikevaihdosta);
3. muiden kuin asuinrakennusten saneeraushankkeita ja käyttötarkoituks-
muutoksia sekä pienurakoita ja huoltoa toteuttavaan Korjausurakointiin (2016: 28 % liikevaihdosta).

Lisäksi liiketoiminta-alueisiin sisältyvät palvelurakat sekä tekniset huolto- ja ylläpitopalvelut raportoidaan erikseen Service-liiketoimintana (2016: 15 % liikevaihdosta).

Yhtiön kasvu on ollut muutamaa poikkeusvuotta lukuunottamatta vahvaa ja kannattavaa

Constin vuoden 2016 liikevaihto oli 262 MEUR, missä oli kasvua 2 % vuodesta 2015. Constin kasvu on ollut muutamaa vuotta lukuunottamatta voimakasta perustamisen jälkeen. Yhtiön liikevaihto kasvoi vuosina 2008-2016 keskimäärin 40 % vuodessa. Nopeimmillaan kasvu oli vuonna 2009 (+360 %), jolloin yhtiö teki useita yrityskauppoja liiketoimintarakenteen täydentämiseksi. Vuosina 2011-2012 kasvu hidastui, kun yhtiö keskittyi hankittujen liiketoimintojen integrointiin ja liiketoimintaprosessien yhdenmukaistamiseen. Lisäksi yhtiö myi pienen julkitilojen sisustusratkaisuihin keskittyneen yhtiön. Vuodesta 2013 eteenpäin kasvu jälleen kiihtyi keskimäärin noin 16 %:iin vuodessa. Vuosien 2013-2016 liikevaihdon kasvusta (+82 %) valtaosa oli orgaanista kasvua.

Constin kannattavuuskehitys on ollut nopeasta liikevaihdon kasvusta huolimatta viime vuosina nousujohteista. Vuonna 2016 Constin oikaistu liikevoittomarginaali oli 4,2 % ja liikevoitto 11,0 MEUR, kun vuoden 2013 vastaavat luvut olivat 3,2 % ja 5,5 MEUR. Kannattavuutta on parantanut vahvan volyymikasvun lisäksi mm. onnistunut yritysostojen integrointi, liiketoimintaprosessien ja IT-järjestelmien standardointi, riskien ja projektien hallinnan kehittäminen, sekä kiinteiden kulujen kasvun hallinta. Vuonna 2017 yhtiön kannattavuus kuitenkin heikentyi selvästi projektien toteutukseen ja johtamiseen liittyvien ongelmien takia.

Yritysostot vauhdittaneet kasvua

Yritysostot ja liiketoimintakaupat ovat olleet ja ovat yhä tärkeä osa Constin strategiaa. Vuosina 2008-2017 Consti on toteuttanut tähän mennessä kaikkiaan yhteensä 23 yritystoa tai liiketoimintakauppaa, jotka ovat vauhdittaneet merkittävästi yhtiön kasvua erityisesti vuosina 2009-2011. Vuoden 2011 jälkeen yritysostoja on tehty vähemmän ja ne ovat keskittyneet yhtiön palvelutarjoaman ja osaamisen vahvistamiseen.

Henkilöstöllä merkittävä omistusosuus

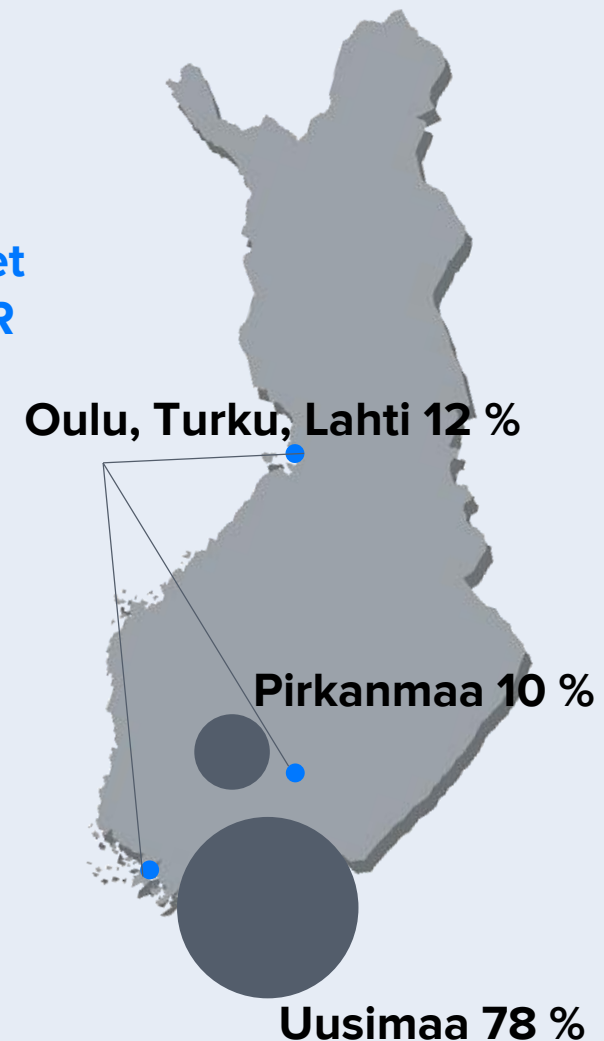
Merkittävä osa Constin omistajakunnasta koostuu yritysostojen yhteydessä yhtiöön sitoutetuista avainhenkilöistä. Henkilöstö ja hallitus omisti Q3'17 noin 23 % osakekannasta. Yhtiön perustamisvaiheesta saakka omistajana ollut pääomasijoittaja Intera Partners irtautui omistuksestaan osin vuoden 2015 lopulla tehdyn listaumisannin yhteydessä ja lopullisesti kesällä 2016 tehtyjen osakemyyntien jälkeen.

Constin liiketoimintarakenne, 2016



**Projekti-
toimitukset
221 MEUR
(85 %)**

**Palvelut
40 MEUR
(15 %)**



Sijoitusprofiili

Yrittäjähenkkinen kasvu- ja käännetyhtiö

Consti profiloituu mielestämme yrittäjähenkisenä kasvuyhtiönä, mutta nykyisten projektiongelmien takia myös käännetyhtiönä. Yhtiön kannattavuus heikkeni huomattavasti vuonna 2017 Talotekniikan projektiongelmien takia. Pidämme todennäköisenä, että Consti saa nykyiset projektiongelmansa ratkaistua vuoden 2018 aikana ja odotamme myös yhtiön kannattavuuden normalisoituvan tämän myötä ja osakkeen arvostustason korjaantuvan. Korostamme, että käänteeseen ja sen ajoittumiseen liittyy luonnollisesti myös riskejä.

Historiansa kautta Constin omistaja- ja liiketoimintarakenne nojaavat vahvasti yrittäjähenkiseen toimintatapaan, joka näkyy sijoittajille joustavuutena ja kasvuhakuisuutena. Henkilöstö ja hallitus omistavat yhtiöstä noin 23 %.

Tuottoprofiili poikkeaa verrokkiryhmästä

Constin riski-tuottoprofiili poikkeaa selkeästi muista Suomen listatuista rakennussektorin yhtiöistä erityisesti korjausrakentamiseen painottuneen toimialafokuksen sekä vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallin kautta.

Korjausrakentamisen kysynnän vaihtelut ovat tyypillisesti uudisrakentamista maltillisempia, mikä madaltaa Constin riskiprofiilia pääosin uudisrakentamiseen keskittyneisiin verrokkeihin nähden. Vaikka Constin liikevaihdosta vain pieni osa muodostuu jatkuvista palveluista, ovat yhtiön projekti- ja asiakasriskit hajautuneet laajasti ja projektien keskikoko on suhteessa verrokkeihin hyvin matala.

Yrityskaupat keskeisessä roolissa

Yrityssostot ovat keskeinen osa Constin strategiaa. Toimiala on hyvin pirstaloitunut ja

siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöstä on runsasta. Constilla on historiallisesti vahvat näytöt onnistuneista yrityskaupoista ja omistaja-arvon luomisesta. Consti on tehnyt historiansa aikana tähän mennessä kaikkiaan 23 yritysostoa.

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

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Constin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Talotekniikan uudelleenorganisointi:** Constilla oli vuonna 2017 merkittäviä projektiongelmia Talotekniikan yksikössä, joiden takia yhtiön kannattavuus heikentyi ja myös mm. toimitusjohtaja irtisanottiin. Mikäli yhtiö saa Talotekniikan yksikön uudelleenorganisoidua, on sillä edellytykset nostaa kannattavuuttaan takaisin vuoden 2016 tasolle teoriassa nopeastikin (EBIT-% 4,2 %), jolloin myös osakkeen arvostustaso voi korjaantua nopeasti.
- **Vahva orgaaninen kasvu:** Korjausrakentamisen pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat vakaat ja Constilla on vahvan markkina-aseman, laajan palvelutarjoaman sekä kasvukeskuksiin fokuksitumisen kautta edelleen hyvät edellytykset toimialaa nopeampaan kasvuun.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Constilla on vahvat näytöt yritysostoista, ja näemme yhtiön pystyvän jatkossakin kiihdyttämään kasvua, luomaan skaalaetuja ja omistaja-arvoa yritysostoin.

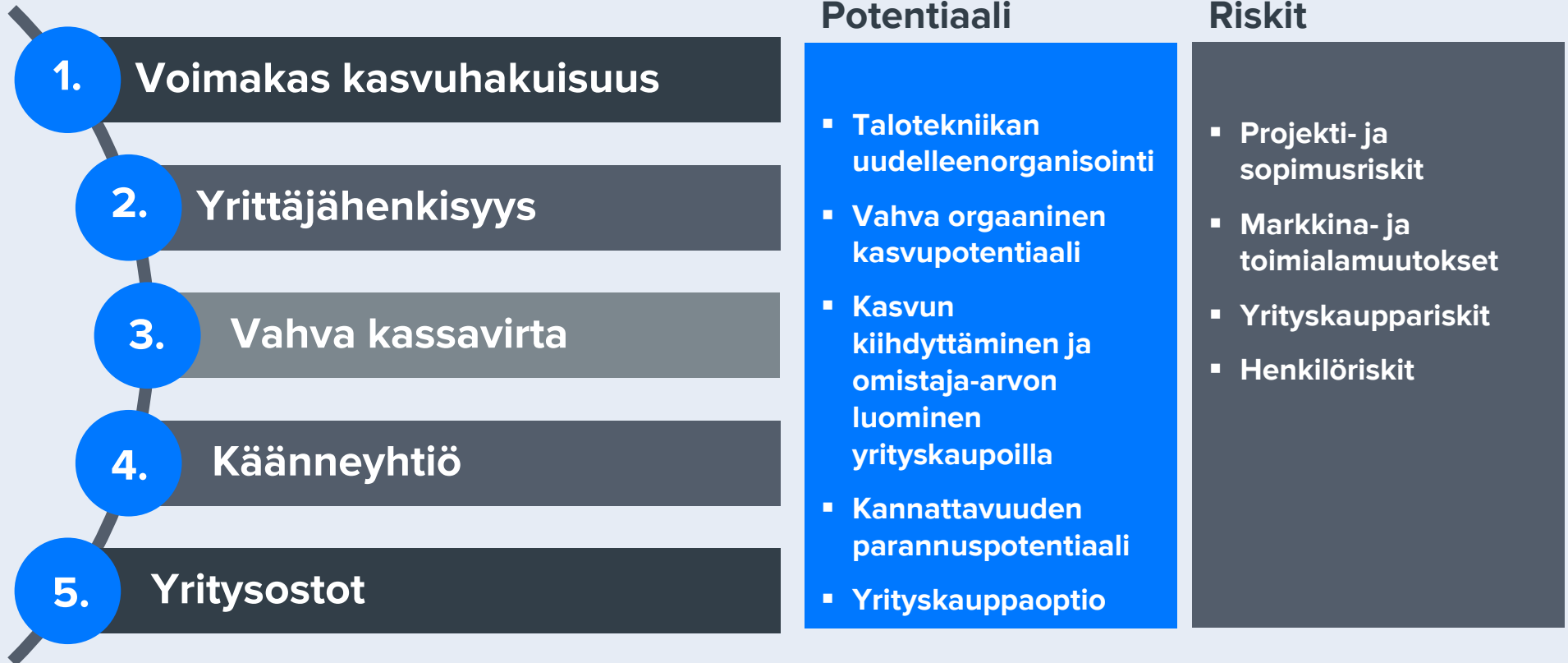
- **Kannattavuuden parantaminen:** Constilla on potentiaalia parantaa kannattavuutta pitkällä aikavälillä erityisesti myyntimixin optimoinnin ja kiinteiden kulujen skaalautumisen kautta.
- **Yrityskauppaoptio:** pidämme mahdollisena, että toinen rakennusyhtiö voisi ostaa Constin preemiolla nykyiseen kurssitasoon.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkina- ja toimialariskit:** Consti toimii projektivetoisella ja henkilötyövaltaisella toimialalla, minkä vuoksi kapasiteetin käyttöasteet voivat vaihdella nopeasti ja heikentää tuloskehitystä. Toimiala on lisäksi hyvin pirstaloitunut ja alalietulokynnys 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 vuonna 2017 ja tämän myötä yhtiön kannattavuus heikkeni.
- **Yrityskauppojen epäonnistuminen:** Yrityskauppojen strukturointiin, hinnoitteluun, avainhenkilöiden sitouttamiseen ja yhtiöiden integrointiin osaksi Constia liittyy riskejä.
- **Henkilöriskit:** Constin liiketoiminta ja kasvu on hyvin riippuvaista henkilöstön saatavuudesta ja osaamisesta. Toimialalle on tyypillistä, että osaajista syntyy pulaa silloin kun kysyntätilanne erityisesti uudisrakentamisessa on vahva.

Sijoitusprofiili



Liiketoimintamalli

Projektivetoinen liiketoimintamalli

Consti profiloituu liiketoimintamalliltaan vahvasti projektivetoiseksi palveluyhtiöksi ja jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta on matala. Service-liiketoiminnaksi määritellyn liikevaihdon osuus on noin 15 %, mutta merkittävä osa myös tästä muodostuu lyhytkestoisesta, projektiluonteista palvelu-urakoinnista.

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

Laaja projektiportfolio ja pieni hankekoko

Constin projektiportfolio on yhtiön kokoon ja muihin listattuihin rakennusyhtiöihin suhteutettuna lukumääräisesti suuri, mutta projektien mediaanikoko on suhteellisesti hyvin matala. Vuonna 2016 Constilla oli käynnissä yhteensä 806 projektia (2015: 700 kpl) ja projektien mediaanikoko oli 0,183 MEUR (2015: 0,222 MEUR). Vertailun vuoksi vuonna 2015 719 MEUR:n liikevaihdon tehneellä SRV:llä oli käynnissä noin 80 projektia, eli projektit olivat keskimääräiseltä arvoltaan noin 8 MEUR.

Vuosina 2012-2016 yhdenkään yksittäisen Constin toimittaman projektin vuosiliikevaihto ei ylittänyt 10 % liikevaihdosta ja vuonna 2016 projekteista 79 % oli arvoltaan 1 MEUR tai alle.

Tilaukannan näkyvyys lyhyehkö, mutta tuotantokapasiteetti on joustava

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

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

Skaalaedut rajallisia

Constin kaltaisen henkilötyö- ja projektivaltaisen liiketoiminnan skaalaedut ovat melko rajalliset. Arvioimme, että yli 75 % yhtiön kustannuksista on luonteeltaan muuttuvia ja suhteellisen heikosti skaalautuvia kustannuseriä. Toisaalta Consti ei ole vielä hyödyntänyt kaikkia potentiaaliaan mm. keskitettyjen materiaali-hankintojen hyötyjen ja kiinteiden kulujen skaalautumisen suhteen.

Monipuolinen ja laaja asiakasjakauma

Constin asiakasjakauma on hyvin monipuolinen eikä yhdenkään yksittäisen asiakkaan osuus ole ylittänyt viime vuosina 10 % liikevaihdosta. Constin pääasiakasryhmänä on noin 35 %:n osuudella asunto-osake- ja isännöintiyhtiöt. Toiseksi suurin asiakasryhmä on julkinen sektori ja liikelaitokset noin 26 %:n osuudella. Kiinteistö-sijoittajien osuus liikevaihdosta on noin 24 % ja muiden yritysten osuus noin 15 %. Constin asiakaskunta on tyypillisesti hyvin vakavaaraista, joten yhtiön luottotappiot ovat olleet historiallisesti suhteellisen matalat.

Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

Constin liiketoimintamalli mahdollistaa normaalisti vahvan operatiivisen kassavirran, sillä projektien maksupositit ovat tyypillisesti etupainotteisia ja sisältävät ennakoita. Lisäksi henkilötyövaltaiselle ja aliurakointia hyödyntävälle liiketoiminnalle tyypilliseen tapaan Constin osto- ja siirtovelat ovat saamisia 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 2016 Constin investoinnit olivat noin 0,7 %:n liikevaihdosta.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

1 Liikevaihto

Markkinan
syklisyys

1

Korjausrakentamisen
tarve on tasaista

Liikevaihdon
jatkuvuus

1

Pääosa liikevaihdesta
on projektipohjaista

Liikevaihdon
hajautuminen

1

Laaja projekti- ja
asiakasportfolio

2 Kannattavuus

Kapasiteetin
joustavuus

2

Merkittävä
alihankinnan ja vuokra-
työvoiman osuus

Kustannusten
skaalautuvuus

2

Suurin osa kuluista ei-
skaalautuvia

3 Pääoman sitoutuminen

Operatiivinen
rahavirta

3

Vahva operatiivinen
kassavirta ja negatiivinen
nettokäyttöpääoma

Investointi-
intensiivisyys

3

Hyvin matala kiinteän
pääoman tarve ja
investointiaste

Arvio Constin liiketoiminnan
kokonaisriskitasosta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

Päivitetyn strategian ensimmäisenä teemana kannattavuus

Consti julkaisi strategiapäivityksen Q2'17-raportissa kaudelle 2017-2021. Päivitetty strategia on arviomme mukaan kokonaisuutena päälinjoiltaan lähellä aikaisempaa strategiaa, mutta se nostaa tärkeimmäksi teemaksi aikaisemmasta kasvusta poiketen kannattavuuden ja tehokkuuden. Se myös painottaa palvelukonseptia, laajentumista korjausrakentamisen arvoketjussa ja nosti ammattitaitoiset työntekijät uudeksi strategiseksi teemaksi.

Strategiassa tavoitteena on edelleen hyödyntää Suomen korjausrakentamisen markkinan tarjoamat vakaat pitkän aikavälin kasvunäkymät. Yhtiö pyrkii strategiassaan vahvistamaan edelleen markkina-asemaansa, nostamaan kannattavuuttaan sekä laajentamaan palvelutarjoomaansa kaikille nykyisille markkina-alueille. Strategia tähtää kasvuun erityisesti Suomen kasvukeskuksissa, sillä näillä alueilla markkinakasvun odotetaan olevan keskimääräistä nopeampaa suuren korjausikään tulevan rakennuskannan sekä vahvana jatkuvan muuttoliikkeen ansiosta. Kasvua, synergioita, palvelutarjonnan laajuutta ja osaamista tukevat yrityskaupat ovat myös keskeisessä roolissa yhtiön strategiassa.

Markkina-aseman ja palvelujen alueellisen peiton vahvistaminen

Constin liiketoiminnan koko, kattava palvelutarjonta, vahvat referenssit ja laaja asiakasportfolio antavat yhtiölle tällä hetkellä selkeitä kilpailuetuja, joiden avulla yhtiö pyrkii jatkamaan markkina-asemansa vahvistamista. Vahvan markkina-asemansa kautta Consti voi esimerkiksi vastata kilpailijoita useampaan

tarjouspyyntöön ja pystyy siten poimimaan paremmin itselleen sopivimmat hankkeet.

Lisäksi Consti pyrkii laajentamaan toimintaansa Suomen kasvukeskuksissa siten, että näillä alueilla kyetään paikallisesti toimittamaan Constin nykyinen täysi palvelutarjooma. Tällä hetkellä Constilla on täysi palvelutarjooma Uudenmaan ja Pirkanmaan alueella.

Palvelutarjonnan ja Servicen vahvistaminen

Vaikka Constilla on korjausrakentamisen markkinoiden laajin tarjooma, on yhtiöllä edelleen aukkoja palvelutarjonnan kattavuudessa. Constin strategisena tavoitteena on täydentää aukot laajentamalla yhtiön palveluita erikoisalueilla kuten lasirakentamisessa ja parvekesaneerauksissa.

Consti myös pyrkii edelleen kasvattamaan Service-liiketoimintaansa, johon kuuluu huolto- ja ylläpitopalvelut sekä palvelu-urakointi. Yhtiön mukaan näiden palveluiden kysyntänäkymät ovat keskimääräistä paremmat ja ne ovat projektiliiketoimintaan verrattuna vähemmän suhdanneherkkiä. Lisäksi Service-liiketoiminnan kannattavuuspotentiaali on yhtiön mukaan keskimääräistä parempi.

Edellisten lisäksi Consti hakee myös uutta liiketoimintaa alueilla, joilla se ei ole aikaisemmin toiminut tai ollut riittävän vahvasti mukana. Näitä ovat esimerkiksi entistä voimakkaampi uusien palveluiden tuotteistaminen, sisäilma- ja energiaratkaisut sekä ratkaisut rivi- ja pienkerrostaloihin, jotka vaativat uudenlaisten palveluiden kehittämistä.

Laajentuminen korjaamisen arvoketjussa

Consti pyrkii strategiassaan laajentumaan

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

Constilla on vahva kokemus uusien korjausrakentamisen menetelmien ja taloteknisten innovaatioiden lanseeraamisesta, ja yhtiö pyrkii strategiassaan edelleen vahvistamaan näiden asemaa ja tuotteistamaan palveluitaan. Esimerkkejä Constin markkinoille tuomista uusista menetelmistä ja taloteknisistä innovaatioista ovat putkiremonteissa käytettävät sujutus- ja pinnoitusmenetelmät, teollista esivalmistusta hyödyntävät Consti Ideal Putki ja kylpyhuoneremontti ja Flowall-tekniikkaseinä sekä teolliseen esivalmistukseen perustuva lisäkerrosrakentaminen.

Operatiivisen toiminnan ja tehokkuuden parantaminen

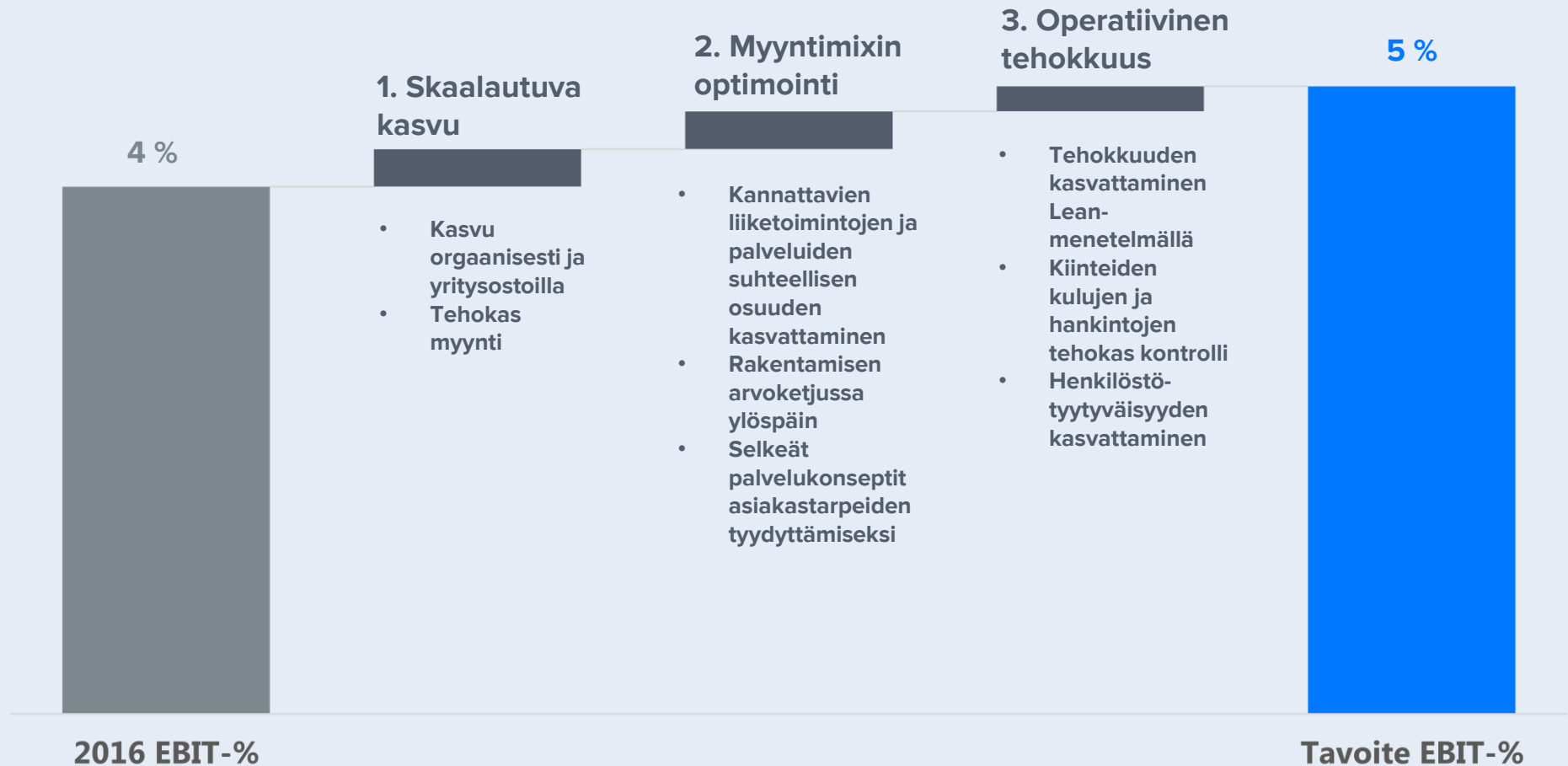
Vuosien 2013-2016 selvästä kannattavuuden parantumisesta huolimatta Consti ei ole vielä saavuttanut 5 %:n liikevoittomarginaalin tavoitetta. Kannattavuutta on nostanut yritysten onnistunut integrointi, osaamisen keskittäminen, toimintamallien ja tietojärjestelmien yhtenäistäminen, riskienhallinnan syventäminen ja järjestelmällisyys, onnistuminen projektien hallinnassa sekä kiinteiden kulujen hallinta.

Consti pyrkii strategiassaan nostamaan kannattavuuttaan edelleen liikevaihdon kasvun tuoman kiinteiden kulujen skaalautumisen, myyntimixin optimoinnin, liiketoimintaprosessien kehittämisen ja standardoinnin (riskien-, kustannusten- ja tuotannon hallinta), sekä parantamalla ostotoimen tehokkuutta.

Constin strategia



Constin strategia EBIT-marginaalin nostamiseen



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Täydentävät yritysostot tärkeä osa strategiaa

Constille on kertynyt toimintahistoriansa aikana kokemusta kaikkiaan 23:sta yritysostosta ja yhtiöllä on vahvat näytöt integraatioiden onnistuneesta toteutuksesta. Vaikka viime vuosien aikana yritysostoja on tehty vain muutamia, ovat yritysostot edelleen tärkeä osa yhtiön strategiaa.

Consti hakee yrityskaupoilla erityisesti liiketoiminta-alueiden osaamista, maantieteellistä peittoa ja asiakaskantaa täydentäviä alueita, skaalaetuja sekä liiketoimintoja, joissa yhtiö näkee mm. rakennemuutosten myötä merkittävää kasvupotentiaalia.

Korjausrakentamisen toimiala on hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöstä on runsasta.

Selkeä kriteeristö yritysostoille

Consti on luonut tarkan kriteeristön yritysostokohteiden kartoittamiseen, jolla pyritään löytämään yhtiön strategiaa parhaiten tukevia kohteita. Kriteerien mukaan: 1) Yritysostojen pitää tukea Constin strategisten tavoitteiden saavuttamista, 2) kohdeyhtiöiden pitää olla taloudelliselta kehitykseltään ja asiakassuhteiltaan vahvoja, 3) ostokohteilla ei saa olla merkittäviä päällekkäisyyksiä Constin kanssa, sekä 4) ostokohteen johdon pitää olla sitoutunut yrityskaupan toteutukseen. Yrityskauppakriteeristön perusteella Constille on valikoitunut noin 50:n potentiaalisen yritysostokandidaatin lista.

Yritysostot rahoitetaan osakkeiden ja käteisen yhdistelmällä

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

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

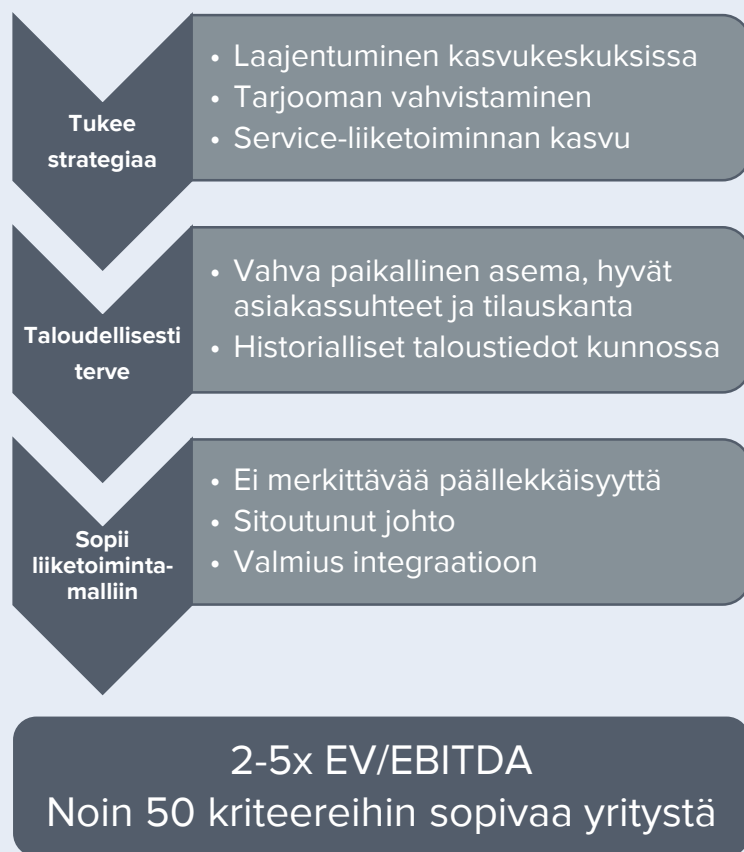
Yritysostoissa merkittävä omistaja-arvon luontipotentiaali

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

Constin oma EV/EBITDA-kerroin (2018e) on tällä hetkellä noin 9x tasolla, joten 4x kertoimella ostetun yhtiön arvo nousisi teoriassa yli kaksinkertaiseksi samalla hetkellä, kun Consti ostaa liiketoimintaan oikeuttavat osakkeet.

Yritysstostrategia

Constin kriteeristö yrityksostoille



Lähde: Inderes, Consti

Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Taloudelliset tavoitteet

Constin pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

- **Kasvu:** Liikevaihdon vuotuinen kasvu keskimäärin vähintään 10 %
- **Kannattavuus:** Oikaistu liikevoittomarginaali yli 5 %
- **Vapaa kassavirta:** Kassavirtasuhde yli 90 % (operatiivinen kassavirta investointien jälkeen / EBITDA)
- **Taserakenne:** Nettovelan ja oikaistun EBITDA:n suhde alle 2,5x
- **Osingonjako:** Vähintään 50 % nettotuloksesta huomioiden yhtiön rahoitustilanne, kassavirta ja kasvumahdollisuudet

Vuonna 2016 Consti täytti taloudelliset tavoitteet taserakenteen (nettovelka/käyttökate 0,9x) ja osingonjaon (51,5 % nettotuloksesta) suhteen. Kasvun (+2,1 %), kannattavuuden (4,2 %) ja vapaan kassavirran (83 %) osalta yhtiö ei yltänyt viime vuonna tavoitteisiinsa.

Kasvutavoite on haastava ilman yritysostoja

Pidämme Constin liikevaihdon kasvutavoitetta varsin haastavana saavuttaa puhtaan orgaanisen kasvun kautta, vaikka yhtiö onkin lähistoriassa pystynyt myös orgaanisesti yli 10 %:n kasvuun. Näkemyksemme mukaan rakennuslalla on kasvava osaajapula, mikä rajoittaa orgaanista kasvua. Osaajapula johtuu toisaalta aiempien

vuosien liian alhaisesta koulutusmääristä ja toisaalta vahvassa kasvussa tällä hetkellä olevasta uudisrakentamisen markkinasta, mikä imee tekijöitä puoleensa. Arvioimme että Consti voi saavuttaa 5-10 %:n orgaanisen kasvun lähivuosina.

Mikäli Constin kasvutavoitteeseen lasketaan mukaan myös yritysostot, on tavoite arviomme mukaan toteuttamiskelpoinen. Constilla on näkemyksemme mukaan taloudellista kantokykyä, liiketoiminnallinen valmius, sekä historiallista näyttöä ja kokemusta useidenkin yritysostojen toteuttamisesta lyhyellä periodilla. Arvioimme, että jo 2-3 pienehkön yritysoston kautta yhtiö pystyy kasvattamaan liikevaihtoaan vuositasolla noin 3-5 %.

Kannattavuus saavutettavissa kasvun kautta

Constin kannattavuus kehittyi vuosina 2013-2016 askel askeleelta kohti 5 %:n liikevoittomarginaalitavoitetta, mutta syyskuussa 2017 kehitys otti askeleen taaksepäin talotekniikan toimialan projektitoimitusten odotettua heikomman kannattavuuden takia. Emme ennusta tällä hetkellä perusskenaariossamme Constin saavuttavan kannattavuustavoitettaan.

Keskeinen tekijä kannattavuustavoitteen saavuttamisessa olisi mielestämme nopea kasvu, joka mahdollistaisi kiinteiden kulujen skaalautumisen ja myyntimixin parantamisen. Olettaen, että yhtiö onnistuu entiseen tapaan yritysostojen integroinnissa ja kiinteiden kulujen hallinnoinnissa, pidämme sekä orgaanista että yritysostojen kautta tapahtuvaa kasvua

kannattavuuden noston kannalta yhtäläisinä vaihtoehtoina.

Vapaa kassavirta

Näemme Constilla lähivuosina hyvät edellytykset saavuttaa vapaan kassavirran tavoite, sillä kassavirran heikentyminen tavoitetason alle vaatisi mielestämme taakseen muutoksia toimialan maksupostikäytänteissä, Constin liiketoimintamallissa ja/tai voimakkaiden suhdannevaihtelujen laukaisemia kapasiteetin sopeutustarpeita.

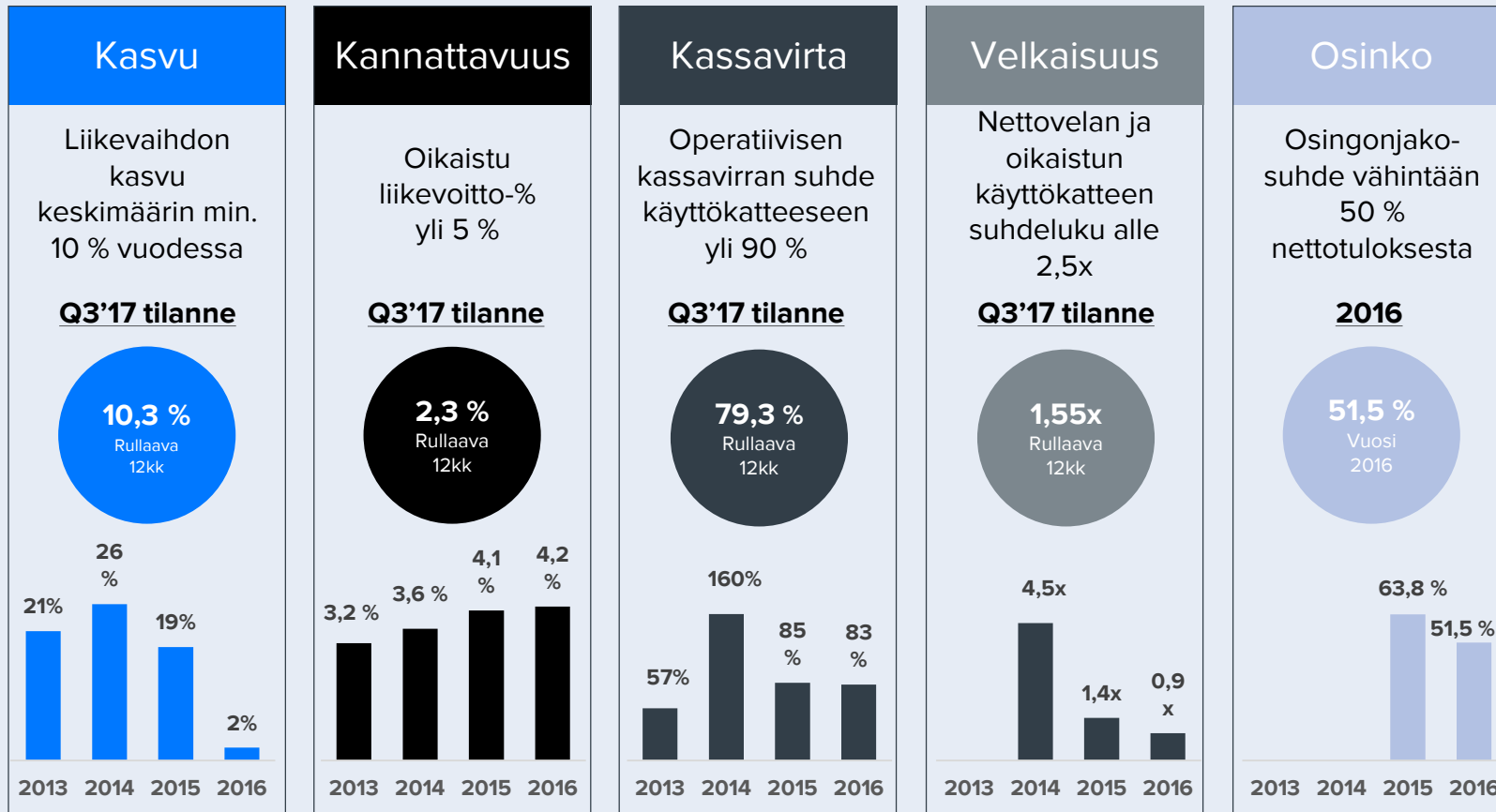
Taserakenne

Constin tavoitetaso nettovelan ja oikaistun EBITDA:n suhdeluvulle on normaalitilanteessa näkemyksemme mukaan helposti saavutettavissa. Suurimpana riskinä velkaisuustavoitteen kannalta pidämme yrityskaupan epäonnistumista, joka voisi johtaa samanaikaisesti velan kasvuun ja operatiivisen tuloskehityksen heikentymiseen. Constin historiallisen yrityskauppojen korkean onnistumisprosentin perusteella pidämme tätä riskiä kuitenkin melko pienenä.

Osingonjako

Nykyinen liiketoimintamalli antaa normaalissa markkina- ja rahoitustilanteessa Constille erinomaiset edellytykset osingonjakosuhteen ylläpitämiselle yli 50 %:n tasolla. Näkemyksemme mukaan suurin riski osingonjakosuhtetavoitteen alittamiseen on suuren yritysoston vaatimat rahoitustarpeet tai epäonnistuminen yritysostojen integraatiossa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4



Toimiala

Päämarkkinana kasvukeskusten korjausrakentaminen

Consti toimii pääasiassa Suomen kiinteistöjen korjausrakentamisen markkinassa, mutta talotekniikan osalta myös uudisrakentamisen markkinakehitys on yhtiölle olennainen ajuri. Arvioimme Constin uudisrakentamisen liikevaihdon osuudeksi noin 12 % vuonna 2016. Maantieteellisesti Constin toiminta keskittyy kasvukeskuksiin, Uudellemaalle, Pirkanmaalle, sekä Turun, Lahden ja Oulun alueelle.

Korjausrakentamisen markkina kasvaa vakaasti

Korjausrakentamisen osuus Suomen noin 25,3 mrd. euron arvoisesta talonrakentamisen markkinasta oli vuonna 2016 noin 50 %. Korjausrakentamisen volyymi on kasvanut viimeisen vuosikymmenen ajan hyvin vakaasti, keskimäärin noin 2,1 % vuodessa (nimellisesti keskimäärin 4 %), kun taas talonrakentamisen uudistuotannon volyymikasvu on heitellyt voimakkaasti ja laskenut keskimäärin noin 1,1 % vuodessa.

Rakennusteollisuus RT ennustaa Suomen korjausrakentamisen keskimääräiseksi vuosikasvuksi 1,5 % vuosina 2017-2018 ja Euroconstruct vastaavasti noin 1,7 % vuosille 2017-2019. Korjausrakentamisen kasvua ajaa rakennuskannan keski-ikäen nousu ja tyypilliseen peruskorjausikään tulevien (n. 50-vuotta) vanhojen rakennuksien osuuden kasvu rakennuskannasta. Nyt peruskorjausiässä olevien 60-luvun rakennusten osuus Suomen rakennuskannasta on noin 11 %, kun 2020- ja 2030-luvulla korjausikään tulevien 1970- ja 1980-luvun rakennusten osuus on noin 18 % ja 20 %.

Lisäksi korjausrakentamisen kasvua tukee mm.

nousevat energiakustannukset ja -tehokkuusvaatimukset, rakennusten käyttötarkoituksuu muutosten määrän lisääntyminen, väestön ikääntymisen myötä kasvavat esteettömyysvaatimukset, sekä talotekniikan määrän ja vaatimustason kasvu. Korjausrakentamisen kasvua hidastaa tällä hetkellä puolestaan erityisesti ammattitaitoisen työvoiman saanti.

Suomen talonrakentamisen uudistuotantoon odotetaan myös kuluvalle ja lähivuosille vahvaa kasvua. Rakennusteollisuuden ennusteen mukaan (10/2017) uudistuotannon volyymikasvun ennustetaan olleen vuonna 2017 noin 7,5 % ja vuonna 2018 olevan noin 2,2 %. Constille olennaisten liike- ja toimistorakennusten sekä julkisten palvelu-rakennusten volyymikasvun ennustetaan olleen 6,7 % ja 4,6 % vuonna 2017 ja olevan 6,0 % ja 3,6 % vuonna 2018.

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:n mukaan Helsingin seudun osuus asuinrakennusten korjaustarpeesta on 25 %. Constille olennaisten Tampereen, Turun, Lahden ja Oulun alueiden osuus on puolestaan noin 21 %. 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. Tällä hetkellä isoimpien kaupunkiseutujen osuus korjausrakentamisen markkinasta on noin 58 %.

Asiakastyypeittäin katsottuna suurin osuus korjausrakentamisen markkinasta koostuu asuinrakennusten omistajista, jotka kattavat 77 % markkinasta. Näistä suurin ryhmä on 42 % osuudella yksittäiset kotitaloudet, toiseksi suurin ryhmä 24 %:n osuudella asunto-osaakeyhtiöt ja kolmanneksi suurin ryhmä 14 %:n osuudella yritykset. Vuokratilojen osuus on noin 10 % ja julkisen sektorin noin 11 %.

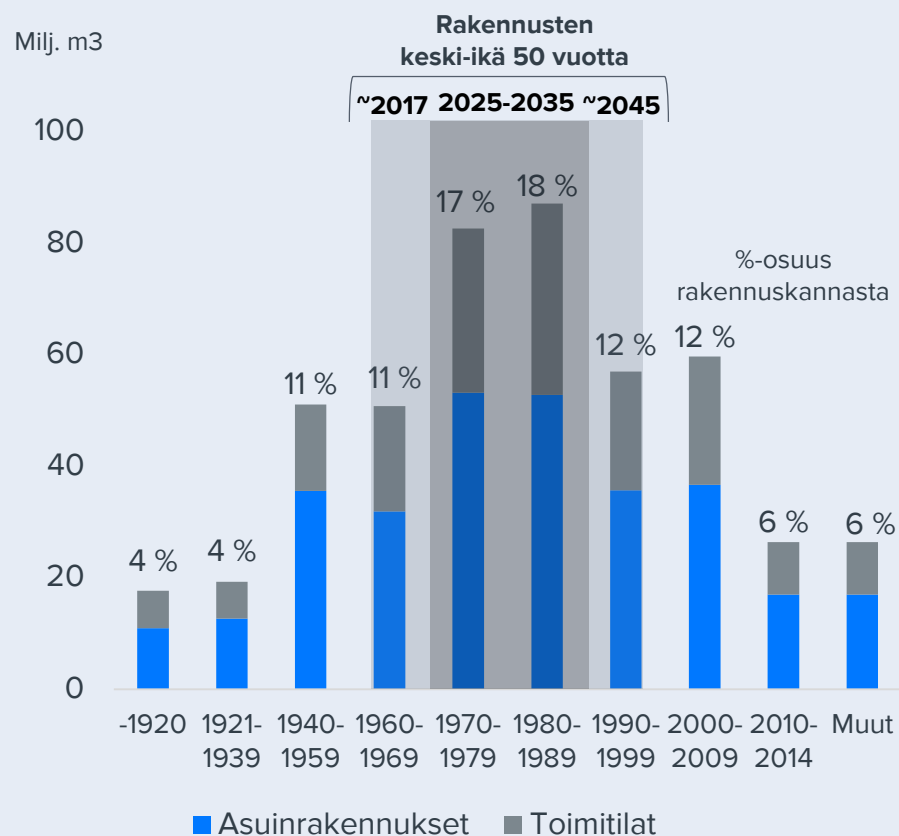
Markkina on hajautunut useaan osa-alueeseen ja projektien keskikoko on matala

Taloteknisten palveluiden (33 %), julkisivujen korjauksen (23 %) ja rakennusten saneeraustyöt (21 %) kattavat kokonaisuutena 77 % korjausrakentamisen markkinasta. Muu osa (23 %) markkinasta jakautuu työmaapalveluihin (10 %), suunnittelu- ja projektinjohtopalveluihin (7 %), pihojen rakentamiseen (3 %) ja kattokorjauksiin (3 %).

Korjausmarkkinan projektien keskikoko on uudisrakentamiseen verrattuna hyvin matala. Yli 80 % korjausrakentamisen projekteista on kooltaan alle 0,3 MEUR ja lähes 40 % alle 50 TEUR. Suuret, yli 0,5 MEUR:n projektit ovat keskittyneet lähes täysin suuriin kaupunkeihin ja niiden osuus markkinasta on vain noin 10 %.

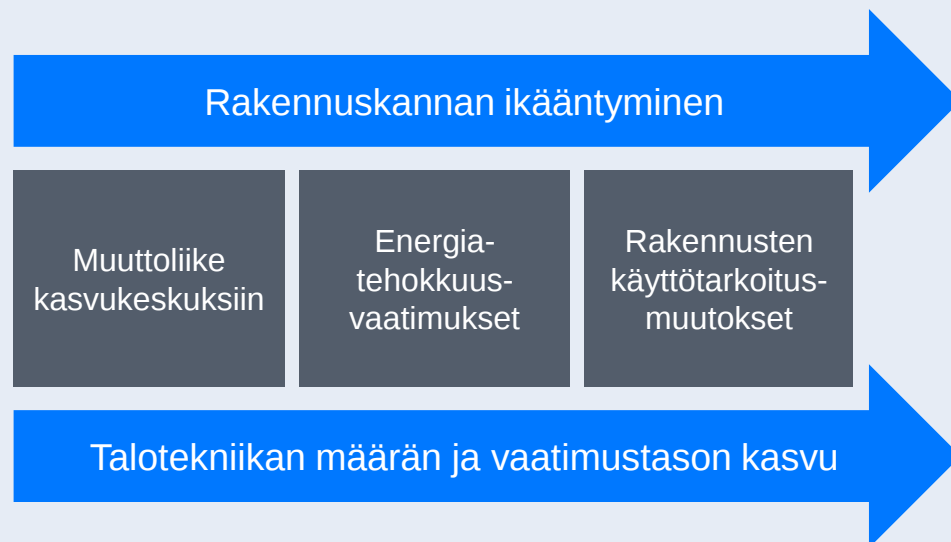
Toimialan kasvuajurit

Suomen rakennuskannan ikäjakauma



Lähde: Consti, Tilastokeskus, Inderes

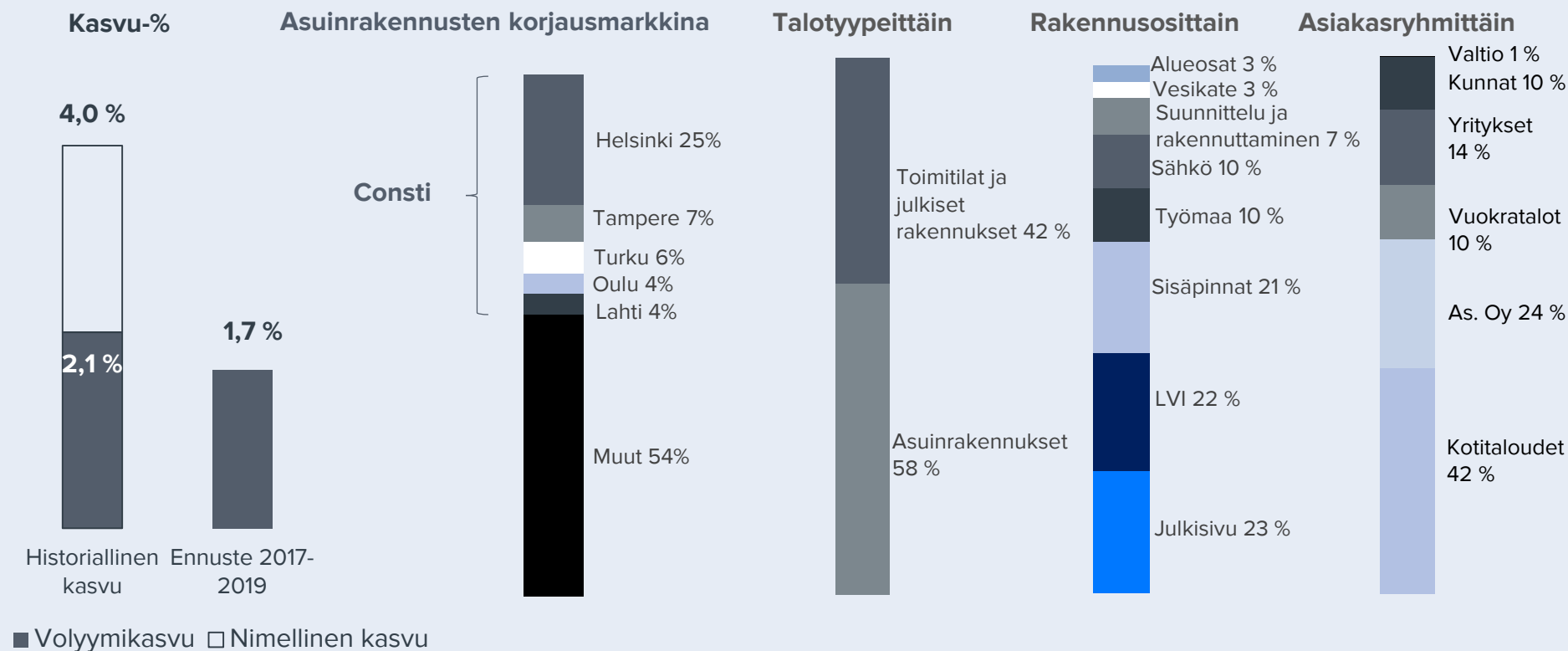
Korjausrakentamisen kasvuajurit



Toimialan kasvuennuste ja segmentit

Korjausrakentaminen ja kasvuennuste

Korjausrakentamisen segmentit, 2016



Kilpailukenttä

Constin kilpailukenttä on hyvin hajanainen

Korjausrakentamisen kilpailukenttä on hyvin hajanainen ja alan toimijoiden määrä on suuri. Yksittäiset kotitaloudet pois lukien Suomen korjausrakentamisen markkina oli kooltaan noin 7,3 mrd. euroa vuonna 2016. Tästä arviolta noin 79 % muodostui liikevaihdoltaan alle 30 MEUR:n yrityksistä ja loput noin 21 % 17:sta liikevaihdoltaan yli 30 MEUR:n yrityksestä.

Rakennuslehden tietojen perusteella tehdyn arvion mukaan Consti oli vuoden 2016 noin 262 MEUR:n korjausrakentamisen liikevaihdollaan Suomen suurin korjausrakentamisen yhtiö. Markkinaosuudeltaan toiseksi suurin yhtiö oli Rakennuslehden tietojen perusteella arvioituna talotekniikkayhtiö Are*, kolmanneksi suurin talotekniikkayhtiö Caverion* ja neljänneksi suurin rakennusyhtiö NCC. Nämä yhtiöiden lisäksi yli 100 MEUR:n korjausrakentamisen liikevaihtoon ylsivät myös SRV ja YIT. Korjausrakentamisen liikevaihdoltaan keskuksia (yli 30 MEUR ja alle 100 MEUR) yhtiötä ovat mm. Lujatalo, Fira, Lehto Group, Bravida, Jatke ja Lemminkäinen.

Konsolidaatiokehitys etenee hitaasti, mutta varmasti

Korjausrakentamisen konsolidaatiokehitys on ollut kohtuullisen hidasta ja keskittynyt pitkälti talotekniikkayhtiöihin. Viime vuosien suurimpia yrityskauppoja on ollut mm. Aren ostama Lemminkäinen talotekniikka ja Bravidan ostama Peko-Yhtiöt. Arviomme mukaan konsolidaatiokehitystä hidastaa mm. toimialan matala alalle tulokynnys, matalat saavutettavissa olevat

skaalaedut ja suurimpien rakennusliikkeiden keskittyminen uudisrakentamiseen. Konsolidaatiokehitystä tukee sen sijaan eläkeiän saavuttavien yrittäjien kasvava määrä, kasvavat osaamis- ja laatuvaatimukset sekä jatkuvien huolto- ja ylläpitopalveluiden tarpeen kasvu.

Constin kilpailuasema on vahva

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 vahvana sekä yhtiön suuriin kilpailijoihin että pieniin kilpailijoihin nähden. Suuret, pääasiassa uudisrakentamiseen fokuksituneet rakennusliikkeet eivät pysty Constin tapaan liiketoimintamallinsa vuoksi toteuttamaan pieniä korjausrakentamisen projekteja ja myös heidän korjausrakentamisen resurssit ovat useimmiten rajalliset. Constin suurimmilla, pääosin talotekniikkaan keskittyneillä kilpailijoilla ei ole myöskään kykyä tarjota asiakkailleen kokonaisvaltaisia korjausrakentamisen palveluita, sillä heillä ei ole Constia vastaavaa osaamista mm. julkisivu-remonteissa tai korjausrakentamisessa. Toisaalta Constilla ei ole ainakaan toistaiseksi isojen rakennusliikkeiden kykyä toteuttaa omaperustaisia hankkeita, elinkaarihankkeita tai maanlaajuisia huolto- ja ylläpitopalveluita.

Constin tyypillisiä kilpailuetuja pieniä ja keskuksia kilpailijoita vastaan ovat puolestaan mm. kyky tarjota kokonaisvaltaisesti eri osaamis-

alueita vaativia projekteja, kyky toimittaa suuria projekteja, kyky toteuttaa vaativia projektimuotoja, mittavat omat resurssit, suuri rahoituskapasiteetti, keskitetty ja systemaattinen riskien hallinta, laaja asiakaskunta, omat tuoteratkaisut ja monipuoliset referenssit. Pienien ja keskisuuren toimijoiden etuna on puolestaan Constiin nähden suhteellisesti matalammat kiinteät kustannukset, niche-osaaminen ja parempi ketteryys. Korjausrakentamisen markkina on erittäin hintavetoinen, mikä korostaa erityisesti kustannustehokkuuden merkitystä kilpailutekijänä.

Kapasiteetin saatavuus ja kilpailutilanne vaihtelee uudisrakentamisen syklien mukaan

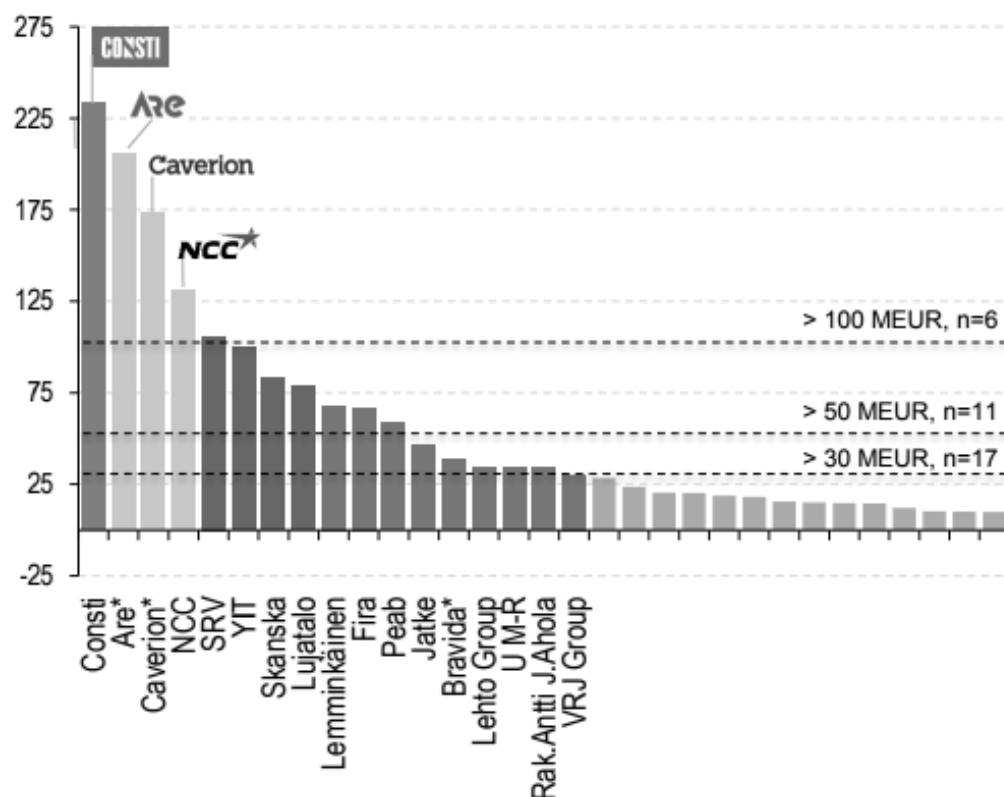
Korjausrakentamisen markkinakehitys, kilpailutilanne ja kapasiteetin saatavuus on tietyssä määrin sidoksissa uudisrakentamisen kehitykseen. Kun uudisrakentamisen kysyntä heikkenee, siirtyy sieltä tyypillisesti ylimääräistä kapasiteettia korjausrakentamisen markkinaan ja kilpailu urakoista kiristyy. Uudisrakentamisen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

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

* Talotekniikkayhtiöiden korjausrakentamisen liikevaihdon osuudeksi on oletettu laskelmassa 55 %

Kilpailukenttä

Suurimmat korjausrakennusyritykset



* Talotekniikkayhtiöiden korjausrakentamisen liikevaihdon osuudeksi on oletettu laskelmassa 55 %

Lähde: Consti, Rakennuslehti, Inderes

Constin kilpailutekijät

- + Kattava palvelutarjooma
- + Vahva markkina-asema
- + Laaja asiakas- ja referenssiportfolio
- + Kyky toteuttaa eri kokoisia projekteja ja vaativampia projektityyppejä
- + Suuri ja joustava kapasiteetti
- + Harmonisoidut ja korjausrakentamiseen räätälöidyt prosessit ja liiketoimintamalli
- + Omat tuote- ja palveluinnovaatiot
- Ei kykyä tarjota maanlaajuista talotekniikan huollon ja ylläpidon palvelua
- Ei elinkaari- tai omaperustaisia hankkeita
- Korkeampi kustannusrakenne vrt. pienet kilpailijat

Taloudellinen tilanne

Viime vuosina voimakasta kasvua ja parantuvaa kannattavuutta

Constin liikevaihto on kasvanut vuoden 2008 noin 18 MEUR:sta 262 MEUR:oon vuonna 2016, mikä vastaa noin 40 %:n keskimääräistä vuosikasvua. Samaan aikaan yhtiön oikaistu liikevoitto-% on myös noussut tasaisesti ja saavuttaen vuoden 2016 lopussa 4,2 %:n tason. Vuonna 2017 yhtiön kannattavuus heikkeni Talotekniikan projektiongelmien takia, mutta pidämme näitä ongelmia väliaikaisina ja odotamme niiden korjaantuvan H2'18 mennessä.

Liikevaihdon kasvu perustui jakson alkupuolella pitkälti yritysostoihin, joita Consti on tehnyt vuosina 2008-2017 kaikkiaan 23, mutta vuodesta 2012 alkaen kasvu on ollut lähes täysin orgaanista. Arviomme mukaan Constin orgaaninen kasvu vuosina 2012-2016 oli keskimäärin noin 20 %:n tasolla, mikä on erinomainen suoritus korjausrakentamisen markkinoiden muutaman prosentin keskimääräiseen kasvuun verrattuna. Lisäksi kasvu oli 2012-2016 kannattavaa, mikä on osoitus siitä, että Constin strategia ja liiketoimintamalli toimivat ja yhtiö oli keskittynyt kasvun kannalta oikeisiin paikkoihin, asiakasryhmiin ja tuotealueisiin.

Tase ja rahoitusasema

Constin liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä investointeja kiinteään pääomaan, käyttö-pääomaan tai aineettomiin oikeuksiin, mikä mahdollistaa periaatteessa kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen loppusumma on pääomakevyestä liiketoimintamallista huolimatta

kuitenkin suhteellisen iso, sillä se sisältää merkittävän kokoisen yrityskaupoista syntyneen liikearvon.

Constin taseen loppusumma oli Q3'17 lopussa 103,2 MEUR (Q3'16: 97,1 MEUR). Taseen suurin erä on yrityskaupoista syntynyt 47,2 MEUR suuruinen liikearvo, jonka osuus Q3'17 taseesta oli 46 %. Myös myyntisaamisten osuus taseesta on suuri, noin 41 %. Saamisten arvo alittaa kuitenkin selvästi yhtiön korottomat velat (52 % taseesta), joten Constin nettokäyttöpääoma oli selvästi negatiivinen. Muut taseen omaisuuserät, kuten kiinteä käyttöomaisuus ja vaihto-omaisuus ovat kooltaan pieniä.

Vuoden 2015 lopulla tapahtunut listautuminen ja sen myötä tehdyt rahoitusjärjestelyt ovat muokanneet Constin rahoitusasemaa merkittävästi aiempiin vuosiin verrattuna. Constin oma pääoma per osake oli Q3'17 lopussa 3,60 euroa (Q3'15: 2,90 euroa) ja omavaraisuusaste 31,9 % (Q3'15: 30,6 %). Yhtiön korollinen nettovelka oli Q3'17 lopussa 13,4 MEUR ja nettovelkaantumisaste 48,6 % (Q3'15: 88,6 %). Yhtiön rahoitusasema onkin vahva operatiivinen kassavirta huomioiden hyvä.

Heinäkuussa 2017 Consti uudelleenrahoitti velkansa, mikä pidensi yhtiön mukaan maturiteettia noin kahdella vuodella vuoteen 2022. Uusi lainasopimus sisälsi myös 10 MEUR:n lisäluoton yrityskauppojen rahoittamiseen sekä 5 MEUR:n limiitin lyhytaikaisiin rahoitustarpeisiin.

Näemme päärisikinä rahoitusaseman suhteen yhtiön korkean liikearvon määrän (171 % vrt Q3'17 oma pääoma), mutta pidämme vakaiden

markkinanäkymien ja historiallisesti hyvän operatiivisen kannattavuuden näkökulmasta merkittävän liikearvon alaskirjauksen todennäköisyyttä pienenä.

Kassavirta ja osinko

Constin operatiivinen kassavirta on ollut viime vuosina erinomaisella tasolla ja yhtiön operatiivisen kassavirran ja EBITDA:n suhdeluku on ollut viime vuosina keskimäärin 120 %. Consti on pystynyt pitämään nettokäyttöpääoman pitkään selvästi negatiivisena (Q3'17: -11,3 MEUR) ja vapauttamaan käyttöpääomaa taseestaan.

Yhtiön investointitarve käyttöomaisuuteen on hyvin matala, sillä pääosa palveluiden tuottamiseen vaadittavista panoksista muodostuu henkilöstöstä ja kalusto sekä toimitilat on vuokrattu. Vuonna 2016 yhtiön investoinnit olivat 1,9 MEUR, eli 0,7 % liikevaihdosta (2015: 2,7 MEUR ja 1,0 %). Constin suurimmat investoinnit ovat tyypillisesti yritysostoja. Esimerkiksi vuonna 2016 Consti sopi kolmesta yrityskaupasta.

Myös yhtiön rahoituksen rahavirrat ovat lainojen uudelleenjärjestelyn jälkeen matalat. Yhtiön korollinen velka koostuu lähes täysin 20 MEUR:n pääosin vuonna 2022 erääntyvästä lainasta ja rahoituksen rahavirrat ovat lähinnä tähän lainaan ja takausmaksuihin liittyviä korkomenoja ja kustannuksia.

Hyvä rahavirta mahdollistaa korkean osingonjakosuhteen ja Constin jakoi vuodelta 2016 osinkoa 0,54 euroa osakkeelta, eli noin 52 % osakekohtaisesta tuloksesta.

Taloudellinen tilanne

Vuoden 2017 kannattavuusongelmat

Ensimmäisiä merkkejä Constin kannattavuusongelmista nähtiin Q1'17-raportissa, jossa yhtiön liikevoittomarginaali kasvoi vain 0,1 %-yksikköä, vaikka liikevaihdon kasvu oli erittäin vahvaa 11,5 %. Q2'17 raportissa yhtiön liikevoittomarginaali heikkeni vertailukaudesta ja yhtiö kertoi ensimmäistä kertaa, että talotekniikan liiketoiminnan kannattavuus on laskenut projektitoimitusten kannattavuusvaihteluiden ja talotekniikan hintakilpailun takia.

Syyskuussa 2017 Consti antoi yllättäen negatiivisen tulosvaroituksen ja kertoi syyksi talotekniikan toimialan projektitoimitusten odotettua heikomman kannattavuuden. Tulosvaroitusta oli merkittävä, sillä yhtiö arvioi tuolloin 2017 liikevoiton heikkenevän vuoteen 2016 verrattuna. Noin kaksi viikkoa tulosvaroituksen jälkeen Consti tiedotti yhtiön hallituksen päättäneen, että toimitusjohtaja Marko Holopainen jättää yhtiön. Tämän jälkeen lokakuussa Consti haki julkisella työpaikkailmoituksella vielä uutta yksikönjohtajaa Consti Talotekniikan Asuintalopalvelut-yksikköön.

Lokakuussa Consti julkaisi ennakotietoja Q3-tuloksesta. Yhtiö kertoi, että Q3-liiketulosta heikentää Talotekniikka-toimialan projektien toteutukseen ja johtamiseen liittyvät kannattavuusongelmat. Talotekniikan toimialaan tehtiin yksityiskohtainen projektiarviointi, minkä perusteella projektikannan kustannusarvioita tarkistettiin ja Q3-liiketulos olisi siten tappiolla.

Marraskuussa Consti julkaisi ennakotietojen mukaisen, tappiollisen Q3-raportin (liikevoittomarginaali -1,0 %). Yhtiö kertoi

käyneensä läpi yli 200 Talotekniikan käynnissä olevaa tai luovutusvaiheessa olevaa projektia ja näiden projektien kustannusarvioita tarkistettiin. Osa kannattavuusongelmista oli yhtiön mukaan johtunut myös projektihenkilöstön vaihtuvuudesta ja toimialan hintakilpailusta.

Joulukuussa Consti joutui antamaan kolmannen tulosvaroituksen. Yhtiö kertoi jatkaneensa projektikantansa läpikäyntiä Q4'17 aikana ja arvioinnin perusteella projektikannan kustannusarvioita tarkistettiin edelleen alaspäin. Yhtiö kertoi, että liiketulosta heikentävät edelleen projektien toteutukseen ja johtamiseen liittyvät kannattavuusongelmat ja että Q4'17 tuloksen odotetaan olevan negatiivinen. Tulosvaroituksessa yhtiö ei maininnut Talotekniikan yksikköä erikseen eli heikosti kannattavia projekteja ilmeni nyt myös yhtiön muissa yksiköissä. Tämä osaltaan mielestämme kasvatti yhtiön lyhyen aikavälin tuloskehitykseen liittyvää epävarmuutta.

Kokonaisuutena yhtiön kannattavuusongelmat ja niiden syvyys tulivat markkinoille yllätyksenä ja niillä oli heikentävä vaikutus sijoittajien luottamukseen yhtiötä kohtaan. Osittain tämän seurauksena Constin osake on laskenut 12 kuukauden aikana noin 40 % noin 9,1 euroon, kun kurssi oli vuosi sitten noin 15,4 euroa.

Yhtiön toimenpiteet tilanteen korjaamiseksi

Consti kertoi Q3-raportissa aloittaneensa Talotekniikan toimialan uudelleenorganisoinnin suunnittelun. Tavoitteena on parantaa toimialan yksiköiden tulosvastaavuutta ja kykyä reagoida markkinoiden tarpeisiin sekä selkiyttää palvelutarjoamaa ja parantaa projektihallintaa. Yhtiö myös jatkaa kannattavuutta lyhyellä tähtäimellä parantavia toimia.

Käytännössä Talotekniikka-yksikkö on käsityksemme mukaan tarkoitus jakaa kolmeen eri yksikköön ja muuttaa Talotekniikan Asuintalopalvelut-yksikön liiketoimintamalli pääosin työpäällikkövetoiseksi pääurakoinniksi. Arviomme mukaan nämä muutokset tulevat viemään aikaa ja Talotekniikan kannattavuutta tulee todennäköisesti edelleen lyhyellä aikavälillä painamaan uudelleenorganisoinnin lisäksi myös käynnissä olevat heikosti kannattavat projektit. Odotamme siten Constin kannattavuuden säilyvän suhteellisen heikkona Q4'17 lisäksi kausiluonteisuuden takia muutenkin heikon alkuvuoden 2018 aikana.

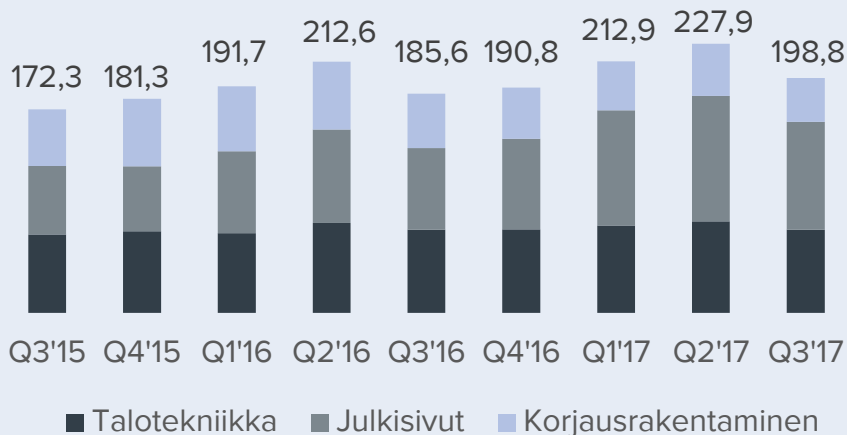
Nykyisen tiedon valossa pidämme todennäköisenä, että yhtiön kannattavuus tulee uuden toimitusjohtajan myötä korjaantumaan ja palautumaan yhtiön aikaisemmalle tasolle H2'18 mennessä, kun heikosti kannattavat projektit päättyvät. Mikäli uudelleenorganisointi saadaan valmiiksi nopeasti, voi kannattavuus korjaantua nopeamminkin. Tällä hetkellä näkyvyys siihen, miten nopeasti tilanne korjaantuu on kuitenkin heikko ja pidämme myös mahdollisena että H1'18 aikana voi ilmetä myös lisää pettymyksiä yksittäisten projektien osalta niiden edetessä.

Vastaavien ongelmien toistuminen ei vaikuta tällä hetkellä todennäköiseltä

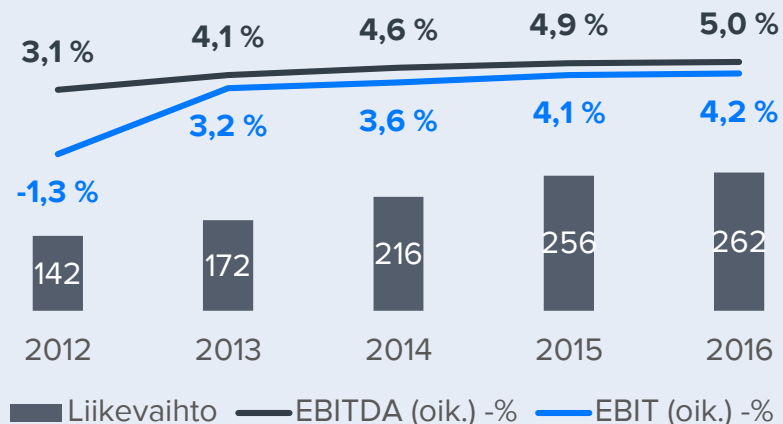
Emme pidä vuoden 2017 kaltaisten ongelmien toistumista jatkossa nykyisessä mittakaavassa todennäköisenä, koska yhtiön pääongelmat ovat käsityksemme mukaan keskittyneet vain yhteen Talotekniikan sisällä olevaan yksikköön ja sen projektinhallintaan sekä johtamiseen. Yhtiöllä ei ole tietääksemme ollut merkittäviä ongelmia muissa yksiköissä ja toimenpiteet tilanteen korjaamiseen on jo aloitettu.

Taloudellinen tilanne

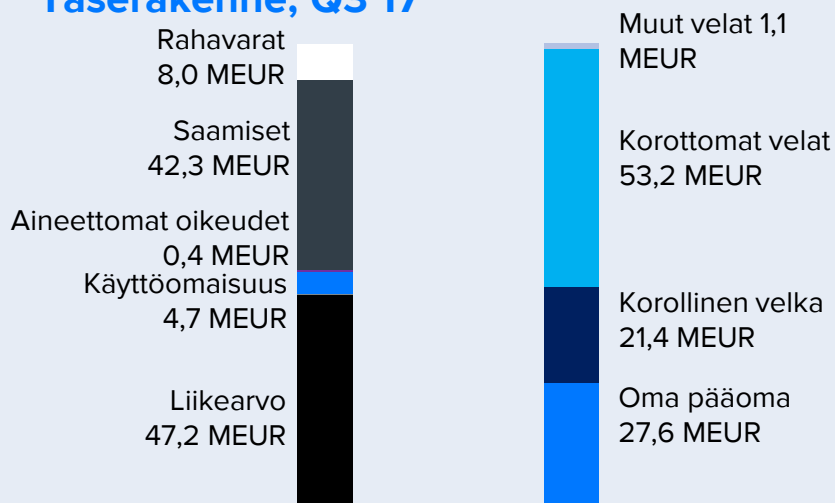
Tilaukannan kehitys



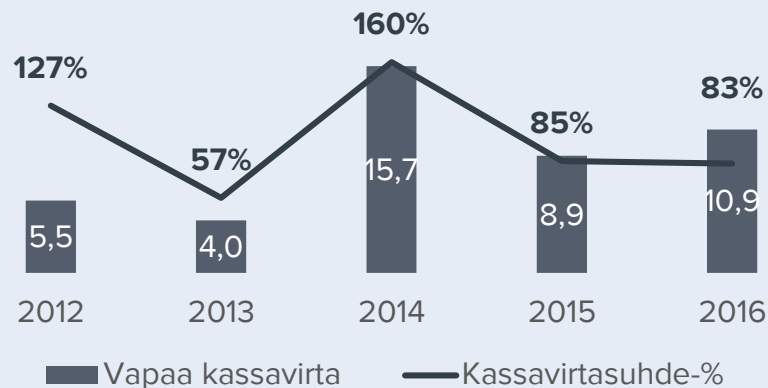
Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys



Taserakenne, Q3'17



Vapaa kassavirta



Kassavirtasuhte on vapaa kassavirta jaettuna käyttökatteella

Ennusteet

Ennustemalli

Ennustamme Constin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa liiketoiminta-alueiden tilauskertymän perusteella ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkina- ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Constin keskimääräistä oikaistua EBIT-%:ia 2013-2017e. Ennusteissamme ei oteta huomioon tulevien potentiaalisten yrityskauppojen vaikutuksia.

Vuoden 2017 ennusteet

Constin tilauskanta oli Q3'17 lopussa 198,8 MEUR ja se kasvoi 7,1 % edellisvuodesta (Q3'2016: 185,6 MEUR). Uudet tilaukset kasvoivat tammi-syyskuussa 10,3 % vertailukaudesta 173,2 MEUR:oon. Tämän lisäksi Consti on tiedottanut Q4'17 aikana noin 68 MEUR:n uusista tilauksista. Yhtiön tilauskanta luo siten hyvän pohjan liikevaihdon kasvulle loppuvuonna ja vuosille 2018-2019. Yhtiö ohjeisti joulukuussa 2017 julkaistussa tulosvaroituksessa arvioivansa vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan vuoteen 2016 verrattuna. Tammi-syyskuussa 2017 liikevaihto kasvoi noin 14,5 %. Liikevaihdon ohjeistus vaikuttaa mielestämme hyvin uskottavalta huomioiden 2017 kasvu ja uudet tilaukset sekä Q3'17 tilauskanta.

Kannattavuuden osalta Consti täsmensi näkymiään viimeksi joulukuuisessa tulosvaroituksessa, jossa yhtiö ohjeisti Q4 liiketuloksen olevan negatiivinen ja arvioi 2017 liikevoiton heikkenevän merkittävästi vuoteen 2016 verrattuna (aik. heikkenevän). Täsmennys johtui Constin mukaan projektien toteutukseen

ja johtamiseen liittyvistä kannattavuus-ongelmista.

Ennustamme Constin vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan 13,2 % 296 MEUR:oon (2016: 262 MEUR) ja oikaistun liikevoiton olevan yhtiön tammi-syyskuun kannattavuuskehitys ja tulosvaroitusta huomioiden 1,5 MEUR (2016: 11,0 MEUR), eli 0,5 % liikevaihdosta (2016: 4,2 %). Vuoden 2017 osakekohtaisen tuloksen arvioimme laskevan 0,06 euroon edellisvuoden 1,05 eurosta. Arvioimme yhtiön jättävän osingon vuodelta 2017 kokonaan maksamatta.

Vuosien 2018-2019 ennusteet

Consti on jo aloittanut Talotekniikan uudelleenorganisoinnin suunnittelun ja odotamme sen saavan muutokset kokonaisuutena valmiiksi H1'18 aikana. Arvioimme, että heikot projektit päättyvät pääosin seuraavan vajaan vuoden kuluessa ja yhtiön kannattavuus tulee siten ennusteissamme normalisoitumaan H2'18 aikana.

Ennustamme Constin yltävän lähivuosina orgaanisesti markkinakasvua nopeampaan noin 3-3,5 %:n liikevaihdon kasvuun alueellisesti parhaimmille paikoille keskittyneen liiketoiminnan ja markkinaosuuden kasvun kautta. Yhtiön kiinteä kulurakenne kasvaa ennusteissamme hieman liikevaihtoa hitaammin ja bruttokate-% paranee myyntimixin muutosten myötä hiukan, mikä tuo vipua kannattavuuteen.

Ennustamme vuoden 2018 liikevaihdon nousevan 3,0 % 305 MEUR:oon ja liikevoiton olevan 8,1 MEUR:oon, mikä vastaa 2,7 %:n EBIT-marginaalia (2016e: 4,2 %). Vuodelle 2019

ennustamme 3,5 %:n liikevaihdon kasvulla 316 MEUR:n liikevaihtoa, 3,5 %:n EBIT-marginaalia ja 11,0 MEUR:n liikevoittoa.

Osakekohtaiset tulosennusteemme vuosille 2018 ja 2019 ovat 0,75 euroa ja 1,06 euroa ja osinkoennusteet 0,38 euroa ja 0,54 euroa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Constin pystyvän kasvamaan noin 2,5-3,5 % vuodessa, eli hieman yli markkinoiden keskimääräisen kasvun. EBIT-marginaalin odotamme tasaantuvan perusskenaariossamme pitkällä aikavälillä noin 3 %:n tasolle, mikä vastaa suunnilleen vuosien 2013-2017e keskimääräistä kannattavuustasoa.

Operatiivisen kassavirran kehitysennusteet

Arvioimme Constin operatiivisen kassavirran säilyvän vahvana lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, sillä odotamme yhtiön pystyvän pitämään nykyisen liiketoimintamallin ja markkinakäytäntöjen myötä nettokäyttöpääoman selvästi negatiivisena. Myös investointitarpeet ovat mahdollisia yrityskauppoja lukuun ottamatta matalat.

Olemme kuitenkin mallissamme arvioineet konservatiivisesti, että pitkällä aikavälillä yhtiön investoinnit nousevat liikevaihtoon suhteutettuna hiukan nykyiseltä tasolta ja käyttöpääoman suhteellinen tarve kasvaa hitaasti.

Ennustamme vuoden 2018 ja 2019 vapaaksi kassavirraksi per osake 0,76 euroa ja 1,02 euroa.

Ennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e
Liikevaihto	256,2	261,6	57,3	78,8	77,8	82,3	296,2	60,1	81,2	79,8	84,0	305,1	315,8
<i>Talotekniikka</i>	<i>102,6</i>	<i>103,9</i>	<i>26,0</i>	<i>32,8</i>	<i>25,8</i>								
<i>Korjausurakointi</i>	<i>68,7</i>	<i>75,0</i>	<i>16,0</i>	<i>20,7</i>	<i>21,4</i>								
<i>Julkisivut</i>	<i>89,2</i>	<i>88,6</i>	<i>16,9</i>	<i>27,6</i>	<i>34,1</i>								
<i>Emo ja eliminoinnit</i>	<i>-4,3</i>	<i>-5,9</i>	<i>-1,6</i>	<i>-2,3</i>	<i>-3,5</i>								
Käyttökate	10,5	13,1	0,8	3,2	-0,2	-0,2	3,6	0,5	0,7	4,0	4,6	9,9	12,8
Poistot ja arvonalennukset	-2,1	-2,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-1,8	-1,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,5	11,0	0,3	2,7	-0,8	-0,7	1,5	0,0	0,2	3,6	4,2	8,1	11,1
Liikevoitto	8,4	11,0	0,3	2,7	-0,8	-0,7	1,5	0,0	0,2	3,6	4,2	8,1	11,1
Nettorahoituskulut	-4,4	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,9	-0,9
Tulos ennen veroja	4,1	10,1	0,1	2,5	-1,0	-0,9	0,7	-0,2	0,0	3,4	4,0	7,2	10,2
Verot	-0,8	-2,1	-0,1	-0,5	0,2	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,7	-0,8	-1,4	-2,0
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
Nettotulos	3,3	8,0	0,0	2,0	-0,8	-0,7	0,5	-0,2	0,0	2,7	3,2	5,8	8,1
EPS (oikaistu)	0,99	1,05	0,00	0,26	-0,10	-0,10	0,06	-0,02	0,00	0,35	0,42	0,75	1,06
EPS (raportoitu)	0,61	1,05	0,00	0,26	-0,10	-0,10	0,06	-0,02	0,00	0,35	0,42	0,75	1,06

Tunnusluvut	2015	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>18,6 %</i>	<i>2,1 %</i>	<i>11,5 %</i>	<i>21,6 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>13,2 %</i>	<i>5,0 %</i>	<i>3,0 %</i>	<i>2,6 %</i>	<i>2,0 %</i>	<i>3,0 %</i>	<i>3,5 %</i>
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	<i>33,7 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>29,8 %</i>	<i>3,2 %</i>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	<i>-86,5 %</i>	<i>-86,4 %</i>	<i>-90,8 %</i>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>	<i>443,1 %</i>	<i>36,8 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>4,1 %</i>	<i>5,0 %</i>	<i>1,3 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>-0,3 %</i>	<i>-0,2 %</i>	<i>1,2 %</i>	<i>0,9 %</i>	<i>0,9 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,5 %</i>	<i>3,2 %</i>	<i>4,1 %</i>
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	<i>4,1 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>0,5 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>-1,0 %</i>	<i>-0,9 %</i>	<i>0,5 %</i>	<i>0,1 %</i>	<i>0,3 %</i>	<i>4,5 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>2,7 %</i>	<i>3,5 %</i>
<i>Nettotulos-%</i>	<i>1,3 %</i>	<i>3,1 %</i>	<i>0,0 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>-1,0 %</i>	<i>-0,9 %</i>	<i>0,2 %</i>	<i>-0,3 %</i>	<i>0,0 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>1,9 %</i>	<i>2,6 %</i>

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus

Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme Constin osaketta ensisijaisesti tulos- ja kassavirtapohjaisten arvostuskertoimien kautta, sillä yhtiöllä ei ole liikearvon ja myyntisaatavien ohella merkittäviä omaisuuseriä. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia.

Constin osakekurssi on laskenut viimeisen vuoden aikana noin 40 % yhtiön projektiongelmien takia ja osakkeen arvostuskertoimet ovat mielestämme laskeneet mataliksi. Vuoden 2018 ja 2019 P/E-kertoimet ovat ennusteillamme tällä hetkellä 12x ja 9x tasoilla ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 9x ja 6x. Volyympipohjainen EV/liikevaihto -kerroin on vuodelle 2017e 0,30x ja tasepohjainen P/B-kerroin 2,7x.

Huomioiden Constin ennustamamme tuloskasvunopeuden, vakaan markkina-aseman, vahvan osingonmaksukyvyyn, yritysostojen luoman option ja yhtiön riskiprofiiliin, voi osaketta mielestämme hinnoitella noin 13x-tasolla olevalla P/E-kertoimella. Vastaavasti EV/EBITDA-kertoimen tulisi mielestämme olla noin 9x tasolla. Tasepohjainen arvostus on korkeahko, mutta kevyt taserakenne, erinomainen pääoman tuotto (2018e ROE-% 20 %) ja matala liikearvon alauskirjausriski huomioiden, on se oikeutettu.

Arvostuskertoimien herkkyyshanalyysi

Olemme tehneet arvostuskertoimien tueksi herkkyyshanalyysin eri kasvu- ja kannattavuus-tasoille. Analyysissa vaihdamme vuoden 2018 liikevaihdon kasvu- ja EBIT-% -ennusteita portaittain. Herkkyyshmalli osoittaa tämän

perusteella osakekohtaisen tuloksen. Olemme herkkyyshanalyysissa olettaneet, että Constia hinnoitellaan 13x P/E-kertoimella. Tämän perusteella analyysi indikoi osakkeen potentiaalin suhteessa nykyiseen 9,12 euroon.

Herkkyyshanalyysi tukee näkemystämme siitä, että osakkeessa on pientä nousuvaraa. Odotuksiemme mukaisella liikevaihdon kasvulla (3,0 %) ja kannattavuudella (2,7 %) herkkyyshmallimme indikoi osakkeeseen 7 %:n nousuvaraa nykykurssiin nähden. Jos taas liikevaihto kasvaisi 3,0 %, mutta liikevoittomarginaali olisi noin 2,5 %, olisi osakkeen nykykurssi perusteltu.

Herkkyyshanalyysin tulokinnassa kannattaa huomioida, että malli ei huomioi Constin osinkotuottoa, joka on noin 4,2 % vuoden 2018 ennusteellamme.

Vertailuryhmäarvostus

Näkemyksemme mukaan Constille ei löydy tällä hetkellä suoria listattuja verrokkiyhtiötä, sillä suurin osa suomalaisista rakennusyhtiöistä toimii pääasiallisesti uudisrakentamisen markkinoilla ja talotekniikkayhtiöiden Caverionin ja Bravidan liikevaihdoista vain murto-osa syntyy Suomen korjausrakentamisen markkinoilta. Toisaalta Caverionin ja Bravidan liiketoimintamallit ovat luonteeltaan samankaltaisia kuin Constilla, joten ne muodostavat päävertailukohdan Constin suhteelliselle arvostukselle.

Constin 2018e arvostustaso jää ennusteillamme EV/EBITDA-kertoimen osalta 12 % ja P/E-kertoimen osalta 23 % alle vertailuryhmän keskimääräisen arvostustason. Lähimmistä

verrokeista Caverionin arvostustaso on lähellä verrokkiyhmän mediaania, mutta Bravidan arvostustaso on 2018 P/E-luvulla mitattuna 16 % verrokkiyhmää halvempi. Constin osake tarjoaa vuonna 2018 vertailuryhmän mediaaniin (3,2 %) nähden korkeampaa osinkotuottoa (2018e: 4,2 %).

DCF-arvonmääritys

Annamme arvomäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 10,1 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa potentiaalia. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 3 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullinen, noin 54 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,4 % ja oman pääoman kustannus on myös terminaalijaksolle oletetusta velattomuudesta johtuen 10,4 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 1,7 % ja beta 1,2.

Arvonmääritys ja suositus

Yrityskauppaoptio

Constin osakkeen voimakkaan kurssilaskun jälkeen yhtiön arvostustaso on laskenut mielestämme alhaiselle tasolle ja tämä on nostanut esiin mahdollisuuden yritysostolle. Pidämme todennäköisenä, että markkinat tulevat vähitellen hinnoittelemaan yrityskaupan mahdollisuutta Constille ja odotamme tämän osaltaan tukevan osaketta.

Consti olisi profiililtaan houkutteleva ostokohde

Tällä hetkellä monella merkittävällä rakennusliikellä on strategiana kasvaa ja korjausrakentamismarkkinaa pidetään houkuttelevana mm. sen suhteellisen vähäisen suhdanneherkkyyden ja vakaiden pitkän aikavälin kasvunäkymien takia. Esimerkiksi YIT:llä on strategiana kaksinkertaistaa sen korjausrakentamisen liikevaihto vuoteen 2019 mennessä (2016 YIT:n korjausrakentamisen liikevaihto noin 110 MEUR). Myös NCC tavoittelee kasvua ja näkee potentiaalia korjausrakentamisen segmentissä. Lisäksi esimerkiksi Lehto Group on kasvanut viime aikoina yrityskaupoilla ja ostanut myös korjausrakentamisen toimialan yrityksen. YIT:llä, NCC:lle ja Lehdolla olisi arviomme mukaan kaikilla resurssit ostaa Consti itselleen.

Constin profiili ostokohteena on mielestämme houkutteleva, koska yhtiö on toimialansa markkinajohtaja, se on keskittynyt maantieteellisesti Suomen kasvukeskuksiin, sen tarjooma on kattava ja sillä on myös palveluliiketoimintaa. Lisäksi Constin historiallinen track-record on mielestämme

vuoden 2017 projektiongelmia lukuun ottamatta hyvä. Ostamalla Constin toinen rakennusliike saisi itselleen kerralla merkittävän kokaisen, kattavan ja ammattimaisesti johdetun korjausrakentamisen liiketoiminnan, jossa on myös vahvaa kasvupotentiaalia. Yrityskauppa voisi myös potentiaalisesti tarjota joitain kustannussynergioita ja skaalaetuja.

Nykyiset omistajat tuskin vastustaisivat myyntiä jos hinta on oikea

Constin omistajarakenne on suhteellisen hajautunut ja yhtiön suurimpia omistajia ovat yhtiön johdon ja hallituksen lisäksi mm. Ilmarinen (9,9 %). Emme usko näiden tahojen suoranaisesti vastustavan myyntiä, mikäli hinta on oikea. Preemion nykyiseen kurssitasoon pitäisi kuitenkin arviomme mukaan olla merkittävä ja ostohinnan selvästi vuoden 2015 listautumisen merkintähinnan yläpuolella (9,50 euroa).

Mahdollinen preemio nykykurssiin voisi arviomme mukaan olla huomattava

Verrokkiryhmäanalyysi antaa suuntaa-antavaa arviota siitä, mikä Constin mahdollisen ostotarjouksen taso voisi olla. Constin verrokkiryhmän keskimääräinen arvostustaso on tällä hetkellä vuoden 2017 EV/S-kertoimella mitattuna noin 0,7x, kun Constin vastaava arvostustaso on noin 0,3x. Mahdollinen preemio yritysostotilanteessa voisi siten arviomme mukaan olla jopa 50-100 %. Teoriassa ostotarjous voisi olla korkeampikin, mikäli yritysosto olisi strateginen ja/tai siinä olisi huomattavia synergiaetuja. 75 %:n preemio tarkoittaisi nykykurssilla noin 16 euroa ja

pidämme mahdollisena, että merkittävä osa Constin omistajista hyväksyisi tällä tasolla olevan tarjouksen.

Yrityskauppaoptio tukee positiivista näkemystämme osakkeesta

Kokonaisuutena näemme Constin yrityskauppaoption sijoittajien kannalta myönteisenä ja arvoltaan positiivisena. Pidämme todennäköisenä, että markkinat alkavat vähitellen hinnoittelemaan yritysoston todennäköisyyttä ja odotamme tämän osaltaan tukevan Constin osaketta.

Korostamme, että vaikka yritysosto voisi olla Constin sijoittajille houkutteleva vaihtoehto, sen toteutumisen tarkkaa todennäköisyyttä on mahdotonta etukäteen arvioida, koska yritysostoihin vaikuttavat niin monet tekijät (mm. pääomistajien todellinen tahtotila, ostajien preferenssit, pääomamarkkinat, lainsäädännölliset asiat yms.). Siten pelkkä yrityskauppaoptio ei mielestämme itsessään ole riittävä perusta positiiviselle suositukselle.

Tavoitehinta ja suositus

Mielestämme markkinat hinnoittelevat Constin osakkeeseen liikaa heikkoutta ja näemme osakkeen arvostustasossa nousuvaraa yhtiön ennustamamme käänteen edetessä ja sijoittajien luottamuksen palautuessa. Pidämme myös todennäköisenä, että markkinat tulevat hinnoittelemaan yrityskaupan mahdollisuutta Constille ja odotamme myös tämän tukevan osaketta. Nostamme Constin suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä) ja tarkistamme tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 9,0 euroa).

Arvostuskertoimet ja herkkyysanalyysi

Arvostustaso	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	9,69	14,76	9,12	9,12	9,12
Markkina-arvo	74	112	70	70	70
Yritysarvo (EV)	91	124	90	85	80
P/E (oik.)	9,8	14,0	145,8	12,2	8,6
P/E	15,8	14,1	145,8	12,2	8,6
P/Kassavirta	7,7	12,6	-22,3	12,0	8,9
P/B	3,0	3,8	2,7	2,2	1,9
P/S	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,36	0,48	0,30	0,28	0,3
EV/EBITDA	7,2	9,5	25,2	8,6	6,3
EV/EBIT	8,7	11,3	60,3	10,5	7,3
Osinko/tulos (%)	91,1 %	51,5 %	0,0 %	50,7 %	50,9 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,7 %	0,0 %	4,2 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos (EPS)

liikevaihdon kasvu-% 2018						
	1 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5 %	
EBIT-%	1,8 %	0,45	0,46	0,46	0,47	0,47
	2,1 %	0,55	0,55	0,56	0,57	0,57
	2,4 %	0,64	0,65	0,65	0,66	0,67
	2,7 %	0,73	0,74	0,75	0,76	0,77
	3,0 %	0,83	0,84	0,85	0,85	0,86
	3,3 %	0,92	0,93	0,94	0,95	0,96
	3,6 %	1,01	1,03	1,04	1,05	1,06

Hinta P/E-kertoimella 13x

liikevaihdon kasvu-% 2018						
	1 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5 %	
EBIT-%	1,8 %	5,9	6,0	6,0	6,1	6,2
	2,1 %	7,1	7,2	7,3	7,4	7,4
	2,4 %	8,3	8,4	8,5	8,6	8,7
	2,7 %	9,5	9,6	9,8	9,9	10,0
	3,0 %	10,8	10,9	11,0	11,1	11,2
	3,3 %	12,0	12,1	12,2	12,4	12,5
	3,6 %	13,2	13,3	13,5	13,6	13,8

Kurssipotentiaali osakekurssilla 9,12 €

liikevaihdon kasvu-% 2018						
	1 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5 %	
EBIT-%	1,8 %	-35 %	-35 %	-34 %	-33 %	-32 %
	2,1 %	-22 %	-21 %	-20 %	-19 %	-19 %
	2,4 %	-9 %	-8 %	-7 %	-6 %	-5 %
	2,7 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
	3,0 %	18 %	19 %	21 %	22 %	23 %
	3,3 %	31 %	33 %	34 %	36 %	37 %
	3,6 %	45 %	46 %	48 %	49 %	51 %

Vertailuryhmäarvostus

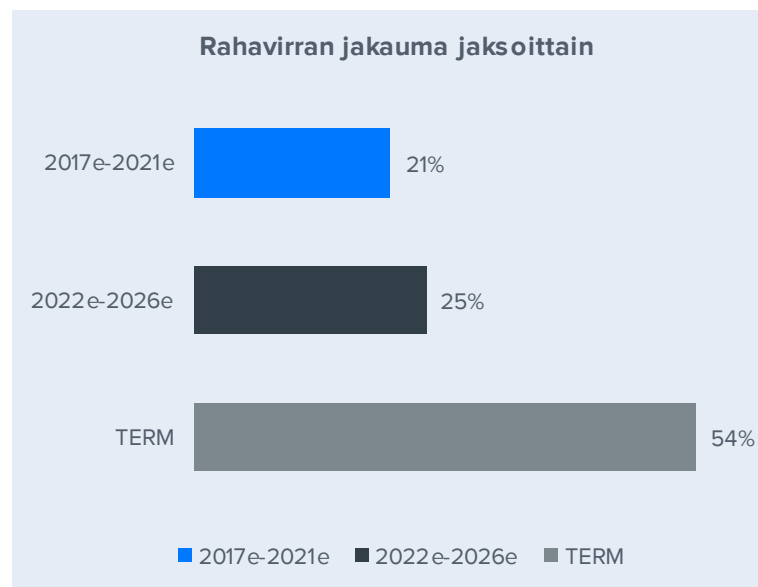
	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Caverion	6,2	781	921		14,8	59,7	10,1	0,4	0,4		17,7	0,6	3,4	3,5
Mitie Group	189	791	1036	15,8	13,1	11,5	9,7	0,4	0,4	19,8	14,1	3,2	2,1	2,5
Rentokil Initial	310	6474	7593	22,0	21,0	13,2	13,4	2,8	2,8	25,9	23,6	1,2	1,4	6,0
Bilfinger SE	40,2	1799	1554		18,0	19,5	9,4	0,4	0,4		32,9	2,5	2,5	1,2
Lassila&Tikanoja	19,1	759	891	19,6	14,4	10,5	8,6	1,3	1,1	21	15,9	4,8	5,0	3,4
ISS	241,4	6114	7976	14,1	13,9	11,5	11,2	0,7	0,7	16,0	15,4	3,1	3,2	3,0
Bravida	57	1191	1148	10,6	9,5	10,3	9,3	0,7	0,6	14,8	13,3	2,6	3,2	2,5
Consti Yhtiot (Inderes)	9,12	70	90	60,3	10,5	25,2	8,6	0,3	0,3	145,8	12,2	0,0	4,2	2,7
Keskiarvo				16,4	15,0	19,5	10,3	1,0	0,9	19,5	19,0	2,6	3,0	3,2
Mediaani				15,8	14,4	11,5	9,7	0,7	0,6	19,8	15,9	2,6	3,2	3,0
Erotus-% vrt. mediaani				282 %	-27 %	118 %	-12 %	-54 %	-55 %	635 %	-23 %	-100 %	32 %	-11 %

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

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	11,0	1,5	8,1	11,1	11,6	11,8	12,1	12,5	11,0	11,4	11,7	
+ Kokonaispoistot	2,1	2,1	1,8	1,7	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	
- Maksetut verot	-1,7	-0,2	-1,4	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,1	-2,2	-2,2	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ 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	0,2	-0,2	-0,7	-0,4	-1,4	-1,2	-0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	11,4	3,0	7,6	10,2	9,8	10,3	11,1	12,3	11,1	11,5	11,7	
+ 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	-2,5	-6,1	-1,8	-2,3	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,3	-2,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	8,9	-3,1	5,8	7,9	7,6	8,0	8,8	9,9	8,7	9,2	9,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	8,9	-3,1	5,8	7,9	7,6	8,0	8,8	9,9	8,7	9,2	9,5	122,8
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,1	5,3	6,5	5,7	5,4	5,4	5,5	4,4	4,2	3,9	50,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		93,6	96,7	91,4	84,9	79,3	73,8	68,5	63,0	58,6	54,5	50,6
Velaton arvo DCF		93,6										
- Korolliset velat		-21,4										
+ Rahavarat		9,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-4,1										
Oman pääoman arvo DCF		77,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,1										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,4 %



Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	216	256	262	296	305	316
Kulut	-206	-246	-248	-293	-295	-303
EBITDA	9,8	10,5	13,1	3,6	9,9	12,8
Poistot	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-1,8	-1,7
Liikevoitto	7,8	8,4	11,0	1,5	8,1	11,1
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>-2,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>7,8</i>	<i>10,5</i>	<i>11,0</i>	<i>1,5</i>	<i>8,1</i>	<i>11,1</i>
Rahoituserät	-5,2	-4,4	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	2,6	4,1	10,1	0,7	7,2	10,2
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,6	-0,8	-2,1	-0,2	-1,4	-2,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,0	3,3	8,0	0,5	5,8	8,1
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>2,0</i>	<i>5,4</i>	<i>8,0</i>	<i>0,5</i>	<i>5,8</i>	<i>8,1</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	2,0	3,3	8,0	0,5	5,8	8,1
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,48</i>	<i>0,61</i>	<i>1,05</i>	<i>0,06</i>	<i>0,75</i>	<i>1,06</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,48	0,99	1,05	0,06	0,75	1,06

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	50	50	50	54	54
Liikearvo	43	43	44	48	48
Aineettomat oikeudet	1	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	6	5	5	5	5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	45	41	48	48	52
Varastot	1	1	1	1	1
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	35	36	39	43	45
Likvidit varat	10	4	9	4	6
Taseen loppusumma	96	91	98	102	105

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	0	25	30	26	32
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	-6	-2	3	-1	5
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	6	27	27	27	27
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	51	21	21	23	20
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	51	21	21	23	20
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	45	45	48	53	54
Lainat rahoituslaitoksilta	4	1	1	1	1
Lyhytaikaiset korottomat velat	40	43	46	50	51
Muut lyhytaikaiset velat	1	1	1	1	1
Taseen loppusumma	96	91	98	102	105

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.9.2016	Lisää	17,50 €	15,90 €
26.10.2016	Lisää	16,50 €	14,65 €
11.11.2016	Lisää	17,00 €	15,75 €
19.12.2016	Osta	17,00 €	14,75 €
17.2.2017	Lisää	16,35 €	15,35 €
3.4.2017	Osta	16,35 €	14,16 €
5.5.2017	Lisää	16,40 €	15,48 €
11.8.2017	Lisää	16,00 €	15,15 €
18.9.2017	Vähennä	14,00 €	13,42 €
9.11.2017	Vähennä	11,50 €	11,30 €
18.12.2017	Vähennä	9,00 €	8,88 €
11.1.2018	Lisää	10,00 €	9,12 €

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän

raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäärvo malli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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 sijoittavassa 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 liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**