

CONSTI

03.03.2025 08.00 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Vain kasvu puuttuu

Nostamme Constin suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) nostaen tavoitehintamme 11,00 euroon (aik. 10,5 euroa) laajan raportin päivityksen yhteydessä. Consti on pärjännyt haastavassa rakentamisen markkinassa hyvin, ja vaikka lähiaikojen näkymät eivät merkittävää kasvua povaakaan, on yhtiö hyvässä asemassa hyötymään rakennusmarkkinoiden tulevasta piristymisestä. Arvostuksessa ei ole merkittävästi nousuvaraa, mutta Constin potentiaali ja vahva osinkotuotto huomioiden tuotto-odotus on riittävä.

Korjausrakentamisen ammattilainen

Consti on korjausrakentamiseen ja kiinteistöjen teknisiin palveluihin keskittynyt yhtiö. Constin tarjoama kattaa laaja-alaisesti korjausrakentamisen markkinan sisältäen talotekniikka-, julkisivu- ja sisätilojen korjaustöitä. Maantieteellisesti yhtiö on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja erityisesti Helsingin ja Uudenmaan alueelle. Constin liiketoiminta on projektiluonteista, mutta riskejä tasaa vakaasti ja osin suhdanteista riippumattomasti kehittyvät päämarkkinat, yhtiön hajautunut asiakas- ja projektiportfolio sekä joustava kapasiteetti- ja kulurakenne.

Korjausrakentamisen markkinan kasvua pitkälle tulevaisuuteen tukee rakennuskannan ikääntyminen ja useat markkinaa tukevat trendit (energiatehokkuus, tekniikan lisääntyminen, kestävä kehitys, modernisointi). Constin vahva taloudellinen tilanne ja hyvä maantieteellinen asemoituminen sekä kokonaisvaltainen palvelutarjoama tukevat markkinoita nopeampaa kasvua ja yhtiön markkinajohtajan aseman säilyttämistä.

Vaikeampi markkina haastaa, mutta suoritus ollut hyvä

Heikompien tulosvuosien jälkeen Constin tulos on saatu käännettyä kestävämmiin paremmalle tasolle viime vuosien aikana (EBIT-% 2018: -0,7 % vs. 2024: 3,1 %). Potentiaalia

tulostasossa vielä arviomme mukaan löytyy, mutta se vaatii selkeästi nykyistä parempaa markkinaa. Paremman markkinan näemme johtavan korkeampiin liikevaihdon tasoihin, projektien tuottavuuden parantumiseen (kilpailun vähentyminen, projektimixin muutos) ja resurssien hintojen suotuisampaan kehitykseen. Lähivuosina (2026–2027e) odotamme kasvun piristyvän hieman heikomman vuoden 2025 jälkeen noin 4–5 %:iin. Volyymien kasvun ja edellä mainittujen tekijöiden myötä näemme liikevoitonkin nousevan nykyisestä noin 3 %:sta lähemmäs 4 % vuonna 2027. Vuosien 2024–2027e aikana osakekohtainen tulos kasvaa ennusteillamme 12 %:n tahtia, mikä on hyvä taso. Riskeinä ennusteissamme on odotuksiamme heikompi markkinakehitys, kilpailun ankara kiristyminen, kustannuspaineiden jatkuminen ja merkittävien projektihaasteiden esiintulo.

Tuotto-odotus mielestämme riittävä

Constin arvostus kuluvalle vuodelle (2025e: EV/EBIT: 9x, P/E: 10x) on mielestämme kohtalaisen neutraalilla tasolla. Arvostus laskee lähivuosille selkeästi (2026–2027e ka.: EV/EBIT: 7x, P/E: 8x), mutta markkinakäänteiden aikataulun epävarmuus ja toimintaympäristön (kilpailun kireys, resurssihinnat) riskit huomioiden varauksetta lähivuosiin nojaaminen on mielestämme ennen aikaista. Vuosien 2025 ennusteita käyttäen osakkeessa olisi hyväksymämme arvostushaarukan alarajaan (EV/EBIT: 10–14x, P/E: 10–14x) nojaten noin 5 %:n nousuvara. Arvostuksen nousu yhdistettynä lähivuosien noin 6–7 %:n osinkotuottoon tekee kuitenkin osakkeen tuotto-odotuksesta jo tarttumisen arvoisen. Myös pidemmälle nojaava DCF-laskelman arvo on osakekurssia ja tavoitehintamme korkeammalla (noin 15 euroa), vaikka 12 kuukauden aikajänteellä tähän ei ole selkeitä ajureita. Ajurit osakkeen merkittävämmälle nousuvaralle löytyvät markkinan ja Constin tuloskasvun piristymisen aikataulusta sekä kulmakertoimesta.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

11,00 EUR

(aik. 10,50 EUR)

Osakekurssi:

9,94

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	327	319	334	347
kasvu-%	2 %	-2 %	5 %	4 %
EBIT oik.	10,2	10,5	12,1	13,5
EBIT-% oik.	3,1 %	3,3 %	3,6 %	3,9 %
Nettotulos	7,2	7,6	8,9	10,0
EPS (oik.)	0,91	0,97	1,13	1,27

P/E (oik.)	11,3	10,3	8,8	7,8
P/B	1,8	1,7	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	6,8 %	7,2 %	7,4 %	7,6 %
EV/EBIT (oik.)	8,2	8,7	7,4	6,4
EV/EBITDA	5,8	6,5	5,7	4,9
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,2

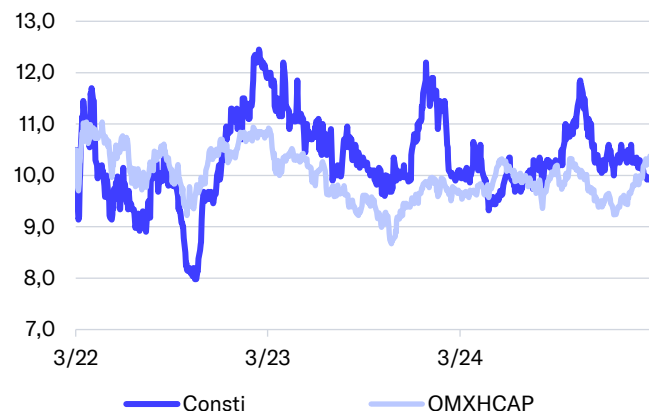
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

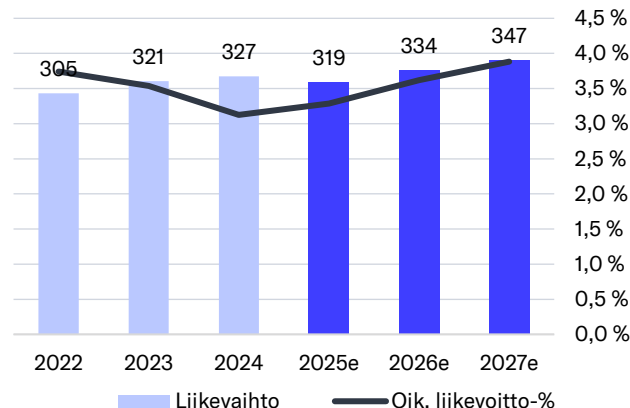
Consti arvioi, että vuoden 2024 liike-tulos on 9-12 MEUR (2024: 10,2 MEUR).

Osakekurssi



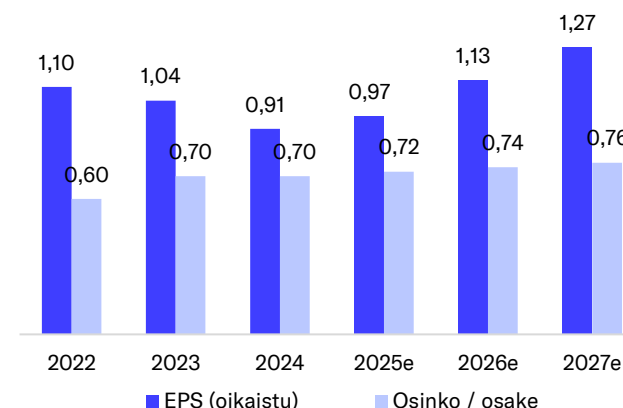
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Korjausrakentamisen vakaat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja sitä tukevat trendit
- Kannattavuuden vahvistaminen edelleen uudella organisaatorakenteella ja säästöohjelmalla
- Kasvun ja tehokkaan organisaatio- ja kulurakenteen mahdollistama tuloskasvu
- Uudisrakentamiseen ja muuhun rakentamisen arvoketjuun osallistuminen
- Markkina-aseman vahvistaminen

Riskitekijät

- Suhdanteen heikkouden ja kilpailun kireyden jatkuminen
- Kapasiteetin käyttöasteen vaihtelut
- Materiaalin ja työn kustannuspaineet
- Henkilöstön vaihtuvuus
- Kilpailuaseman muutokset
- Projektiriskit ja merkittävien projektiongelmien uusiutuminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	9,94	9,94	9,94
Markkina-arvo	78	78	78
Yritysarvo (EV)	92	90	87
P/E (oik.)	10,3	8,8	7,8
P/B	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	6,5	5,7	4,9
EV/EBIT (oik.)	8,7	7,4	6,4
Osinko/tulos (%)	74,4 %	65,7 %	59,7 %
Osinkotuotto-%	7,2 %	7,4 %	7,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Strategia	12-13
Markkinat	14-15
Kilpailu	16-17
Taloudellinen tilanne	18-19
Ennusteet	20-22
Arvonmääritys	23-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33-

Consti lyhyesti

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

2008

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

327 MEUR (+1,9 % v/v)

Liikevaihto 2024

240 MEUR (-11 % v/v)

Tilaukanta 2024 lopussa

10,2 MEUR (EBIT-%: 3,1 %)

EBIT 2024

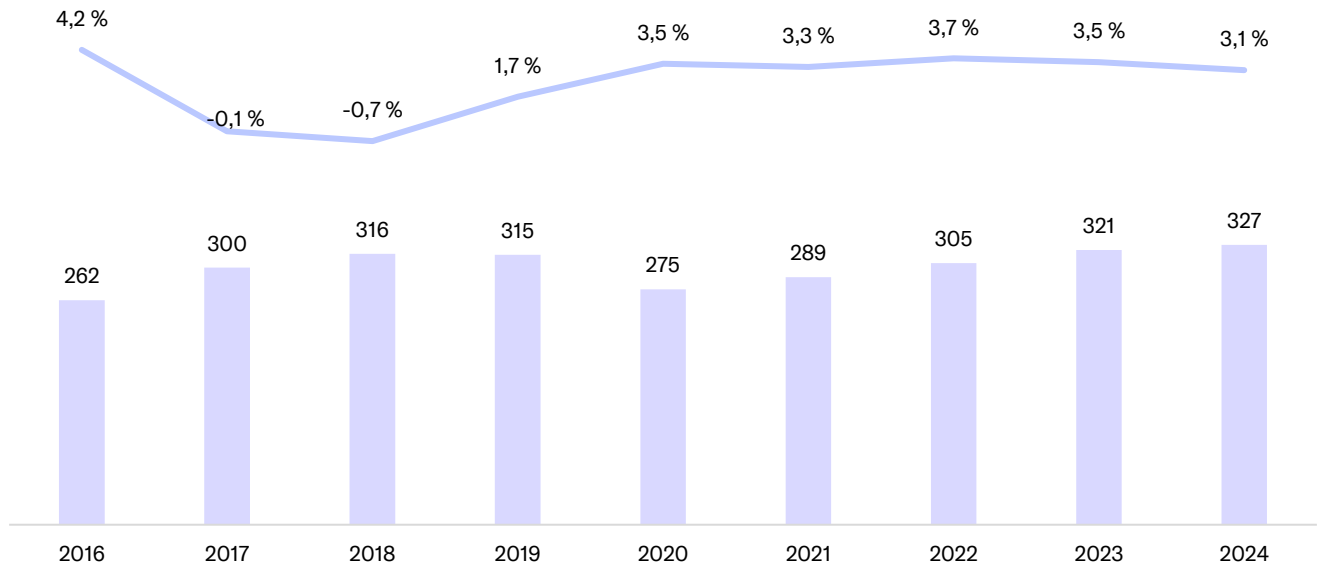
24 %

ROCE-% 2024 lopussa

- Kannattavaa kasvua vuoteen 2016 asti
- Kasvun kivut ja projektiongelmien alkavat vuonna 2017 ja jatkuvat vuoteen 2018
- Organisaatio- ja strategiamuutos johtavat käännteeseen
- Säästö- ja muutosohjelman toteutuksen kautta parempaan tulokseen
- Kannattavuuden ja tuottavuuden parannus ennen liikevaihdon kasvua

- Tulos paranee merkittävästi 2019 ja edelleen vuonna 2020 koronasta huolimatta
- Liikevaihdon kasvuvaihe käyntiin 2021 alkaen, mikä parantaa edelleen tulosta
- Markkinahaasteet jarruttavat kehitystä vuonna 2022-2024
- Tulostaso pystytty pitämään vakaana tai jopa kasvattamaan
- Markkinan piristyessä tuloskasvulle erinomaiset mahdollisuudet

Constin liikevaihdon (MEUR) ja oikaistun liikevoiton kehitys (%)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Korjausrakentamisen erikoisosaaja

Consti on yksi Suomen johtavista kiinteistöjen korjausrakentamiseen ja taloteknisiin palveluihin keskittyneistä yhtiöstä. Konserni perustettiin vuonna 2008 ja se listautui Helsingin pörssiin vuoden 2015 lopulla.

Vuoden 2024 lopussa liikevaihto oli 327 MEUR, mikä vastasi noin 2 %:n kasvua vertailukauteen nähden. Vahvemman kasvujakson jälkeen markkina on heikentynyt, mutta Consti on pystynyt ylläpitämään liikevaihtoaan. Liikevoitto on yhtiöllä pysynyt viimeisen kolmen vuoden aikana suhteellisen tasaisena ja oli vuoden 2024 lopussa 10,2 MEUR (EBIT-%: 3,1 %). Kireämmän kilpailun vuoksi marginaalit ovat kuitenkin laskeneet ja tulospainotus vaatii taakseen markkinalta vetoapua.

Constin liiketoiminta keskittyy ainoastaan Suomeen eikä yhtiöllä ole kansainvälistymisen suunnitelmia. Suomessa Consti on keskittynyt kasvukeskuksiin ja etenkin Helsinki–Uusimaa-akselille ja Tampereen ja Pirkanmaan seudulle. Muista alueista tärkeitä ovat muun muassa Turku, Oulu, Hämeenlinna, Jyväskylä ja Lahti. Constissa työskenteli vuoden 2024 lopussa 1012 henkilöä ja työntekijämäärä on pysynyt lähes vakiona toissa vuoteen nähden (2023: 1008).

Liiketoimintarakenne

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

omana liiketoiminta-alueena.

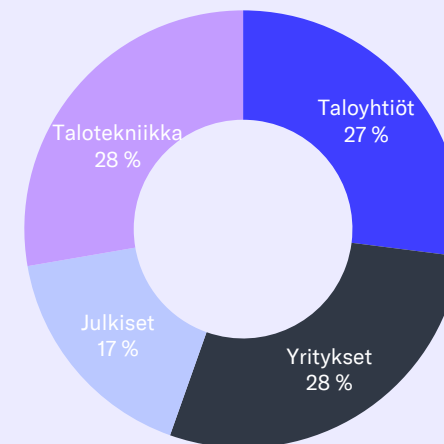
Taloyhtiöt ja Yritykset liiketoiminta-alueet ovat liikevaihdollisesti olleet isoimpia Constille aina vuoteen 2024 asti. Taloyhtiöt ja Yritykset toivat vuonna 2024 molemmat hieman alle 30 % liikevaihdosta (ennen eliminointeja), kun taas Julkisten ja etenkin Talotekniikan osuudet liikevaihdosta kasvoivat viime vuonna. Julkiset sairaalahankkeet ovat tukeneet molempia liiketoiminta-alueita ja Talotekniikan osuus liikevaihdosta nousikin jo 28 %:iin vuonna 2024. Julkiset-liiketoiminnan osuus liikevaihdosta oli puolestaan noin 17 %.

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

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

CONSTI

Liikevaihto liiketoiminnoittain ennen eliminointeja (2024)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4



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

Uudisrakentamisen mahdollisuuksien hyödyntäminen

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

Yritysosotot jokaisessa segmentissä kasvun mahdollisuutena

- Viimeisimpänä Sähkö-Huhta Oy hankittu 11/2023

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Projektivetoinen liiketoimintamalli

Consti profiloituu liiketoimintamalliltaan vahvasti projektivetoiseksi yhtiöksi ja etenkin jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta on suhteellisen matala. Kaikkiin asiakasosa-alueisiin linkittyvän Palvelu-liiketoiminnan (Service) liikevaihdon osuus oli vuonna 2024 noin 12 %, mutta tästäkin arviomme mukaan osa muodostuu lyhytkestoisesta projektiluonteisesta palvelu-urakoinnista.

Projekteista iso osa toteutetaan ns. kiinteä- tai kattohintaishen kilpailu-urakamallilla tilaajan suunnitelmiin perustuen, mutta tavoitehintaisten ja tuoton sekä riskin jakoon pyrkivien ns. allianssi- yhteistoimintamallien osuus yhtiön liikevaihdon osuus on kasvanut. Allianssimallista esimerkkinä on Talotekniikka-liiketoiminnan solmimat allianssit Jorvin sekä Laakson sairaalahankkeissa. Suurien hankkeiden kohdalla allianssi- ja yhteistoimintamallit ovat mielestämme hyvä ratkaisu liiketoiminnallisesti, sillä se vähentää Constin riskejä kohdata projektiongelmia. Allianssimalleissa riskit sekä tuotot ovat usein jaettu hankkeiden osapuolien kesken, mikä rajaa hankkeiden epäonnistumisen vaikutusta, mutta myös onnistumisesta saa vähemmän tuottoja.

Consti ei toteuta lainkaan ns. omaperustaisia hankkeita, vaan tilaajana/rahoittajana on aina ulkopuolinen asiakas. Lähestymistapa vähentää selvästi liiketoiminnan riskejä ja sitoutunutta pääomaa, mutta samalla on huomioitava, että omaperusteisella rakentamisella usein haetaan myös parempia tuottoja. Tämä vaatii kuitenkin massiivisia investointeja ja osaamista hankekehitykseen, myyntiin sekä rahoitukseen eikä tulos panostuksista huolimatta ole taattu. Korjausrakentamisessa harvoin vielä omaperusteista

rakentamista edes harjoitetaan ja Constikin voidaan mieltää kokonaisuudessaan rakennusurakoitsijaksi.

Laaja projektiportfolio ja pieni hankekoko

Constin projektiportfolio on yhtiön kokoon ja muihin listattuihin rakennusyhtiöihin suhteutettuna lukumääräisesti arviomme mukaan suuri. Tämä kertoo yhtiön projektien keskimääräisen koon olevan matalalla tasolla. Pienemmissä projekteissa usein riskit ovat isompia hankkeita pienempiä.

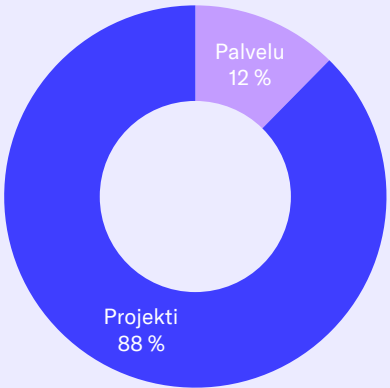
Laskelmiemme mukaan Constin projektien keskimääräiset koot ovat viime vuosina olleet selvästi alle 1 MEUR. Kannattavuuden parantamistoimena käynnistetty entistä valikoivampi lähestymistapa tarjoustoimintaan on voinut arviomme mukaan vielä laskea projektien kokoa viime vuosina.

Constilla on ollut kuitenkin liiketoiminnassa myös yksittäisiä suurempia projekteja edellä mainittujen sairaala-allianssien (75 MEUR) lisäksi, kuten 26 MEUR:n Hotelli Scandic Marskin peruskorjaus, Ässäkeskuksen 35 MEUR:n peruskorjausurakka ja 25 MEUR:n Myllypuron palvelukeskuksen peruskorjaushanke.

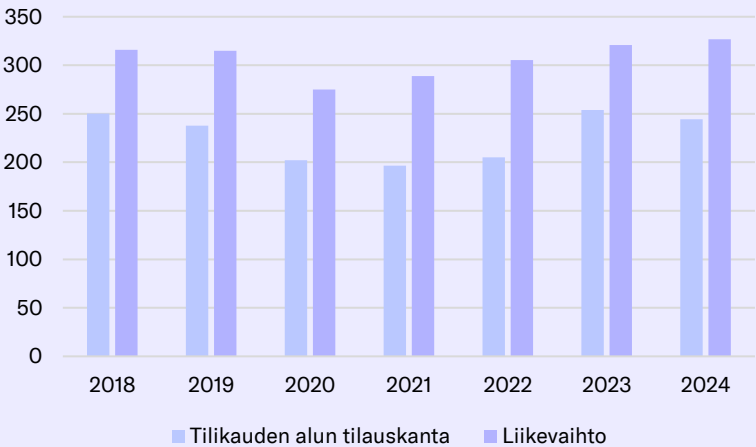
Tilaukannon antama näkyvyys noin vuoden

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

Projekti-liiketoiminta painottuu Constilla (2024)



Liikevaihtoa syntynyt keskimäärin noin 80 MEUR tilikauden alun tilaukanta enemmän



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Constille onkin erityisen tärkeää saada tilauskantaan hankkeita myös vuoden aikana. Usein alkuvuoden tilauskertymä sekä saadut hankkeet kertovat hyvin jo sen vuoden tilanteesta, koska iso osa korjauskohteista pyritään aloittamaan säiden vuoksi alkukeväästä. Esimerkiksi julkisivusaneerauksissa lämpötilan olisi oltava vähintään 5 astetta. Talvella hankkeiden tulisi olla sisätyövaiheessa, jotta ylimääräisiltä kuluilta välttyttäisiin (lämmitys, suojaus).

Kapasiteetinhallinta tuo tärkeää joustavuutta

Korjausrakentamisen kysyntä ei ole niin suhdanneherkkää kuin uudisrakentamisen, joten kapasiteetinhallinta on suhteessa selvästi helpompaa ja kysyntä ennakoitavampaa. Constin kapasiteetti on suhteellisen joustavaa, sillä se koostuu oman työvoiman ohella vuokra-työvoimasta ja aliurakoitsijoiden kapasiteetista. Alihankinnan ja vuokratyövoiman osuus Constin tuotantokapasiteetista on ollut arviomme mukaan noin 50 %:n tasolla. Joustavuus on tärkeää Constin toimialalla, sillä liiketoiminnan projekti- ja kausiluonteisuus vaatii kykyä sopeutua nopeasti ja jatkuvasti käyttöasteiden muutoksiin. Myös kasvumahdollisuuksien hyödyntämisen ja kannattavuuden kannalta on tärkeää, että kapasiteettia voidaan lisätä joustavasti ja oikea-aikaisesti. Alihankinnan osuus on viime aikoina arviomme mukaan ollut hieman suurempaa kuin normaalisti, sillä tätä enemmän käyttävä Julkinen-liiketoiminta on ollut kasvussa. Se heijastuu myös yhtiön kulurakenteeseen hieman laskien henkilöstökulujen osuutta ja nostaen palveluiden osuutta kuluista.

Skaalautuvia elementtejä kuluissa rajallisesti

Constin kaltaisen henkilötyö- ja projektivaltaisen liiketoiminnan skaalaedut ovat melko rajalliset pitkällä

aikavälillä, sillä kustannuksista iso osa syntyy ostoista ja ulkopuolisista palveluista. Arvioimme, että lähemmäs 80 % yhtiön kustannuksista on luonteeltaan suhteellisen muuttuvia ja heikosti skaalautuvia kustannuseriä. Henkilöstökuluissa on mielestämme osittain kiinteää kulutaakkaa, mutta myös nopeasti joustavaa kuluerää.

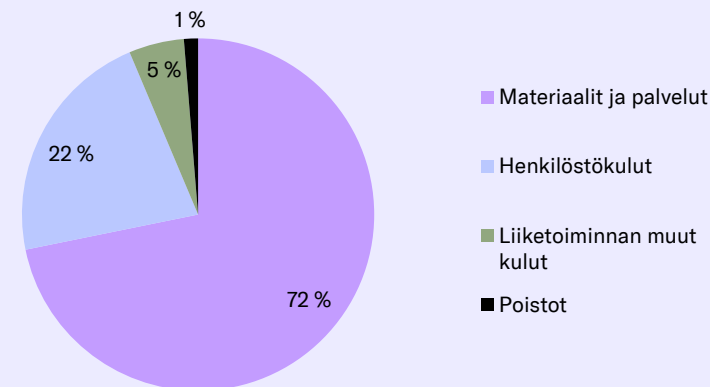
Näemme kuitenkin, että Consti pystyy kulu- ja organisaatorakenteen muutoksen jäljiltä tekemään nykyisellä kulutasolla korkeampaakin liikevaihtoa ja omaavan vielä pieniä skaalautumisen elementtejä. Isoin parannusvara tällä hetkellä on arviomme mukaan kuitenkin aineiden ja palveluiden erässä eli käytännössä materiaalien tai alihankinnan säästöissä.

Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

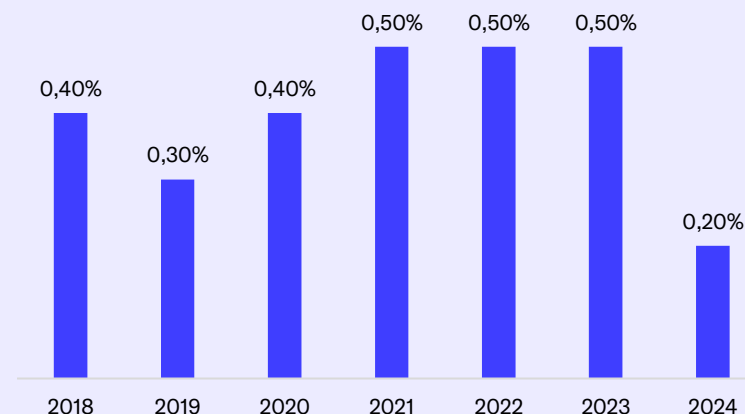
Constin liiketoimintamalli mahdollistaa normaalisti vahvan operatiivisen kassavirran, sillä projektien maksut ovat tyypillisesti etupainotteisia. Lisäksi henkilötyövaltaiselle ja aliurakointia hyödyntävälle liiketoiminnalle tyypilliseen tapaan Constin osto- ja siirtovelat ovat saamia suuremmat. Tästä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

Liiketoimintamallin investointitarpeet ovat myös maltilliset, sillä yhtiön kapasiteetti syntyy valtaosin henkilötyövoimasta ja yhtiön investointien osuus liikevaihdosta on hyvin matala. Pääasiassa investoinnit kohdistuvatkin yritysostoihin. Vuonna 2024 Constin investoinnit olivat noin 0,2 % liikevaihdosta (2023: 0,5 %).

Constin kulurakenne pääosin muuttuva (%-osuus kokonaiskuluista, 2024)

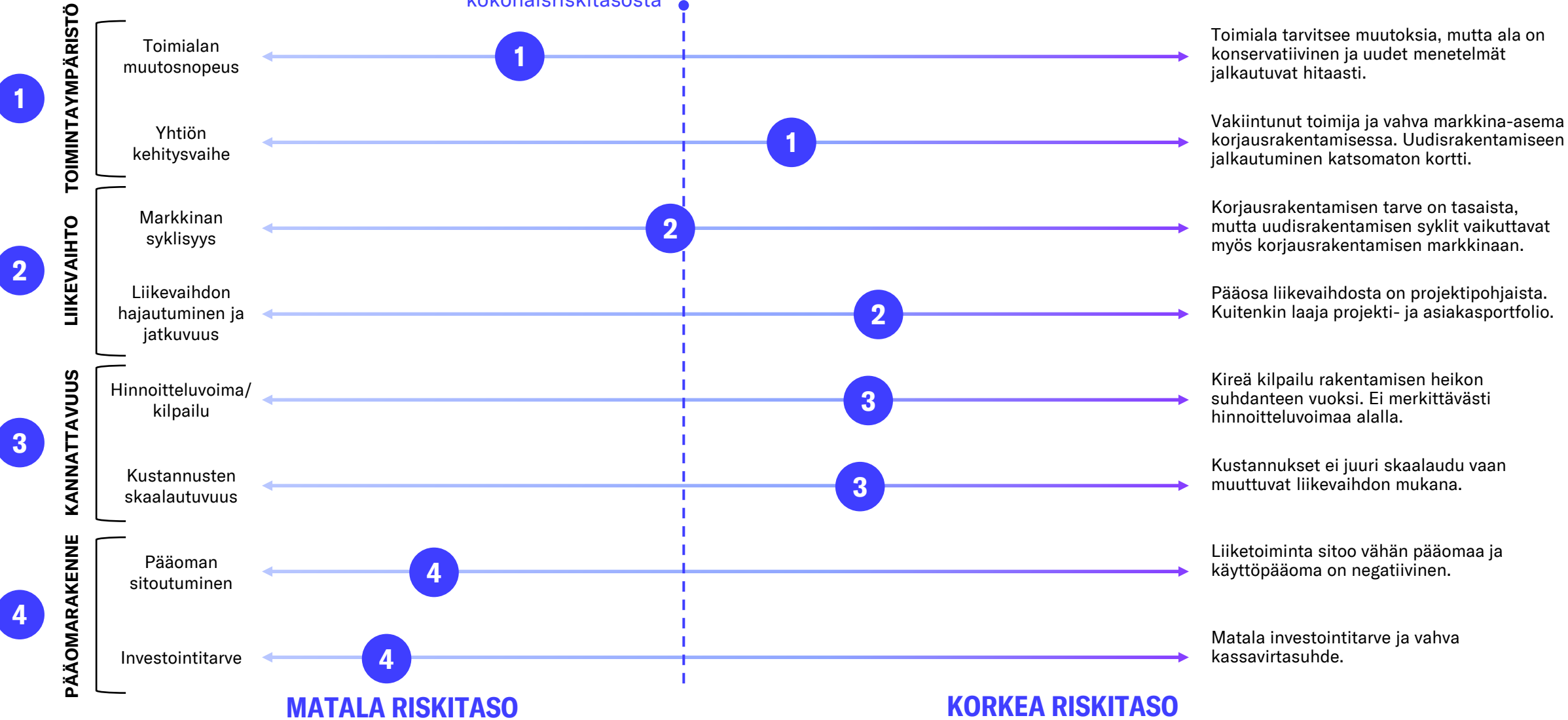


Investoinnit maltilliset (investointien* suhde liikevaihtoon, %)



Liiketoiminnan riskiprofiili

Arvio Constin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili

1

Vakaasti vahvistuva kannattavuus ja korkea pääoman tuotto

2

Markkinoita nopeampi kasvu ja vahva markkina-asema sekä brändi

3

Markkinan hyvät pitkän aikavälin näkymät ja sitä tukevat trendit

4

Vahva kassavirta ja vakaalla pohjalla oleva osinko

5

Yritysosotot selkeä kasvuoptyo vahvalla taseella

Potentiaali

- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali markkina-asemansa vuoksi
- Kannattavuuden parannus projektien tuottavuuden ja kulurakenteen pienen skaalautumisen kautta
- Liiketoimintamallin vahva kassavirta ja erittäin vahva pääoman tuotto
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla

Riskit

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

Strategia

Strategia 2024–2027

Consti päivitti strategiaansa vuoden 2024 alussa vuosille 2024–2027. Consti hakee markkinoita nopeampaa kasvua sekä rakentamisen että talotekniikan markkinoilta. Constin tavoitteena on strategiakauden päätyttyessä neljä tasavahvaa toimialaa, joiden liikevaihto olisi yhteensä noin 400 miljoonaa euroa. Rakentamisen toimialoilla Consti pyrkii vahvistamaan ja laajentamaan erikoisosaamistaan muun muassa maanrakentamisessa ja julkisivukorjauksissa. Kasvumahdollisuuksia nähdään myös teollisuuden asiakkuuksissa. Talotekniikassa tavoitteena on kasvattaa talotekniikkaurakointia ja -palveluita sekä kokonaisvaltaisia energiaratkaisuja. Arviomme mukaan kasvutavoite on saavutettavissa, mutta vaatii selkeästi piristyvää markkinaa ja onnistumisia myös uudisrakentamisen markkinasta, mihin Consti on laajentunut.

Consti pyrkii strategiassaan myös laajentumaan korjausrakentamisen arvoketjussa mm. olemalla yhä laajemmin mukana suunnitteluvaiheesta käytön ja ylläpidon aikaisiin palveluihin. Tähän liittyy vahvasti toimiminen uusien korjausrakentamisen toteutusmuotojen ja teknologioiden kehittämisessä. Rakentamislainsäädännön muutokset ja kiristyvät energiatehokkuusvaatimukset lisäävät rakennuttajan vastuita, ja tämän odotetaan korostavan pääurakoitsijan asemaa erityisesti hankekehityksessä ja suunnittelussa.

Kasvun lisäksi yhtiö pyrkii edelleen parantamaan suhteellista kannattavuutta liiketoimintaportfolion aktiivisella hallinnalla ja projektien tasaiseen suoritukseen panostamalla. Kannattavuustavoite on säilynyt ennallaan jo hetken. Consti tavoittelee viiden prosentin

liikevoittomarginaalia tämänhetkiseen markkinanäkymään perustuen.

Kannattavuuden parantamiseksi ja vaihteluiden vähentämiseksi Consti on hajauttanut sopimustyyppejään (vähemmän kiinteähintaisia) portfoliostaan ja pyrkinyt selkiyttämään organisaatiotaan sekä panostanut projektikatteisiin. Yhtiön aikaisempien kommenttien perusteella projektien väliset kannattavuuserot ovatkin historiasta laskeneet ja yhtiö tekee tasaisempaa tulosta.

Arvioimme mukaan suurin osa Constin projekteista eteneekin suunnitelmallisesti, mutta aina on myös niitä heikompia hankkeita. Esimerkin omaisesti ajateltuna Constilla voi olla vuosittain käynnissä noin 900 projektia, joista 0–10 kappaletta ovat heikommin kannattavia tai jopa tappiollisia. Heikkoja projekteja tulee projektiliiketoiminnassa aina, mutta näiden heikompien projektien merkittävien tappioiden minimointi on avainasemassa, jotta tulosta saadaan kestävästi parannettua.

Nykyisessä ympäristössä emme näe kannattavuuden tavoitteeseen yltämistä kuitenkaan mahdollisena. Kuitenkin kasvavien volyymien ja parantuvien projektikatteiden maailmassa (ei niin kireä kilpailu), kannattavuus on hetkellisesti mahdollista saada nostettua yli 5 %:n. Kestävästi 5 %:n tasolle yltäminen ei ole mielestämme todennäköistä, sillä markkinan vaihtelun vaikutukset resurssien hintoihin ja kilpailun kireyteen vaikeuttavat kannattavuuden ylläpitoa.

Visio

Asiakkaan ykköskumppani ja rakentamisen moniosaaja

Kasvu rakentamisessa

- Nykyliiketoimintojen kannattava kehitys
- Rakentamisen arvoketjussa laajentuminen
- Houkuttelevat uudisrakennus-hankkeet
- Erikoisosaamisen vahvistaminen

Kasvu talotekniikassa

- Nykyliiketoimintojen kannattava kehitys
- Nykyisen tarjoaman laajentaminen
- Teknisen kiinteistöhuollon kasvu
- Energiatehokkuus-ratkaisut (mm. Optimi) osana vahvistuvaa tarjoamaa

Neljä tasavahvaa liiketoiminta-aluetta (2027 liikevaihto: 400 MEUR)



Tuotannon tehokkuuden parantaminen

Tarjoustoiminnan parantaminen, alihankkijakumppanuudet, digitalisaation hyödyntäminen, suorituskyvyn johtaminen



Ihmiset ja johtaminen

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



Vastuullisuus ja kestävä kehitys

Ympäristöystävällisyys, työturvallisuus, toimitusketju, asiakasyytyväisyys

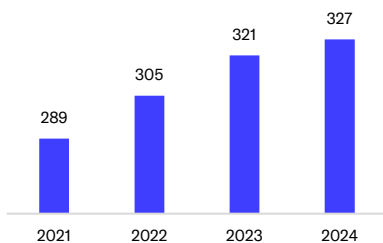
Strategian taloudelliset tavoitteet



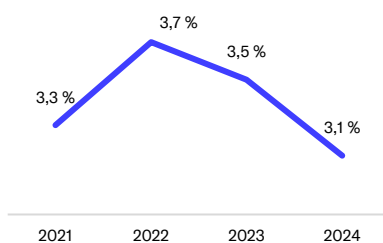
Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Kasvu Markkinoita nopeampi liikevaihdon kasvu	Kannattavuus Liikevoittomarginaali yli 5 %	Velkaantuneisuus Nettovelka / oikaistu käyttökate < 2,5x	Kassavirta Kassavirtasuhde yli 90 %	Osinkopolitiikka
- Consti kasvanut arviomme mukaan markkinoita nopeammin viimeisten vuosien aikana - Vuonna 2024 Consti kasvoi 2 %:lla ja markkina Euroconstructin mukaan laski 1 %:lla - Markkinatilanne ja kiristynyt kilpailu vaikeuttavat kasvun aikaansaamista - Edellytykset kuitenkin markkinoita nopeampaan kasvuun	- Organisaatiomuutos ja tehostustoimet parantaneet tulosta - Myös kasvu nostanut esiin kulurakenteessa olevaa pientä skaalautuvuutta - Tavoitetasolle yltäminen vaatii vielä kasvua, projektien katerakenteen parantumista ja markkinahaasteiden helpottumista - Tavoitetason ylläpito kestävästi on haastavaa nykyiset markkinahaasteet huomioiden	- Constin nettovelka oli 2024 lopussa 2,7 MEUR (IFRS ml.), kun käyttökate ylsi 14,3 MEUR:oon - Velkavipu tällä mittarilla 0,2x ja selvästi alle tavoitetason - Constin rahoitusasema sekä taloudellinen tilanne ovat erittäin hyvällä tasolla tällä hetkellä - Tulorahoitus riittää hyvin liiketoiminnan pyörittämiseen - Velkaantumistavoite on liiketoimintamallille mielestämme normaali	- Constin liiketoimintamalli tuottaa erittäin hyvin kassavirtaa - Kassavirtasuhde oli vuoden 2024 lopussa 51 % eikä yltänyt tavoitetasolle - Vuoden 2023 lopussa käyttöpääoman määrä oli poikkeuksellisella tasolla, joten kassavirran heikentyminen oli odotettua - Normaalisti vahvan kassavirran ansiosta arviomme, että osinko on hyvällä tasolla lähitulevaisuudessa	- Consti tavoittelee jakavansa vähintään 50 % tuloksesta osinkoja - Osinko saa tukea vahvaa rahavirtaa tuottavasta liiketoimintamallista ja vakaasta liiketoiminnan kehityksestä - Vuoden 2024 osinkoehdotuksella (0,70 euroa) osingonjakosuhte on 77 %

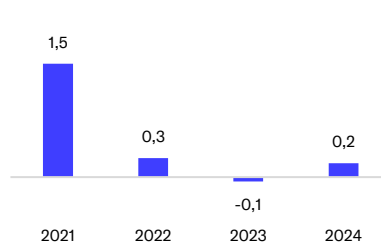
Liikevaihdon kehitys



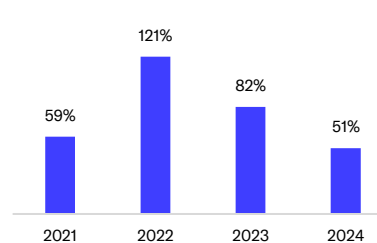
EBIT-%



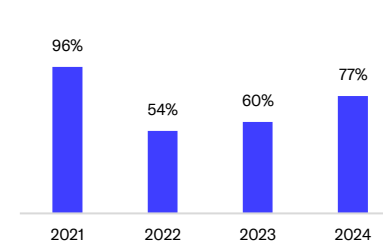
Nettovelka/käyttökate



Kassavirtasuhde



Osinko/tulos



Markkinat 1/2

Päämarkkinana kasvukeskusten korjausrakentaminen

Consti toimii pääasiassa Suomen kiinteistöjen korjausrakentamisen markkinassa. Kuitenkin myös uudisrakentamisen markkinan kehityksellä on Constille merkitystä. Heikompi uudisrakentamisen markkina heikentää Constin kasvumahdollisuuksia sen osalta ja lisää usein kilpailua korjausrakentamisessa. Lisäksi Talotekniikka sisältää sekä korjaus- että uudisrakentamisen hankkeita. Maantieteellisesti Constin toiminta keskittyy kasvukeskuksiin, Uudellemaalle, Pirkanmaalle, sekä Turun, Lahden, Hämeenlinnan ja Oulun alueelle. Arvioimme, että markkina-aktiviteetti on näillä alueilla vahvempaa kuin koko Suomessa, mikä on hyvä ottaa huomioon markkinaennusteiden osalta.

Korjausrakentamisen kasvua tukee pitkällä aikavälillä rakennuskannan keski-ian nousu ja tyypilliseen peruskorjausikään tulevien vanhojen rakennuksien osuuden kasvu rakennuskannasta. Lisäksi korjausrakentamisen kasvua tukevat mm. nousevat energiatehokkuusvaatimukset sekä tähän liittyvä lainsäädäntö, rakennusten käyttötarkoituksmuutosten määrän lisääntyminen, väestön ikääntymisen myötä kasvavat esteettömyysvaatimukset sekä talotekniikan määrän ja vaatimustason nousu.

Korjaaminen keskittyy kasvukeskuksiin

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

alueiden osuus on puolestaan noin 20 %.

Arvioimme kasvukeskuksissa korjausrakentamisen kasvuvauhdin olevan lähivuosina selvästi nopeampaa verrattuna koko markkinan keskimääräiseen kasvuvauhtiin. Kasvukeskuksien ulkopuolella korjausrakentamisen kasvun arvioimme sen sijaan olevan selvästi markkinakeskiarvoa vaisumpaa, koska kiinteistöjen korjaaminen tulee olemaan näillä alueilla muuttoliikkeen vuoksi entistä useammin taloudellisesti kannattamatonta tai jopa tarpeetonta. Siinä mielessä markkinoiden kasvuennusteisiin nähden Constilla on hyvät mahdollisuudet jatkaa voimakkaampaa kasvua omilla alueillaan.

Korjausrakentamisen markkina kasvanut vakaasti

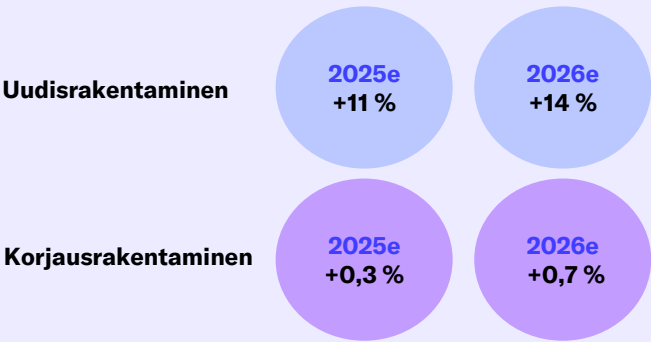
Korjausrakentamisen osuus Suomen noin 38 mrd. euron arvoisesta rakentamisen markkinasta oli vuonna 2023 noin 16 miljardia euroa (41 %). Rakennusteollisuus RT:n tietojen perusteella korjausrakentamisen volyymi on kasvanut viimeisen yli vuosikymmenen (2008–2023) ajan vakaasti keskimäärin noin 1,2 % vuodessa. Talonrakentamisen uudistuotannon volyymikasvu on heitellyt voimakkaasti ja laskenut keskimäärin noin 0,8 % vuodessa. Korjausrakentamisen kehitys on näin ollut oletuksien mukaisesti vakaampaa.

Ennusteiden mukaan kuitenkin heikompia aikoja eletään myös korjausrakentamisessa. Rakennusteollisuus RT ennustaa Suomen korjausrakentamisen määrän laskeneen 4 %:lla vuonna 2024. Vuonna 2025 RT odottaa volyymin nousevan suuresta laskusta vain hitaasti 1,0 %:lla, vaikka uudisrakentamisessa nähdään laskelmiemme perusteella yli 10 %:n kasvua. Hieman tuoreemman Euroconstructin (joulukuu) ennusteen mukaan uudisrakentamisen volyymin odotetaan nousevan 11 %:lla ja korjausrakentamisen vain 0,3 %:lla.

Korjausrakentamisen kasvuajureita



Suomen rakentamisen volyymiennusteet (Euroconstruct)



Lähde: Inderes, Consti, RT

Markkinat 2/2

Vuonna 2026 Euroconstruct näkee uudisrakentamisen vauhdin kiihtyvän (+14 %), mutta korjausrakentamisen junnaavan vain 0,7 %:n kasvussa edelleen. Tosin korjausrakentamisessa laskukaana ei ole ollut uudisrakentamisen kanssa saman tasoinen.

Ennusteiden perusteella korjausrakentamisen vuodesta 2025 on ainakin tulossa edelleen haastava, mutta toisaalta uudisrakentamisen palautumisen tulisi hiljalleen parantaa korjausrakentajien markkina-asemaa. Arvioimmekin, että vaikka volyymit ja kasvu ei korjausrakentamisen markkinalla vielä tänä vuonna olisikaan kovin voimakasta, on kilpailun helpottumiselle selkeitä ajureita etenkin loppuvuonna. Näemme myös, että uudisrakentamisen investointien kasvu voisi ruokkia myös korjausrakentamisen investointien kasvua yleisen sentimentin ja luottamuksen kasvun kautta. Näin vuoden 2026 ennusteissa voisi olla nousuvaraa, mikäli rakentamisen piristyminen etenee odotuksien mukaan.

Kustannukset pysyvästi korkeammalla tasolla

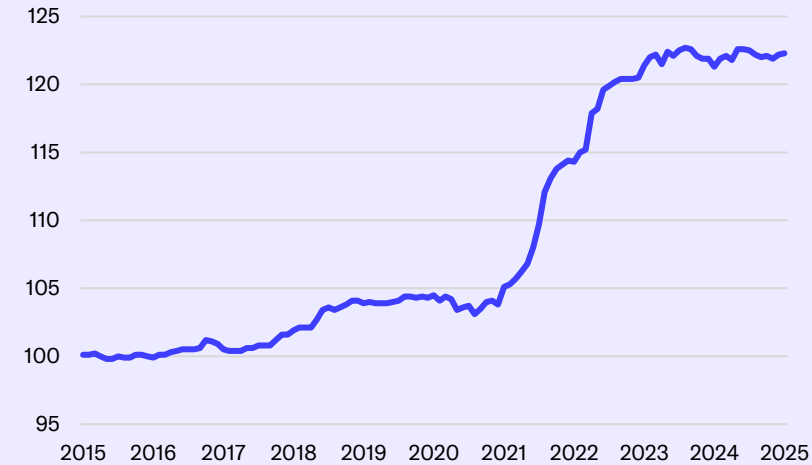
Uudisrakentamisen hiipuesssa rakentamisen arvoketjun pitäisi Constin kannalta helpottaa ja kustannuspaineiden mm. materiaalien osalta laskea. Oikealla näkyvästä kuviosta voi huomata, että yleisen rakennuskustannusindeksin nousu on ainakin pysähtynyt.

Tilastokeskuksen tietojen perusteella materiaalien hinnat ovat kuitenkin edelleen hyvin korkealla, vaikka heikkoa rakentamisen suhdannetta on eletty jo monta vuotta. Rahoituksen hinta on samaan aikaan maailmalla noussut korkeampien korkojen muodossa, ja kysyntä on heikossa taloussympäristössä laskenut. Yhtälö kannattavien hankkeiden tekemiselle onkin näiden tietojen perusteella varsin haastava edelleen. Tässä mielessä ja näiden

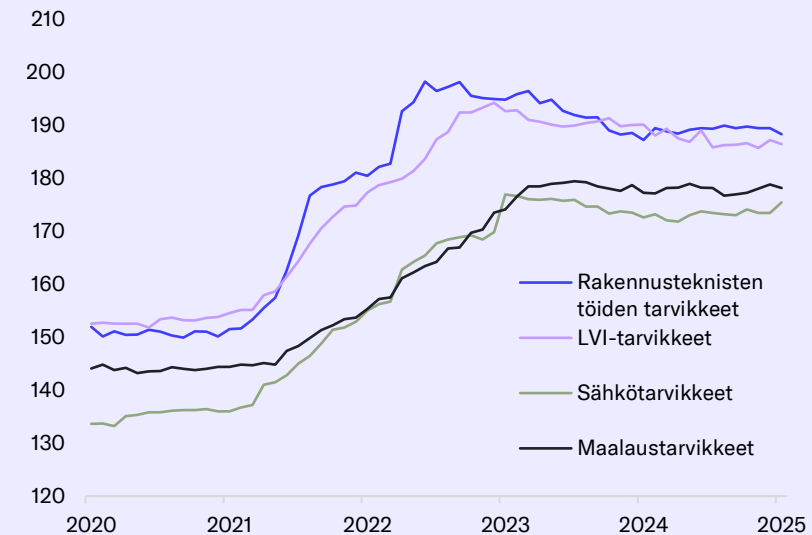
oletuksien perusteella rakennusalan pitkään jatkunut matala aktiviteetti ei ole yllättävää. Matala aktiviteetti jatkunee niin pitkään, kunnes kustannukset laskevat merkittävästi alaspäin, korkokehitys ja rahoituksen hinta joustavat selvästi alaspäin, talouskasvu/kysyntä piristyy selvästi tai hinnat hankkeille nousevat voimakkaasti. Rakennusalan toivo tuntuisi nyt lepäävän etenkin korkojen laskussa ja talouskasvun piristymisessä. Pitää kuitenkin ottaa huomioon, että kasvavassa taloudessa (missä hinnat/inflaatio terveellä tavalla nousevat) merkittävä korkojen lasku on epätodennäköistä.

Rakennusyhtiöiden kommentit tosin ovat jo hetken toistaneet, että rakentamisen kustannukset ovat tulleet alaspäin etenkin pahasti kärsineen asuntorakentamisen osalta. Tässä mielessä tilastot eivät välttämättä kuvasta täysin nykyistä tilannetta materiaalien ja kustannuspaineiden osalta. Materiaalien ja resurssien (alihankinnan) hintojen lasku on arviomme mukaan osin kohdetyypistä ja alueestakin riippuvaista.

Rakennuskustannuksissa laskun merkkejä
(2015=100, kokonaisindeksi)



Eri rakennustarvikkeiden hintakehitys
(2000=100)



Kilpailu 1/2

Korjausrakentamisen kilpailukenttä on hyvin hajanainen ja alan toimijoiden määrä on suuri. Lähes jokainen rakennusyritys tekee vähintään pienimuotoista korjausrakentamista, jonka lisäksi kotitaloudet myös itse korjaavat hyvin paljon. Tämä vaikeuttaa kilpailijakentän hahmottamista, ja suurin osa markkinan volyyymista syntyykin pienistä yrityksistä.

Consti laskelmiemme mukaan suurin tekijä

Yleisesti rakennusyhtiöt eivät suoraan raportoi korjausrakentamisen osuuttansa ja usein se on osana muuta talonrakentamisen toimintaa. Yhtiöiden materiaalien, arviomme ja Rakennuslehden tietojen perusteella Consti oli suurin yksittäinen korjausrakentaja Suomessa vuonna 2024 lähemmäs 250 MEUR:n liikevaihdollaan. Arviomme mukaan Suomen toiseksi suurimmaksi korjausrakentajaksi on noussut kovassa kasvussa ollut entinen Remount Group. Vahvasti alan konsolidoijana tunnettu Remount teki vuonna 2024 heidän tietojensa mukaan 160 MEUR:n pro forma -liikevaihdon ja yritysostojen vaikutukset huomioiden nykyinen liikevaihto on lähempänä 190 MEUR. Yhtiö on pystynyt tuplaamaan liikevaihtonsa vuodesta 2022 erittäin haastavassa suhdanteessa, mikä on jo itsessään hyvä suoritus.

Remountin ja Constin jälkeen tulevat arviomme mukaan suuret rakennusliikkeet YIT, Skanska ja NCC. Isommat toimijat ovat etenkin mukana kilpailemassa Constin kanssa isoimmissa korjaushankkeissa. Useimmilla isommilla yhtiöllä korjausrakentaminen liittyy myös osaksi yhtiön omaperusteisia hankkeita, kun taas Consti toimii hankkeissa vain urakoitsijan roolissa. Isoista tekijöistä myös SRV:n voi nostaa esiin korjausrakentajana etenkin vahvan julkisen rakentamisen osuuden vuoksi. Suurempien toimijoiden perässä on liuta keskisuuria ja pienempiä

toimijoita, jotka ovat osin tuttuja myös uudisrakentamisen hankkeista (Lujatalo, Fira, Jatke, Rakennus Ahola).

Monet tekijät ovat kasvaneet alalla orgaanisesti ja Remount pois lukien korjausrakentamisen konsolidaatiokehitys on ollut kohtuullisen hidasta. Konsolidaation voi nähdä vahvistuvan jatkossa, sillä ostettavien kohteiden arvostukset ovat todennäköisesti laskeneet markkinaolosuhteiden vuoksi ja suhdannevakautta jälleen arvostetaan. Kehitystä tukee lisäksi eläkeiän saavuttavien yrittäjien kasvava määrä, kasvavat osaamis- ja laatuvaatimukset sekä jatkuvien huolto- ja ylläpitopalveluiden tarpeen kasvu. Kehitystä arviomme mukaan hieman hidastaa toimialan matala alalletulokynnys (kilpailuetujen puute) ja matalat saavutettavissa olevat skaalaedut.

Constin kilpailuasema on hyvä

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 kuitenkin hyvänä sekä yhtiön suuriin että pieniin kilpailijoihin nähden. Constin vahva taloudellinen tilanne ja hyvät referenssit ovat nykyisessä markkinassa hyviä kilpailukykyä parantavia elementtejä.

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

Constin kilpailijoita Suomen markkinalla



Kilpailu 2/2

Consti kasvanut hyvin maltilla viimeiset vuodet vs. kilpailijat

Vertailimme Constin lukuja kilpailijoihin viimeisen viiden vuoden ajalta (2019–2023), mistä luvut ovat saatavilla. Käytimme pääosin konsernilukuja tai rakentamiseen keskittyneiden konsernin yhtiöiden lukuja (Lujatalo). Puhtaasti korjausrakentamisen lukuja yhtiöt eivät juuri raportoi.

Liikevaihdon kannalta katsottuna Constin kasvu on ollut kilpailijoita heikompaa viimeisen viiden vuoden aikana. Constin huippuliikevaihdon vuosi osuu kuitenkin juuri vuoden 2019 tasolle (315 MEUR), mikä tekee Constin vuosittaisesta kasvusta vertailussa matalan. Vuoden 2020 selvän liikevaihdon laskun jälkeen Consti kasvoi vuosien 2021–2023 aikana yli 5 %:n vauhtia vuosittain.

Kasvu on kuitenkin ollut monilla yhtiöillä heikompakin. Isoista yhtiöistä kaikilla liikevaihto on ollut laskussa ja suomalaisilla YIT:llä ja SRV:llä kaksinumeroista tahtia. Toki useammat isoimmista kilpailijoista ovat kärsineet uudisrakentamisen heikkoudesta ja sen sisällä asuntorakentamisen heikkoudesta. Kilpailijoista huomaa, että pienemmät korjausrakentamiseen erikoistuneet yritykset ovat kasvaneet vauhdikkaammin. Selvästi esiin nousee Remount, jonka kasvu on Renevon ja Remountin lukuja yhdistelemällä lähes 40 % vuosittain. Renevo ja Remonttipartio yhdistyivät vuonna 2022 ja tästä muodostui Remount. Remountilla kasvu on ollut vahvasti epäorgaanista, mutta myös muut pienemmät toimijat ovat kasvaneet voimakkaasti.

Constin kannattavuus hieman kilpailijoiden keskiarvon alapuolella

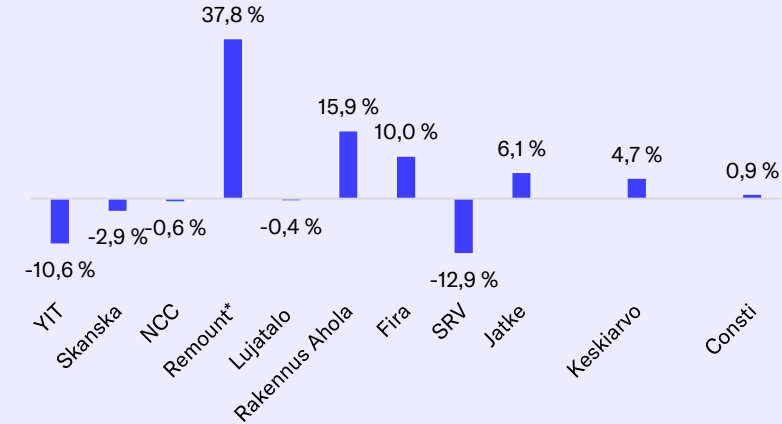
Constin kannattavuus liikevoittomarginaalilla mitattuna on ollut lähempänä keskiarvoa. Vertailun aloitusvuosi oli Constille vielä kannattavuudeltaan hyvin alhainen, mikä heikentää lukuja. Viimeisen kolmen vuoden aikana keskimääräinen kannattavuus olisi Constilla 3,6 %:n tasolla ja tämä taso olisi juuri keskiarvossa (3,5 %).

Parhainta kannattavuutta on selvästi tehnyt muihin nähden vahvasti kasvanut Remount (noin 8 %). Remountin osalta vuodelta 2023 on käytetty yhtiön ilmoittamia pro forma -kannattavuuslukuja. Lisäksi ennen vuosia 2023 on käytetty Renevon lukuja, joten vertailukelpoisuus muihin nähden ei ole taattu.

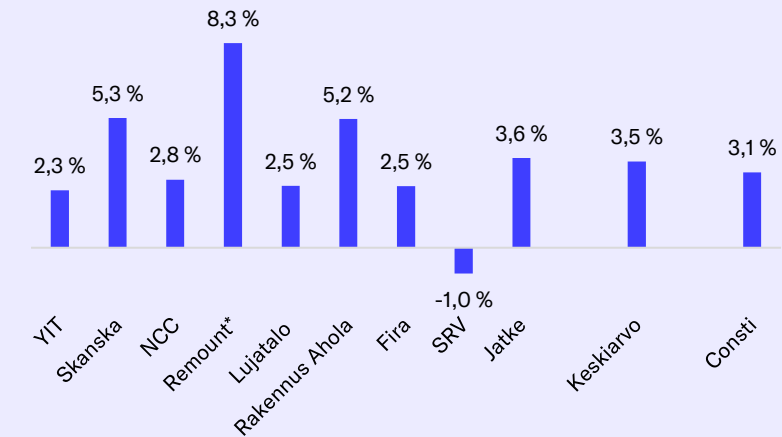
Muista yhtiöistä 5 %:n kannattavuuden tasolle on yltänyt Rakennus Oy Ahola ja ruotsalainen Skanska. Skanska on isoimmista poikkeus, sillä lähtökohtaisesti suuremmilla toimijoilla on ollut suurempaa vaihtelua tuloksissaan, kun taas pienemmillä toimijoilla suoritus on ollut tasaisempaa. Keskiarvallisesti muut toimijat ovat joko lähellä Constia tai Constin alapuolella.

Constin osalta muutaman kilpailijan erittäin hyvä tuloskehitys antaa hyvän esimaun potentiaalista, mihin alalla voitaisiin yltää. Näyttäisi, että Constin 5 %:n tavoitemarginaalin saavuttaminen ja ylläpitäminen kestävästi voi olla mahdollista alan lainalaisuudet huomioiden.

Liikevaihdon kasvu-% (5v. CAGR-%)



Liikevoitto-% (oik.), 5 vuoden keskiarvo



Taloudellinen tilanne

Tase ja rahoitusasema erittäin vahva

Kuten todettu Constin liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä investointeja kiinteään pääomaan, käyttöpääomaan tai aineettomiin oikeuksiin, mikä mahdollistaa periaatteessa hyvin kevyen taserakenteen. Constin taseen loppusumma oli vuoden 2024 lopussa 117 MEUR. Taseesta ison osan muodostavat yhtiön myyntisaamiset ja muut saamiset (45 MEUR) sekä myös rahat ja pankkisaamiset (14 MEUR). Varastoa yhtiöllä ei käytännössä ole lainkaan. Yhdessä lyhytaikaisten varojen osuus taseesta oli noin 50 %.

Merkittävä osa taseesta on yrityskaupoista syntynyt 49 MEUR:n suuruinen liikearvo (42 % taseesta). Liikearvo on selvinnyt heikomman ajan alaskirjauksilta, joten emme usko siihen kohdistuvan tässä hetkessä riskejä. Käyttöomaisuushyödykkeissä näkyy IFRS 16 -muutokset, jotka nostavat erän arvoa. Vuoden 2024 lopussa se oli noin 8 MEUR. Ilman vuokravastuita erä olisi huomattavasti pienempi. Vuokravastuissa näkyy mm. yhtiön toimitilojen vuokrasopimukset ja tuotantoautot.

Yhtiöllä oli vuoden 2024 lopussa noin 17 MEUR korollista velkaa, joka sisälsi noin 4 MEUR IFRS 16:n mukaista vuokrasopimusvelkaa. Kassavarat olivat 14 MEUR, minkä ansiosta nettovelka on vain 2,7 MEUR. Velkaantumisaste oli viime vuoden lopussa erittäin hyvällä tasolla 6 %:ssa ja omavaraisuusaste 41 %:ssa. Yhtiön liiketoimintamalliin nähden taseen tunnusluvut ovat mielestämme erittäin hyvällä pohjalla.

Kassavirta liiketoimintamallilla usein vahva

Constin vapaa kassavirta (eli operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja vähennettynä investoinneilla aineellisiin ja aineettomiin käyttöomaisuushyödykkeisiin) oli

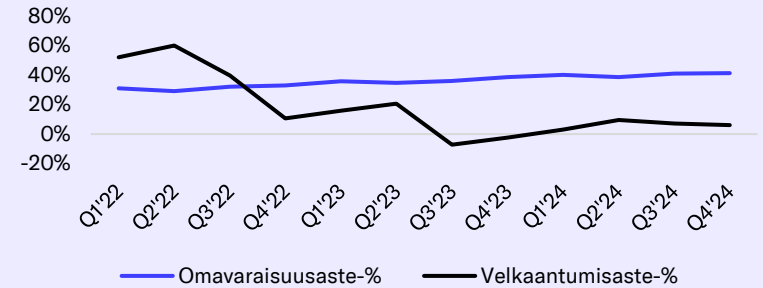
vuosina 2020–2023 erittäin hyvällä tasolla. Vuoden 2024 aikana korkeimmilta tasoilta on laskettu alemmas osin heikomman tuloskehityksen, mutta myös pääomien sitoutumisen vuoksi. Yhtiöllä oli vuoden 2023 aikana merkittävän negatiivinen käyttöpääoma, joka on nyt tasaantunut etenkin viime vuoden aikana. Vuoden 2023 aikana nettokäyttöpääoma oli Constilla jopa 21 MEUR negatiivinen, kun se nyt vuoden 2024 lopussa oli 11 MEUR negatiivinen. Käyttöpääoman muutos selittää siis jo hyvin kassavirran laskua vertailukauteen nähden.

Yleisesti yhtiön käyttöpääoman hallinta on vuosien saatossa parantunut merkittävästi tuloksen nousun lisäksi, mikä on nostanut kassavirtaa. Vuodesta 2020 laskettuna (eli ongelmavuosien jälkeen) vapaa kassavirta on ollut vuosien aikana keskimäärin 12 MEUR. Tämä on suurin piirtein käyttökäteen tasolla, mikä kertoo, että yhtiön kassavirtasuhte on ongelmavuosien jälkeen ollut erittäin vahvalla tasolla lähellä 100 %.

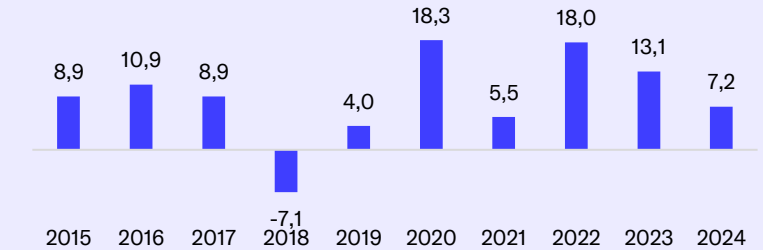
Vahva pääoman tuotto

Kevyen liiketoimintamallinsa ja hyvän tuloksen ansiosta Consti tuottaa pääomalle erinomaisesti. Constin ROCE-% on käynyt viime vuosina jopa yli 30 %:n, mikä on erittäin hyvä taso. Myös sijoitetun pääoman tuotto on noussut jo yli 20 %:n. ROCE näyttää sitoutuneen pääoman ilman IFRS 16 -vastuita, mikä antaa mielestämme hyvän kuvan yhtiön pääomien tuottopotentialista. Hyvänä tasona alalla voi pitää yli 10 %:n tasoa ja erinomaisena yli 20 %:n tasoa. Olemme soveltaneet Constille noin 9,0 %:n painotettua keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC) ja tähän suhteutettuna yhtiö on kyennyt luomaan viime aikoina selvää taloudellista lisäarvoa (ROIC/ROCE > WACC).

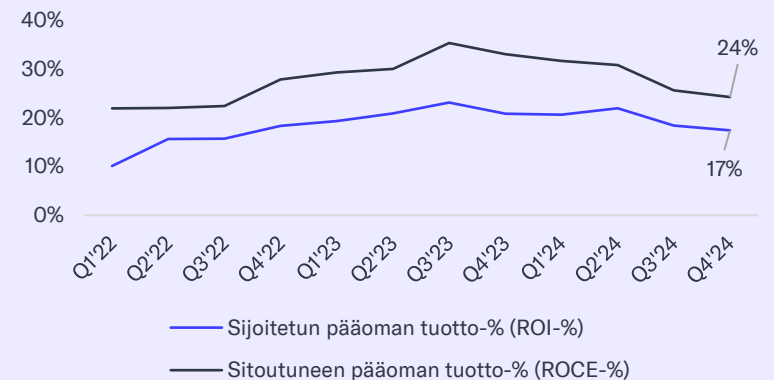
Taseen tunnusluvut hyvällä tasolla



Vapaa kassavirta laskenut huippuvuosista



Pääoman tuottoluvut erinomaiset



Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	58,9	57,6	57,9	59,4	60,2
Liikearvo	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineelliset hyödykkeet	8,8	7,8	8,2	9,7	10,5
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	62,4	59,5	64,5	67,6	70,2
Vaihto-omaisuus	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset ja muut saamiset	40,6	44,7	47,9	50,1	52,1
Likvidit varat	21,0	14,2	16,0	16,7	17,4
Taseen loppusumma	121	117	122	127	130

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	41,1	43,7	45,9	49,0	53,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovar	13,4	16,0	18,1	21,3	25,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	14,8	11,7	14,6	14,2	12,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	14,8	11,7	14,6	14,2	12,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	65,4	61,8	61,9	63,7	64,3
Korolliset velat	5,3	5,2	14,6	14,2	12,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	57,1	54,0	44,7	46,8	48,6
Muut lyhytaikaiset velat	3,0	2,7	2,6	2,7	2,8
Taseen loppusumma	121	117	122	127	130

Ennusteet 1/2

Ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme Constin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa liiketoiminnan tilauskertymän ja arvioidun markkinakasvun perusteella. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja kestäväksi arvioimaamme kannattavuustasoa. Viime päivitykseen verrattuna emme tehneet merkittäviä muutoksia ennusteisiimme.

Tilaukanta kääntynyt laskuun

Tilaukanta oli vuoden 2024 lopussa noin 240 MEUR:ssa, mikä tarkoittaa noin 11 %:n laskua vertailukauteen nähden. Vahvan kasvun jälkeen Constin tilauskertymä viittaakin heikompaan liikevaihdon kehitykseen alkuvuonna. Constilla lyhyehkön tilaukskannan pituuden vuoksi vuoden aikana saaduilla tilauksilla on kuitenkin suuri merkitys. Kuten aikaisemmin nostimme esiin, Constilla vuoden lopun tilaukskantaan nähden kertyy vielä yleisesti noin 80 MEUR:n lisää liikevaihtoa vuoden loppuun mennessä. Kevään ja kesän tilausaktiiviteetin perusteella tiedämmekin jo selvemmin, kuinka heikko tai vahva vuosi Constille on kuluva vuodesta tulossa. Lähtökohtaisesti ennusteidemme pohjalla näemme tilausvirran alkavan parantua kesän edetessä H2:n puolelle, jolloin laajemmin myös rakennusmarkkinan odotetaan elpyvän.

Vuonna 2025 vaikea saavuttaa merkittävää tuloskasvua

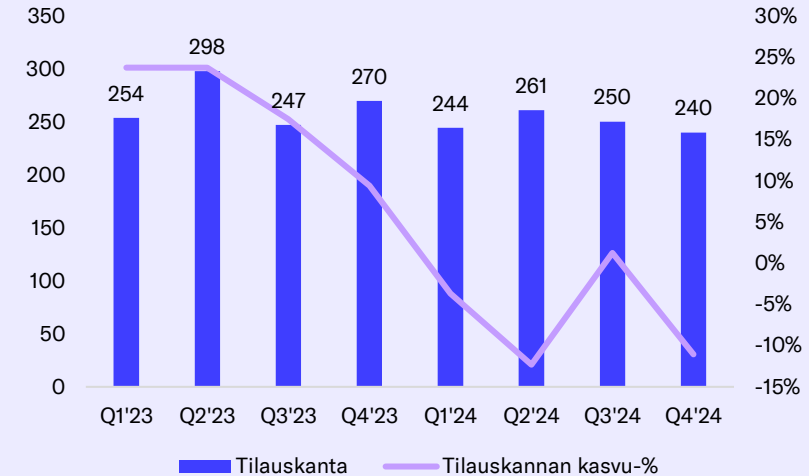
Tilaukskannan tason ja markkinatunnelmien osalta vuoden 2025 aikana ei ole odotuksissa merkittävää kasvua. Consti ohjeistaa vuoden 2025 liikeluoksen olevan 9–12 MEUR (2024: 10,2 MEUR). Ohjeistus on sama kuin viime vuonna odottaen näin kohtalaisen vakaata kehitystä tosin laajalla haarukalla.

Vuonna 2025 liikevaihdon osalta odotamme noin 2 %:n laskua 319 MEUR:oon. Arviomme mukaan markkina tulee olemaan vielä varsinkin vuoden 2025 alkupuolella haastava ja parempaa kehitystä on odotuksissa H2:lla myös ennusteissamme. Kasvua alkuvuonna tukevat Taloyhtiö-liiketoiminta sekä Talotekniikka-liiketoiminta. Talotekniikassa paljon kasvua ja liikevaihtoa tuoneet suuret sairaalahankkeet päättyvät kuitenkin aikanaan, ja vastassa on myös haastavammat vertailukaudet. Yritykset-liiketoiminnan ja myös Taloyhtiö-liiketoiminnan osalta yksityisen markkinan tulisi piristyä kevättä ja loppuvuotta kohden. Tämä on oletuksena jo sisällä ennusteissamme, sillä liikevaihdon lasku (-2 %) on varsin maltillista nykyiseen tilaukskannan tasoon nähden (-10 %).

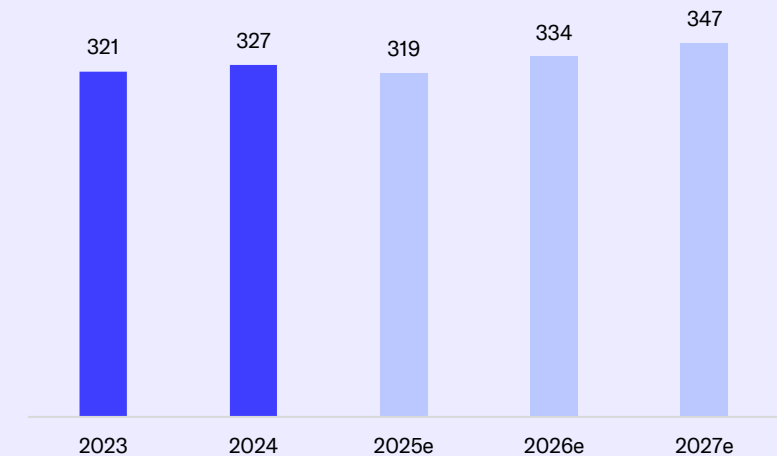
Vakaan volyymin ja jatkuvan kireän kilpailun johdosta odotamme liikevoiton olevan 10,5 MEUR (2024: 10,3 MEUR) ja marginaalin asettuvan 3,3 %:iin (2024: 3,1 %). Pieni parannus syntyy projektimixin pienestä parantumisesta ja yleisestä odottamastamme kustannuspaineiden laskusta (alihankinta). Arviomme mukaan Taloyhtiö- ja Yritys-liiketoimintojen liikevaihdon osuuden nousu voisi hieman parantaa yhtiön kannattavuutta. Lisäksi loppuvuoden aikana kilpailun kireyden tulisi alkaa hiljalleen helpottaa, minkä tulisi tukea H2:n kannattavuutta hieman. Kulurakenteen osalta odotamme henkilöstökulujen suhteellisen osuuden hieman nousevan palkkakustannusten nousun vuoksi, mutta materiaalikulujen laskevan liikevaihdon mukana.

Alariveillä odotamme rahoituskulujen pysyvän tänä vuonna suhteellisen vakaana. Nettotuloksen odotamme olevan 7,6 MEUR (2024: 7,1 MEUR) ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen nousevan 0,97 euroon (2024: 0,91 €). Osinkoa odotamme Constin jakavan 0,72 euroa per osake (2024: 0,70 euroa).

Tilaukanta kauden lopussa ja tilaukskannan kasvu-
% (MEUR)



Liikevaihdon ennusteet (MEUR)



Ennusteet 2/2

Markkinan piristyminen tukee kasvua 2026–2027

Odotamme Constin yltävän hieman heikomman vuoden 2025 jälkeen noin 4–5 %:n liikevaihdon kasvuun vuosina 2026–2027. Arviomme mukaan niin korjausrakentamisen kuin uudisrakentamisen markkina piristyvät vuosien aikana ja tukevat hyvin Constin kasvua. Lisäksi arvioimme Constin markkinoita nopeampaa kasvua tukevan kasvukeskuksien muuta maata parempi aktiviteetti ja Constin markkinaosuuden kasvu vahvan brändinsä sekä taloudellisen tilanteensa myötä.

Kannattavuuden osalta yhtiön kiinteä kulurakenne kasvaa ennusteissamme liikevaihtoa hitaammin, mikä nostaa kannattavuutta. Arviomme mukaan Consti pystyy nykyisellä organisaatio- ja kulurakenteella tekemään korkeampia volyymeja, mikä on yksi tärkeimpiä tekijöitä Constin kannattavuuden parantumisen taustalla pidemmän aikavälin ennusteissamme. Lisäksi näemme materiaali- ja resurssihintojen maltillistuvan edelleen korkeilta tasoiltaan ja kilpailun kireyden helpottavan etenkin vuosina 2026–2027. Arviomme, että kannattavuuden parantumiseen auttaa myös tilauskannan katerakenteen parantuminen sitä mukaan, kun markkinoilla on tarjottavista kohteista enemmän valinnan vaihtoehtoja.

Ennustamme vuoden 2026 liikevaihdon nousevan 4,8 % 334 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton 12,1 MEUR:oon, mikä vastaa 3,6 %:n EBIT-marginaalia. Vuodelle 2027 ennustamme 3,9 %:n liikevaihdon kasvulla 347 MEUR:n liikevaihtoa, 3,9 %:n EBIT-marginaalia ja 13,5 MEUR:n liikevoittoa. Alariveillä odotamme rahoituskulujen pysyvän suhteellisen ennallaan ja nettotuloksen kasvavan noin 15 % vuodessa. Osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan

1,27 euroon vuoden 2027 loppuun mennessä.

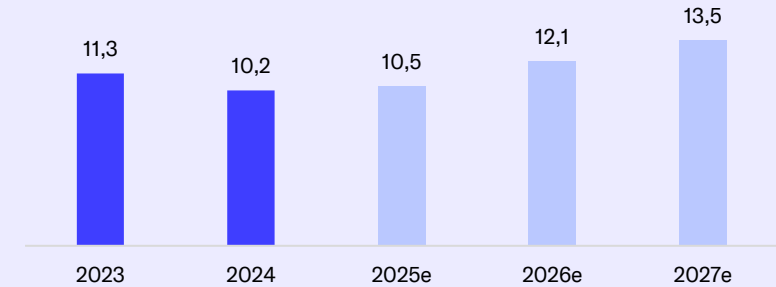
Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Constin pystyvän kasvamaan noin 1,5–2,5 % vuodessa eli hieman yli markkinoiden keskimääräisen kasvun. EBIT-marginaalin odotamme tasaantuvan perusskenaariossamme pitkällä aikavälillä noin 3,5 %:n tasolle. Marginaaliodotuksemme vastaa yhtiön historiallista kannattavuustasoa ennen merkittäviä projektiongelmia. Viime vuosien hyvä suorittaminen on aavistuksen nostanut tasoa seurantamme aikana, mutta odotuksemme ovat vielä maltillisia etenkin yhtiön yli 5 %:n marginaalitavoitteeseen nähden.

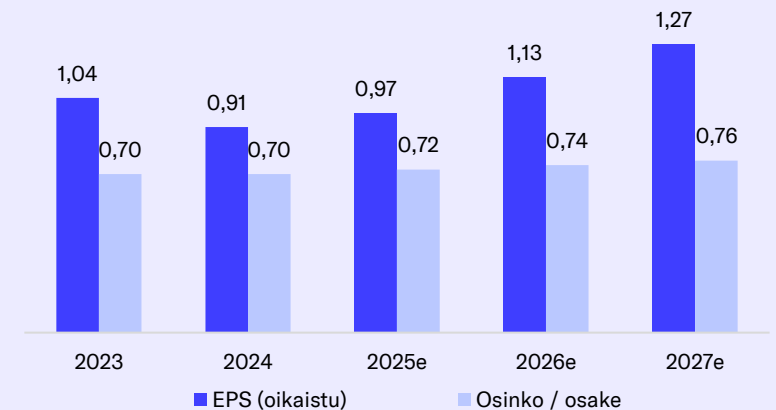
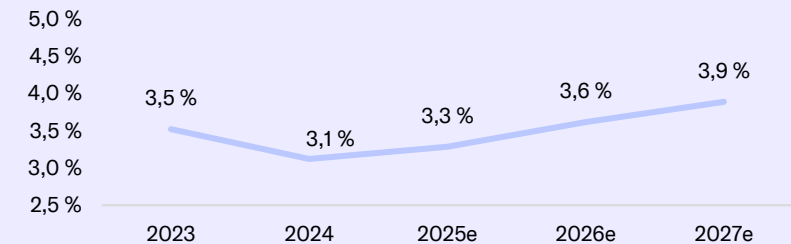
Hyvää tulospasua, mutta pitkissä puissa

Yhtiön tulospasua on ennusteillamme vuosille 2024–2027 noin 12 % vuosittain (CAGR raportoitu EPS), mikä on oikein hyvä taso. Kasvu tulee kuitenkin loppupuolella ja Constin kestävään tuloskäänteeseen liittyy vielä riskejä mm. uusiutuvista projektiongelmista. Constin kaltaisessa liiketoiminnassa heikkoja projekteja tulee lähes väkisin eteen ajan kuluessa, mutta niiden tappiot tulisi olla hallittavissa. Tässä Constia avittaa arviomme mukaan alhainen projektikoko ja isompien hankkeiden hyvin tarkat valintakriteerit. Myös markkinan kehitys on oma riskitekijänsä ja markkinan heikkous voi jatkua nykyisiä odotuksiamme pidempään. Myös materiaalien kustannuspaineet, inflaatio ja resurssien saatavuushaasteet aiheuttavat omat epävarmuustekijänsä kannattavuustasoon. Mikäli kustannustaso ei nykyiseltä tasolta maltillistu ja volyymit eivät oleellisesti kasva, on tulospasua ennusteissamme keskipitkällä aikavälillä arviomme mukaan laskuvaa.

Liikevoiton ennusteet (oik., MEUR)



EBIT-marginaalin kehitys (oik.)



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	305	321	65,5	82,9	86,0	92,3	327	64,0	77,0	87,9	90,1	319	334	347	356
Käyttökate	14,9	15,9	1,3	4,0	4,4	4,6	14,3	1,1	3,4	4,6	5,1	14,2	15,7	17,7	18,9
Poistot ja arvonalennukset	-3,5	-3,6	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-4,1	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-3,7	-3,6	-4,2	-4,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,4	11,3	0,2	3,0	3,4	3,6	10,2	0,2	2,5	3,7	4,2	10,5	12,1	13,5	14,3
Liikevoitto	11,4	12,3	0,2	3,0	3,4	3,6	10,2	0,2	2,5	3,7	4,2	10,5	12,1	13,5	14,3
Nettorahoituskulut	-1,0	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8
Tulos ennen veroja	10,4	11,4	0,0	2,7	3,1	3,4	9,1	-0,1	2,2	3,5	3,9	9,5	11,1	12,5	13,5
Verot	-1,9	-2,4	0,0	-0,5	-0,6	-0,8	-2,0	0,0	-0,4	-0,7	-0,8	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7
Nettotulos	8,5	9,0	0,0	2,1	2,5	2,5	7,1	-0,1	1,8	2,8	3,1	7,6	8,9	10,0	10,8
EPS (oikaistu)	1,11	1,17	0,00	0,27	0,32	0,32	0,91	-0,01	0,23	0,35	0,40	0,97	1,13	1,27	1,37
EPS (raportoitu)	1,11	1,17	0,00	0,27	0,32	0,32	0,91	-0,01	0,23	0,35	0,40	0,97	1,13	1,27	1,37

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	5,7 %	5,0 %	-4,9 %	9,4 %	-4,3 %	7,3 %	1,9 %	-2,3 %	-7,1 %	2,2 %	-2,4 %	-2,4 %	4,8 %	3,9 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-	-0,7 %	-67,4 %	-0,8 %	-9,8 %	-8,3 %	-10,2 %	-23,8 %	-17,8 %	9,0 %	16,1 %	2,9 %	15,4 %	11,5 %	5,9 %
Käyttökate-%	4,9 %	5,0 %	2,0 %	4,8 %	5,1 %	5,0 %	4,4 %	1,7 %	4,4 %	5,2 %	5,7 %	4,4 %	4,7 %	5,1 %	5,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,7 %	3,5 %	0,3 %	3,6 %	3,9 %	3,9 %	3,1 %	0,3 %	3,2 %	4,2 %	4,6 %	3,3 %	3,6 %	3,9 %	4,0 %
Nettotulos-%	2,8 %	2,8 %	-0,1 %	2,6 %	2,9 %	2,8 %	2,2 %	-0,1 %	2,3 %	3,1 %	3,5 %	2,4 %	2,7 %	2,9 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Ero	2026e	2026e	Ero	2027e	2027e	Ero
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	319	319	0 %	334	334	0 %	347	347	0 %
Käyttökate	14,2	14,2	0 %	15,7	15,7	0 %	17,7	17,7	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,5	10,5	0 %	12,1	12,1	0 %	13,5	13,5	0 %
Liikevoitto	10,5	10,5	0 %	12,1	12,1	0 %	13,5	13,5	0 %
Tulos ennen veroja	9,6	9,5	-1 %	11,0	11,1	1 %	12,5	12,5	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,98	0,97	-1 %	1,12	1,13	1 %	1,27	1,27	0 %
Osakekohtainen osinko	0,72	0,72	0 %	0,74	0,74	0 %	0,76	0,76	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus 1/4

Arvostuksen lähtökohdat

Perustamme Constin arvonmäärittämisemme osakkeelle hyväksymäämme absoluuttiseen arvostustasoon, suhteelliseen verrokkihinnoitteluun sekä DCF-laskelmaan. Suosimme arvonmäärittämisessä erityisesti P/E- ja EV/EBIT-kertoimia. Painotamme etenkin EV/EBIT-kerrointa yritysarvon ottaessa huomioon yhtiön vahvan tasetilanteen ja liikevoiton ollessa vakaampi historiassa vaihtelevasti käyttäytyneeseen nettotulokseen nähden.

Arvostus kärsii alan maineesta ja Constin vanhoista haasteista

Constin osakkeen hinnoittelussa on heijastunut pitkään käänneyhtiölle tyypillinen hinnoittelu. Alhaiseen tulostasoon nähden arvostus on ollut korkea, mutta yhtiön potentiaaliin tai tavoitetason tulostasoihin nähden arvostus on ollut aliarvostettu. Luottamus käänteeseen on markkinoiden osalta ollut heikko ja epäilyksiä hinnoittelusta löytyy edelleen, vaikka Consti on tuloksensa onnistuneesti kääntänyt selvästi paremmalle tasolle.

Arviomme mukaan osakemarkkinoilla ei luoteta Constin kykyyn kestävästi nostaa kannattavuuttaan ja pitää sitä korkeammilla tasoilla. Arviomme mukaan arvostukseen heijastuu edelleen epäily nurkan takana odottavasta negatiivisesta yllätyksestä. Arvioimme tämän johtuvan projektiluonteisesti liiketoiminnasta, matalista marginaaleista (vipu muutoksille suuri), huonossa maineessa olevasta rakennusalaista ja vanhojen haasteiden painolastista.

Arvioimme myös, että yhtiön kohtuullisen pieni koko (markkina-arvo < 100 MEUR) ja heikko näkyvyys karkottavat

joitain sijoittajia. Esimerkiksi julkiset tulosjulkistuskatsaukset ja pääomamarkkinapäivät toisivat mielestämme hyvää positiivista näkyvyyttä yhtiölle, kun ottaa huomioon, miten hyvin Consti on nykyisestä suhdanteesta selvinnyt.

Mielestämme markkinoiden huolet Suomen talouskasvusta ja rakennussuhdanteen heikkoudesta painavat myös arvostusta edelleen. Constiin liittyen korjausrakentamisen kärsinyt maine liiketoimintana voi myös vaikuttaa arvostukseen heikentävästi. Monilla yhtiöillä on ollut viime vuosina vaikeuksia saada isoja korjausrakentamisen hankkeita hallitusti valmiiksi, kun kova rakentamisen suhdanne nosti kustannuspaineita ja vei myös resursseja alalta uudisrakentamiseen.

Vaikka projektiriskit ovat Constilla hankkeiden koon pienenemisen ja paremman projektihallinnan sekä tarjousprosessin myötä laskeneet, näkyvät historian projektihaasteet sekä riskit niiden uusiutumisesta edelleen hieman meidänkin hyväksymässä arvostuksessa. Todennäköisesti ongelmaprojekteja tulee myös tulevaisuudessa, mutta näistä tulevien kustannuksien minimointi on tärkeää.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Positiiviset:

- Tehty tuloskäännö
- Tuloskasvupotentiaali marginaalien ja liikevaihdon kasvun avulla
- Hyvä kassavirtagenerointi ja taloudellinen asema
- Hyvä pääoman tuotto
- Markkina-asema vahva ja brändi tunnettu alalla
- Suomen korjausrakentamismarkkinan vakaat pitkän aikavälin kasvunäkymät

Negatiiviset:

- Markkinoiden huolet taloussuhdanteesta ja syklisistä osakkeista
- Rakentamisen ja korjausrakentamisen heikko maine osakemarkkinoilla
- Projektiriskit ja kannattavuuden kestävyteen liittyvä epävarmuus
- Vanhat projektihaasteet painavat markkinoiden luottamusta
- Osittainen suhdanneriippuvuus
- Pieni markkina-arvo ja heikko tunnettuus osakemarkkinoilla

Arvostus 2/4

Hyväksyttävä arvostustaso nojaa historiaan

Tarkastelemme Constin arvonmäärittelyn perustana yhtiön historiallisia arvostustasoja. Historiallisten kertoimien taso ei ole ollut kovinkaan korkea, mihin on arviomme mukaan vaikuttanut edellisellä sivulla mainitut asiat. Kertoimet antavat mielestämme kuitenkin suhteellisen hyvän kuvan Constille hyväksyttävästä arvostuksesta.

Vuodesta 2016 alkaen EV/EBIT-kerroin on ollut 9x-tasolla ja P/E-kerroin noin 10x-tasolla. EV/S-kerroin on ollut hieman yli 0,3x-tasolla historian ajan. Viime aikoina kertoimet ovat laskeneet Constilla alle keskiarvon, kun Constin tulos on jopa kasvanut ja arvostukset ovat rakennussektorilla yleisesti laskeneet. Mielestämme historialliset kertoimet toimivat hyvänä arvostustason alarajana, sillä tällä hetkellä Constin tekeminen on selvästi historian keskimääräistä suoritusta parempaa.

Aivan viime aikoja lukuun ottamatta perinteisellä rakennussektorilla Suomen markkinassa kertoimien taso on ollut usean vuosikymmenen ajan keskimäärin noin 12x-tasolla. Constin liiketoimintaprofiili, pääoman tuotto ja suoritustaso huomioiden arvostustason ei mielestämme pitäisi olla merkittävästi tämän alapuolella. Palveluliiketoiminta, talotekniikan osuus (=korkeammat kertoimet pörssissä) ja markkinan defensiivisyys huomioiden kertoimien ylärajan tulisi nousta myös mielestämme sektorin keskiarvoa korkeammalle.

Hyväksymämme arvostushaarukka yllä mainituin perustein onkin: EV/EBIT: 10–14x, P/E: 10–14x. Arvostustasossa on mielestämme nousuvaraa, jos liiketoiminnan kannattavuusparannus osoittaa kestävyyttä ja jatkuvuus parantuu (huollot/palvelut > projektit). Tällöin hyväksyttävä

arvostustaso voisi mielestämme liikkua kohti nykyisen haarukan ylälaitaa. Kilpailutilanteen muutokset tai selkeät merkit odotuksiamme heikommasta pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaalista voisivat laskea hyväksyttyä arvostusta.

Arvostuksen nousuvara ja osinko muodostavat jo kohtalaisen tuotto-odotuksen

Constin arvostus kuluvalle vuodelle (2025e: EV/EBIT: 9x, P/E: 10x) on mielestämme kohtalaisen neutraalilla tasolla ottaen huomioon Constin tällä hetkellä heikon kasvun. Arvostus laskee lähivuosille selkeästi (2026–2027e ka.: EV/EBIT: 7x, P/E: 8x), mutta markkinakäänteen aikataulun epävarmuus ja toimintaympäristön (kilpailun kireys, resurssihinnat) riskit huomioiden varauksetta lähivuosiin nojaaminen on mielestämme ennenaikaista. Vuosien 2025 ennusteita käyttäen osakkeessa olisi hyväksymämme arvostushaarukan alarajaan (EV/EBIT: 10–14x, P/E: 10–14x) nojaten noin 5 %:n nousuvara.

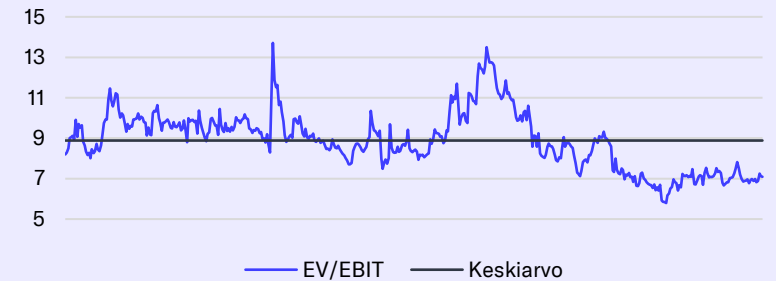
Tulosneutraalia EV/S-kerrointa käyttäen arvostus vaikuttaa kohtalaisen neutraalilta. EV/S-kerroin on lähivuosille 0,3x-tasolla, mikä on historiallisen tason (0,3x) kanssa linjassa. P/B on kevyen taseen ja hyvän pääoman tuoton vuoksi yli yhden (2025e: 1,7x). Myös P/B-luku on kuitenkin historiaa alhaisempi (2,3x). Tasepohjainen arvostus ei tosin mielestämme kovin hyvin sovi Constille, sillä taseessa ei juuri ole mitään omaisuutta.

Osinkotuotto-% on ennusteillamme 6–7 %:n tasolla lähivuosien ajan tarjoten hyvää tukea tuotto-odotukselle. Hyvin kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli tukee osinkojen kasvavaa virtaa, mutta tuloksen heikkeneminen voisi laskea osinkoa myös Constilla.

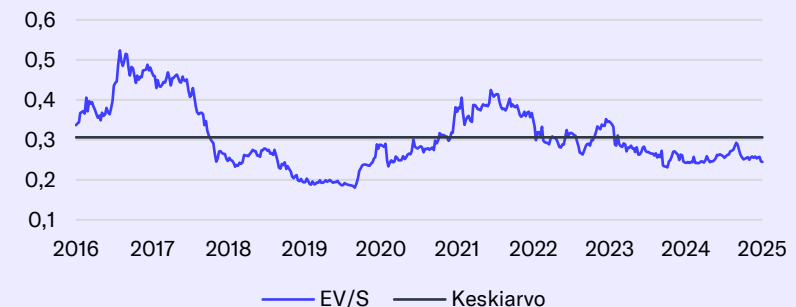
Eteenpäin katsova P/E



Eteenpäin katsova EV/EBIT



Eteenpäin katsova EV/S



Arvostus 3/4

Verrokkiryhmä korkealle hinnoiteltu

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

Toisaalta talotekniikkayhtiöiden liiketoimintamallit ovat luonteeltaan samankaltaisia kuin Constilla, joten ne muodostavat kohtuullisen hyvän vertailukohdan Constin suhteelliselle arvostukselle. Myös suomalainen infrarakentaja Kreate tarjoaa kohtuullisen hyvän verrokin tasaisemman infrarakentamisen liiketoiminnan ja samankaltaisen liiketoimintaprofiilin myötä (urakoitsija, vähän investointeja, vahva kassavirta, matalat marginaalit, kevyt tase). Talotekniikkayhtiöiden ja suomalaisten rakennusliikkeiden lisäksi olemme myös valinneet laajaan verrokkiryhmäämme kiinteistöpalveluyhtiöt L&T:n ja ISS:n sekä ruotsalaisen julkisivurakentajan Fasadgruppenin.

Verrokkiryhmän keskimääräinen 2025e EV/EBIT-kerroin on tällä hetkellä noin 13x ja vastaava P/E-kerroin noin 13x, ja kertoimet ovat mielestämme joukon laatuun nähden korkeita. Verrokkien arvostuskertoimien käyttökelpoisuutta heikentää osan yhtiöiden alhainen tulosenuste (=korkeat kertoimet). Etenkin uudisrakentajien kertoimet ovat selvästi yli normaalin tason tällä hetkellä.

Consti on yllä olevilla arvostusmittareilla arvostettu noin 25 % alle verrokkien tason. Olemme hyväksyneet Constille noin 10 % alhaisemmat kertoimet suhteellisessa arvostuksessa kuin verrokkit, mutta tämä alennuskin huomioiden verrokkien perusteella osakkeessa olisi

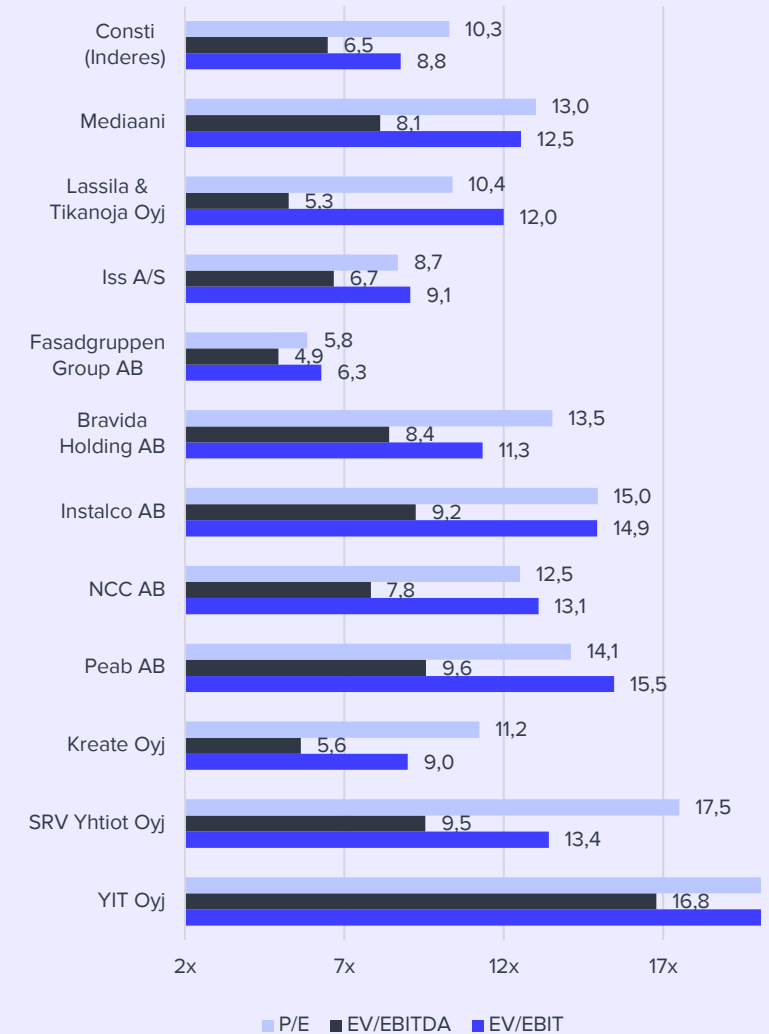
nousuvaraa.

Historiallisesti Consti on arvostettu jatkuvasti matalammalle tasolle kuin verrokkiryhmän keskiarvo. Tätä ja nykyistä alennusta perustelee, että verrokkit ovat markkina-arvoltaan suurempia, kannattavuudeltaan osin parempia sekä niillä on osin myös enemmän jatkuvaluonteista palveluliiketoimintaa. Lisäksi Constin kannattavuushaasteiden historia on painanut markkinoiden luottamusta yhtiöön, kuten aikaisemmin mainitsimme.

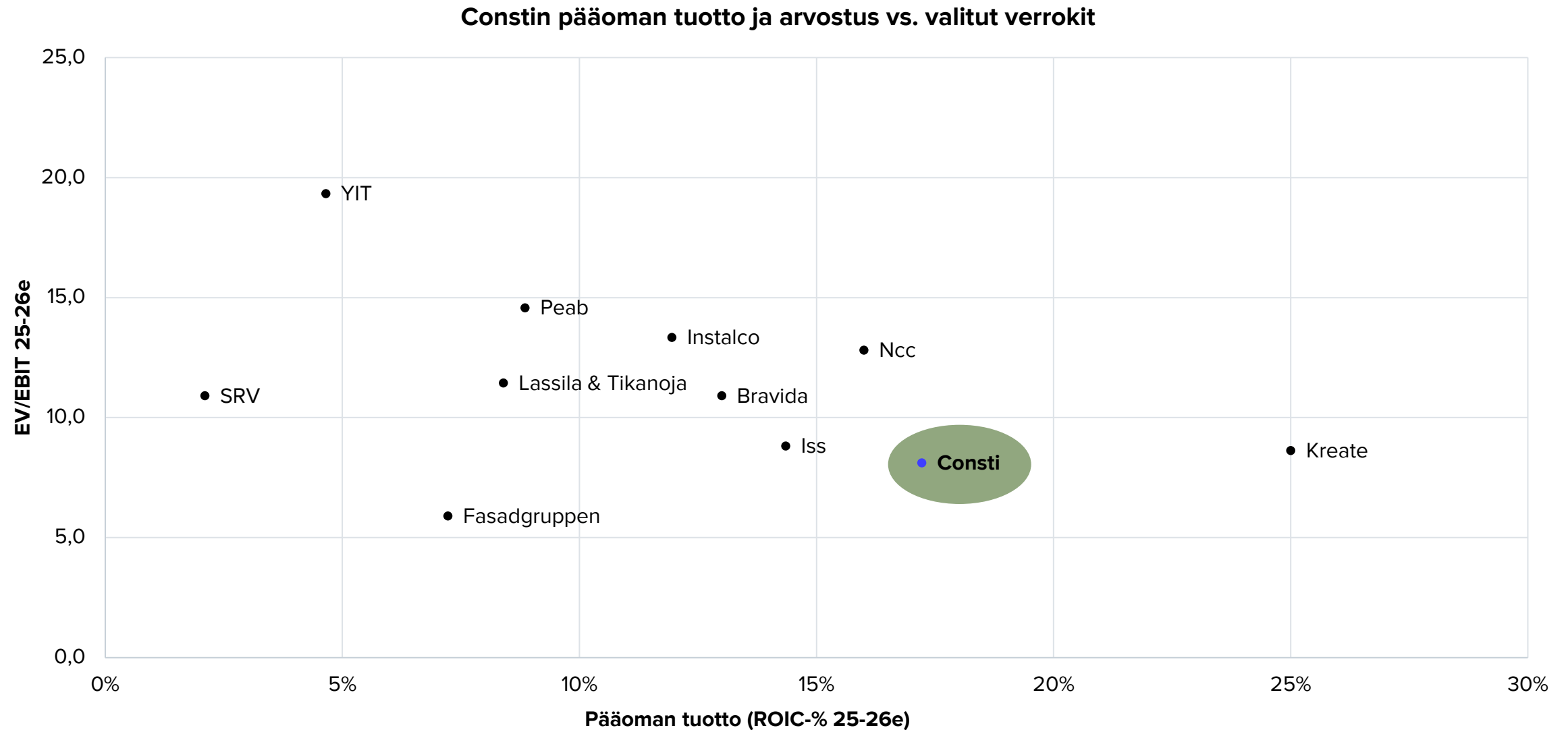
Kuitenkin Constin suoritus on viime vuosina parantunut selvästi ja ero verrokkeihin nähden tulisi mielestämme kaventua. Tätä perustellen seuraavan sivun kuviossa on esitetty Constin pääoman tuottoennuste (ROIC-%) vuosille 2025–2026 verrattuna valittuihin verrokkeihin. Kuvion ja datan perusteella näyttäisi, että Consti pystyy tällä hetkellä tekemään parempaa pääoman tuottoa kuin verrokkit pystyvät. Lisäksi y-akselilla kuvattu arvostus on EV/EBIT-mittarilla selkeästi alle verrokkien tason. Oikeastaan Kreation ja Constin suoritus erottuu selkeimmin joukosta positiivisessa mielessä (ROIC korkea, arvostus matala). Tässä mielessä, mikäli Constin suoritus jatkuu samankaltaisena ja kasvua tulevaisuudessa saadaan aikaan, ei verrokkien preemio ole välttämättä enää perusteltu.

Tällä hetkellä näemme kuitenkin verrokkien kertoimien tason liian korkeana. Verrokkien alhaisen tulostason vuoksi korkeat kertoimet eivät mielestämme nyt heijasta Constin arvoa, sillä Constin tulos itsessään ei ole heikolla tasolla. Tässä mielessä verrokkien painoarvo arvonmäärittämissämme on nyt matala.

Verrokkien arvostus 2025e



Pääoman tuotto ja arvostus



Lähde: Bloomberg, Inderes
Consti käytetty Inderesin ennusteita, muut konsensus

Arvostus 4/4

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo Constin osakkeelle on noin 15 euroa ja annamme myös tälle painoarvoa. DCF-laskelman arvo on selvästi nykykurssia korkeammalla tukien suositustamme. Emme tosin oletta, että osakkeessa olisi lyhyellä aikavälillä (0–12kk) merkittäviä ajureita nousta hinnoittelemaan pitkän aikavälin potentiaalia, jonka vuoksi tavoitehintamme on DCF-laskelman alapuolella.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaalijaksolla 1,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali noin 3,5 %:iin liikevaihdosta. Marginaali pohjautuu yhtiön historialliseen sekä viimeaikaiseen suoritukseen ja kasvu nojaa markkinan sekä talouden oletettuun pitkän aikavälin kasvuun.

Kannattavuustaso on vielä alle yhtiön tavoitteiden ja omaa edelleen nousuvaraa, jos liiketoiminta etenee suunnitellusti. Arvioimme terminaalikannattavuuden olevan kestäväällä tai jopa maltillisella tasolla. Osakkeen nykykurssi (10 euroa) olettaa terminaalikannattavuuden olevan noin 2 %:n tasolla (muiden tekijöiden pysyessä ennallaan), mikä on mielestämme liian alhainen taso.

DCF-mallissamme käyttämämme oman pääoman kustannus on 11,4 % ja keskimääräinen pääoman kustannus (WACC-%) on 9,0 %. Tuottovaatimustasossa ei ole mielestämme tässä ympäristössä laskuvaraa ja se on hyvin linjassa samankaltaisten yhtiöiden kanssa Helsingin pörssissä.

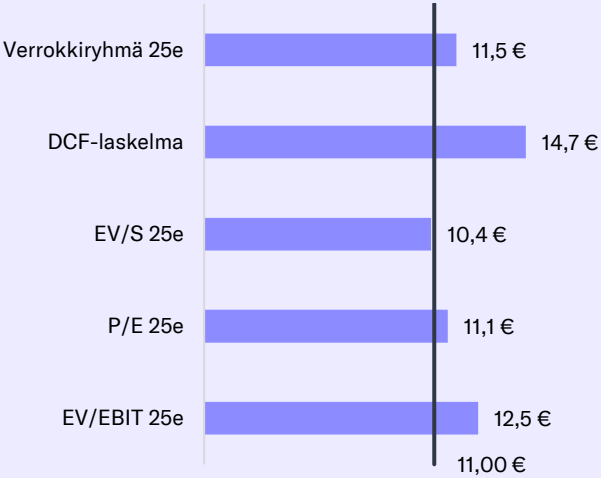
Vaaka kääntyy positiivisen suosituksen puolelle

Nostamme Constin tavoitehinnan 11,00 euroon (aik. 10,50 euroa) ja suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Tavoitehinta nousi hieman eri arvonnäyttömittareiden pienen nousun myötä. Constin osakkeen nousuvara ei mielestämme ole nykytilanteessa ja lyhyellä aikavälillä merkittävä (tuotto-odotus 5–10 %), mutta yhtiö on hyvässä asemassa hyötymään rakennusmarkkinoiden tulevasta piristymisestä. Arvostus on jokaisella mittarilla maltillinen tai neutraali eikä nykyinen tulostaso vielä kuvasta yhtiön potentiaalia.

Constin kohtuullisen hyvä tulospääoma (2024–2027e EPS-kasvu: +10 % CAGR-%) lähivuosien aikana tukee arvostusta yhdessä houkuttelevan liiketoimintaprofiilin (kassavirta sekä pääoman tuotto) kanssa. Consti toimii vakailla markkinoilla, jonka pitkän aikavälin kasvunäkymää tukevat hyvät markkinatrendit (energiatallennus, kestävä kehitys, modernisointi, kaupungistuminen) sekä kasvava tarve kunnostaa ja huoltaa ikääntyvää rakennuskantaa. Kilpailijoihin nähden etumatkaa luo kattava korjausrakentamisen tarjoama ja osaaminen sekä hyvä taloudellinen tilanne.

Arviomme osakkeen käyvistä arvosta tässä vaiheessa on 10–15 euroa. Käypä arvo pohjautuu soveltamiimme arvonnäyttömenetelmiimme. Nykykurssi on käyvän arvon alapäässä ja näemmekin osakkeessa merkittävää potentiaalia pidemmällä aikavälillä, mikäli tulospääoma realisoituu ja markkina alkaa osoittamaan piristymisen merkkejä.

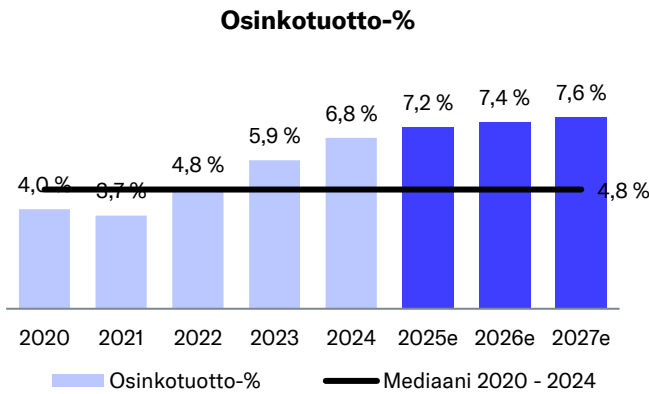
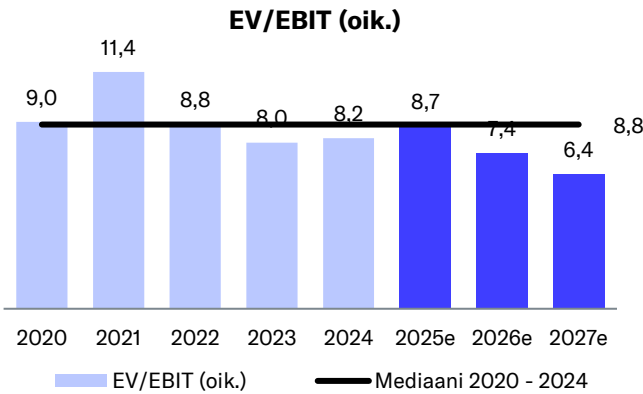
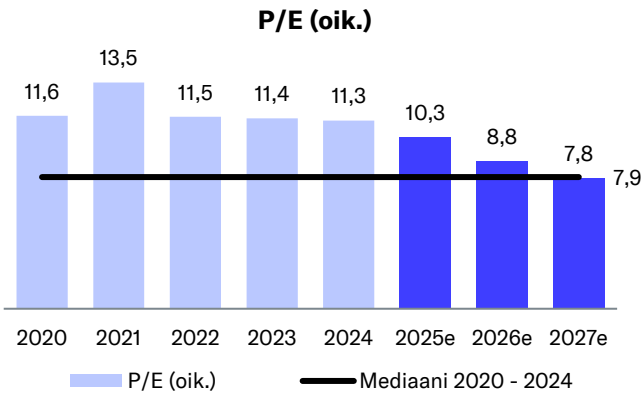
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10,1	12,1	12,6	11,8	10,3	9,94	9,94	9,94	9,94
Markkina-arvo	77	94	97	91	81	78	78	78	78
Yritysarvo (EV)	85	108	101	90	83	92	90	87	82
P/E (oik.)	11,6	13,5	11,5	11,4	11,3	10,3	8,8	7,8	7,3
P/B	2,3	2,9	2,7	2,2	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	7,4	11,7	6,8	5,7	5,8	6,5	5,7	4,9	4,4
EV/EBIT (oik.)	9,0	11,4	8,8	8,0	8,2	8,7	7,4	6,4	5,8
Osinko/tulos (%)	57,0 %	96,4 %	54,7 %	60,1 %	76,9 %	74,4 %	65,7 %	59,7 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,7 %	4,8 %	5,9 %	6,8 %	7,2 %	7,4 %	7,6 %	7,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
YIT Oyj	531	1386	27,4	17,2	18,5	13,1	0,8	0,7		28,6	0,4	1,1	0,7
SRV Yhtiot Oyj	86	216	15,5	9,6	11,4	7,6	0,3	0,3	14,3	6,1	-	5,3	-
Kreate Oyj	69	99	10,1	8,5	6,1	5,5	0,3	0,3	11,3	9,0	6,8	7,0	1,5
Peab AB	2144	3301	15,0	13,0	9,3	8,4	0,6	0,6	13,4	11,3	4,1	4,7	1,3
NCC AB	1743	1886	11,4	10,8	6,8	6,6	0,4	0,4	13,3	12,3	4,6	4,9	2,1
Instalco AB	799	1123	15,4	11,9	9,4	8,0	0,9	0,9	15,5	11,4	2,1	2,7	2,4
Bravida Holding AB	1688	1886	11,3	10,5	8,4	7,9	0,7	0,7	13,8	12,6	4,2	4,4	2,0
Fasadgruppen Group AB	88	280	7,8	6,3	5,3	4,6	0,6	0,5	4,9	3,3	8,7	10,4	0,4
Iss A/S	4023	5670	9,6	9,1	7,1	6,7	0,5	0,5	9,5	8,7	2,6	2,9	2,3
Lassila & Tikanoja Oyj	348	501	11,1	10,7	4,9	4,8	0,6	0,6	10,5	9,8	6,1	6,4	1,5
Consti (Inderes)	78	92	8,7	7,4	6,5	5,7	0,3	0,3	10,3	8,8	7,2	7,4	1,7
Keskiarvo			13,5	10,7	8,7	7,3	0,6	0,5	11,8	11,3	4,4	5,0	1,6
Mediaani			11,3	10,6	7,7	7,2	0,6	0,6	13,3	10,5	4,2	4,8	1,5
Erotus-% vrt. mediaani			-23 %	-30 %	-16 %	-20 %	-51 %	-52 %	-23 %	-16 %	75 %	55 %	13 %

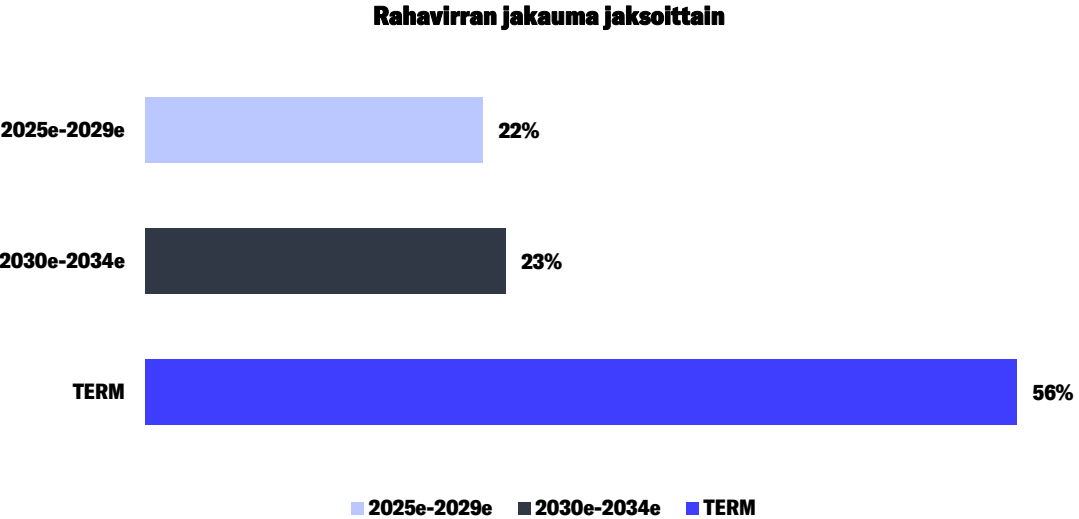
Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	1,9 %	-2,4 %	4,8 %	3,9 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	3,1 %	3,3 %	3,6 %	3,9 %	4,0 %	3,8 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Liikevoitto	10,2	10,5	12,1	13,5	14,3	13,9	13,1	13,4	13,6	13,9	14,1	
+ Kokonaispoistot	4,1	3,7	3,6	4,2	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5	
- Maksetut verot	-2,0	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7	-2,6	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	
+ 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	-7,5	-12,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	4,5	-0,4	13,2	15,0	16,0	15,9	15,4	15,9	16,1	16,5	16,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,7	-4,0	-5,1	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6	-5,7	-5,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,8	-4,4	8,2	9,9	10,8	10,6	10,1	10,4	10,5	10,8	11,2	
+/- 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	1,8	-4,4	8,2	9,9	10,8	10,6	10,1	10,4	10,5	10,8	11,2	153
Diskontattu vapaa kassavirta		-4,1	7,0	7,8	7,8	7,0	6,1	5,8	5,4	5,1	4,8	65,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		118	122	115	108	99,9	92,9	86,7	81,0	75,6	70,5	65,7
Velaton arvo DCF		118										
- Korolliset velat		-16,9										
+ Rahavarat		14,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		116										
Oman pääoman arvo DCF per osake		14,7										

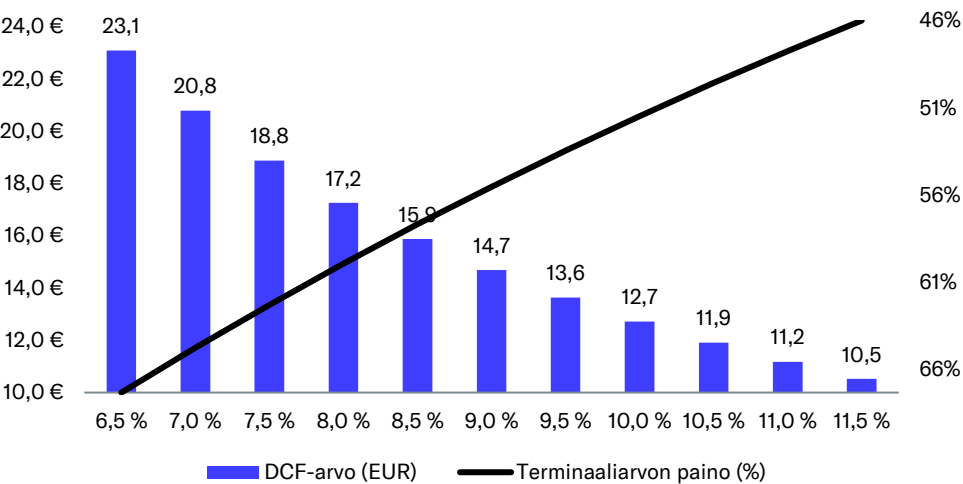
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

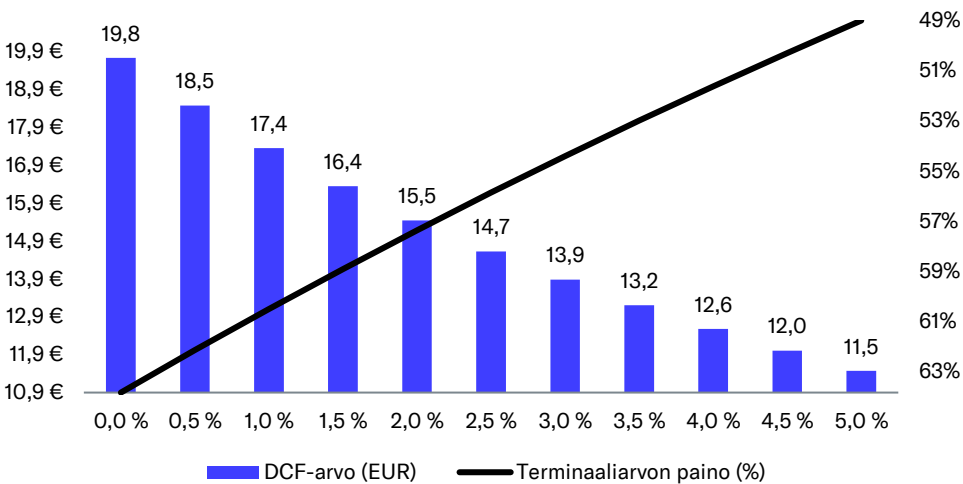


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

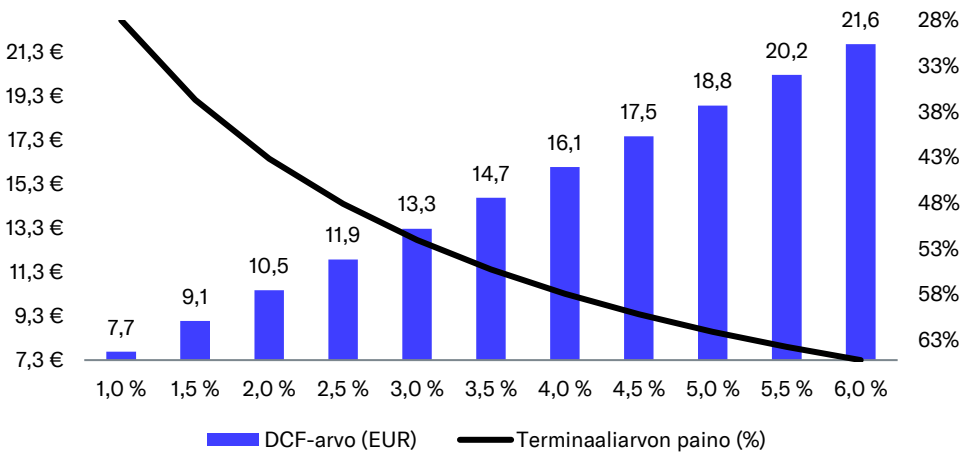
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



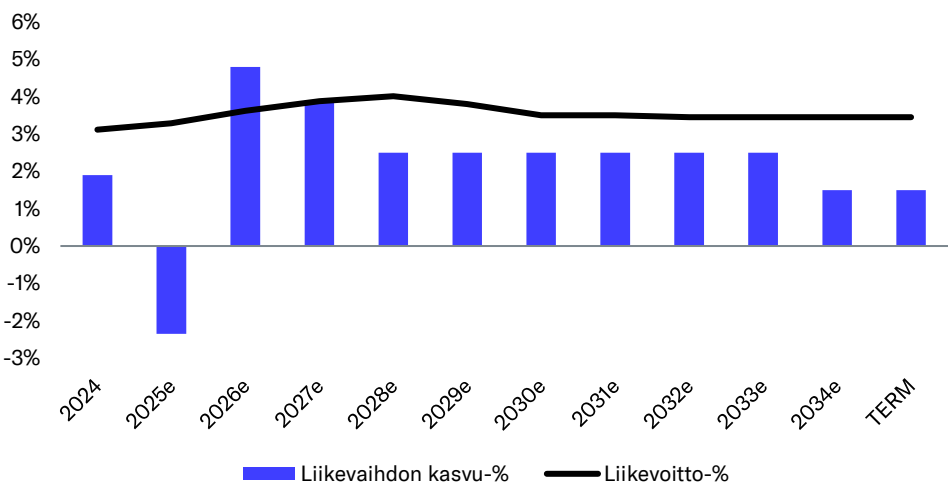
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	305,2	320,6	326,7	319,0	334,3	EPS (raportoitu)	1,11	1,17	0,91	0,97	1,13
Käyttökate	14,9	15,9	14,3	14,2	15,7	EPS (oikaistu)	1,11	1,04	0,91	0,97	1,13
Liikevoitto	11,4	12,3	10,2	10,5	12,1	Operat. kassavirta / osake	2,34	1,88	0,57	-0,06	1,68
Voitto ennen veroja	10,4	11,4	9,1	9,5	11,1	Vapaa kassavirta / osake	2,00	1,25	0,23	-0,56	1,04
Nettovoitto	8,5	9,0	7,1	7,6	8,9	Omapääoma / osake	4,70	5,31	5,55	5,81	6,22
Kertaluontoiset erät	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,60	0,70	0,70	0,72	0,74
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	123,3	121,3	117,2	122,4	126,9	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	5 %	2 %	-2 %	5 %
Oma pääoma	36,2	41,1	43,7	45,8	49,0	Käyttökatteen kasvu-%	62 %	7 %	-10 %	-1 %	11 %
Liikearvo	49,5	49,4	49,4	49,4	49,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	20 %	-1 %	-10 %	3 %	15 %
Nettovelat	3,9	-0,9	2,7	13,4	11,7	EPS oik. kasvu-%	24 %	-7 %	-12 %	7 %	16 %
						Käyttökate-%	4,9 %	5,0 %	4,4 %	4,4 %	4,7 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	3,7 %	3,5 %	3,1 %	3,3 %	3,6 %
Käyttökate	14,9	15,9	14,3	14,2	15,7	Liikevoitto-%	3,7 %	3,9 %	3,1 %	3,3 %	3,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	5,1	1,0	-7,5	-12,5	-0,1	ROE-%	25,0 %	23,3 %	16,8 %	17,0 %	18,7 %
Operatiivinen kassavirta	18,0	14,5	4,5	-0,4	13,2	ROI-%	18,3 %	20,2 %	16,7 %	15,5 %	15,9 %
Investoinnit	-2,7	-4,9	-2,7	-4,0	-5,1	Omavaraisuusaste	32,9 %	38,6 %	41,3 %	41,4 %	42,7 %
Vapaa kassavirta	15,4	9,7	1,8	-4,4	8,2	Nettovelkaantumisaste	10,7 %	-2,3 %	6,1 %	29,2 %	23,8 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3						
EV/EBITDA	6,8	5,7	5,8	6,5	5,7						
EV/EBIT (oik.)	8,8	8,0	8,2	8,8	7,5						
P/E (oik.)	11,4	11,4	11,3	10,3	8,8						
P/B	2,7	2,2	1,8	1,7	1,6						
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	6,8 %	7,2 %	7,4 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten 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 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 jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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.

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.11.2020	Lisää	10,70 €	9,70 €
7.2.2021	Lisää	13,00 €	11,70 €
3.5.2021	Lisää	13,50 €	13,05 €
14.6.2021	Lisää	13,50 €	12,15 €
25.7.2021	Lisää	14,00 €	13,00 €
28.10.2021	Osta	15,00 €	12,95 €
21.1.2022	Osta	15,00 €	12,10 €
6.2.2022	Lisää	13,50 €	11,95 €
2.5.2022	Osta	13,00 €	9,80 €
24.7.2022	Osta	13,00 €	9,96 €
28.10.2022	Osta	12,50 €	9,14 €
13.1.2023	Osta	13,00 €	10,70 €
6.2.2023	Lisää	14,20 €	12,30 €
28.4.2023	Lisää	14,20 €	11,85 €
24.7.2023	Osta	14,20 €	10,25 €
23.10.2023	Osta	13,80 €	9,76 €
30.10.2023	Osta	13,80 €	10,35 €
21.12.2023	Osta	14,00 €	11,35 €
5.2.2024	Lisää	12,50 €	11,30 €
26.4.2024	Lisää	11,00 €	9,32 €
22.7.2024	Lisää	11,50 €	10,30 €
28.10.2024	Vähennä	11,75 €	11,35 €
22.1.2025	Vähennä	11,00 €	10,60 €
10.2.2025	Vähennä	10,50 €	10,15 €
28.2.2025	Lisää	11,00 €	9,94 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**