

Lehto Group

Yhtiöraportti

3/2020

Eteenpäin ydinosaamiseen keskittyen

Lehto on kasvanut vuodesta 2013 alkaen yli 30 % vuosittain ja samalla ollut alansa kannattavimpia yrityksiä. Viime vuonna tulos kuitenkin ajautui rajusti tappioille ja ajoi yhtiön lähes kriisin partaalle. Nyt perustaa lähdetään korjaamaan keskittymällä yhtiön kilpailuetuihin ja ydinosaamiseen toimitila- ja asuntorakentamisessa. Operatiivisten haasteiden sekä asuntomarkkinoiden ja taloudellisen tilanteen aiheuttamien epävarmuustekijöiden vuoksi osakkeen nykyinen arvostustaso ei kuitenkaan mielestämme ole vielä riittävän houkutteleva ostoihin. Tämän vuoksi laskemme tavoitehintamme 1,90 euroon (aik. 2,2 euroa) pitäen suosituksemme vähennä-puolella.

Ennustamme historiaan nähden maltillista kasvua ja tulosparannusta

Lehto on suomalainen rakennusyhtiö, joka kehittää ja rakentaa asuntoja, toimitiloja sekä hyvinvointitiloja. Yhtiö on erottautunut muista etenkin panostamalla moduuli- ja elementtituotannon sekä valmiiden konseptien hyödyntämiseen rakennusprosesseissa. Yhtiön liiketoiminta jakautuu nykyisin kolmeen palvelualueeseen: Toimitilat (26 % liikevaihdosta 2019), Asunnot (61 %) ja Hyvinvointitilat (13 %). Ongelmien vuoksi lakkautetun korjausrakentamisen lisäksi yhtiö suunnittelee supistavansa myös Hyvinvointitilojen liiketoimintaa. Yhtiön kilpailuetu on näkemyksemme mukaan yksinkertaisissa, monistettavissa ja kohtuuhintaisissa asunnoissa sekä toimitiloissa. Tämä on myös se alue mihin yhtiö lähtee nyt uutta perustaa luomaan liian kovaksi käyneen kasvuvaiheen jälkeen.

Tulosparannuksessa on omia haasteita ja potentiaalin realisoitumista saa odottaa vielä hetken

Yhtiö on kasvanut viimeisien vuosien aikana voimakkaasti ja pystynyt myös tuottamaan pääomille toimialan parhaimpia tuottoja (ROE-% 5v ka.: +30 %). Menneisyyden hyvät luvut tosin uhkaavat jäädä historiankirjoihin vain muistoksi, jos yhtiö ei saa tulostaan parannettua lähivuosien aikana. Lyhyellä aikavälillä haasteita riittää edelleen, sillä asunto- ja toimitilarakentamisen kannattavuus heikentyi selvästi viime vuoden aikana eikä kaikkia ongelma-alueita ole saatu vielä täysin kuntoon. Perustan korjaamisen myötä odotamme liikevaihdon laskevan seuraavina vuosina (2020e: -11,5 %, 2021e: -3,6 %). Yhtiölle tässä vaiheessa kriittisemmän kannattavuuden odotamme nousevan lähivuosina jo kohtuulliselle tasolle (2020e EBIT-%: 2,6 %, 2021e: 4,4 %) tervehdyttämistoimien ja isojen tappiollisten projektien päättymisen myötä. Kannattavuusparannukseen liittyen tehtyjen toimenpiteiden aikajänne on kuitenkin 1-3 vuotta, joten nopeaa paluuta historiallisiin kannattavuuslukemiin on mielestämme liian optimistista olettaa.

Arvostus maltillinen, mutta riskit hyvin korkeat

Yhtiön lähivuosien absoluuttiset arvostuskertoimet ovat mielestämme maltilliset (20-21e: P/E: 11x, EV/EBIT: 9x, EV/EBITDA 8x). Hyväksyttävä arvostustaso hakee tukea sektorin pitkän aikavälin kertoimista, mutta korostamme yhtiön hinnoittelun lyhyellä aikavälillä olevan hyvin riippuvainen markkinoiden luottamukseen yhtiön tulosparannusta kohtaan. Tämän vuoksi myös verrokkeihin nähden arvostus voi vaihdella voimakkaasti lyhyellä aikavälillä. Vaikka arvioimamme lähivuosien potentiaali on käänteen toteutuessa merkittävä, olemme vielä osakkeen suhteen varovaisella kannalla operatiivisten haasteiden, asuntomarkkinoiden epävarmuuden ja kireän taloudellisen tilanteen vuoksi.

Analytikot



Olli Koponen
+358 44 2749560
olli.koponen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä



1,90 EUR

Edellinen: 2,20 euroa

Osakekurssi: 1,87 EUR

Potentiaali: 1,6 %

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	668	591	569	583
kasvu-%	-7 %	-12 %	-4 %	2 %
EBIT oik.	-41,8	15,3	25,2	30,5
EBIT-% oik.	-6,3 %	2,6 %	4,4 %	5,2 %
Nettotulos	-35,7	9,8	17,8	22,3
EPS (oik.)	-0,61	0,17	0,31	0,38

P/E (oik.)	neg.	11,1	6,1	4,9
P/B	1,2	0,9	0,8	0,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	4,9 %	5,1 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	14,4	7,5	5,8
EV/EBITDA	neg.	9,6	5,8	4,7
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,3

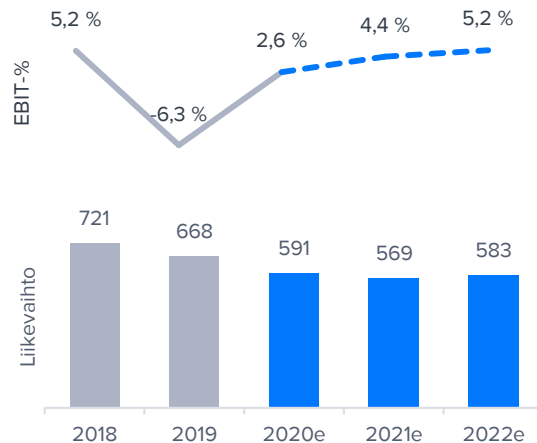
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

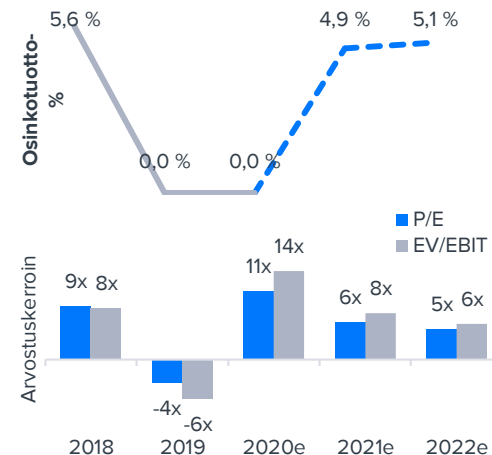


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Tappioiden jatkuminen
- Suhdannevaihtelut
- Projektahaasteiden ja mahdollisesti lopetettavien toimintojen yllättävät kustannukset
- Taseen vakavaraisuus
- Resurssiriskit
- Ruotsiin laajentumisen epäonnistuminen
- Kapasiteetin ja liiketoimintamallin jousto
- Kilpailuedun säilyttäminen muuttuvassa markkinassa



Arvostus

- Arvostus lähivuosille maltillinen
- Sektorin arvostus noussut hieman viime aikoina
- Arvostus nojaa merkittävästi parannukseen, johon mielestämme vielä selkeät näytöt puuttuu
- Epävarmuus on suuri ja riskit hyvin korkealla
- Pitkän aikavälin potentiaalia on, jos käänne toteutuu

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-13
Strategia	14-16
Sijoitusprofiili	17-20
Markkinat	21-27
Kilpailu	28-31
Taloudellinen tilanne	32-35
Ennusteet	36-40
Arvonmääritys	41-48
Vastuuvapauslauseke	49-51

Lehto Group lyhyesti

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

2016

Listautumisvuosi

668 MEUR

Liikevaihto 2019

-42 MEUR (-6,3 % lv:sta)

Liikevoitto 2019

482 MEUR (-27 % v/v)

Tilaukanta 2019

35 %

Liikevaihdon vuotuinen kasvu keskimäärin 13-19 (CAGR-%)

32 %

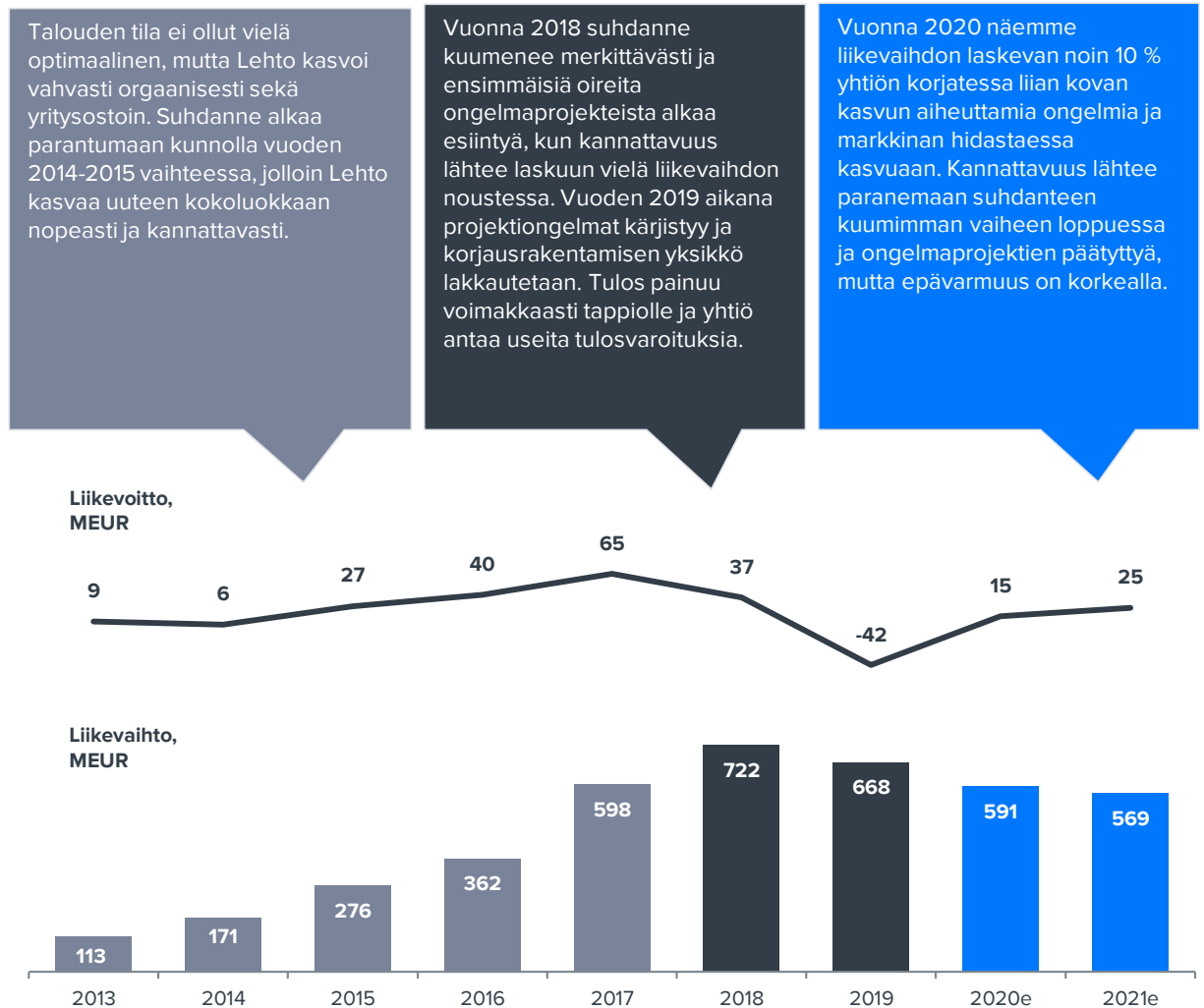
Oman pääoman tuotto-% (5 v. keskiarvo)

1274 (-18 % v/v)

Henkilöstömäärä vuoden 2019 lopussa

Lähde: Lehto, Inderes

Lehto Groupin liikevaihdon ja liikevoiton kehitys 2013-2021e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Keskisuuri kasvaja

Lehto Group Oyj:n (myöhemmin Lehto) vanhin tytäryhtiö (Rakennuskartio Oy) on toiminut alalla jo vuodesta 1976 ja Rakennusliike Lehto Oy yli 25 vuotta. Yhtiö on kehittynyt viimeisen 40 vuoden aikana rakennusalan suhdanteiden läpi nykyiseksi valtakunnalliseksi rakennuskonserniksi. Yhtiön toiminta perustuu talousohjatun rakentamisen malliin, jossa suunnittelun ja toteutuksen integroinnilla pyritään saavuttamaan kustannushyötyjä. Lehto pyrkii uudistamaan rakentamisen vanhoja tapoja ja missiona on rakennusalan uudistaminen. Tehdas- ja moduulituotannolla pyritään lisäämään rakennustyön laatua, tehostamaan toimintaa sekä vähentämään kustannuksia ja rakennusaikaa. Yhtiö kehittää ja rakentaa toimitiloja, asuntoja ja hyvinvointitiloja pääosin Suomessa kasvukeskuksien läheisyydessä sekä omaa pienen putkisaneeerausliiketoiminnan. Lisäksi yhtiöllä on Ruotsissa pientä toimintaa, joka tulevaisuudessa keskittyy puukerrostalorakentamiseen.

Yhtiö listautui pörssiin vuonna 2016 ja on kasvanut keskisuuresta toimijasta jo isoimpien rinnalle. Vuodesta 2013 Lehdon liikevaihto on kasvanut keskimäärin vuosittain yli 30 %:n vauhtia. Kova kasvu aiheutti kuitenkin merkittäviä ongelmia ja vuoden 2019 tulos painui merkittävästi tappiolle.

Yhtiö toimii markkinoilla sekä omaperusteisena rakentajana että urakoitsijana. Omaperusteisissa hankkeissa yhtiö vastaa rakentamisen ja

suunnittelun ohjauksen lisäksi myös rahoituksesta sekä myynnistä. Etenkin asuntorakentamisessa yhtiö suosii omaperusteisia hankkeita, sillä niissä on lähtökohtaisesti parempi kannattavuus, mutta vastapuolella riskit ovat myös suuremmat. Huomioonotettavaa on myös, että myydyin hankkeen tuloutuminen tapahtuu vasta valmistumisen yhteydessä, joka sitoo huomattavasti pääomia sen rakennusaikana. Nykyisellään kireä tasetilanne rajoittaa yhtiötä ja tulee lisäämään urakoinnin määrää pienempien riskiensä ja jatkuvan tulovirran vuoksi. Tämä tulee kuitenkin näkymään myös yhtiölle alentuvana kannattavuuspotentiaalina. Urakoinnissa Lehto suosii kokonaisvastuu-urakoita (KVR), missä Lehto vastaa koko rakennusurakan toteuttamisesta ja myös suunnittelusta. Tämä antaa mahdollisuuden Lehdolle vaikuttaa kustannuksiin jo aikaisessa vaiheessa sekä hyödyntämään omia konsepteja ja tehdastuotantoa paremmin.

Kovan kasvun myötä yhtiö on kasvattanut myös henkilöstöään ja omaa tehdaskapasiteettiaan. Nykyisestä henkilöstöstä arviomme mukaan noin puolet on työmaalla tai hallinnossa työskenteleviä toimihenkilöitä ja loput noin 50 % jakaantuu työmaa- tai tehdastyöntekijöiden kesken. Oman työvoiman lisäksi yhtiö toteuttaa rakennustöitä aliurakoina ja lisäksi vuokratyövoimaa käytetään projektien alkuvaiheessa sekä kiireellisissä vaiheissa. Oma kapasiteetti on voimakas varaus suhdanteessa, mutta laskusuhdanteessa sen työllistäminen voi johtaa epäedullisiin ratkaisuihin tai kapasiteetin leikkauksiin.



Markkinan muutos

Ennen

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

Nyt

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

Lehto Group



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

Lehto liiketoimintarakenne



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Liiketoimintamalli

Talousohjattu rakentaminen

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

- Suunnittelun ohjaus
- Toistettavat vakioratkaisut
- Teollinen valmistus

Suunnittelun ohjaus

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

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

Vakioidut ja monistettavat konseptit

Toistettavien vakioratkaisujen avulla Lehto pyrkii nopeuttamaan suunnitteluprosesseja ja työmaan

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

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

Toimitiloissa mallistoon kuuluu tällä hetkellä erilaisia tuotanto-, myymälä-, logistiikka- ja liikuntatiloja. Mallistot toimivat yleensä pohjana lopulliselle suunnitelmalle. Hyvinvointitiloissa Lehto on panostanut hoivatilojen, koulujen ja päiväkotien mallistojen kehittämiseen, mutta niissä ei selkeää muuttia olla pystytty rakentamaan.

Teollinen esivalmistus

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

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

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

Parhaiten esivalmistus näyttäisi nykyisessä markkinassa toimivan asuntorakentamisessa, missä hankkeiden yksilöllisyys ja kysyttyjen kohteiden vaatimukset ovat vaihteluiltaan pienimpiä. Lisäksi esivalmistus toimii arvioimme mukaan hyvin hallityyppisissä toimitiloissa ja esimerkiksi tietyn tyyppisissä hotelleissa. Kuitenkin esimerkiksi hyvinvointitiloissa hoivakotien markkinakysyntä muuttui viime vuoden aikana merkittävästi eikä Lehdon konseptille ollut enää vastaavanlaista kysyntää. Lisäksi Lehdon koulu- ja päiväkotihankkeet eivät ole alkaneet jokaisessa kohteessa toivotulla tavalla eikä esivalmistuksesta tai mallistoista olla saatu samanlaista kilpailuetua kuin esimerkiksi asunnoissa. Myös tämän vuoksi arvioimme Lehdon nyt mieltävän Hyvinvointitilojen liiketoiminnan supistamista ja sulauttamista muihin palvelualueisiin.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Palvelualueet jakautuu kolmeen osaan

Lehto palvelee asiakkaitaan kolmessa eri palvelualueessa: Toimitilat, Asunnot ja Hyvinvointitilat. Aikaisemmin raportoitu Korjausrakentaminen lakkautettiin vuoden 2019 aikana ja sen linjasaneerausyksikkö siirtyi Asunnot-palvelualueeseen ja muut korjaustoiminnot Toimitilat-palvelualueeseen. Nyt on myös suunnitteilla Hyvinvointitilojen liiketoimintojen supistaminen. Tämä johtaisi myös kyseisen palvelualueen lakkauttamiseen. Hoivakohteet raportoitaisiin jatkossa Asunnoissa ja koulu- sekä päiväkotihankkeet Toimitiloissa. Pidämme kuitenkin vielä rakenteen ennallaan ennusteissamme, kunnes saamme varmistuksen yhtiön suunnitelmista.

Yhtiön liikevaihto on keskittynyt eniten toimitilojen ja asuntojen uudisrakentamiseen, jonka osuus vuoden 2019 liikevaihdosta yhdistettynä oli noin 90 %. Segmenttejä Lehdolla on vain yksi ja se raportoi palvelualueistaan vain liikevaihdon ja tilauskannan.

Toimitilat

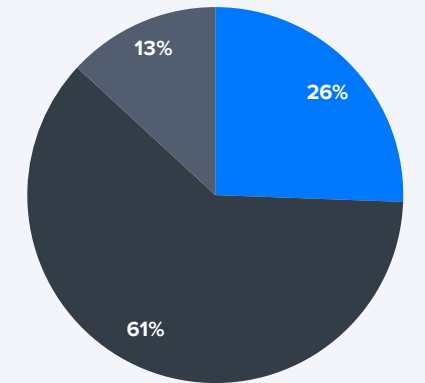
Toimitilarakentamisen palvelualueella Lehto rakentaa toimisto-, myymälä-, logistiikka-, varasto- ja liiketiloja. Pääosa palvelualueen liiketoiminnasta toteutetaan KVR-urakkana (kokonaisvastuurakentaminen), missä Lehto kantaa kokonaisvastuun suunnittelusta ja rakentamisesta.

Toimitiloissa Lehto pyrkii hyödyntämään omia konseptejaan parhaalla mahdollisella tavalla

tarjoamalla asiakkaille heidän omilla suunnitelmilla ja rakenne- sekä tilaratkaisuilla toteutettuja kohteita. Yhtiö välttää osallistumista urakkakilpailuihin muiden suunnitelmien perusteella, vaan pyrkii tarjoamaan asiakkaalle tehokkaamman ratkaisun omilla suunnitelmilla. Näkemyksemme mukaan Lehto lähtee harvoin toteuttamaan urakoita tilaajalle ellei se voi hyödyntää kohteessa omaa suunnitteluosaamista tai omia konseptiratkaisujaan, joiden avulla se pystyy hallitsemaan projekteihin liittyviä riskejä paremmin. Hyvässä suhdanteessa Lehto on pystynyt valikoimaan hankkeitansa tarkemmin, mutta se on arviomme mukaan vaikeutunut syklin hidastuessa.

Suunnittelun ohjaus, valmiit mallistot ja modulaarisuus ovat luoneet Lehdolle tietyissä kohteissa mielestämme selvän etulyöntiaseman. Lehto on keskittynyt pienempiin toimitilakohteisiin, joissa yksilöllisyys ja arkkitehtuuriset erikoisratkaisut eivät ole hankkeen kannalta olennaisia. Näemme Lehdon kilpailuedun palvelualueella olevan juuri helposti toistettavissa ratkaisuissa, kuten suurissa marketeissa, yksinkertaisissa liiketiloissa tai tuotanto-, varasto- ja logistiikkatiloissa, johon Lehdon valmis mallistokin keskittyy. Lisäksi yhtiöllä on selkeänä ajatuksena lisätä tehdas- ja moduulivalmisteisten komponenttien käyttöä esimerkiksi hotelli-, toimisto- ja kauppakeskushankkeissa, missä moduulien käyttö on vielä verrattain vähäistä muihin rakennustyyppeihin tai palvelualueihin nähden.

Liikevaihdon jakauma palvelualueittain 2019



■ Toimitilat ■ Asunnot ■ Hyvinvointitilat

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Toimitiloissa liikevaihto on kasvanut keskimäärin vuosittain noin 18 % vuodesta 2013 lähtien. Kasvu oli kovaa vuoden 2018 loppuun asti, mutta viime vuonna liikevaihto laski voimakkaasti. Lehdon markkinat ja kysyntä palvelualueella on selvästi laskenut ja myös kovan kasvun ongelmat rajoittivat uusien hankkeiden käynnistämistä. Palvelualueen kannattavuuskehitys on ollut arviomme mukaan hyvällä tasolla viime vuoteen asti. Viime vuoden lopussa myös tästä palvelualueesta alkoi kuitenkin kuulua viestejä heikommasta kannattavuudesta osissa projekteja.

Toimitilat-palvelualueeseen kuuluvat tappiolliset peruskorjaushankkeet ovat nyt vuoden 2019 lopussa päättyneet, mutta muutama uusi korjaushanke (arvo noin 42 MEUR) aloitettiin perustuen mm. vanhoihin sopimuksiin. Yhtiö on panostanut hankkeiden onnistuneeseen läpivientiin merkittävästi, mutta aikaisempien peruskorjaushankkeiden ongelmien vuoksi suhtaudumme varauksella projektien kannattavuustasoon.

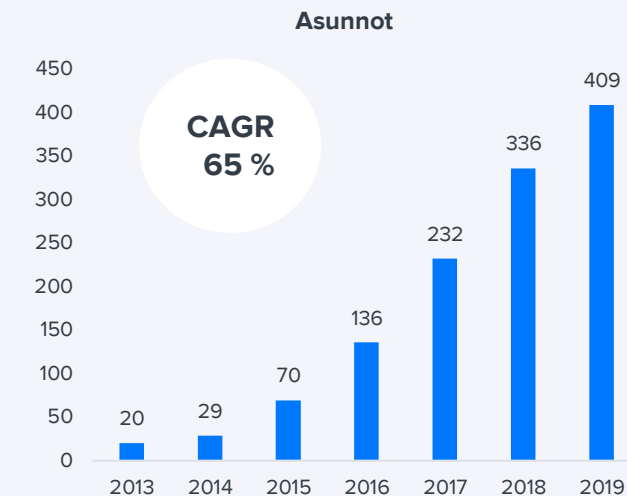
Asunnot

Asunnot on Lehdon suurin (60 % liikevaihdosta vuonna 2019) ja näkemyksemme mukaan kannattavin palvelualue. Palvelualueella Lehto rakentaa uusia asuinkerros-, luhti- ja rivitaloja kasvukeskuksiin erityisesti keskittyen pääkaupunkiseudulle. Pääosa Lehdon asuntorakentamisesta on omaperusteista tuotantoa, jossa Lehto suunnittelee ja rakentaa kohteet omarahoitteisesti ja myy valmiit asunnot asiakkaille.

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

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

Asunnot-palvelualueen liikevaihto on noussut vuodesta 2013 asti jopa 60 %:n keskimääräistä vuosivauhtia, mutta myös aloitustaso on ollut vaatimaton. Viime vuonna valmistui ennätysmäärä omaperusteisia asuntoja, mutta kuluvana vuonna niiden määrä tulee laskemaan merkittävästi. Tämän myötä urakoinnin osuus tulee nousemaan merkittävämpään rooliin kuluvana vuonna.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Yhtiön tulostason kannalta asuntorakentaminen on näkemyksemme mukaan kaikista tärkein yksikkö, mutta vauhti on ollut liian kova. Aikaisemmin palvelualueen kannattavuuden on sanottu pysyneen hyvällä tasolla, mutta viime vuonna myös tässä palvelualueessa alkoi näkyä ongelmia kannattavuuden hallinnassa. Nyt asuntomarkkinoiden heikentyminen sekä paikoittainen ylitarjonta sekä etenkin yksityisten sijoittajien kysynnän lasku on nostanut asuntojen myyntiaikoja ja laskenut hintoja. Tämä yhdessä nousseiden alihankinta- ja materiaalikustannusten kanssa on laskenut asuntojen keskimääräistä katetta. Kuluvana vuonna näemme resurssien hintojen laskevan ja auttavan kannattavuuden parantumisessa, mutta vastavuoroisesti heikommin kannattava urakointi nostaa suhteellista osuuttaan eikä asuntomarkkinoiden tilanne vielä merkittävästi helpota.

Hyvinvointitilat

Hyvinvointitilojen palvelualueella Lehto suunnittelee ja rakentaa hoiva- ja päiväkoteja sekä kouluja että terveyskeskuksia. Asiakkaina Lehdolla tyypillisesti on jokin yksityinen palveluoperaattori tai kunnallinen toimija. Hankkeet toteutetaan joko tavanomaisena rakennusurakkana tai sijoittajakauppana, jolloin Lehto tekee vuokrasopimuksen palveluoperaattorin kanssa ja myy valmiin kiinteistön jollekin alan kiinteistöihin sijoittavalle rahastolle.

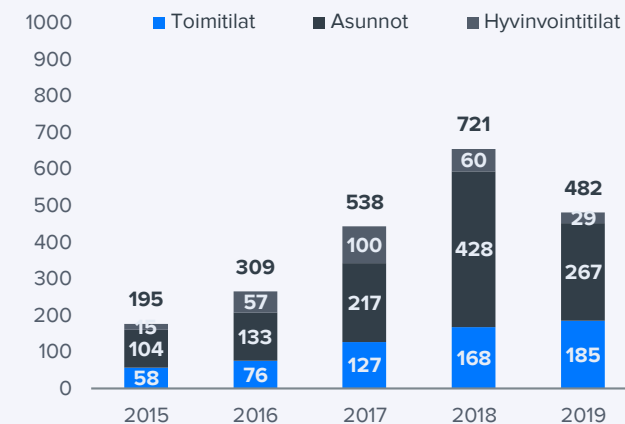
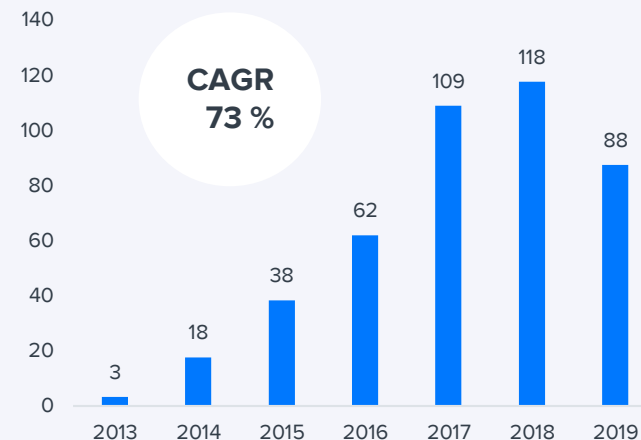
Pääosa kohteista palvelualueella on ollut yksinkertaisia 1-2 kerroksisia puurakenteisia hoivakoteja, jossa Lehdolla on ollut

etulyöntiasema oman tehdastuotantonsa ja konseptiensa kautta. Nykyisin yhä enemmän hankkeet ovat muuttuneet monimuotoisemmiksi ja yksilöllisempiä ratkaisuja haetaan aktiivisemmin, mikä on laskenut kysyntää Lehdon tuotteille. Tämän lisäksi uusia hankkeita on laskettu vanhojen kaavojen mukaan, mikä yhdessä heikon projektinjohdon kanssa on johtanut huonoon kannattavuuteen.

Hoivatilojen muuttuessa Lehto on laajentanut projektikantaansa kehittämällä päiväkotij- ja koulukonseptejaan kaupalliseen vaiheeseen. Kaupallistamisvaihe ei ole mennyt odotuksien mukaan, sillä aloitetuissa kouluhankkeissa kannattavuus on paikoin ollut heikkoa ja ensimmäinen modulaarinen päiväkotihanke Ruotsissa on tuottanut isoja tappioita. Tämän vuoksi Lehto suunnittelee supistavansa liiketoimintaa ja aloitti mm. noin 400 henkilöä koskevat YT-neuvottelut kuluvan vuoden tilinpäätöksen julkistamisen yhteydessä.

Hyvinvointitilojen liikevaihto on noussut vuodesta 2013 keskimäärin vuosittain noin 70 %, mutta koki huippunsa vuonna 2018. Kannattavuus on myös käsityksemme mukaan ollut erittäin hyvää, mutta kärsineen viime vuosina projektiongelmista. Koulujen ja päiväkotien heikko startti sekä hoivatilojen markkinoiden muutos ei nosta toiveita palvelualueen parannuksesta kovinkaan korkealle, vaikka organisaatiossa muutoksia on ollutkin. Lisäksi volyymit tulevat nyt laskemaan supistamisen myötä arviomme mukaan merkittävästi ja mahdolliset hyvätkin projektikatteet kärsivät isommasta kiinteiden kulujen taakasta.

Hyvinvointitilat



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Tehdastuotanto

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

Mainitsimme yhtenä isona riskinä aikaisemmin uuteen kapasiteettiin investoinnin, sillä sen joustamattomuus voi olla ongelma, kun laskusuhdanne koittaa. Lehdon tehtailla on ollut pääosin omat työntekijät, ja kun tuotantoa ei myyty ulospäin, johti kysynnän lasku kapasiteetin vähentämiseen. Osaltaan kapasiteetin joustamattomuus on voinut johtaa myös työntekijöiden pakkotyöllistämiseen, joka voi ajaa myös huonoihin projektivalintoihin, joissa riskit voivat muodostua etua suuremmiksi.

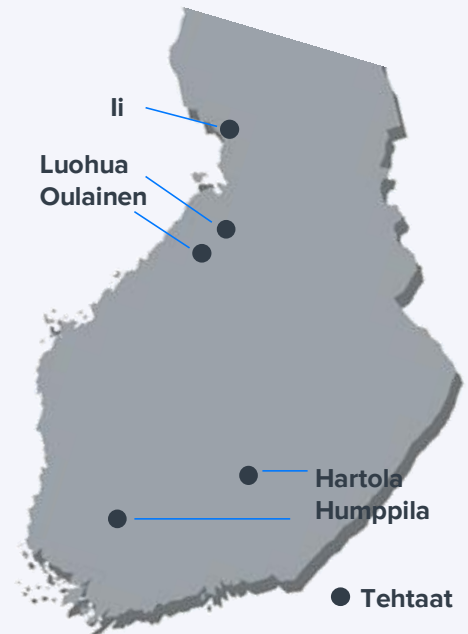
Kun kapasiteetille ei ole enää samanlaista kysyntää, on se johtanut erilaisiin tehostamistoimiin ja useisiin yt-neuvotteluihin viimeisen vuoden aikana. Viimeisimmissä päätökseen saaduissa yt-neuvotteluissa pääosa toimista kohdistui tehdastuotantoon. Noin 144 henkilötyövuoden säästöjen arvioidaan tuovan noin 7 MEUR:n kulusäästöt vuositasona.

Ruotsin toiminnot

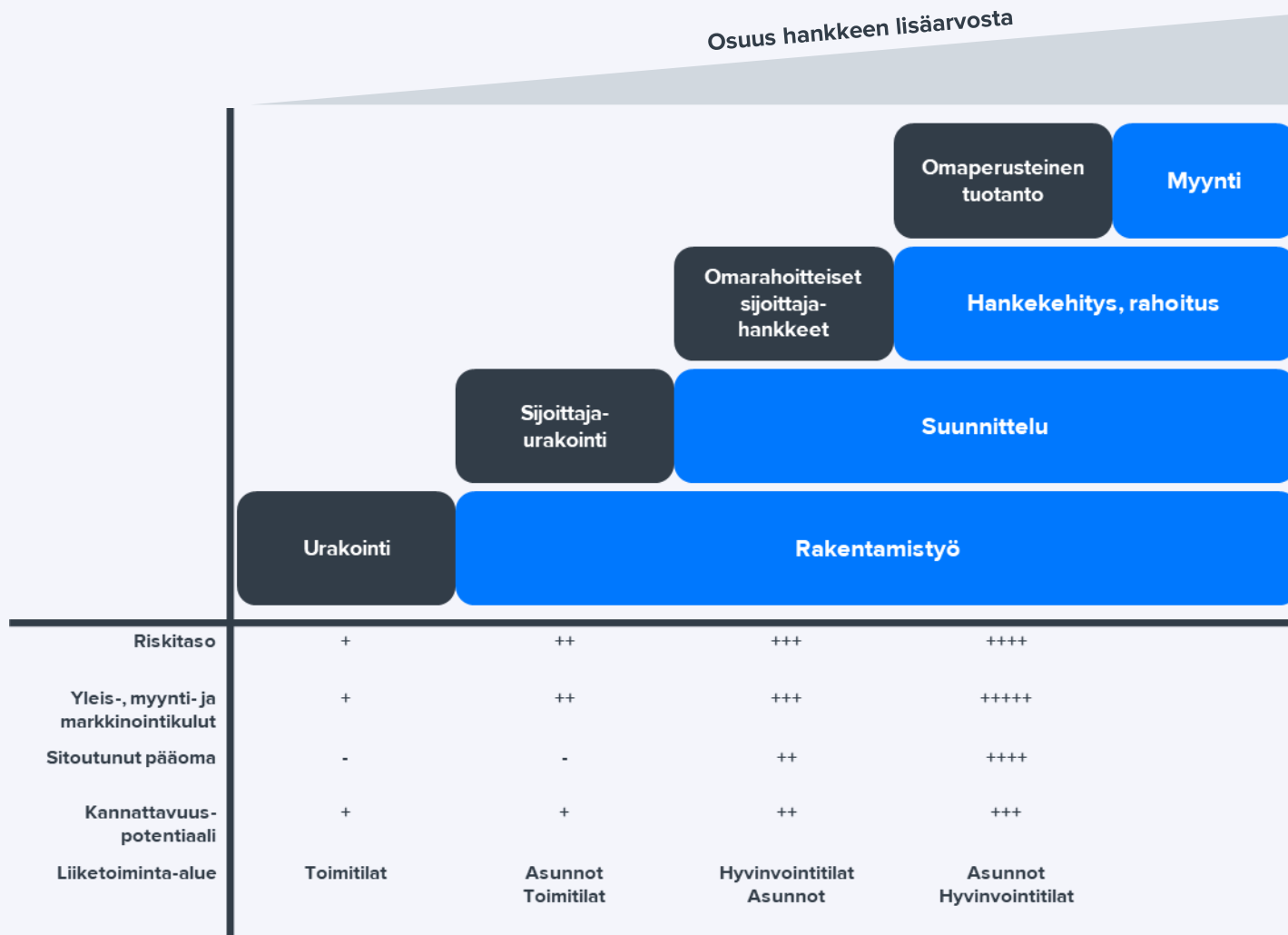
Yhtiön yksi strategian painopisteistä on toiminnan laajentaminen Ruotsiin. Yhtiö perusti vuonna 2017 Ruotsiin tytäryhtiön, jossa toimintaa on kehitelty. Ruotsissa on ollut rakenteilla yksi päiväkotiprojekti Botkyrkan kuntaan, joka on ollut raskaasti tappiolla. Kaksi kolmesta hankkeen päiväkodista on valmistunut ja Lehto neuvottelee kolmannen kohtalosta. Ainakaan positiivisia vaikutuksia hankkeesta on arviomme mukaan turha enää odottaa ja arviomme mukaan Lehdolle parasta olisi päästä hankkeesta eroon.

Yhtiö tulee Ruotsissa keskittymään jatkossa täysin puurakenteisiin asuntohankkeisiin, jossa se näkee markkinan olevan valmis Lehdon kaltaisille ratkaisuille. Pidämme lähestymistä lähtökohtaisesti järkevänä, sillä Lehdon kilpailuetu on mielestämme asunnoissa, joissa se pystyy hyödyntämään omia konseptejaan ja modulaarisuuttaan. Ruotsin toimintojen merkitys Lehdolle on tässä vaiheessa kuitenkin vielä huomattavan pieni ja sen tulevaisuus on hyvin paljon riippuvainen Ruotsin asuntomarkkinoiden tilanteen kehityksestä ja yhtiön pilotin onnistumisesta. Ruotsin voi ajatella eräänlaisena kasvuoptiona, vaikkakin optiosta on jo nyt maksettu kovaa hintaa tappioiden muodossa. Avauksia nähtäneen näillä näkymin vuoden puoleen väliin mennessä, jos sopivia kumppaneita löytyy.

Lehdon tehdasyksiköt



Lehdon liiketoiminnan jakautuminen



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

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

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

Strategia 1/1

Digitaalisen rakennusprosessin kehitys

Lehdon kasvun kulmakivenä on ollut yhtiön strategia panostaa digitaalisen rakennusprosessin kehittämiseen, johon talousohjattu liiketoimintamalli ohjaa. Digitaalisen rakennusprosessin ideana on tuottavuuskehityksen kasvattaminen uudistamalla toimintatapoja, joilla rakentamisen arvoketjua hallitaan liittyen esimerkiksi tietomallintamisen hyödyntämiseen. Digitalisaation avulla toiminta tehostuu, kustannukset laskevat, rakentamisaika pienenee ja kohteen laatu sekä käytettävyys kasvaa. Tavoitteena on digitalisaation avulla saavuttaa kymmenien prosenttien lisätuottavuus.

Strategiset painopisteet

Strategiassa on neljä oleellista painopistealuetta:

1. **Konsepteihin perustuva toimintamalli**
2. **Tehdastuotannon roolin kasvattaminen**
3. **Asiakashyötyjä korostava toimintamalli**
4. **Kansainvälistyminen**

Vakioituihin konsepteihin perustuvan toimintamallin avulla Lehto pyrkii kehittämään suunnittelua ja rakennustuotantoa siten, että mahdollisimman iso osa konsernin tuotannosta perustuu vakioituihin ratkaisuihin. Tehdastuotannon roolin kasvattamisen tavoitteena on moduulipohjaisten ratkaisujen jatkuva kehittäminen ja nykyisten ratkaisujen osuuden kasvattaminen rakennusprosessissa. Tehdastuotanto on Lehdolla kasvanut

merkittävästi ja modulaarisuus toimii Asunnot-palvelualueen yhtenä kilpailuetuna.

Asiakashyötyjä korostavan mallin tavoitteena on tarjota asiakkaalle kokonaisratkaisu, joka sisältää kaikki rakennushankkeen aikana tarvittavat palvelut. Tehdastuotanto ja valmiit konseptit johtavat näkemyksemme mukaan parempaan laatuun sekä alhaisempaan hintaan ja näin ollen myös parempaan asiakastyytyväisyyteen.

Kansainvälistymisen tavoitteena on laajentaa toimintaa edelleen Pohjoismaihin, josta päänavaus on tehty Ruotsiin. Toiminta Ruotsissa on kuitenkin vielä vähäistä eikä kansainvälistymiseen ole tässä vaiheessa mielestämme merkittävää kiirettä. Suomen liiketoiminnat ja organisaatio pitää saada ensin kuntoon. Näemme Ruotsissa pitkällä aikavälillä kuitenkin mahdollisuuksia, sillä Lehto pystyy hyödyntämään Suomen länsirannikolla sijaitsevaa tehdaskapasiteettiaan hyvin myös Ruotsissa.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet vuoteen 2022 asti

Lehdon taloudelliset tavoitteet ulottuvat aina vuoteen 2022 asti. Yhtiön taloudelliset tavoitteet jakautuvat kasvuun, kannattavuuteen, pääomarakenteeseen ja osingonjakopolitiikkaan:

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

Kannattavuus: keskimäärin noin 10 %:n liikevoittomarginaali

Pääomarakenne: vähintään 35 %:n

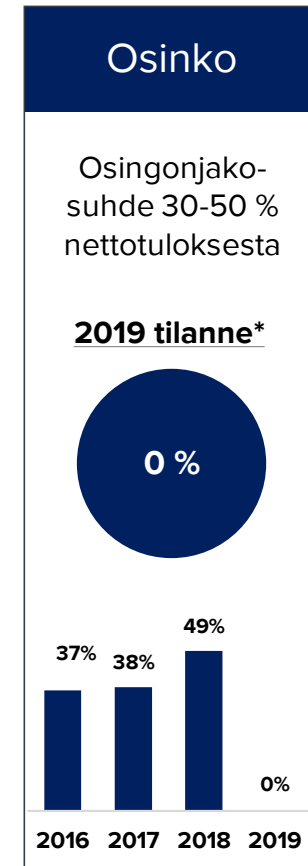
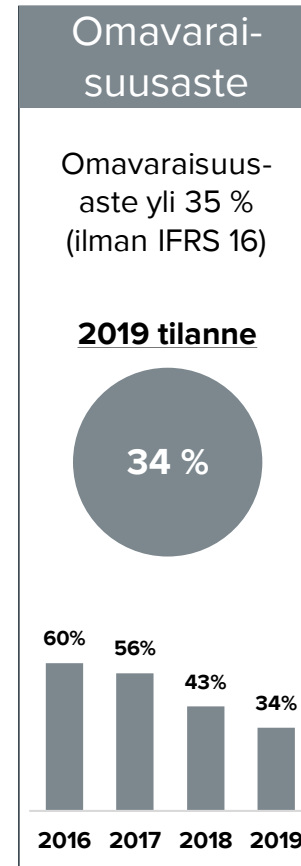
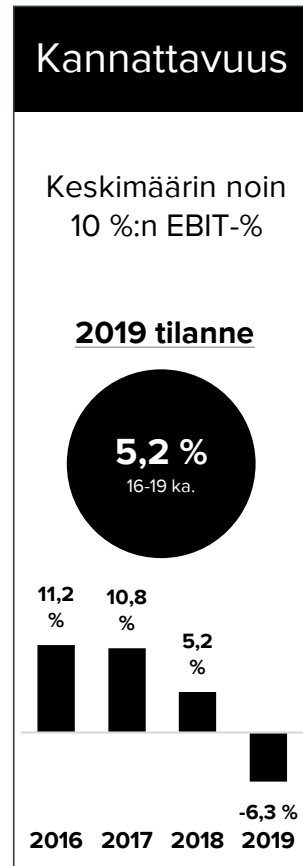
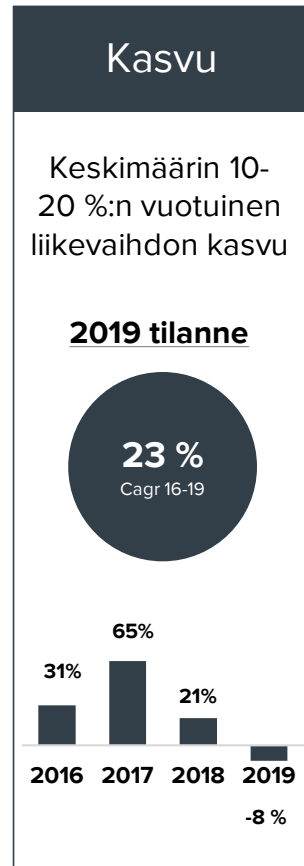
omavaraisuusaste

Osinkopolitiikka: osingonjako noin 30-50 % tilikauden tuloksesta

Kasvun osalta 2019 ja 2020 tulee pettämään aikaisemmat odotukset selvästi, ja arviomme mukaan kasvu tulee jäämään alle 10 %:n 2017-2022 strategiakaudella (17-22e CAGR-%: -0,5 %). Alkuun kasvutavoite näytti ylittyvän selkeästi, mutta kova kasvu tyssäsi kuin seinään. Sama tarina on myös kannattavuuden osalta, sillä EBIT-% oli vuosien 16-18 osalta keskimäärin noin 9 %, ja laskee ennusteissamme strategiakaudelle keskimäärin noin 4 %:iin. Omavaraisuusasteen osalta vuosi 2019 ei aivan yltänyt tavoitteeseen (ilman IFRS 16: 34 %), mutta näemme vuoden 2020 lopussa tilanteen parantuvan yli tavoitetasojen. Osinkoa on pystytty jakamaan aikaisemmin tavoitteiden mukaisesti, mutta viime vuoden tappiollisesta tuloksesta johtuen osinkoa ei jaeta.

2017-2022 taloudellisten tavoitteiden strategiakausi alkoi siis loistavasti, mutta on sittemmin mennyt heikommin. Tulevaisuuden tavoitteissa nykyiset kasvun ja kannattavuuden tavoitteet vaikuttavat korkeilta. Historialliseen yli 10 %:n liikevoittomarginaali tulee olemaan vaikea päästä, sillä esimerkiksi hyvään kannattavuuteen siivittäneissä hoivatilaisissa markkina on muuttunut ja on kilpailullisempi kuin aikaisemmin. Kasvun osalta lyhyellä aikavälillä merkittäviä uusia aihioita on mielestämme vaikea nähdä.

Taloudelliset tavoitteet vuoteen 2022



Lehto strategia yhteenveto



Sijoitusprofiili 1/2

Kasvutarina koki ison kolauksen

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

Yhtiön kasvu on ollut keskimäärin noin 30 % vuosittain vuosien 2013-2019 välillä, kun liikevoittomarginaali on keskimäärin ollut noin 6 %. Talonrakennusala on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut vuosien 2011-2018 välissä keskimäärin vuosittain noin 6 % ja liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 4,4 % Rakennusteollisuuden kannattavuusselvityksen perusteella.

Nyt vuoden 2019 aikana yhtiö kuitenkin ajautui ongelmiin kannattavuutensa kanssa, ja on keskellä tulostähtäystä. Tulostähtäyksen avulla olisi saatava yhtiön taloudellinen tilanne kuntoon ennen kuin voidaan lähteä jälleen kasvamaan. Yhtiön tilanne vuoden 2019 lopussa oli jopa lähellä kriisiyhtiön tilaa, kun rahoitushuole nousivat tappioiden vuoksi osakkeen pääajuriksi. Sitten tilanne on hieman helpottanut, mutta taloudellinen tilanne on edelleen varsin kireä eikä kestä enää merkittäviä tappioita.

Liiketoiminnan profiilissa korostuu syklisyys

Lehdon liiketoiminnan riskiprofiili poikkeaa muista Suomen listatuista rakennussektorin yhtiöistä erityisesti tilauskannan projektikoon, toimialafokuksen sekä vähemmän pääomaa

sitovan liiketoimintamallin kautta.

Yhtiön tilauskanta koostuu pääosin projekteista, missä rakennusajat vaihtelee yleisesti yhdestä kahteen vuoteen eikä yksittäisten projektien riskit ole niin suuria. Isojen pitkien hankkeiden puute myös vähentää sitoutuneen pääoman määrää ja vapauttaa sitä nopeammin uusiin kasvuhankkeisiin. Suuntauksena toimialalla on tosin ollut vähentää oman pääoman käyttöä käynnistämällä hankkeita yhdessä sijoittajakonsortioiden kanssa näin samalla vähentäen hankkeen kehitysriskiä. Lehto ei ole tarkoituksellisesti lähtenyt suuriin monia vuosia kestäviin hankkeisiin osin osaamisen ja kapasiteetin puutteen vuoksi, mutta myös toimialafokuksen ollessa kapeampi. Aikaisemmin Lehto on suunnitellut myös valikoiden muutamia heille isompia kehityshankkeita, kuten Hippos2020 ja Lippulaiva, mutta näiden kehitys ei ole mennyt odotetulla tavalla. Lippulaivan hankkeesta luovuttiin ja Hippos2020 etsii rahoitusta ja on vielä hyvin epävarmaa lähteekö hanke käyntiin.

Lehdon liikevaihdosta suurin osa tulee asunto- ja toimitilarakentamisesta ja Suomen rakennusmarkkinoilta, mikä tekee Lehdosta isosti riippuvaisen Suomen rakennus- ja talouden kestäväyydestä. Kysynnän vaihtelut ovat tyypillisesti asunto- ja toimitilarakentamisessa suuria.

Käänneyhtiö hyvällä tuottopotentialilla

Mielestämme Lehdon sijoitusprofiilia kuvaa parhaiten tällä hetkellä syklisen käänneyhtiön profiili. Yhtiön liiketoimintaprofiili on toimialan

sisällä suhdanneherkimmästä päästä, mikä tarkoittaa korkeita riskejä, mutta myös kovia tuottoja.

Vuonna 2016-2017 yhtiön oman pääoman tuotto ylsi noin 40 %:iin ollen mille tahansa toimialalle kovia tuottolukuja. Seuraavana vuonna 2018 ROE-% laski noin 18 %:iin ollen vielä hyvällä tasolla, mutta vuonna 2019 riskit realisoituvat, ja myös oman pääoman tuotto-% valahti selvästi negatiiviseksi. Tuottopotentialiaali on siis ilmeisen kova, mutta pääsy edes lähelle historiallisia lukemia vaatii yhtiöltä merkittäviä uudistuksia.

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

Tappioiden jatkuminen voi johtaa yhtiön myös takaisin kriisiyhtiöksi. Yhtiön vakavaraisuus, tase-asema ja likviditeetti heikkenivät merkittävästi vuoden 2019 aikana, ja tappioiden tai yllättävien käännteiden jatkuessa, voi yhtiön tilanne heiketä nopeastikin. Vuoden ensimmäisten kvartaalien aikana rakentajien kassavirta on yleensä heikoimmillaan mm. omaperusteisten hankkeiden vähäisen tuloutumisen vuoksi. Tämä voi pahimmillaan johtaa erilaisiin rahoitusjärjestelyihin (hybridi, osakeanti), jotka voivat olla nykyisien omistajien asemia heikentäviä.

Sijoitusprofiili 2/2

Positiiviset ajurit

Näkemyksemme mukaan Lehdon keskeiset positiiviset ajurit ovat:

Kannattavuuden korjaus: Kannattavuuden on noustava paremmalle tasolle, jotta yhtiö voi jatkaa toimintaansa.

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

Projektiuongelmien poistuminen:

Projektiuongelmien jatkuminen voisi kriisiyttää yhtiötä entisestään ja niiden poistuminen on erittäin tärkeä positiivinen ajuri.

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

Uusien konseptien kaupallistaminen: Lehdolla on meneillään muutamia konsepti- ja kehityshanketta, missä haetaan vahvempaa kilpailuetua eri palvelualueilla (puurakentaminen, toimitilojen modulaarisuuden lisääminen).

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

Rakennusprosessin tuottavuuden nosto:

Teollisen esivalmistuksen lisääntyminen ja konseptien vahvistuminen voi nostaa

rakennusprosessin tuottavuutta, parantaa laatua ja luoda kustannustehokkaampia ratkaisuja.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

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

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

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

Rahoitus- ja taseriskit: Lehdon liiketoiminnan herkkyyks muutoksille rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa tai likviditeetissä on korkea. Varsinkin suurien omaperusteisten asuntokohteiden rahoitusriskit voivat olla korkeat, sillä niihin sitoutuu tyypillisesti paljon pääomaa pitkiksi ajoiksi ja etupainotteisesti. Nykyinen tasetilanne ei ole hyvä ja voi lykätä yhtiön aloituksia tulevaisuuteen, kun rahoittajat suhtautuvat varovaisesti yhtiön taloudelliseen kestävyYTEEN. Likviditeetin puute voi myös ajaa yhtiön epäedullisiin rahoitusratkaisuihin.

Resurssiriskit: Lehdon liiketoiminta ja kasvu on hyvin riippuvaista henkilöstön, materiaalien ja

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

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

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

Kansainvälistymisen epäonnistuminen: Ruotsin toiminnot edustavat tällä hetkellä hyvin pientä osaa Lehdosta, mutta tappiot ovat olleet merkittävät. Potentiaalia on, mutta riskit näyttävät olevan tällä hetkellä vallitsevia.

Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden korjaus

2.

Rakennusprosessin tuottavuuden nosto

3.

Hyvä tuottopotentialiaali

4.

Ongelmien jatkuminen

5.

Tase- ja rahoitusriskit

Potentiaali



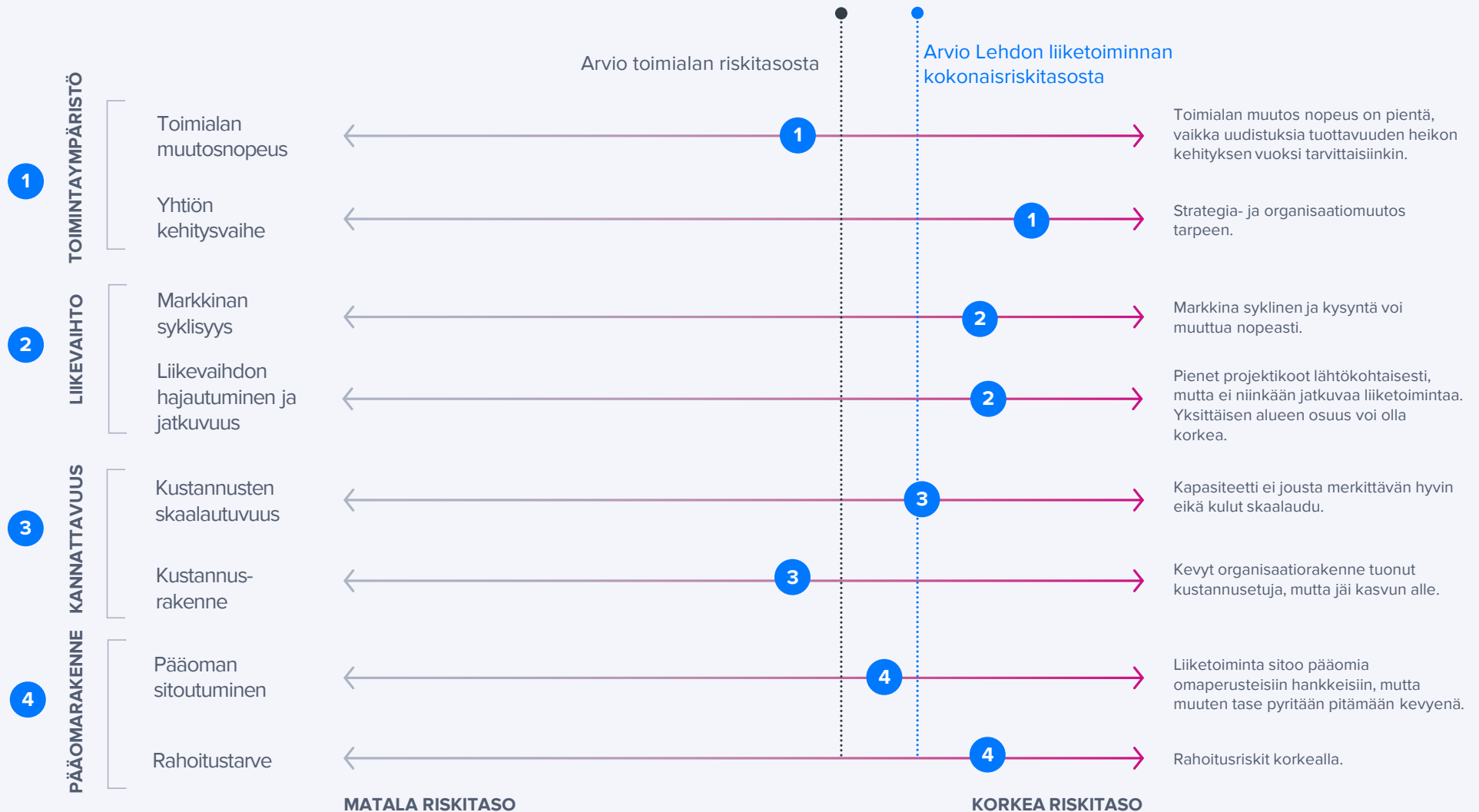
- Kannattavuuden parannus
- Liikevaihdon vakaannuttaminen
- Konseptien kehitys ja teollisen esivalmistuksen lisääntyminen
- Osaamiseen keskittyminen
- Parhaimmillaan kevyen taserakenteen ansiosta vahva tuottopotentialiaali

Riskit



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinat 1/4

Talouselämyksen ja luottamus laskusuunnassa

Talousselvitykset Euroopassa ja täten myös Suomessa viime vuosia heikompia. Suomi innostui muita Euroopan maita hitaammin kasvamaan eurokriisin jälkeen ja omasi pitkään paremmat kasvunäkymät kuin muu Euroopan maa. Viimeisimpien tilastojen mukaan kasvu on kuitenkin hidastumassa nopeasti. Finanssialan Keskusliiton kokoaman rahoituslaitosten ennusteiden mukaan Suomen BKT:n ennustetaan kasvavan tulevina vuosina 0,0-1,3 %:iin, mutta luultavasti ennusteita tullaan vielä laskemaan mm. koronavirushuolien vuoksi.

Rakentamisen kysyntäpuolella kuluttajien luottamus on ollut laskusuunnassa pitkään, mutta asunnonostoaiheet ja oma talous nähdään suhteellisen positiivisena. Rakennusalan luottamus on taas keskiarvonsa yläpuolella, mutta trendi on ollut laskusuuntaan. Kuluttajien luotto omaan talouteen on kuitenkin korkealla ja asunnonostoaiheet ovat nousseet viime aikoina. Matalalla tasolla lähes jo vuosikymmenen viipynyt korkotaso on saanut tukea eri talousalueiden keskuspankkien elvytyspuheista eikä koronnostoja ole näköpiirissä, mikä rakentamiseen liittyen tukee etenkin yritysten investointinäkymiä ja kuluttajien asuntolainakysyntää.

Kysyntä siirtymässä instituutioiden varaan

Yksityissijoittajien kysyntä on asuntomarkkinoilla hiipunut selvästi, joka näkyy paikoittain pienempien asuntojen ylitarjontaa myös pääkaupunkiseudulla. Tämä näkyy etenkin

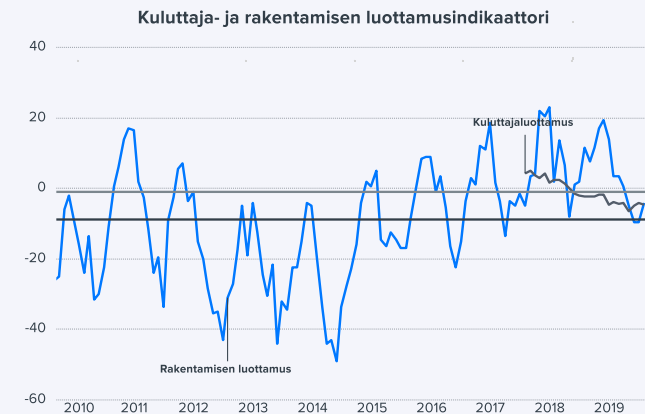
Lehdolla, jolla nämä olivat kovien kasvuvuosien aikaan iso asiakasryhmä.

Kuluttajien ostovoiman hyvä taso ja korkojen alhaisuus on piristänyt kuitenkin oman asunnon ostoja. Tämä on näkynyt mielestämme etenkin piristyneessä vanhojen asuntojen kaupassa. Uusien asuntojen kauppa näyttää kuitenkin pieniä hidastumisen merkkejä. Kiinteistövälitysalan keskusliiton mukaan viime vuonna uudisasuntojen kauppa väheni noin 4 %:lla vuoden takaiseen nähden, kun vanhojen asuntojen kaupassa oli noin 4,5 %:n kasvua. Etenkin isommat perheasunnot ja rivitalot kiinnostavat ihmisiä.

Institutionaaliset sijoittajat kuitenkin paikkaavat yksityisten sijoittajien kysyntää ja ovat tehneet isojaakin transaktioita sekä toimitila- että asuntomarkkinoilla. Suomen kiinteistötransaktiovolyymit eivät Catellan raportin mukaan yltäneet toissa vuonna enää vuoden 2017 tasolle, mutta ulkomaisten sijoittajien osuus pysyi korkealla noin 65 %:n tasolla.

Asuntomarkkinoilla rakennusyhtiöt ovat viimeisen vuoden aikana kunnostautuneet isojen asuntoportfolioiden nippukaupoissa ja näyttäisi, että kiinnostus on säilynyt tai jopa kasvanut. Nippukaupoissa mukaan saadaan yleensä hyvää tuotantoa, mutta myös valmista tuotantoa, joka ei välttämättä ole mennyt kaupaksi. Isoille sijoittajille myynti vähentää asunnoista saatavaa hintaa, mutta varmistaa, että asuntoja ei jäisi yhtiöiden taseeseen. Odotamme instituutionaalisten sijoittajien kiinnostuksen olevan vahvaa myös lähitulevaisuudessa.

BKT:n muutos	2020e	2021e
S-Pankki	1,0 %	- %
Aktia	1,3 %	- %
Nordea	1,0 %	0,5 %
OP Ryhmä	0,0 %	0,5 %
Handelsbanken	0,9 %	1,2 %
Hypo	1,0 %	0,8 %
Danske Bank	0,8 %	- %



Markkinat 2/4

Kaupungistuminen ja väestön vanheneminen tukee markkinan kysyntää

Isoista trendeistä kaupungistuminen tukee kysyntää etenkin isoissa muuttovoittoisissa kasvukeskuksissa, mutta pitkällä aikavälillä väestönkasvun heikentyminen tai kääntyminen laskuun rajaa tarvetta toisesta suunnasta.

Väestön ja aluerakenteen muutokset ohjaavat tällä hetkellä asuntomarkkinoiden kehitystä Suomessa, mikä näkyy erityisesti uudisasuntotuotannossa ja asuntomarkkinoiden eriytymisessä. Hyvät alueet vetävät, mutta huonot kärsivät eikä kaikilla ole varaa asua omassa asunnossa. Rakennusyrityksien uudet tilasuunnitteluun liittyvät asutuskonseptit ja moduulirakentamisen kasvu tekee asumisesta tulevaisuudessa kohtuuhintaisempaa, ja tilan tarpeesta ollaan valmiita joustamaan matalampien kustannusten vuoksi.

Uudisrakentaminen painottuu hyvin voimakkaasti tällä hetkellä kasvukeskuksiin, kun samalla haasteet kasvavat maakunnissa, missä väestönkehitys on kääntynyt negatiiviseksi. Suurimpien kaupunkien ja niiden lähistöjen asuntotarve on VTT:n vuoden 2016 ennusteen mukaan vuosittain 25 000–30 000 asuntoa. Rakennusteollisuuden (RT) mukaan tarvetta vastaava luku on lähempänä vuosikymmenen huippulukemia noin 35 000 asunnossa.

Vaikka suurin muuttoliike tapahtuu isoihin kasvukeskuksiin, myös pienemmät kuntakeskukset tulevat kohtaamaan voimistuvaa kysyntää ikääntyvän väestön muuttaessa reuna-

alueilta lähemmäksi tarvittavia palveluita. Tässä on kuitenkin havaittavissa pientä hiipumista.

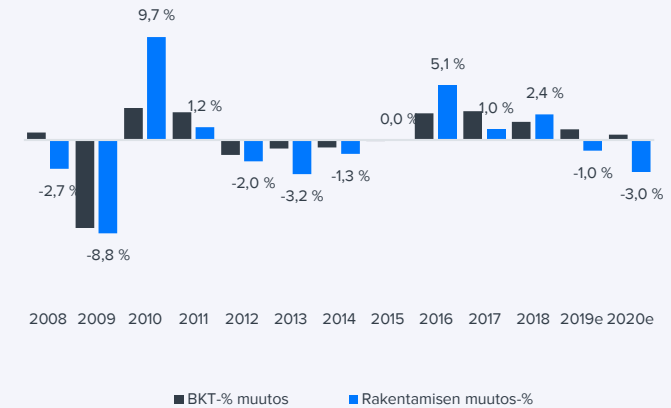
Suomen rakennusmarkkinat

Rakentamisen määrän kasvu on ollut poikkeuksellisen vahvaa viime vuodet, kun se ajoittain on kasvanut jopa kokonaistuotannon määrää nopeammin, mutta nyt vauhti on hidastunut. Syksyn lopussa tilanne on kehittynyt hieman odotuksia parempaan suuntaan, eikä merkittävään laskuun ole näillä näkymin meidän mielestämme viitteitä. Rakennusteollisuus (RT) ennusti syksyn suhdannekatsauksessaan vuodelle 2019 noin -1 %:n volyymin laskua ja vuodelle 2020 noin 3 %:n laskua.

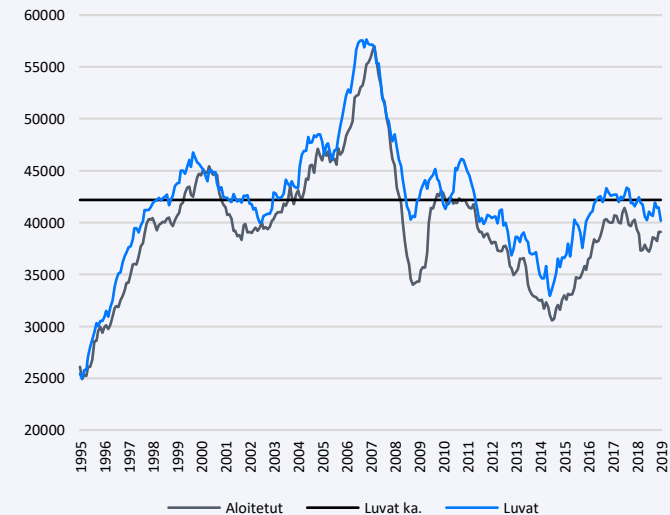
Kasvu on rakentamisen segmenteittäin katsottuna heikkoa uudisrakentamisen segmenteissä ja kääntyy jyrkemmin laskuun ensi vuonna. Valopiilkuja ovat korjausrakentaminen, teollisuusrakentaminen ja julkisen puolen hankkeet, jotka korjaavat muuten heikkenevää kysyntää. Maantieteellisesti katsottuna kasvu keskittyy yhä kasvukeskuksiin ja erityisesti PK-seudulle, jossa rakentamisen peruskysyntätekijät ovat kaikkein vahvimmat mm. muuttoliikkeen ja asumistarpeiden muutosten myötä.

Pahin laskuvaihe ennakoivissa rakennusluvuissa näyttäisi kuitenkin olevan ainakin väliaikaisesti pysähtynyt, kun kaikkien rakennusten luvat lähtivät syksyllä nousuun. Joulukuussa pientä laskua jälleen nähtiin, mutta aloitukset ovat jo nousussa. Liike ja toimistohankkeissa lupamäärät lähtivät loppusyksystä nousuun, mutta ovat vielä asuntorakentamisessa laskussa.

BKT:n ja rakentamisen määrän kehitys (RT:n ennuste)



Kaikki rakennukset, m3 (1000x) (rullaava 12kk)



Markkinat 3/4

Asuntorakentamisen näkymät lähivuosille haastavat

Asuntorakentaminen on elänyt vahvaa kautta oikeastaan vuoden 2014 jälkeen. Viime vuosien vahvan asuntorakentamisen taustalla on nähdäksemme useiden keskeisten asuntojen kysyntäajureiden pitkään jatkunut positiivinen kehitys sekä useiden vuosien aikana kasvukeskuksiin muodostunut patoutunut tarve asunnoille. Tämä on nyt kuitenkin johtanut tarjonnan merkittävään kasvuun ja markkina tulee rauhoittumaan tulevina vuosina maltillisille tasoille.

Vuonna 2018 Suomessa aloitettiin noin 44 800 asuntoa ja aloitukset laskivat viime vuonna noin 39 300 kappaleeseen. Vuonna 2020 niiden ennustetaan edelleen (RT, Forecon) laskevan noin 30-32 tuhanteen kappaleeseen. Asuntoja on valmistunut noin 40 000 asunnon vuosivauhtia jo useita vuosia, kun pitkäaikainen tarve on arviomme mukaan lähempänä 25-30 tuhatta asuntoa vuodessa.

Volymit ja liikevaihdot ovat pysyneet korkeiden valmistumisten myötä vielä hyvällä tasolla, mutta vuoden 2019 lopusta alkaen näemme kasvun kääntyvän laskun puolelle. Ennustelaitokset odottavat vuoden 2020 asuntojen uudisrakentamisen määrän laskevan Suomessa jopa yli kaksinumeroista vauhtia. RT:n viimeisimmän ennusteen mukaan laskua on ensi vuonna odotettavissa noin 18 %, kun sen koko rakentamisessa odotetaan olevan 3 %.

Asuinrakentamisen hiipumista ajaa kerrostalorakentamisen raju lasku edellisten vuosien kiivaasta tahdista kohti kestäviä tasoja. Kerrostalojen lupakehityksestä seuraavalla sivulla

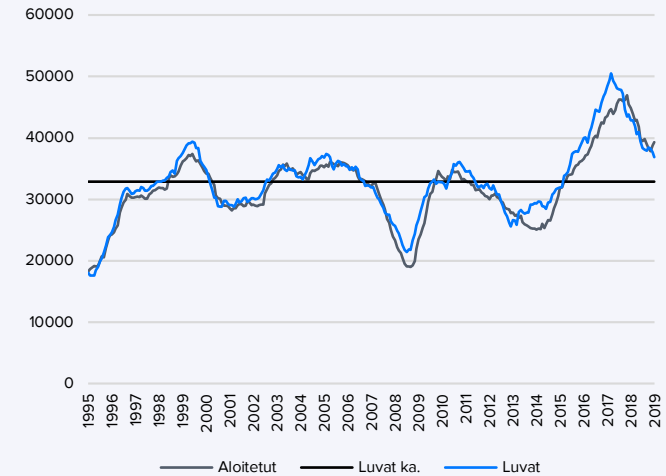
nähtävä kuvio kertoo, että pitkän aikavälin keskiarvoihin on nykyisiltäkin tasoilta vielä pitkä matka, ja isoin hidastuminen on vielä volyymeissa edessä. Näemme kuitenkin kestävä tason olevan historiallista tasoa ylempänä kaupungistumisen ja asuntokuntien keskikokojen pientymisen vuoksi. Samaan aikaan, kun kerrostalojen aloitusmäärät luultavimmin ovat historialliseen tasoon nähden korkeammalla tulevaisuudessa, tulee rivi- ja omakotitalojen taso arviomme mukaan olemaan alaisempi.

Kustannuspaine tulee arviomme mukaan tulevina vuosina helpottamaan eikä asuntojen hinnoissa ole nähtävissä selkeää hintakuplaa. Tonttipula ja tonttien hinnat ovat rakentajien keskuudessa kuitenkin yksi isoimmista tuotannon pullonkauloista yhdessä riittämättömän kysynnän kanssa RT:n asuntotuotantokyselyn mukaan.

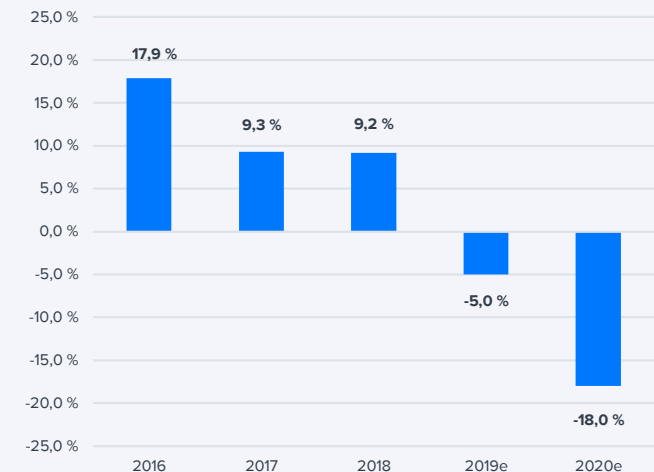
Lähivuosien näkymät asuntomarkkinoilla haastavat

Lähivuosien näkymät ovat haastavat, mutta suurempi kriisi vaatisi mielestämme talouden äkkikäänteen, korkojen rivakan nousun tai muutoksia nykyiseen rahoitusmalliin. Koronavirus voi aiheuttaa talouteen isojaakin shokkivaikutuksia ja se lisää lyhyen aikavälin epävarmuutta. Tuotantoketjut ovat kuitenkin rakentamisessa suhteellisen paikallisia, eikä tällä pitäisi olla suoria vaikutuksia. Välillisesti kuluttajien ostovoiman heikentyminen tai talousluottamuksen rapautuminen iskisi kuitenkin luultavasti myös rakentamiseen. Lisäksi keskusteluissa olleet ylivelkaantumisen kitkeminen, pitkien lyhennysvapaiden päättymisen tai vaikka taloyhtiölainojen ehtojen kiristys voivat myös aiheuttaa merkittäviä haittoja lyhyellä aikavälillä.

Asuinrakennukset, kpl (rullaava 12kk)



Asuinrakentamisen määrä vähenee merkittävästi (RT ennuste)



Asuntomarkkinoiden yleiskuva

Peruskysyntätekijät		- Väestönkasvu - Kaupungistuminen - Asuntokuntien keskikoko - Asuntotuotannon vaje	   
Kuluttajakysyntä		- Ansiotason kehitys - Korkojen kehitys - Kuluttajaluottamus - Rahoitus ja sääntely	   
Sijoittajakysyntä		- Vuokratuotto - Tuottovaatimus - Vajaakäyttöasteet - Rahoitustilanne	   
Tarjonta-ajurit		- Myyntivarastot - Tonttien hinnat ja saatavuus - Rakennuskustannukset - Rahoitus	   

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

Ansiot kehittyneet hyvin ja oma asunto kiinnostaa. Korkojen kehitys tukee, mutta sääntely voi kiristyä.

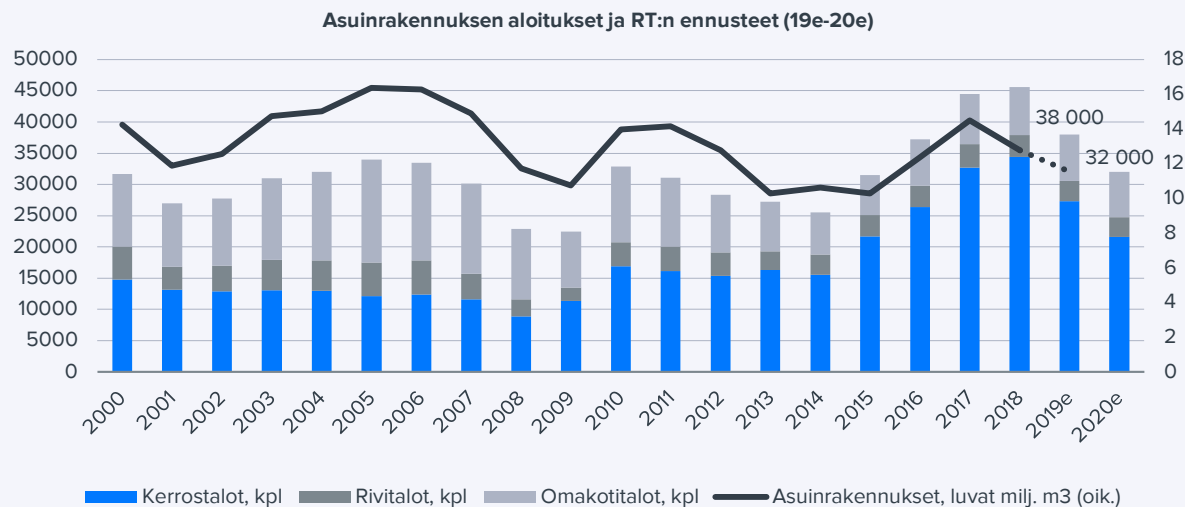
Yksityissijoittajien kysyntä heikolla tasolla, mutta instituutiokysyntä paikkaa. Tuottovaatimukset laskeneet jo alas ja vuokratuotto paikoin alhainen.

Uusista asunnoista on paikoin ylitarjontaa ja myyntiajat ovat pidentyneet. Hyvistä tonteista taistellaan ja rahoitus on kiristymään päin.

Nykytila:  = hyvin positiivinen  = positiivinen
 = heikko  = kohtuullinen

Trendi:  = paranee  = vakaa  = heikkenee

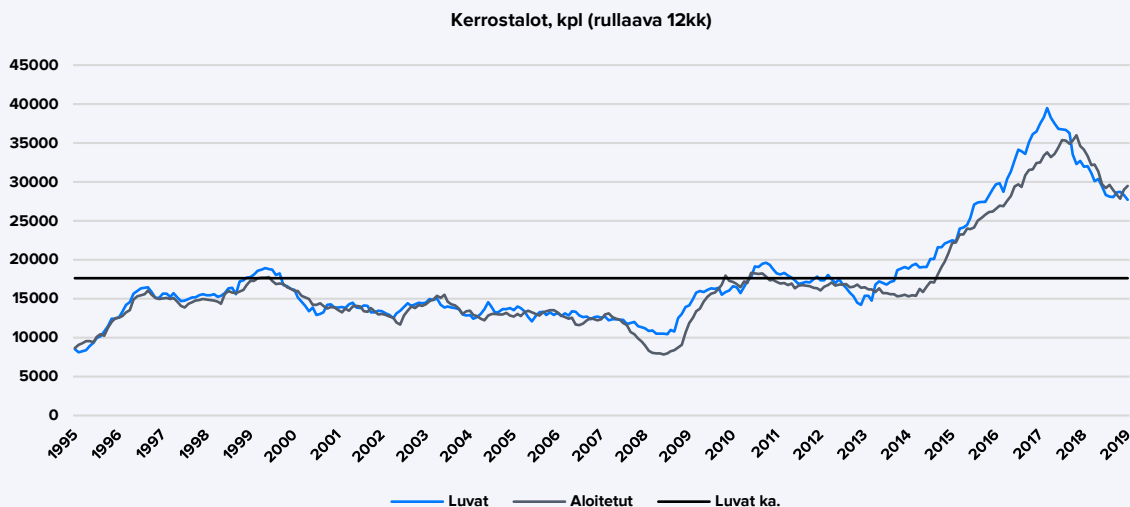
Asuntorakentamisen kuvaajia



Inderesin kommentti:

Asuntorakentaminen lähti vahvistumaan vuoden 2014 jälkeen ja sitä vauhditti etenkin kerrostalorakentaminen. Kerrostalorakentamisen jyrkkä nousu on kuitenkin selkeästi jäähtymään päin. Rakennusluvut lähtivät vuoden 2017 jälkeen laskuun ja ovat jatkaneet laskusuuntaansa siitä lähtien. Rakennuslupien lasku näkyy vähäisimpinä asuinrakennusten aloituksina jo vuonna 2019, kun noin 45 tuhannesta aloituksesta laskettiin noin 39 tuhanteen (-12 % y/y), mutta lasku oli hieman RT:n ennustetta alhaisempi. Kuluvana vuonna RT:n ennusteen mukaan asuntoaloitukset laskevat noin 32 tuhanteen (-18 % y/y), mutta voi olla, että tilanne on hieman tätä valoisampi. Arvioimme viime vuosien kiivaan rakennustahdin myötä lähivuosien asuntotarpeen olevan noin 20-25 tuhatta, mutta pitkällä aikavälillä tasoittuvan 25-30 tuhanteen asuntoon.

Lasku syntyy kerrostaloista. Siellä aloitusten odotetaan laskevan yli 20 % päättyen lopulta noin 22 tuhanteen kuluvana vuonna. Viime vuosien keskiarvo on ollut alle 20 tuhannen kerrostaloasunnon vuosivauhdissa, mutta kaupungistuminen ja pienempien asutokuntien vuoksi rivi- ja omakotitaloja tullaan korvaamaan kerrostaloilla, jonka vuoksi näemme kestävän aloitustason olevan ylempänä (17-22 tuhatta).



Markkinat 4/4

Toimitilarakentamisen näkymät

Odotamme Suomen toimitilarakentamisen volyymikasvuun hidastuvan vahvojen vuosien jälkeen, joita tuki useat suuret liike-, teollisuus- ja julkisen puolen rakennushankkeet. Forecon ennustaa muun kuin asuntorakentamisen uudisrakentamisen kasvun laskevan vuonna 2019 0 %:iin ja kuluvana vuonna kääntyvän noin 2 %:n laskuun. RT:llä muun uudisrakentamisen odotetaan laskevan vuonna 2019 0,3 % ja kuluvana vuonna 3 %.

Rakentaminen on keskittynyt suuriin kasvukeskuksiin ja etenkin isot raidehankkeet Tampereella ja Helsingissä ovat siivittäneet kysyntää liike- ja toimistotiloille liikenteen solmukohdissa. Teollisuusrakentaminen on vetänyt hyvin viennin kehityksen ansiosta ja isot sairaalahankkeet ovat lisänneet julkisten tilojen kysyntää, ja pitävät sitä myös yllä lähitulevaisuudessa.

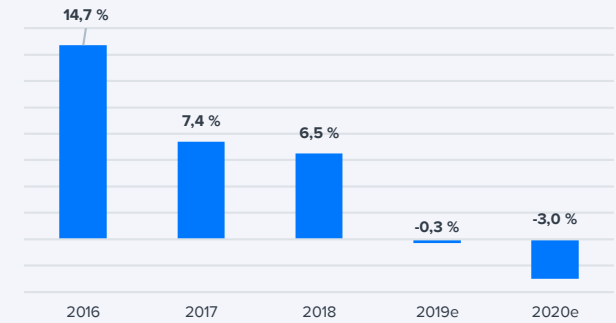
Muun kuin asuntorakentamisen aloitusten odotetaan laskevan etenkin liike- ja toimistorakentamisessa, mutta nousevan esimerkiksi vahvassa vedossa olleessa julkisissa palvelurakennuksissa ja teollisuuden rakentamisessa.

Julkisten palvelurakennusten luvat ovat kasvaneet tänä vuonna todella rajusti mennen muuta uudisrakentamista vastavirtaan. Isot sairaalahankkeet ja koulu- sekä päiväkotimarkkinan selkeä piristyminen hoivakiinteistöjen kohuista huolimatta on pitänyt

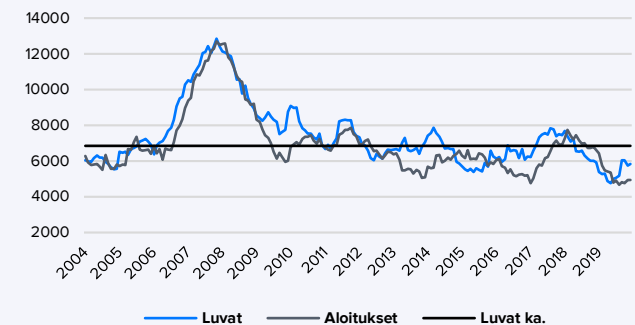
kyseisen rakentamisen segmentin kysynnän hyvällä tasolla.

Hyvinvointitiloissa hoivakodeissa kysyntä on tällä hetkellä vähäistä operaattoreiden ongelmien takia. Päiväkotij- ja koulumarkkinalla olisi näkemyksemme mukaan kysyntää, mutta Lehdon kilpailukyky markkinalla näyttäisi nykyisellään olevan heikko. Yhtiön suunnitteleman Hyvinvointitilojen supistamisen myötä näiden osuus yhtiön liiketoiminnasta tulevaisuudessa tulee arviomme mukaan olemaan Lehdolle merkittävästi pienempää ja yhtiön keskittyvän toimitila- ja asuntorakentamiseen.

Muun uudisrakentamisen kasvu kääntyy laskuun ennusteissa



Liike- ja toimistorakentaminen, m3 (1000x) (rullaava 12kk)



Julkiset palvelurakennukset, m3 (1000x) (rullaava 12kk)



Toimitilamarkkinoiden yleiskuva

Peruskysyntätekijät		- Väestönkasvu - Kaupungistuminen - Ostovoima - Investoinnit	   	Ostovoiman kasvu ja kaupungistuminen lisää kysyntää hyvien liikenneyhteyksien varrella
Vuokramarkkina		- Vuokratasot - Vajaakäyttöasteet - Rahoitus ja sääntely - Talouden aktiivisuus	   	Prime-kohteissa vuokrissa voi olla pientä nousuvaraa, mutta erot alueittain kasvavat
Tuottovaatimus		- Tuottovaateet - Korkojen kehitys - KV-sijoittajat - Likviditeetti	   	KV-sijoittajia ilmaantunut markkinoille, mutta tuottovaatimukset laskeneet jo huomattavan alas
Tarjonta-ajurit		- Tonttien hinnat ja saatavuus - Rakennuskustannukset - Rahoitus - Kannattavuus	   	Tonttipula ja tonttikustannukset rajoittavat tarjontaa, mutta muut rakentamisen kustannukset alkavat helpottamaan vuonna 2020

Nykytila:  = hyvin positiivinen  = positiivinen
 = heikko  = kohtuullinen

Trendi:  = paranee  = vakaa  = heikkenee

Kilpailu 1/2

2010-luku ollut ketterien kasvajan aika

2010-luku on ollut rakennusmarkkinoilla pienten ja keskisuurien toimijoiden kasvuaikaa.

Markkinaosuuksia on jaettu uudestaan, kun ketterät ja suoraviivaiset prosessit omaavat toimijat ovat vallanneet alaa osittain jäykiksi ja byrokraattisiksi miellettyiltä toimijoilta. Aika suunnittelusta toteuttamiseen on vienyt jäykissä organisaatioissa huomattavasti enemmän aikaa. Ketteryytensä ansiosta pienemmät toimijat ovat pystyneet toimimaan nopeasti suhdanteen piristytessä, kun samalla rahoituksen saatavuus helpottui.

Yleinen suuntaus viime vuosina on ollut kohti projekti johtomallin käyttöä, missä pyritään vastaamaan työmaan johdosta ja ulkoistamaan urakat pienempiin osiin muille rakentajille vähentäen oman työvoiman käyttöä. Mallin tulisi joustaa suhdanteen mukaan paremmin verrattuna paljon omaa väkeä ja kapasiteettia käyttäviin yhtiöihin nähden. Valuvikoja on kuitenkin näkynyt nyt noususuhdanteen loppuvaiheessa, kun urakoiden tarjoushinnat ovat nousseet jopa kymmeniä prosentteja etenkin pääkaupunki-seudulla. Kohonneet tarjous- ja aliurakointihinnat vievät neuvotteluaseman isoilta pääurakoitsijoilta ylityöllistetyille pienurakoitsijoille, jotka pystyvät hinnoittelemaan itsensä kovan kysynnän mukaan.

Materiaalihintojen samalla noustessa ja toimitusaikojen venyessä, alkaa ongelmia muodostua muista riippuvaisille toimijoille. Taas paljon omaa kapasiteettia käyttävät toimijat pärjäävät hyvin noususuhdanteessa oman

kapasiteetin rajoissa, mutta sen nostaminen tulee kalliiksi, ja laskusuhdanteessa sen joustamattomuuden joutui Lehtokin toteamaan.

Taserakenteet ovat myös muuttumassa vähemmän pääomavaltaiseksi. Aiemmin isot toimijat pystyivät valtavien taseidensa avulla hallitsemaan esimerkiksi kerrostalojen rakentamista, kun rakennusten tontit omistettiin ja pidettiin rakennusyhtiöiden taseissa. Nykyään myös kevyemmällä taseella operoiva toimija voi osallistua isoihinkin aluekehityshankkeisiin. Tonttia ei välttämättä tarvitse omistaa, vaan sen voi hankkia esimerkiksi tonttirahastolta, jolloin se ei sido pääomia vaan ne voidaan käyttää kasvuun.

Kevyempiin taseisiin auttaa myös erilaisten yhteistyömallien yleistyminen, missä kustannuksia, riskejä ja tuottoja jaetaan (allianssimalli). Lisäksi sijoittajien tai yhteistyökumppaneiden kanssa yhteisomistuksessa aloitetut hankkeet ovat pienentäneet yhtiöiden omia riskejä ja taseiden sitoutunutta pääomaa. Lisäksi asuntomarkkinoille on syntynyt kiivaaseen tahtiin uusia asuntorahastoja, jotka ovat synnyttäneet myös uudenlaista sijoittajakysyntää. Rahastoja on myös perustettu rakennusyhtiöiden osaomistukseen kumppaneiden kanssa. Tämän avulla rakennusyhtiöt pystyvät periaatteessa tasapainottamaan omaa tuotantoaan myymällä asuntorahastoon rakenteilla olevia asuntoja. Yhtiö voi aloittaa hankkeita kuluttajamyyntiin, mutta huonon kysynnän myötä myydäkin ne omaperustamaan rahastoon. Näistä saatava kate jää oletettavasti pienemmäksi kuin

kuluttajamyynneistä, mutta taseen sitoutunut pääoma pienenee.

Suomen kilpailukentässä pieniä, keskisuuria ja isoja toimijoita

Lehdon pääkilpailijat ovat Suomesta ja muista Pohjoismaista Suomeen kurkottavat asuntorakentajat, kiinteistökehittäjät ja osittain myös rakennuttajat. Yhtiö kohtaa kilpailua pienemmiltä paikallisilta toimijoilta, joilla kilpailuvaltteina voidaan nähdä olevan paikalliset osaajat, suhteet ja luodut verkostot. Pienillä yrityksillä ei yleisesti ole kovinkaan suuria kasvuhaluja, vaan enemmän ajatuksena on oman aseman säilyttäminen markkinassaan. Viimeisien vuosien aikana asuntorakentamisen vahva jakso kulminoituu pienten ja keskisuurien asuntorakentajien markkinoita nopeampaan kasvuun, johon myös Lehto kuuluu. Näillä on ollut valmius ketteryyden ja paikallisen läsnäolon avulla haastaa isoja toimijoita. Näihin kuuluu muun muassa: Lujatalo, Hartela, Pohjola Rakennus, Jatke, Lapti Group ja Fira. Isoista toimijoista Lehto kilpailee suurten pohjoismaisten ja suomalaisten rakennusyhtiöiden kesken. Näihin kuuluu muun muassa: YIT, SRV, Lehto, JM, Bonava, Skanska, NCC ja PEAB.

Kilpailu 2/2

Selkeitä eroja kilpailijoihin

Lehto eroaa kilpailijoista ensinnäkin sen liiketoimintamallin ansiosta, missä keskiössä on moduulirakentaminen ja oma teollinen valmistus. Vahvana osana on myös suunnittelun ohjaus, missä Lehto haluaa varmistaa, että hankkeet on suunniteltu kustannustehokkaasti ja Lehdon kilpailuetuihin nojaten. Viime vuosina tässä ei olla parhaalla mahdollisella tavalla onnistuttu, mutta näemme suunnittelun ohjauksen olevan avainasemassa yhtiön kilpailukyvyin parantamisessa. Yleisesti alan isoimmat kustannukset syntyvät suunnittelupöydällä ja myös modulaarisuuden hyödyntäminen sekä konseptien käyttö/kehitys vaativat vahvaa suunnitteluosaamista.

Lehdon kannalta moduulirakentamista harjoittavat myös muut toimijat, mutta usein alihankintana, eikä niiden avulla pystytä luomaan selkeitä toistettavia konsepteja. Omien tehtaiden ja teollisen valmistuksen avulla Lehto pystyy muodostamaan prosesseista tehokkaita ja laadukkaita useiden versioiden avulla, eikä elementit tai moduulit ole niin alttiita virheille. Perinteisessä sopimusperusteisessa elementti- tai moduulirakentamisessa mallit ja muotit saatetaan tehdä tarpeeseen, jolloin ne ei välttämättä ole kustannustehokkaita ja laatuvirheet korostuvat entisestään. Tehdas- ja moduulivalmistuksen ansiosta näemme Lehdon olevan nopeampi ja tehokkaampi ratkaisu myös asiakkaalle ja rakennusajan olevan tietyissä kohteissa alle markkinoiden keskitason.

Yhtiöllä on myös ollut kevyt organisaatorakenne muihin verrattuna, joka osin kostautui, kun organisaatio ei pystynyt hallitsemaan kasvua. Henkilöstökulut ovat olleet noin 10-12 % liikevaihdosta, kun yleisesti alalla on nähty noin 15-20 %:n tasoa. Lehto ei ole aikaisemmin näkemysemme mukaan joutunut panostamaan merkittävästi asuntojen myyntiin tai markkinointiin kysynnän ollessa tapissa, mutta suhdanteen kiristytessä ja asuntojen tarjonnan kasvaessa myös nämä kulut ovat nousseet. Osin juuri kevyen organisaation ja kustannusrakenteen vuoksi Lehto on näkemysemme mukaan pystynyt tarjoamaan kohtuuhintaisia asuntoja, mutta mielestämme yhtiön organisaatorakenne ja kustannustaso tulee liikkumaan lähemmäksi toimialan tasoa eikä tätä kautta ero tulevaisuudessa luultavammin ole niin suuri.

Lehto pyrkii panostamaan myös enemmän muita rakentajia omaperustaiseen tuotantoon ja näin ollen projektimix (omaperusta vs. urakointi) ja osaltaan myös myyntimix (kuluttaja vs. sijoittaja) on Lehdolla mielestämme muita rakentajia parempi. Tappioiden ja rahoitushuolien vuoksi urakoinnin osuus tulee tänä vuonna arviomme mukaan kuitenkin kasvamaan merkittävästi muuttaen yhtiön liiketoiminnan mixiä heikompiakatteiseen tuotantoon.

Kilpailijoihin nähden kasvu ja kannattavuus on ollut huippuluokkaa

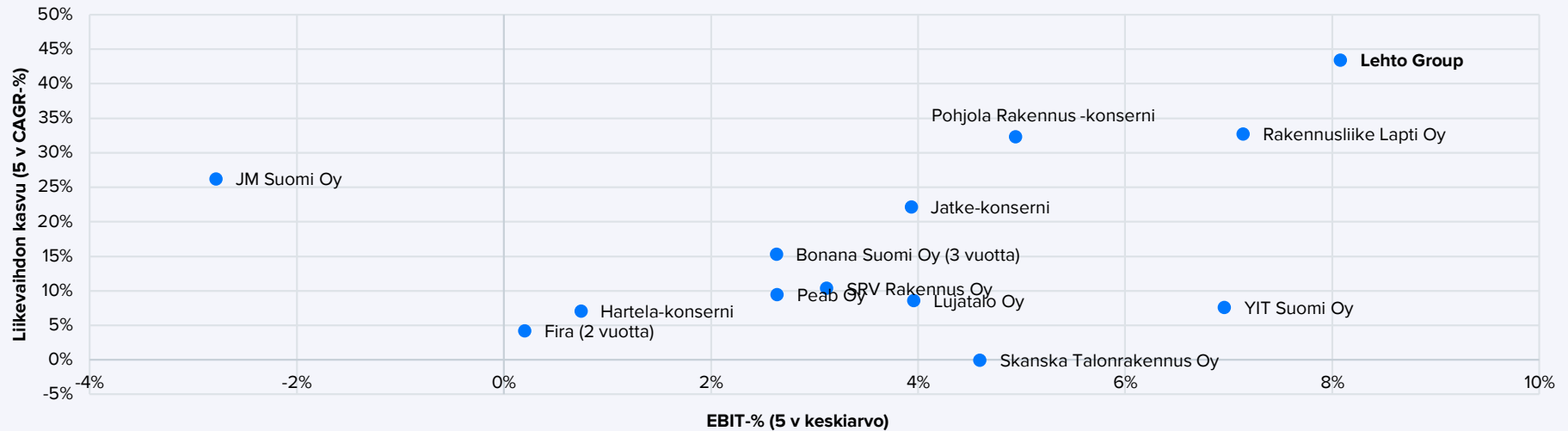
Kokosimme seuraavalle sivulle Lehdon kanssa kilpailevien isoimpien yhtiöiden taloudellisia tietoja. Olemme pyrkineet erottamaan isoista

yhtiöistä Suomen liiketoimintoihin liittyvän osan, joka voisi kuvata paremmin toimialan tilannetta Suomessa. Isoilla yhtiöillä on kuitenkin myös toimintoja enemmän muilla rakentamisen toimialoilla ja tiedot eivät ole toisiinsa täysin vertailukelpoisia. Lisäksi yksittäisten tytäryhtiöiden tulokset eivät välttämättä anna oikeaa kuvaa yhtiön tuloksesta, sillä konsernikuluihin liittyvät hankekehitys ja muut liiketoimintaan liittyvät kulut eivät välttämättä näy esitettävien yhtiöiden kuluissa.

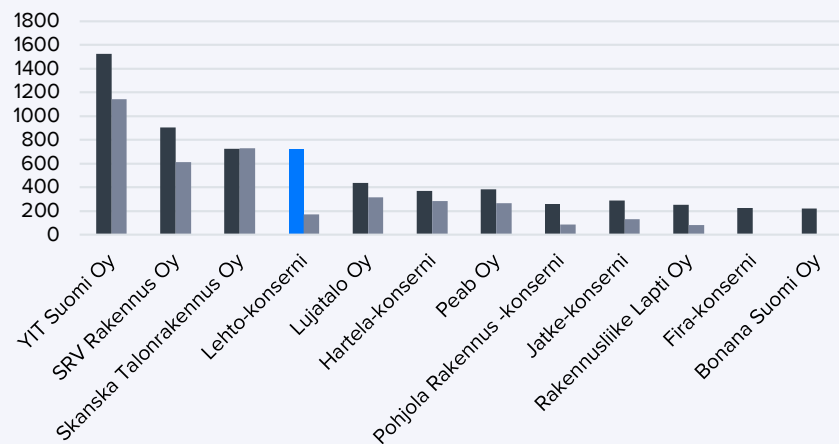
Seuraava sivun kuvioista on kuitenkin huomattavissa se tosiasia, että Lehto on ollut viimeisen viiden vuoden aikana yksi toimialan huippusuorittajista. Kasvu on ollut toimialan isoimpiin kilpailijoihin nähden nopeampaa ja kannattavampaa. Yhteistä kärjessä oleville on mm. asuntorakentamisen iso osuus, alhainen lähtötaso, modulaarisuuden hyödyntäminen ja työntekijöiden sitouttaminen.

Keskisuuret ovat kasvaneet voimakkaasti

Suomen rakennusmarkkinan kasvajat ja kannattajat (2014-2018)



Liikevaihto 2014 vs 2018 (MEUR)



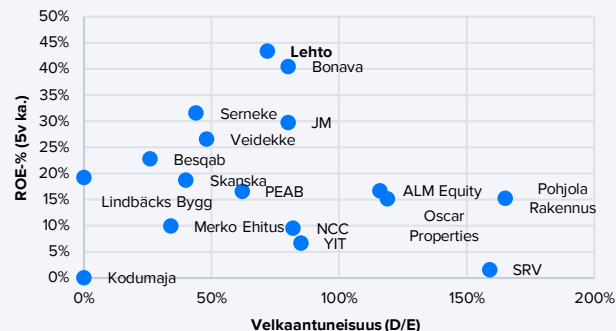
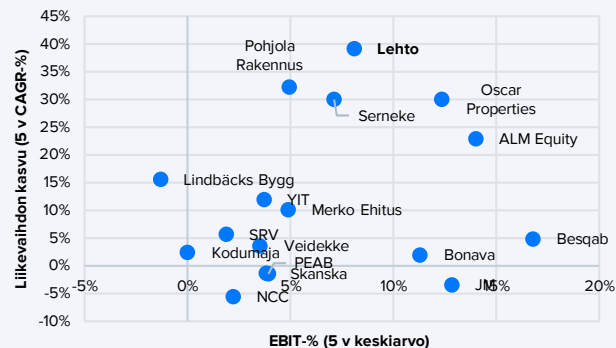
Inderesin kommentti:

Lehto on ollut viimeisen viiden vuoden aikana yksi toimialan huippusuorittajista yli 40 %:n vuotuisella kasvulla ja noin 8 %:n EBIT-marginaalillaan. Vuonna 2019 tappiollinen tulos kuitenkin heikentää yhtiön suoritusta selkeästi. Tämä historiallinen suoritus tuskin tulee samanlaisena enää koskaan toistumaan, mutta kuvastaa Lehdon potentiaalia. Olemme käyttäneet 2014-2018 lukuja vertailukelpoisuuden vuoksi, vaikka Lehdolta vuosi 2019 olisikin jo saatavana. Kaikkien yhtiöiden tilinpäätökset eivät ole vielä valmistuneet.

Yhteistä kärjessä oleville on asuntorakentamisen iso osuus, pienen koon antama ketteryys, alhainen lähtötaso, modulaarisuuden hyödyntäminen, suunnittelun ohjauksen merkitys ja työntekijöiden sitouttaminen. Yksittäisillä tytäryhtiöillä tuloksia saattaa parantaa konsernikulujen puuttuminen, minkä vuoksi Pohjola Rakennuksen ja Lehto Groupin suoritus nousee vielä enemmän arvossaan. Isojen liikevaihtotasot ovat pysyneet toimialan keskiarvoon nähden hyvin alhaisena ja esimerkiksi Skanskan liikevaihto Suomen talonrakennuksessa ei ole noussut 5 vuoden aikana ollenkaan.

Isot ja vakaat toimijat erottuvat kovista kasvajista Pohjoismaissa

Yhtiö	Maa	Lyhyt kuvaus	Liikevaihto (MEUR)	Malli	Toimialat
Skanska	Ruotsi	Monialainen ja kansainvälinen rakentaja sekä kehittäjä	16737	Urakointi + Omaperusta	Asunto, Infra, Toimitila
NCC	Ruotsi	Monialainen rakentaja sekä kehittäjä. Infran, teollisuuden, toimitilojen ja asuntojen rakentaja sekä kiinteistö- ja asuntokehittäjä	5589	Urakointi + Omaperusta	Asunto, Infra, Toimitila
PEAB	Ruotsi	Infraan ja teollisuuteen keskittynyt rakentaja	5090	Urakointi + Omaperusta	Asunto, Infra, Toimitila
Veidekke	Norja	Monialainen rakentaja sekä kiinteistö- ja asuntokehittäjä	3714	Urakointi	Asunto, Infra, Toimitila
YIT	Suomi	Asuntorakentaja ja kehittäjä	3139	Urakointi + Omaperusta	Asunto, Infra, Toimitila
JM	Ruotsi	Asuntorakentaja ja kehittäjä	1528	Omaperusta	Asunto
Bonava	Ruotsi	Asuntorakentaja ja -kehittäjä	1365	Omaperusta	Asunto
SRV	Suomi	Asunto- ja toimitilarakentaja ja kehittäjä	960	Urakointi + Omaperusta	Asunto, Toimitila
Lehto	Suomi	Asuntojen ja toimitilojen rakennus ja hankekehitys	722	Urakointi + Omaperusta	Asunto, Toimitila
Serneke	Ruotsi	Asunnot, infra ja toimitilat sekä kiinteistökehitys	635	Urakointi + Omaperusta	Asunto, Infra, Toimitila
Merko Ehitus	Viro	Monialainen rakennusurakoitsija Baltiassa	418	Urakointi	Asunto, Infra, Toimitila
ALM Equity	Ruotsi	Asuntohankeet ja kiinteistöpalvelut	254	Omaperusta	Asunto
Oscar Properties	Ruotsi	Asuntokehittäjä	172	Omaperusta	Asunto
Besqab	Ruotsi	Asunto- ja kiinteistökehittäjä	128	Omaperusta	Asunto, Toimitila
Lindbäcks Bygg	Ruotsi	Asuntorakennus ja -kehitys erikoistuen puu ja moduulirakentamiseen	101	Omaperusta	Asunto
Kodumaja	Viro	Asuntojen rakentaja ja erikoistuen moduuli- ja elementtirakentamiseen	57	Omaperusta	Asunto



Inderesin kommentti:

Vertailimme Lehdon suoritusta muihin lähialueiden merkittävimpiin rakennusyrityksiin, vaikka suoraa kilpailua ne eivät välttämättä tarjoa. Yhteistä isoimmille toimijoille on usean eri rakentamisen toimialan liiketoiminta. Lisäksi isoimmilla toimijoilla on vahva hankekehitys ja hybridihankkeet ovat suosiossa. Tämä tarkoittaa esimerkiksi vanhan teollisuuskiinteistöalueen kehittämistä asuin- ja toimitiloiksi käsittäen arvoketjun kokonaan tai osittain. Kannattavuus on monialaisuudesta ja urakointiliiketoiminnasta johtuen kuitenkin alhaista. Keskisuurilla ja pienillä toimijoilla etenkin asuntorakentajien vahvat kannattavuus-, kasvu- ja tuottoluvut nousevat esiin. Vastapuolella on korkeammat riskit ja velkaantuneisuus. Lisäksi yleisesti kovaa kannattavuutta ja tuottoa tehneiden liiketoiminnassa yhdistyy korkea omaperusteisen tuotannon osuus. Kovasti kasvaneet yritykset ovat kuitenkin ajautuneet myös osin kannattavuusongelmiin hallitsemattoman kasvun vuoksi. Volyymejaan hyvin hallinneet asuntorakentajat (JM, Bonava) ovat kuitenkin pystyneet pitämään kannattavuutensa hyvällä tasolla. Suuntaus on kuitenkin yleisesti toimijoilla siirtymässä kovan kasvun jälkeen oman operatiivisen suorituksen parannukseen. Vakavaraiset toimijat hyötymään vähemmän kilpailullisemmasta markkinaympäristöstä ja uusilla yhteistyömallilla rakennettavien suurien hankkeiden käynnistymisestä.

Taloudellinen tilanne 1/3

Tilaukanta kasvanut vahvasti, mutta hiipuu

Lehdon tilaukannan kehitys oli erittäin vahvaa nousuvuosien aikana. Tilaukanta nousi vuoden 2015 noin 195 MEUR:sta vuoden 2018 lopun 721 MEUR:oon, joka tarkoittaa tilaukannan yli kolminkertaistumista. Vuoden 2019 lopussa tilaukanta kuitenkin laski 27 % noin 482 MEUR:oon operatiivisten haasteiden ja markkinakysynnän hiipumisen vuoksi.

Tilaukannan nousuun viime vuosina etenkin on vaikuttanut asuntorakentamisen hyvä veto ja sen myötä asutushankkeiden keskikoon kasvaminen. Suhteellisesti kasvu on ollut myös vahvaa Toimitiloissa, mutta Hyvinvointitilojen ongelmat ja markkina ovat laskeneet segmentin tilaukannan tasoa. Markkinan hidastuminen on laskenut jo yhtiön tilaukanta seuraaville vuosille, mutta kovinkaan voimakasta kasvua tilaukantaan emme kuitenkaan näe yhtiön havittelevan, sillä kannattavuuden parantamiseen panostus on vielä pahasti kesken. Palvelualueittain tilaukanta laski viime vuonna rajusti Asunnoissa ja Hyvinvointitiloissa, mikä alentaa liikevaihto-odotuksia kuluvalle vuodelle.

Kova kasvu kävi kukkarolle

Kuten aikaisemmilla sivuilla näimme, yhtiön liikevaihdon kehitys on ollut hyvin nousujohteista viimeisen 5 vuoden aikana. Samalla yhtiön kannattavuus on ollut alan kärkiluokkaa. Tarinassa nähtiin kuitenkin raju muutos viime vuonna, kun yhtiön liikevaihto laski 7 % ja tulos taipui raskaasti tappiolle.

Tappioiden isoimpina syinä oli mielestämme liian kova ja hallitsematon kasvu tutuilla sekä

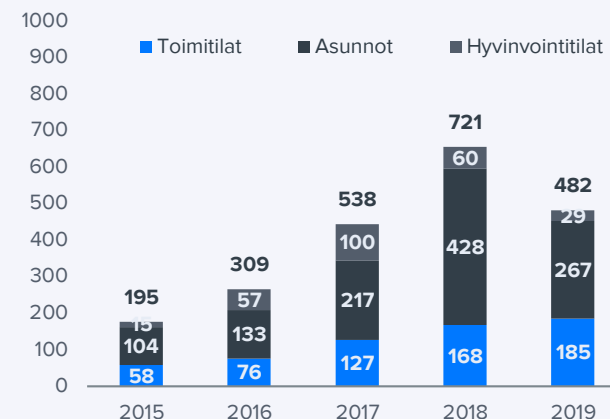
tuntemattomilla alueilla. Lisäksi ylikuumentuneen suhdanteen myötä kasvaneet kulut heikensivät tulosta merkittävästi. Merkittävimpänä yksittäisenä syynä oli yhtiön peruskorjaustoiminta, joka syntyi vuoden 2016 aikana toteutetun Warecon-yritysoston kautta. Kauppahinta oli alhainen (EV/S: 0,1x ja EV/EBIT: 4x), mutta liiketoiminnan aiheuttamiin tappioihin nähden hinta muodostui todella kalliiksi. Lopulta peruskorjausyksikkö lakkautettiin vuonna 2019.

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

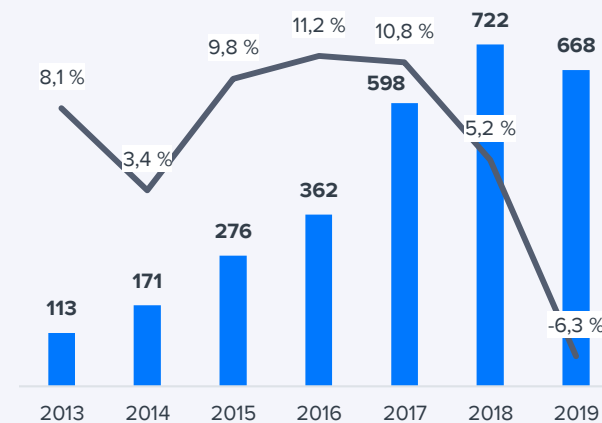
Asutushankkeissa kannattavuus pysyi arviomme mukaan hyvällä tasolla viime vuoteen saakka, kunnes kohonneet kustannukset ja alentuvan kysynnän myötä laskevat asuntojen hinnat rupesivat näkymään asunnoista saatavassa katteessa.

Yhtiön kova halu kasvaa kuumalla markkinalla lisäten kapasiteettia ja laajentuen uusille liiketoiminta-alueille johti merkittäviin virhearvioihin projektien tarjonnassa ja laskennassa koko organisaatiossa. Samalla osaamisen puute, uusille alueille laajentuminen sekä resurssipula on näkynyt heikkona projektihallintana. Merkittävän tappiovuoden jälkeen yhtiön taloudellinen tilanne ei ole kehuttava ja sen korjaaminen kannattavuuden parantamisen kautta on yhtiön prioriteetti numero yksi tällä hetkellä.

Tilaukannan kehitys



Liikevaihto ja kannattavuus



Taloudellinen tilanne 2/3

Tase- ja rahoitusasema ei kestä isoja iskuja

Lehdon taseen loppusumma oli vuoden 2019 lopussa 452 MEUR (2018: 468 MEUR). Varallisuuden puolella lyhytaikaiset varat olivat noin 90 % MEUR, joten Lehdolla ei ole merkittävästi pitkäaikaista omaisuutta. Pitkäaikaisissa varoissa merkittävimmät erät liittyivät aineellisiin käyttöomaisuushyödykkeisiin. Siihen kuuluu muun muassa omistuksessa olevat tehdaskiinteistöt ja koneet sekä kalusto. Vaihtuvissa vastaavissa suurin varallisuuserä oli vaihto-omaisuus, jonka osuus taseesta oli vuoden 2019 lopussa noin 55 % (2018: 50 %). Varastot ovat kasvaneet vuosien varrella merkittävästi yhtiön kasvattaessa omaperusteisten asuntojen tuotantoa. Lyhytaikaisten varojen puolella toiseksi suurin varallisuuserä oli 19 %:n osuudella myyntisaamiset ja muut saamiset. Kassatilanne parani vuoden lopussa ja kassavarat olivat noin 59 MEUR:ssa (2018: 53 MEUR).

Vastuiden puolella oma pääoma oli vuoden 2019 lopussa 112 MEUR ja korolliset velat olivat kokonaisuudessaan noin 189 MEUR vuonna 2019. Muuten vastattavaa puoli koostuu ostovelosta, projektien saaduista ennakoista ja muista korottomista veloista. Tase on kokonaisuudessaan aika kevyt ja pääomia sitoutuu oikeastaan vaan käynnissä olevaan tuotantoon ja muutamaan kiinteistöön.

IFRS 16 -muutokset

IFRS 16 -muutoksien vaikutus yhtiön taseeseen näkyy yhtiön korollisten velkojen kasvuna ja vaihto-omaisuuden kasvuna. Nousu johtuu

pääosin rakennettavien kohteiden tonttien vuokrasopimusten siirrosta yhtiöiden taseeseen. Vuoden 2019 taseessa korolliset velat nousivat näiden takia 47 MEUR:lla ja vastapuolella pitkäaikaiset varat nousivat arviomme mukaan noin 7 MEUR:lla ja vaihto-omaisuus noin 40 MEUR:lla.

Taloudellinen tilanne vieläkin kireä

Yhtiön tase- ja rahoitustilanne on edelleen heikolla pohjalla, jos tulosta ei saada käännettyä oikeaan suuntaan. Ilman IFRS 16 -vaikutuksia nettovelkaantumisaste nousi vuoden 2019 aikana 74 %:iin (2018: 39 %) ja omavaraisuusaste heikkeni 34 %:iin (2018: 43 %).

Yhtiön kassatilanne parani kuitenkin loppuvuotta kohti, kun Q4:llä valmistui merkittävästi taseeseen sitoutuneita asuntoja ja hoivakohteita saatiin nippukauppana myytyä sijoittajille. Tämä nosti kassavarat yhtiöllä noin 59 MEUR:oon (2018: 53 MEUR). Liiketoiminnan ja investointien rahavirta oli kuitenkin vielä koko vuonna noin 18 MEUR negatiivinen ja yhtiön tarvitsee kääntää liiketoiminnan kelkka positiiviseen suuntaan, jotta rahavarat riittävät liiketoiminnan pyörittämiseen.

Rahavaroihin liittyviä huolia lisää, että yhtiön luottolimiitin ehtoja on vuoden aikana kiristetty ja luottolimiitin nostomäärää on rajoitettu. Yhtiön neuvotteluasema rahoittajien suuntaan on siis heikentynyt tappioiden vuoksi selvästi. Nyt Q4:n lopussa koko 54 MEUR:n luottolimiitti oli nostettu, eikä yhtiöllä ole rahoituksensa suhteen joustovaraa.

Kassavirta usein negatiivinen alkuvuonna

Kuten seuraavien sivujen kuviosta näkyy, alkuvuosi on rakennusyhtiöiden kassalle usein negatiivinen, kun omaperusteisia hankkeita valmistuu vähän ja uusiin hankkeisiin sitoutuu pääomia. Esimerkkinä viime vuonna liiketoiminnan rahavirta oli -53,2 MEUR negatiivinen vuoden puoleen väliin saakka (1-6/2019). Parempienkin vuosien aikaan kassavirtaa on palanut yhtiöllä alkuvuoden aikana. Vuoden 2018 aikana yhtiön kuuden ensimmäisen kuukauden liiketoiminnan rahavirta oli -44 MEUR ja vuonna 2017 noin -21 MEUR.

Jos siis tappiot jatkuvat ja liiketoiminta kehittyy samaan suuntaan, voi yhtiö joutua miettimään uusia rahoituskuviota. Luottolimiiteissä ei ole enää nostovaraa ja vieraan pääoman rahoittajien suhteen yhtiön rahahanat alkavat olla tiukalla.

Yhtiön vuosi 2020 ei kuitenkaan tule olemaan kassavirrallisesti aikaisempien vuosien kaltainen. Tämä johtuu siitä, että yhtiö urakoi tänä vuonna enemmän hankkeita. Urakoinnissa kassavirta ja tuloutuminen ovat tasaisempia hankkeen elinkaaren ajan. Lisäksi yhtiön kasvupanostukset tulevat olemaan minimissään eikä taseeseen arviomme mukaan sitoudu aikaisempien vuosien nähden saman verran pääomia. Tämän vuoksi pidämme nykyistä kassa-asemaa riittävänä, jos tappiot eivät jatku. Korostamme kuitenkin riskejä taloudelliseen tilanteeseen liittyvän.

Taloudellinen tilanne 3/3

Tervehdyttämishjelma

Tappioiden vuoksi yhtiö ilmoitti myös aloittaneensa merkittävän tervehdyttämishjelman vuonna 2019 tehtyjen toimien lisäksi. Näillä rakenteellisilla ja toiminnallisilla toimilla tavoitellaan Lehdon kilpailukyvyyn vahvistamista ja kannattavuuden parantamista 1-3 vuoden aikajänteellä. Jatkossa yhtiö aikoo keskittyä omaan ydinosaamiseen toimitila- ja asuntorakentamisessa.

Ensimmäisenä toimenä Hyvinvointitilat-palvelualueen tarjontaa aiotaan supistaa ja yksikkö sulautetaan kahteen muuhun jatkuvaan palvelualueeseen. Hoivakodit siirtyvät Asunnot-palvelualueelle ja Toimitiloihin siirtyy koulu- ja päiväkotihankkeet. Yhtiö ei ole uudella organisaatiolla saanut käännettä aikaan eikä markkinakysyntä ole yhtiön tarjonnalle suotuinen. Lisäksi koulu- ja päiväkotihankkeissa on ollut merkittäviä ongelmia projektien hallinnassa, mikä on johtanut osin isoihin tappioihin.

Toiseksi yhtiö käynnistää kehitysohjelman, missä pyritään parantamaan hankevalmistelua ja suunnittelua ennen varsinaista rakentamisvaihetta. Yhtiössä on arviomme mukaan kiivaimman kasvuvaiheen aikana laskettu kohteita suoraan sanoen väärin, mikä on voinut jo ennen kohteen alkua johtaa tappiollisiin projekteihin. Tästä kehitysohjelmasta odotetaan vaiheittain parannusta kannattavuuteen, mutta kuitenkin vasta vuoden 2020 loppupuolelta alkaen.

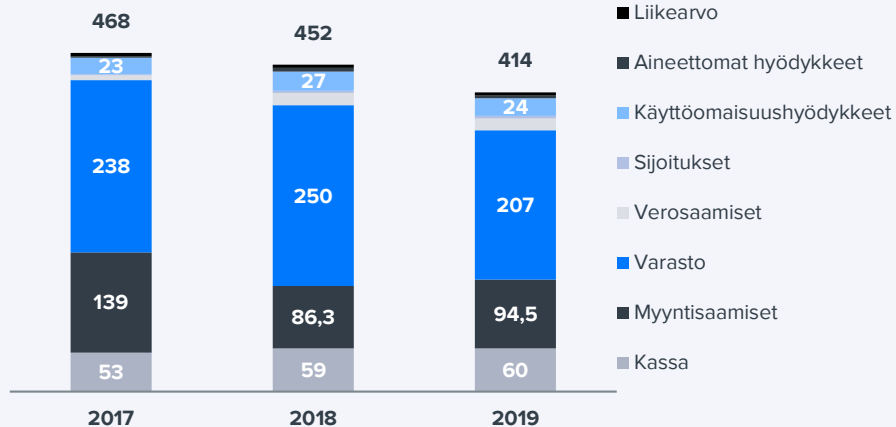
Kolmanneksi yhtiö aloittaa toimien vuoksi noin

400 henkilöä koskevat YT-neuvottelut, jossa haetaan arvion mukaan noin 110 henkilötyövuoden vaikutuksia. Neuvottelut koskevat noin kolmannelta yhtiön henkilöstöstä vuoden lopussa ja ovat kooltaan siis merkittävät.

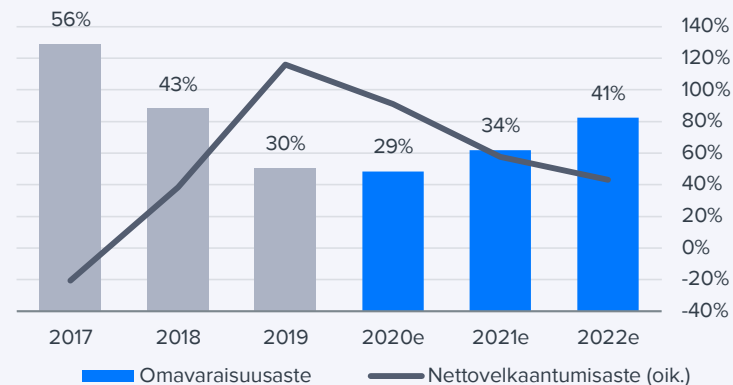
Yhtiö ei halunnut arvioida toimien vaikutusta, mutta arviomme mukaan toimilla voitaisiin saavuttaa noin 2-4 MEUR:n säästöt vuositason tasolla. Ohjelmasta säästöjen lisäksi voi tulla joitain kertaluonteisia kuluja, mutta niistä yhtiöllä ei myöskään ollut tarkempaa arviota antaa ainakaan vielä tässä vaiheessa. Kulut voivat nousta korkeaksikin riippuen lopullisista toimenpiteistä, mutta karkean arviomme mukaan kyse ei ole kokonaisuuden kannalta merkittävistä vaikutuksista. Toisaalta, jos Hyvinvointitilat päätetään lakkauttaa, voisi se pahimmassa tapauksessa johtaa samanlaisiin seurauksiin kuin peruskorjaushankkeissa, missä projektien viimeistelyssä tuli isoja kustannuksia ja paloi hyvin paljon resursseja.

Taseen kehitys ja ennusteet

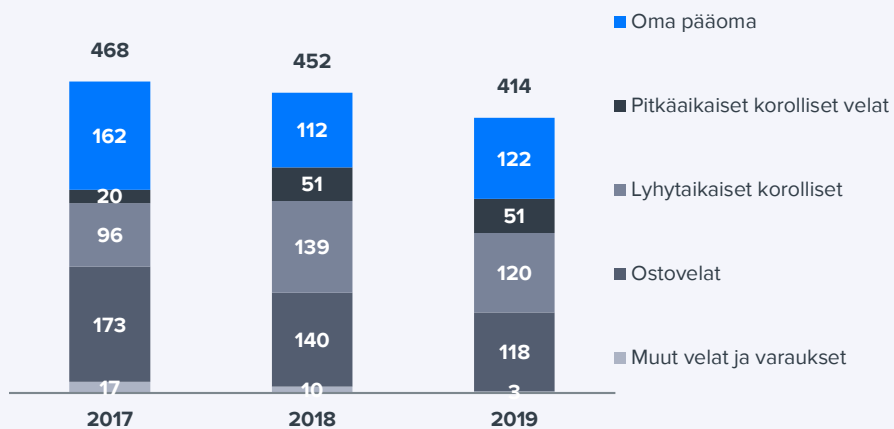
Vastaavaa



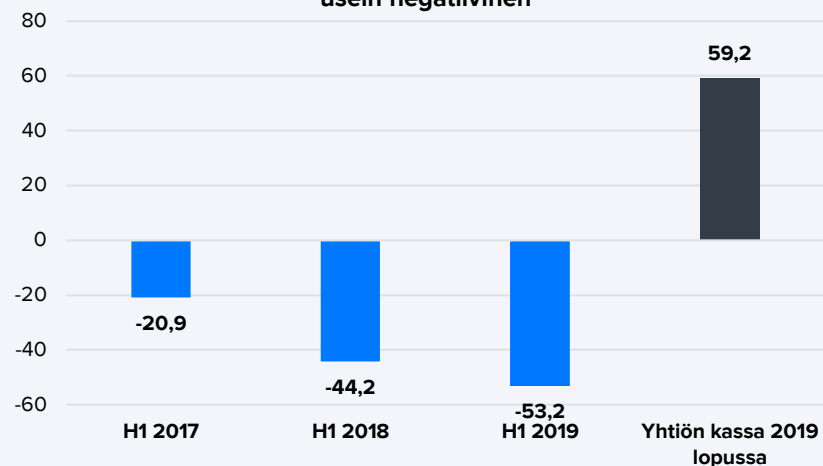
Taseen avainlukujen kehitys



Vastattavaa



Liiketoiminnan rahavirta (sininen) alkuvuoden aikana usein negatiivinen



Ennusteet 1/4

Ennusteiden perustelut

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

Kasvu hytty selvästi vuonna 2020

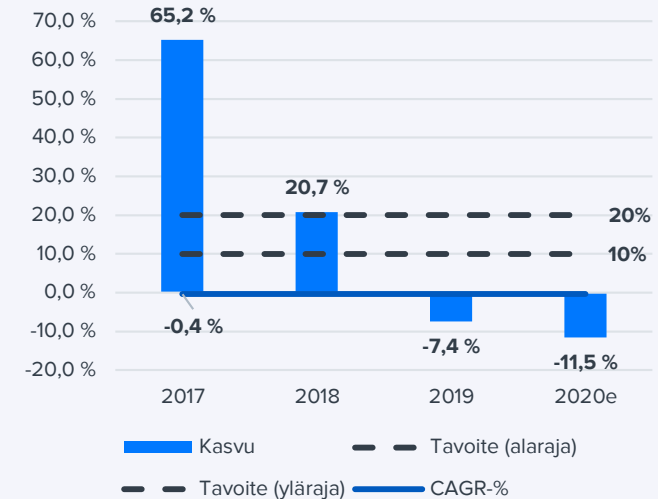
Yhtiön kova kasvuvaihe päättyi vuonna 2019 liikevaihdon selvään laskuun ja isoihin tappioihin. Nyt kestävä pohjaa tulevaisuuden kasvuille lähdetään rakentamaan ennen kaikkea korjaamalla yhtiön haasteita sekä nostamalla kannattavuutta kestävämmälle tasolle osin liikevaihdon kustannuksella. Näkemyksemme mukaan vuosi 2019 ei tule vielä mittaamaan yhtiön täyttää potentiaalia, mutta on kriittinen luottamuksen palauttamiseksi sijoittajien ja muiden sidosryhmien keskuudessa.

Näemme ennusteissamme liikevaihdon jatkavan laskuaan tänä vuonna noin 591 MEUR:oon viime vuoden 668 MEUR:sta tarkoittaen noin 11,5 %:n liikevaihdon laskua. Yhtiön keskimääräiseksi vuosittaiseksi liikevaihdon kasvuksi jäisi tällöin strategikaudelle 17-20e noin -0,4 % jääden selvästi yhtiön 10-20 %:n pitkän aikavälin tavoitteesta.

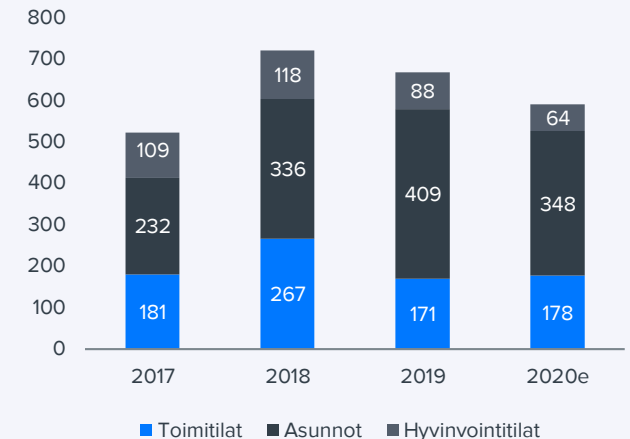
Vuodesta 2016 lähtien laskettuna vuosittainen kasvu on jo lähellä yhtiön tavoiterajoissa (CAGR-% 16-20e: noin 13 %).

Kasvu hidastuu näkemyksemme mukaan etenkin Asunnot- ja Hyvinvointitilat-palvelualueilla. Asunnoissa omaperusteisten asuntojen valmistumiset laskevat arviomme mukaan viime vuoden noin 1700 asunnosta noin 550-650 asuntoon riippuen kohteiden valmistumisajankohdasta. Tämä tarkoittaisi noin 60 %:n laskua omaperusteisten asuntojen määrään. Liikevaihdollisesti lasku on arviomme mukaan omaperusteisten asuntojen osalta noin 50 %. Lehto ei itse erittele omaperusteisten asuntojen liikevaihtoa, joten luvut perustuvat omiin arvioihimme valmistuvista asunnoista, niiden keskihinnasta ja liikevaihdosta. Odotamme urakoinnin kuitenkin nostavan osuuttaan kuluvana vuonna selvästi. Tätä tukee esimerkiksi DWS:n (542 asuntoa) ja Avaran (340 asuntoa) kanssa sovitut isot sijoittajakaupat. DWS:n sijoittajakaupan riskit ovat Lehdolle kuitenkin normaalia suuremmat, sillä yhtiön on saatava hankkeet myös vuokrattua ennaltasovitulla vuokratuotolla, jotta DWS asunnot ostaa. Riskinä on, että Lehto ei saa asuntoja vuokrattua ja ne jäävät yhtiön taseeseen myymättöminä asuntoina. DWS:n kaupassa Lehto tulee myös kilpailemaan samoista vuokralaisista heille tärkeän yksityissijoittajien asiakasryhmän kanssa. Samaan aikaan tämä yksityisten sijoittajien kysyntä on hiipunut, kun vuokra-asuntojen tarjonta markkinoilla on kasvanut merkittävästi. Mielestämme sopimus voi synnyttää tulevaisuudessa hyvänkin asiakassuhteen, mutta riski/tuottosuhte ei mielestämme ole paras mahdollinen.

Liikevaihdon kasvu ja tavoite (2017-2020e)



Liikevaihdon kehitys palvelualueittain



Ennusteet 2/4

Rakenteilla olevien urakointiasuntojen lisäksi urakointiliikevaihdon kasvua tukee myös kuluvan vuoden aikana aloitetut uudet kohteet. Urakoinnissa liikevaihtoa (ja kassavirtaa) alkaa syntyään heti uusien kohteiden aloituksesta toisin kuin omaperusteisissa hankkeissa, missä tuloutus tapahtuu kohteen valmistuessa. Lisäksi Asunnot palvelualueelle kuuluvan linjasaneerauksen kysyntä näyttäisi jatkuvan myös vahvana, mutta isoa kontribuutiota se ei palvelualueeseen nykyisessä kokoluokassaan vielä tee (Inderes ennuste 2020e: 35 MEUR). Ennustamme palvelualueen liikevaihdon jäävän 348 MEUR:oon laskien noin 15 % viime vuoden 409 MEUR:sta.

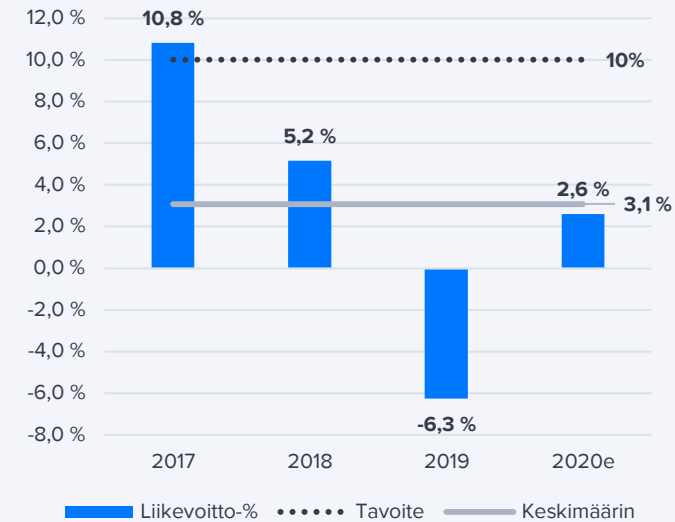
Toimitiloissa näemme vuonna 2019 viivästyneiden projektien käynnistymisen tukevan vuoden 2020 liikevaihdon kehitystä yhdessä vakaana pysyneen tilauskannan kanssa. Uusista hankkeista palvelualueen kehitystä tukee mm. Varkauden Prisman ja Hanhikiven ydinvoimalaitoksen hallintorakennuksen käynnistyminen. Arviomme mukaan Toimitilojen markkinatilanne Lehdon tuotteille on kuitenkin heikentynyt aikaisemmista vuosista. Palvelualueeseen kuuluu myös peruskorjauksen rippeet ja uusien käynnistyneiden hankkeiden (arvo 42 MEUR) tukee liikevaihtoa. Hankkeiden riskit ovat kuitenkin merkittäviä, kun ottaa huomioon Lehdon aikaisemmat peruskorjaushankkeiden tappiot. Näiden valmisteluun on kuitenkin panostettu erittäin huolella, jotta samankaltaisilta virheiltilä voitaisiin välttää. Odotamme palvelualueen liikevaihdon olevan nousevan noin 178 MEUR:oon viime vuoden 171 MEUR:sta (+ 4 % v/v).

Hyvinvointitiloissa markkinan kysyntä on hyvällä tasolla, mutta yhtiön vuonna 2019 tapahtunut organisaatiomuutos ja alkuvuodesta 2020 ilmoitetut supistustoimet aiheuttavat merkittävää laskua liiketoiminnalle. Tilauskanta vuodelle 2020 on vain 29 MEUR:n tasolla, minkä vuoksi näemme liikevaihdon olevan selvästi vertailukautta alhaisempi. Palvelualueen lakkauttamisesta tai kehitystoimista ei ole vielä tarkkaa tietoa, minkä vuoksi ennustamme yksikön vielä erillisenä. Yhtiön ongelmien ja laskevan volyymin myötä operatiiviseen suoritukseen liittyy vielä merkittäviä epävarmuustekijöitä. Alueella ei ole käsityksemme mukaan enää käynnissä merkittävästi tappiollisia hoivahankkeita, mutta yhtiöllä on ollut ongelmia kannattavuuden kanssa myös koulu- ja päiväkotihankkeissa ja Ruotsista voi tulla vielä yllätyksiä päiväkotihankkeeseen liittyen. Hyvinvointitiloissa ennustamme liikevaihdon yltävän tämän myötä vuonna 2020 noin 64 MEUR:oon (2019: 88 MEUR).

Kannattavuus nousee suhdanteen hiljentyessä

Odotamme yhtiön kannattavuuden nousevan vuoden 2019 tappiovuosista selvästi lähivuosien aikana. Yhtiön selkeämpi keskittyminen omaan osaamiseensa, tappiollisten hankkeiden päättäminen ja samalla hiljentyvä suhdanne tulevat olemaan merkittävimmät kannattavuusparannukseen vievät toimet. Samalla kuitenkin selvästi laskeva liikevaihto, heikommin kannattavan urakoinnin kasvava osuus, jokaisen palvelualueen heikentyneet projektitatteen sekä operatiivisen suoritukseen liittyvät haasteet rajaavat potentiaalia.

Liikevoitto-% vs tavoite vuosina 2017-2020e



Ennusteet 3/4

Yhtiön mukaan vuoden 2019 isot tappiot aiheuttaneet projektit ovat loppuneet vuoden 2019 lopussa sekä peruskorjauksen että Hyvinvointitilojen osalta. Tämän myötä näistä ei ole odotettavissa isoja kustannuksia vuonna 2020 viivästyssakkojen, takuutöiden tai loppuselvityksien aiheuttamien mahdollisten kustannusten lisäksi. Ennustamme tämän myötä yhtiön liikevoiton nousevan vuonna 2020 noin 15,3 MEUR:oon tarkoittaen noin 2,6 %:n liikevoittomarginaalia (2019: -42 MEUR, -6,3 %).

Rahoituskulujen ja verojen jälkeen yhtiön osakekohtaiseksi tulokseksi muodostuisi ennusteillamme 0,17 euroa/osake. Lehto ei odotuksiemme mukaan jaa osinkoa vuodelta 2019 ja tällä hetkellä ennustamme, että myös vuoden 2020 osinko jää maksamatta.

Palvelualueiden kannattavuus

Lehto ei itse ilmoita palvelualueidensa kannattavuutta, mutta näkemyksemme mukaan isoimman vaikutuksen yhtiön kehitykseen tekee yhtiön Asunnot-palvelualue. Arviomme perusteella Lehdon potentiaali palvelualueella on parhaimmillaan selvästi yli 10 %:n liikevoittomarginaalissa, mutta kestävä taso jäänee 8-10 %:n välille. Nyt urakoinnin kasvu sekä asuntojen hintojen lasku sekä aliurakoinnin korkean hinnan vuoksi näemme liikevoittomarginaalin olevan vuonna 2020 3-5 %:n välissä. Arviomme mukaan parhaiten palvelualueella on mennyt vuoden 2017 aikana, jolloin kannattavuus on ollut lähempänä 15 %, mutta taas vuoden 2013 aikana kannattavuus on ollut lähempänä 1-2 %.

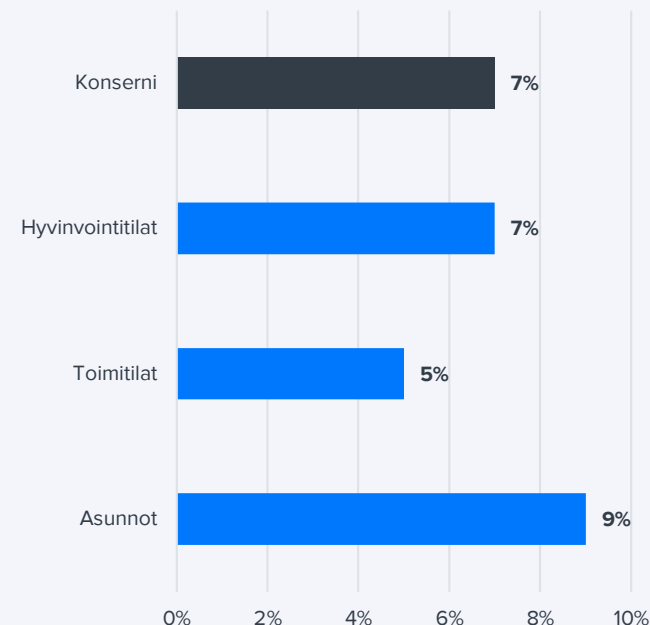
Toimitiloissa yhtiö urakoi asiakkaille kohteita ja niissä katteet ovat lähtökohtaisesti alhaisempia. Potentiaali toimitiloissa jää arviomme mukaan noin 4-6 %:n liikevoittomarginaaliin, mutta peruskorjaushankkeet sekä heikentyneet katteet myös muissa toimitilojen kohteissa jättävät ennusteessamme vuoden 2020 suorituksen 0-3 %:n tasolle.

Hyvinvointitiloissa vuosi 2016 oli yhtiölle näkemyksemme mukaan kaikista vahvin ja hoivataloissa luultavammin päästiin jopa yli 20 %:n liikevoittomarginaaleihin. Tämän myötä tilanne on rauhoittunut ja potentiaalinen taso palvelualueelle on 6-8 % tasolla. Omaperusteisten hoivakotien katteet ovat laskeneet rajusti ja koulujen sekä päiväkotien urakat heikentävät potentiaalia. Uuden organisaation ja palvelualueen ongelmien sekä liiketoiminnan supistamisen vuoksi odotamme palvelualueen pääsevän parhaimmillaan nollatulokseen vuonna 2020.

Yhtiön nykyinen kannattavuuspotentiaali

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

Palvelualueiden ja konsernin kannattavuuspotentiaali (ka.)



Ennusteet 4/4

Vuonna 2021 kannattavuusparannus etenee

Näemme vuoden 2021 olevan yhtiölle vielä liikevaihdon kannalta laskun vuosi. Liikevaihdon laskua ajaa etenkin asuntomarkkinoiden heikentynyt taso ja yhtiön liiketoiminnan tervehdyttämistoimet, jotka jarruttavat uusia projekteja. Näemme näiden toimien kuitenkin toimivan kannattavuutta parantavana.

Odotamme yhtiön liikevaihdon laskevan 3,6 %:lla noin 569 MEUR:oon. Merkittävimpiä epävarmuustekijöitä ennusteisiimme liittyen on Hyvinvointitilojen liiketoiminnan kehittyminen. Odotamme sen edelleen laskevan ensi vuonna, mutta jos yhtiö päättää liiketoiminnan lakkauttaa, laskisi ennusteemme huomattavasti. Lisäksi näemme yhtiön etenevän hyvin varovasti kasvun suhteen tappiovuosien jälkeen. Ruotsin toiminnot ja kansainvälistyminen tulee olemaan myös iso kysymysmerkki, jolla voi olla merkittäviä vaikutuksia jo vuoden 2021 tulokseen.

Kannattavuutta parantaa kustannusten lasku sekä tervehdyttämistoimet. Odotamme liikevoiton parantuvan noin 25 MEUR:oon tarkoittaen noin 4,4 %:n liikevoittomarginaalia. Kannattavuus paranee, mutta on vielä epävarman tulosparannuksen ja riskien myötä pitkän aikavälin potentiaalin alapuolella.

Lähivuosien kehitys Lehdon kohdalla riippuu hyvin pitkälti vuoden 2020 suorituksesta. Jos näemme, että yhtiön ongelmat eivät toistu uusien projektien lähestyessä kohti valmistumista, voimme myös nojata seuraavien vuosien nousevaan tuloskehitykseen paremmalle luottamuksella.

Pidemmällä aikavälillä

Pidemmällä aikavälillä näemme yhtiön pääsevän kasvuun jälleen kiihtyvän suhdanteen mukana. Vuosien 2022-2025 aikana ennustamme kasvu yhtiölle on keskimäärin noin 7 %. Pitkällä aikavälillä näemme terminaalikasvun olevan noin 2,5 %:ssa. Keskipitkällä aikavälillä näemme myös yhtiön kannattavuuden kiihtyvän yli potentiaalin, mutta tasoittuvan pidemmällä aikavälillä noin 6 %:iin. Tulevaisuuden ennusteisiin ja oletuksiin liittyy kuitenkin tässä vaiheessa vielä merkittäviä epävarmuustekijöitä.

Tuloskasvua merkittäväillä riskeillä

Ennusteidemme toteutuessa Lehdon osakekohtaisen tuloksen kasvu lähivuosille olisi alhaisen lähtötason myötä hyvin vauhdikasta (2020-2022e CAGR-%: 50 %), mutta sen toteutuminen on hyvin epävarmaa. Täytyy kuitenkin huomata se, että vuodelle 2022 ennustamamme osakekohtainen tulos on noin 20 % alle yhtiön vuoden 2018 tulostason eikä paluusta kannattavalle uralle ole vielä konkreettisia todisteita. Lisäksi yhtiö toimii hyvin syklisellä alalla, missä markkinoiden muutokset vaikuttavat yhtiön tuloksetekokykyyn voimakkaasti. Tämän vuoksi tuloskasvulle ei tule antaa samanlaista painoarvoa, kuin esimerkiksi vakaalla ja defensiivisellä toimialalla toimivalle yhtiölle. Ennustettu tuloskasvu käännetyhtiöllä on lähes poikkeuksetta aina korkea, mutta siihen pääseminen on vielä Lehdon tapauksessa monen mutkan takana.

Yhtiö antoi viime vuonna neljä tulosvaroitusta ja

luottamuksemme yhtiön kykyyn tehdä käännös tulosparannukseen on vielä heikolla pohjalla. Päällimmäisinä negatiivisina riskeinä näemme projektiongelmien jatkumisen, asuntokysynnän odotuksia suuremman hidastumisen, toimitilojen ja asuntojen katteiden heikentymisen, käynnistyneiden peruskorjaushankkeiden epäonnistumisen ja resurssihintojen odotuksien vastaisen nousun. Näiden riskitekijöiden osittainen toteutuminen voisi johtaa selkeisiin ennustelaskuihin ja murentaa markkinoiden luottamusta yhtiöön entisestään.

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

Vuotuiset ennusteet

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	721	118	128	152	270	668	116	137	142	197	591	569	583
Toimitilat	267	39,6	38,1	47,3	45,9	171	40,0	44,5	45,4	48,1	178	175	177
Asunnot	336	63,1	72,5	93,1	180,6	409	62,7	76,6	83,6	125,4	348	339	350
Hyvinvointitilat	118	15,1	17,8	11,2	43,6	87,7	12,9	15,5	12,9	23,2	64,5	55,4	55,4
Käyttökate	40,7	-7,2	-16,1	-12,4	2,1	-33,6	2,5	3,3	5,4	11,7	22,9	32,5	37,7
Poistot ja arvonalennukset	-3,5	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-8,2	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-7,6	-7,2	-7,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	37,2	-9,3	-18,2	-14,4	0,1	-41,8	0,6	1,4	3,5	9,8	15,3	25,2	30,5
Liikevoitto	37,2	-9,3	-18,2	-14,4	0,1	-41,8	0,6	1,4	3,5	9,8	15,3	25,2	30,5
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5	-2,4	-3,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,4	-3,0	-2,7
Tulos ennen veroja	36,2	-9,7	-18,7	-14,9	-2,3	-45,5	-0,3	0,5	2,7	9,0	11,9	22,2	27,8
Verot	-7,5	2,1	3,6	1,5	2,6	9,8	0,0	-0,1	-0,5	-1,6	-2,1	-4,4	-5,6
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	28,7	-7,6	-15,1	-13,4	0,4	-35,7	-0,2	0,4	2,2	7,4	9,8	17,8	22,3
EPS (oikaistu)	0,49	-0,13	-0,26	-0,23	0,01	-0,61	0,00	0,01	0,04	0,13	0,17	0,31	0,38
EPS (raportoitu)	0,49	-0,13	-0,26	-0,23	0,01	-0,61	0,00	0,01	0,04	0,13	0,17	0,31	0,38

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	20,7 %	14,3 %	-32,0 %	-23,5 %	16,6 %	-7,4 %	-1,8 %	6,4 %	-6,4 %	-27,2 %	-11,5 %	-3,6 %	2,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-42,4 %	-504,3 %	-259,6 %	-275,6 %	-99,3 %	-212,4 %	-106,2 %	-107,5 %	-124,6 %	9732,1 %	-136,7 %	64,8 %	20,8 %
Käyttökate-%	5,6 %	-6,1 %	-12,5 %	-8,2 %	0,8 %	-5,0 %	2,1 %	2,4 %	3,8 %	6,0 %	3,9 %	5,7 %	6,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,2 %	-7,9 %	-14,2 %	-9,5 %	0,0 %	-6,3 %	0,5 %	1,0 %	2,5 %	5,0 %	2,6 %	4,4 %	5,2 %
Nettotulos-%	4,0 %	-6,5 %	-11,7 %	-8,8 %	0,1 %	-5,3 %	-0,2 %	0,3 %	1,6 %	3,8 %	1,7 %	3,1 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/5

Arvostuksen lähtökohdat

Käytämme Lehdon arvonmäärityksessä hyväksemme pääsääntöisesti arvostuskertoimia ja vertailua suhteelliseen hyvään vertailuryhmään. Olemme myös pyrkineet määrittämään yhtiön käypää arvoa hieman pidemmän aikavälin näkemyksellä. Nykyinen taloudellinen tilanne, rahoitusriskit ja markkinoiden luottamuksen puute rajaa kuitenkin pidemmän aikavälin potentiaaliin nojaamista.

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

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

Hyväksyttävä arvostustaso

Viime vuosina rakennussektorin arvostuskertoimet ovat tulleet alas suhdanteiden pelkojen, mutta myös suhdannehuippua edustavan tuloskehityksen myötä. Oikealla näkyvissä pitkän aikavälin graafeissa näkyy Suomen rakennussektorin yhtiöiden arvostuksen kehitys 2000-luvulla. Trendi on ollut laskeva

jonkin aikaan, mutta nyt pientä piristymistä markkinasentimentissä on näkynyt.

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

Pidämme normaalitilanteessa hyväksyttävänä arvostushaarakkana Lehdolle noin 10-15x P/E-kertoimia ja noin 10-14x EV/EBIT-kertoimia. Tämä on mielestämme 2010-luvun sektorin kertoimiin nähden aika hyvin linjassa.

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

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

Sektorin FW P/E



Sektorin FW EV/EBIT



Arvonmääritys 2/5

Absoluuttinen arvostus

Mielestämme Lehdon osakkeen lähivuosien absoluuttinen arvostustaso on kokonaisuudessaan maltillisella tasolla (20-21e: P/E: 9x, EV/EBIT: 11x, EV/EBITDA 8x). Hyväksymämme arvostushaarukan alarajoilla (P/E: 11-15x, EV/EBIT: 10-14x) yhtiön osakkeen arvoksi muodostuu noin 1,9 euroa per osake.

Käytämme arvonmäärityksessämme kuluvan ja ensi vuoden kertoimia. Kuluvan vuoden kertoimilla Lehto on arvostettu korkeammalle alhaisesta tulostasosta johtuen. Annamme kuitenkin varovaisesti painoarvoa jo vuoden 2021e arvostukseen, sillä yhtiön hinnoittelu siirtyy nopeasti eteenpäin käänteen osoittaessa merkkejä paremmasta. Toisaalta myös tulostason pettäessä tukea jouduttaisiin hakemaan vuoden 2021 kertoimista.

Lehdon arvostuskertoimet tulevat viestimään näkemysmme mukaan toiveikkautta yhtiön tulostason käänteeseen ja nojaavat hyvin pitkälti markkinoiden luottamukseen yhtiön suorittamiseen. Jos saamme viitteitä paremmasta kehityksestä, voi kertoimet nousta merkittävästi vaikuttaen korkeilta vallitsevaan tulostason nähden. Sen vuoksi tiettyyn arvostukseen liaksi nojaaminen voi kostautua sijoittajalle. Osittain tästä johtuen pidämme nykyistä hyväksymäämme arvostushaarukkaa leveänä.

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

osakkeessa.

Osinko ei ole ajuri osakkeelle nykyisellään

Odotamme Lehdon jatkavan osingonmaksujaan nykyisillä ennusteillamme vasta mahdollisesti vuoden 2021 jälkeen (2020e osinkotuotto: 0 %). Osinko ei ole tällä hetkellä kuitenkaan merkittävä ajuri yhtiön osakkeelle eikä tarjoa tukea ennen kuin tuloskehitys on saatu vakautettua.

Verrokkiryhmä

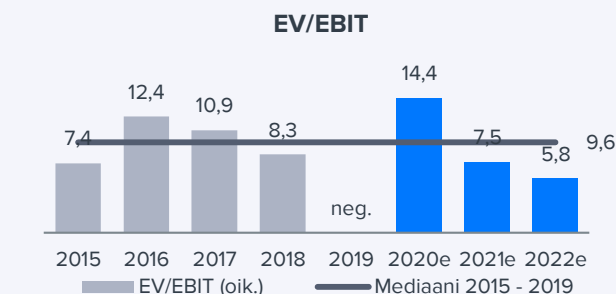
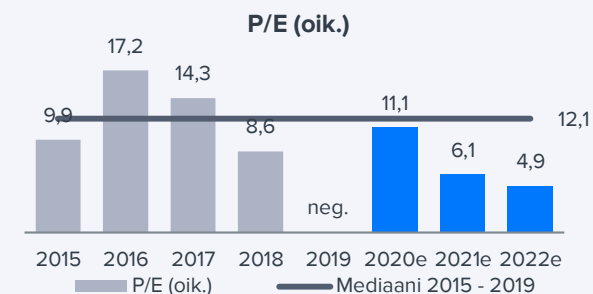
Lehdolle löytyy mielestämme suhteellisen hyvä rakennusyhtiöiden verrokkiryhmä, sillä Pohjoismaissa ja Suomessa on paljon perinteisiä rakennusyhtiöitä. Suurien perinteisten rakennusyhtiöiden prosessit, taserakenteet sekä liiketoiminta-alueet voivat erota kuitenkin hieman Lehdosta eikä yhtiökohtainen arvostus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

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

Suomesta verrokeiksi on valittu SRV, YIT ja Consti. YIT toimii muissa Pohjoismaissa, Baltissa ja Keski-Euroopassa, kun taas esimerkiksi SRV:llä pääomarakenne ja liiketoimintamalli on erilainen. Consti taas edustaa korjausrakentamista, ja vaikka Lehto ei korjaamista varsinaisesti enää teekään, on se kuitenkin hyvä verrokki Suomen rakennussektorilta.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	1,87	1,87	1,87
Osakemäärä, milj. kpl	58,3	58,3	58,3
Markkina-arvo	109	109	109
Yritysarvo (EV)	220	190	177
P/E (oik.)	11,1	6,1	4,9
P/E	11,1	6,1	4,9
P/B	0,9	0,8	0,7
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	9,6	5,8	4,7
EV/EBIT (oik.)	14,4	7,5	5,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,9 %	5,1 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 3/5

Verrokkianalyysi

Verrokkianalyysin kautta saamme osakkeelle noin 1,9 euron arvon.

Käytämme verrokkianalyysissa tulospohjaisia kertoimia, joista EV/EBIT-kerroin on erilaisten taserakenteiden vuoksi mielestämme P/E-kerrointa parempi mittari. Lehdon verrokkiryhmän 2020-2021e keskimääräinen (mediaani) EV/EBIT-kerroin on 11x ja P/E-kerroin noin 12x. Näihin nähden Lehto on nyt noin 10 % diskontolla hinnoiteltu.

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

Yhtiön tulos ei kuitenkaan ole normaalilla tasolla ja Lehdon arvostus tulee heilumaan merkittävästi käänteiden edetessä. Sen vertaaminen nykyisellään suoraan verrokkeihin voi johtaa harhaan.

Käänteiden edetessä yhtiölle tulee hyväksyä selkeä preemio lyhyellä aikavälillä ja taas katsottaessa pidemmälle normalisoituun tulokseen, on Lehdolle mielestämme oikeutettua antaa diskontto suuren epävarmuuden vuoksi.

Vuoden 2020 preemio ja vuoden 2021 diskontto tasapainottaa tätä näkemyksemme mukaan hyvin ja yhtiö on verrokkeihin nähden tällä hetkellä suhteellisen neutraalisti hinnoiteltu.

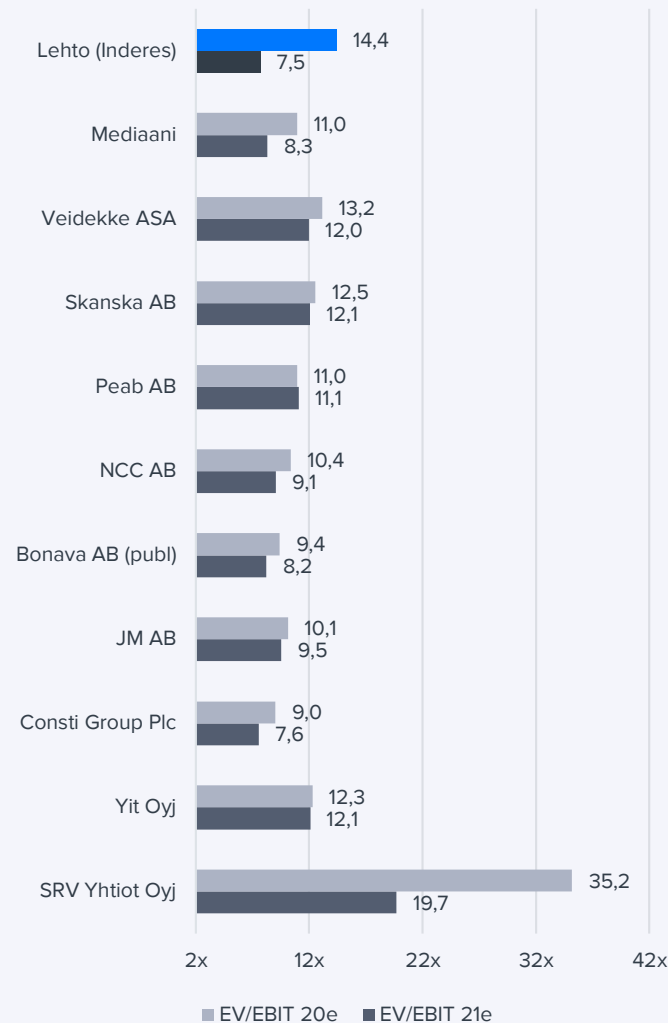
DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo Lehdon osakkeelle on 2,1 euroa osakkeelta.

Parametrien ja kassavirtojen heikon ennustettavuuden takia nojaamme siihen kuitenkin vähemmän kuin muihin menetelmiin. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaaliyksiköillä 2,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 6,0 %:iin liikevaihdosta ollen arvioimamme potentiaalin alarajoilla. Mallissa terminaaliyksiköiden painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on kohtuullisen maltillinen 39 %, mikä heijastelee yhtiön tulospäänteeeseen liittyviä odotuksia.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus on (WACC) on 12 % ja oman pääoman kustannus 15 %. Diskonttoarvot ovat viime aikaisen suorituksen, taloudellisen tilanteen ja liiketoiminnan syklisyyden vuoksi korkeita, mutta ennustettavuuden ja läpinäkyvyyden parantuessa sekä tulospäänteen onnistuessa voimme nähdä niissä laskuvaraa.

Verrokkiryhmän EV/EBIT (2020-2021e)



Arvonmääritys 4/5

Käypä arvo 2022 lopussa

Olemme pyrkineet hieman hahmottamaan miltä Lehdon osakkeen arvo voisi näyttää vuoden 2022 lopussa. Olemme pyrkineet valottamaan tällä hieman pidemmän aikavälin potentiaalia. Yhtiö on määritellyt omat pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet vuoteen 2022 asti, jonka vuoksi käytämme kyseistä vuotta. Sijoittajien on kuitenkin huomattava, että vuoteen 2022 on vielä pitkä matka ja se sisältää merkittäviä riskejä.

Perusskenaariossa tulostaso ennusteidemme mukainen

Saadaksemme Lehdolle arvion käyvistä arvosta täytyy meidän myös määritellä yhtiön tulostaso vuonna 2022. Perusskenaariona olemme käyttäneet omaa vuoden 2022 ennustettamme liikevaihdolle (609 MEUR) ja kannattavuudelle (EBIT-%: 5,2 %), joita pidämme tässä hetkessä

todennäköisimpänä skenaariona.

Aikaisemmin määrittelimme yhtiön nykyisen kannattavuuspotentiaalin olevan noin 7 %:ssa. Pidämme tasoa lyhyellä aikavälillä haasteellisena, minkä vuoksi se on meidän optimistisen skenaarion lähtökohta. Sen lisäksi optimistisessa skenaariossa yhtiö pääsisi hieman nopeammin kasvuun jälleen kiinni. Pessimistisessä skenaariossa kannattavuus jäisi matalalle tasolle ja liikevaihto jatkaisi edelleen laskuaan.

Perusskenaarion markkina-arvo: 311 MEUR

Käyttäen yhtiölle hyväksyttävänä arvostuskertoimena aikaisemmin määrittämämme haarukkamme puoliväliä (EV/EBIT 12x), saamme perusskenaariossa yritysarvoksi noin 383 MEUR. Tästä vähentämällä ennustamamme noin 72 MEUR:n nettovelat, saamme vuoden 2022 markkina-arvoksi noin 311 MEUR, joka tekee

nykyisillä osakemäärillä yhtiön osakkeen arvoksi noin 5,3 euroa.

Vuotuinen tuotto-odotus noin 45 %

Perusskenaarion vuotuiseksi tuotto-odotukseksi muodostuu noin 45 % kertoen yhtiön merkittävästä tuottopotentiaalista, jos kaikki menee suunnitelmien mukaan.

Tuottovaatimus on jokaisen sijoittajan oman harkinnan mukaan arvioitava, mutta meidän näkökulmastamme riskit puoltavat vielä varovaista lähestymistä seuraavalle 12 kuukaudelle. Hyvin korkeita riskejä sietävällä sijoittajalle Lehdossa on tarjolla jo hyvä tuotto-odotus, mutta muistutamme myös mahdollisesta skenaariosta, missä osakkeen arvo lähentelee lähivuosien aikana nollaa.

Eri skenaariot käyvälle arvolle			
	Pessimisti	Perus	Optimisti
Tulostaso			
Liikevaihto 2022e	548	609	670
EBIT-%	1,5 %	5,2 %	7,0 %
EBIT	8	32	47
Hyväksytty arvostustaso			
EV/EBIT	12	12	12
Osakekannan arvo			
Yritysarvo 2022e	99	383	563
Nettovelka 2022e	72	72	72
Markkina-arvo 2022e	27	311	491
Osakkeen arvo 2022e			
	0,5	5,3	8,4
Vuotuinen tuotto-odotus-%	-39 %	45 %	71 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 5/5

Tavoitehinta 1,90 euroa

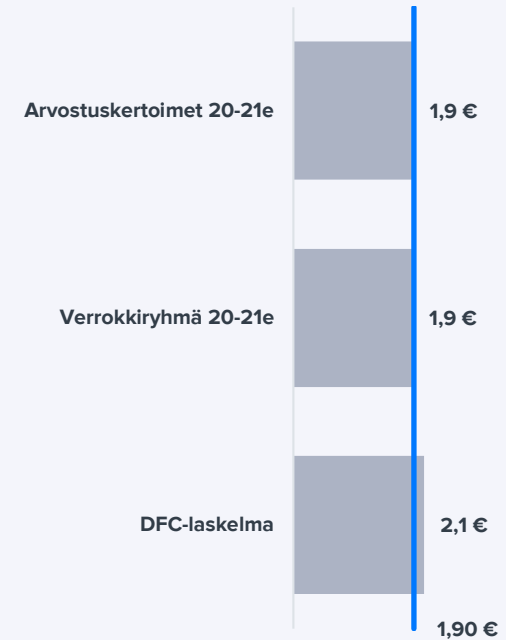
Laskemme Lehdon tavoitehinnan 1,90 euroon (aik. 2,2 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksen.

Yhtiön lähivuosien arvostuskertoimet ovat mielestämme maltilliset ja suhteellisesti yhtiö hinnoitellaan oikeutetusti pienellä diskontolla. Vaikka lähivuosien potentiaali käänteen toteutuessa on merkittävä, olemme vielä osakkeen suhteen varovaisella kannalla operatiivisten haasteiden, asuntomarkkinoiden epävarmuuden ja kireän taloudellisen tilanteen vuoksi.

Tavoitehintamme perustuu eri arvonmäärityksille antamiemme painoarvojen mukaiseen arvoon. Annamme selvästi isoimman painoarvon (80 %) absoluuttisille arvostuskertoimille. Pienemmälle painolle jää verrokkianalyysi ja DCF-laskelma.

Pidemmän aikavälin potentiaalisen käyvän arvon selkeästi nykyistä osakekurssia korkeampi arvo kuvastaa hyvin mielestämme osakkeen potentiaalia käänteen toteutuessa. Osakkeen riskit ovat kuitenkin merkittäviä ja kovan tuottopotentiaalin kääntöpuolella on, että pahimmassa tapauksessa tappioiden jatkuminen voi tarkoittaa koko pääoman menettämistä.

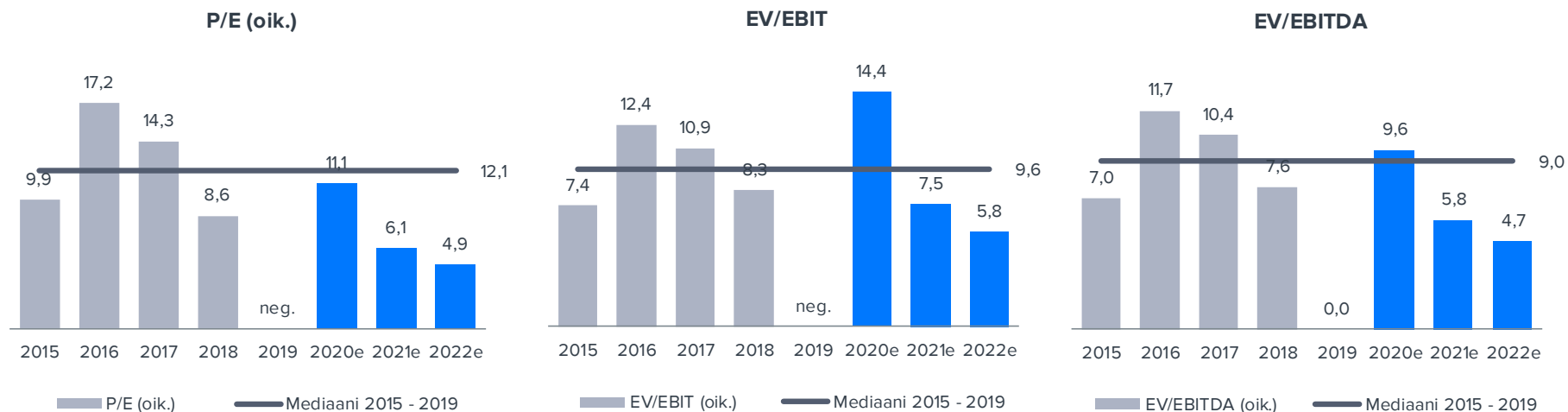
Tavoitehinnan määräytyminen



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,10	10,2	12,7	4,25	2,35	1,87	1,87	1,87	1,87
Osakemäärä, milj. kpl	41,1	54,1	58,3	58,3	58,3	58,3	58,3	58,3	58,3
Markkina-arvo	209	551	737	248	137	109	109	109	109
Yritysarvo (EV)	202	500	706	310	267	220	190	177	165
P/E (oik.)	9,9	17,2	14,3	8,6	neg.	11,1	6,1	4,9	4,3
P/E	9,9	17,2	14,3	8,6	neg.	11,1	6,1	4,9	4,3
P/B	6,3	4,8	4,9	1,5	1,2	0,9	0,8	0,7	0,6
P/S	0,8	1,5	1,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	1,4	1,2	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	7,0	11,7	10,4	7,6	neg.	9,6	5,8	4,7	4,0
EV/EBIT (oik.)	7,4	12,4	10,9	8,3	neg.	14,4	7,5	5,8	4,8
Osinkotuotto-%	3,5 %	2,2 %	2,7 %	5,6 %	0,0 %	0,0 %	4,9 %	5,1 %	11,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkitaulukko

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
SRV Yhtiot Oyj	1,20	72	493	35,2	19,7	18,7	13,8	0,5	0,5		40,0			1,0
Yit Oyj	5,99	1253	2183	12,3	12,1	9,6	9,4	0,7	0,7	11,7	10,4	5,0	5,3	1,1
Consti Group Plc	7,94	62	81	9,0	7,6	6,6	5,8	0,3	0,3	10,6	8,3	4,9	6,2	1,9
JM AB	275,10	1797	1893	10,1	9,5	10,1	9,5	1,3	1,2	12,9	12,1	4,8	4,9	2,4
Bonava AB (publ)	78,00	766	1420	9,4	8,2	9,3	8,1	0,9	0,9	7,6	6,5	5,8	6,4	
NCC AB	172,75	1759	1946	10,4	9,1	6,3	5,8	0,3	0,3	12,1	10,5	3,9	4,7	4,7
Peab AB	98,60	2423	3259	11,0	11,1	8,4	8,0	0,6	0,6	12,7	11,8	4,5	4,6	2,1
Skanska AB	212,10	7969	8852	12,5	12,1	10,0	9,5	0,5	0,5	14,3	13,6	3,1	3,5	2,4
Veidekke ASA	111,00	1440	1714	13,2	12,0	7,8	7,3	0,5	0,4	12,2	11,0	4,6	4,8	3,0
SERNEKE Group AB (publ)	71,30	120	269	10,7	8,3	9,1	7,2	0,4	0,3	9,0	6,8	4,7	6,1	0,7
Lehto (Inderes)	1,87	109	220	14,4	7,5	9,6	5,8	0,4	0,3	11,1	6,1	0,0	4,9	0,9
Keskiarvo				15,5	15,9	12,8	13,8	2,8	2,7	13,8	14,2	4,1	4,7	1,9
Mediaani				11,0	11,1	9,6	8,1	0,6	0,5	12,2	10,7	4,6	4,8	1,7
Erotus-% vrt. mediaani				31 %	-32 %	0 %	-28 %	-36 %	-39 %	-9 %	-43 %	-100 %	2 %	-49 %

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

Haettu 5.3.2020

DCF-laskelma

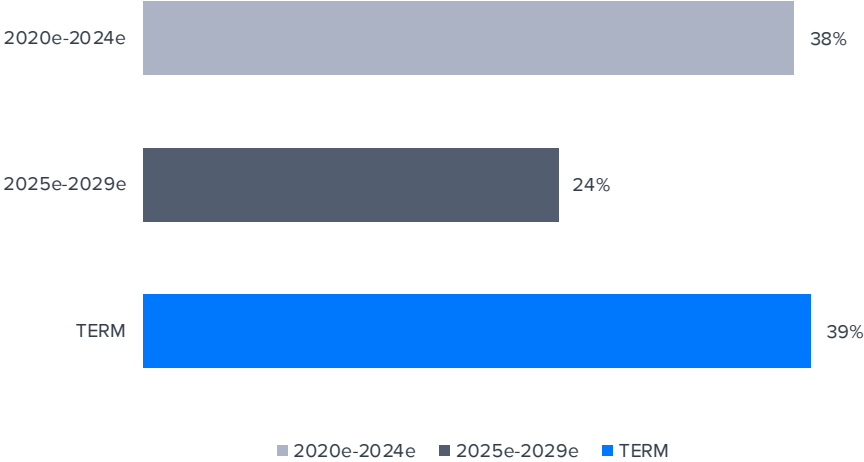
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	-41,8	15,3	25,2	30,5	34,1	57,6	49,9	41,1	42,1	43,2	44,3	
+ Kokonaispoistot	8,2	7,6	7,2	7,1	7,1	7,1	7,1	7,0	7,0	7,0	7,0	
- Maksetut verot	-0,7	-2,1	-4,4	-5,6	-6,3	-11,1	-9,6	-7,9	-8,1	-8,4	-8,7	
- verot rahoituskuluista	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	7,5	13,2	12,3	-4,1	-7,9	-9,1	-7,7	-6,0	-5,1	-5,3	-5,4	
Operatiivinen kassavirta	-27,6	33,5	39,8	27,5	26,4	44,0	39,3	33,9	35,6	36,3	37,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-6,4	-7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-16,0	-4,5	-6,8	-7,1	-7,2	-7,2	-7,2	-7,1	-7,1	-7,1	-9,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-50,0	21,6	32,9	20,4	19,3	36,8	32,1	26,8	28,5	29,2	27,4	
+/- Muut	99,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	49,0	21,6	32,9	20,4	19,3	36,8	32,1	26,8	28,5	29,2	27,4	296
Diskontattu vapaa kassavirta		19,7	26,8	14,8	12,5	21,3	16,6	12,4	11,7	10,7	9,0	97,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		253	233	207	192	179	158	141	129	117	106	97,4
Velaton arvo DCF		253										
- Korolliset velat		-189,1										
+ Rahavarat		59,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		123										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,9
Markkinoiden riski-premio	5,0 %
Likviditeettipremio	2,5 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	14,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



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 tulevista. 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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (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 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 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.12.2018	Lisää	5,00 €	4,42 €
9.1.2019	Vähennä	5,00 €	5,25 €
13.2.2019	Lisää	4,70 €	4,32 €
10.5.2019	Vähennä	2,90 €	3,03 €
29.5.2019	Vähennä	2,45 €	2,31 €
7.8.2019	Vähennä	1,90 €	1,97 €
16.8.2019	Vähennä	1,90 €	1,97 €
4.11.2019	Myy	1,50 €	2,02 €
8.11.2019	Vähennä	2,00 €	2,07 €
8.1.2020	Myy	1,90 €	2,34 €
4.2.2020	Vähennä	2,05 €	2,16 €
21.2.2020	Vähennä	2,20 €	2,29 €
8.3.2020	Vähennä	1,90 €	1,87 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suosustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suosustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suosustarkkuus



2017

Suosustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suosustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**