

Consti Yhtiöt

Yhtiöraportti

8/2019

Kannattavuuden korjausurakka jatkuu

Toistamme Constin vähennä-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 5,20 euroon (aik. 5,40 euroa). Odotamme Constin kannattavuuden nousevan kuluvana vuonna ja lähivuosina yhtiön jo toteuttamien toimenpiteiden myötä. Korostamme, että tähän ennustamaamme käänteeseen liittyy kuitenkin epävarmuutta ja on olemassa riski, että uusia projektiongelmia ilmenee myös vuonna 2019. Käänteeseen liittyvän epävarmuuden ja St.George -hankkeeseen liittyvän merkittävän riidan takia nykyistä korkeampi arvostustaso osakkeelle ei mielestämme ole perusteltu.

Korjausrakentamisen erikoisosaaja

Consti on vuonna 2008 perustettu korjausrakentamiseen ja kiinteistöjen teknisiin palveluihin keskittynyt yhtiö. Constin palvelutarjooma kattaa laaja-alaisesti Suomen korjausrakentamisen markkinasta pääosan käsittävistä talotekniikka-, julkisivu- ja sisätilojen saneeraustyöt -segmenteistä. Maantieteellisesti yhtiö on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja erityisesti Helsingin/Uudenmaan alueelle, josta syntyy noin 77 % yhtiön liikevaihdosta. Constin liiketoiminta on hyvin projektivetoista ja jatkuvien palveluiden osuus liiketoiminnasta on matala. Riskejä tasaa kuitenkin osittain vakaasti kehittyvät päämarkkinat, yhtiön hajautunut asiakas- ja projektiportfolio sekä joustava kapasiteetti.

Toimialan vakaat kasvunäkymät

Suomen noin 13 mrd. euron arvoisen talojen korjausrakentamisen markkinan kasvun ennustetaan jatkuvan vakaana pitkälle tulevaisuuteen rakennuskannan ikääntymisen ja useiden markkinaa tukevien trendien, kuten kiinteistöjen teknisten vaatimusten kasvun tukemana. Consti on markkinajohtajana, hyvän maantieteellisen asemoitumisensa, sekä kokonaisvaltaisen palvelutarjoomaansa ansiosta näkemyksemme mukaan hyvin positioitunut markkinoita nopeampaan kasvuun.

Yrittäjähenkinen käänneyhtiö ja kasvuyhtiö

Consti profiloituu mielestämme tällä hetkellä ensisijaisesti käänneyhtiöksi, mutta myös yrittäjähenkiseksi kasvuyhtiöksi. Yhtiön liiketoiminta painui tappiolliseksi vuosina 2017-2018 ja H1 2019 aikana projektiongelmien takia. Consti on käynnistänyt huomattavat toimenpiteet kannattavuuden korjaamiseksi ja arviomme mukaan myös uudisrakentamisen hiipumisen pitäisi vähitellen tukea yhtiön kannattavuutta rakentamisen arvoketjun helpottaessa. Pidämme todennäköisenä, että Constin kannattavuus tulee vähitellen lähivuosina nousemaan lähelle yhtiön vuosien 2013-2017 saavuttamaa keskimääräistä tasoa. Korostamme, että käänteeseen liittyy huomattava riita, joka voisi pahimmillaan ajaa Constin taloudellisesti hyvin ahtaalle ja pakottaa oman pääoman keräämiseen epäsuotuisin ehdoin.

Emme ole valmiita hyväksymään nykyistä korkeampia arvostuskertoimia osakkeelle

Perustamme Constin arvonmäärityksemme verrokkiryhmän arvostustasoon, osakkeen historialliseen arvostustasoon, hyväksymiimme arvostuskertoimiin ja DCF-laskelmaan. Eri arvostusmenetelmillä osakkeen arvo vaihtelee 5,1-6,1 EUR välillä. Constin matalat arvostuskertoimet ovat mielestämme tällä hetkellä perusteltuja kannattavuuskäänteeseen liittyvä epävarmuus ja hotelli St.George -hankkeeseen liittyvä riita huomioiden. Emme ole valmiita hyväksymään korkeampia arvostuskertoimia Constille ennen kuin yhtiö on pystynyt todistamaan saavuttaneensa kestävään kannattavuuskäänteen ja ennen kuin näkyvyys tulevaan kehitykseen on parantunut.

Analytiikko



Jesse Kinnunen
+358 503738027
jesse.kinnunen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä

5,20 EUR

Edellinen: 5,40 EUR

Osakekurssi: 5,16 EUR

Potentiaali: +0,8 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	316	330	334	340
kasvu-%	5 %	5 %	1 %	2 %
EBIT oik.	-2,1	5,0	7,3	10,0
EBIT-% oik.	-0,7 %	1,5 %	2,2 %	3,0 %
Nettotulos	-2,3	3,0	4,9	7,3
EPS (oik.)	-0,30	0,35	0,61	0,91

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

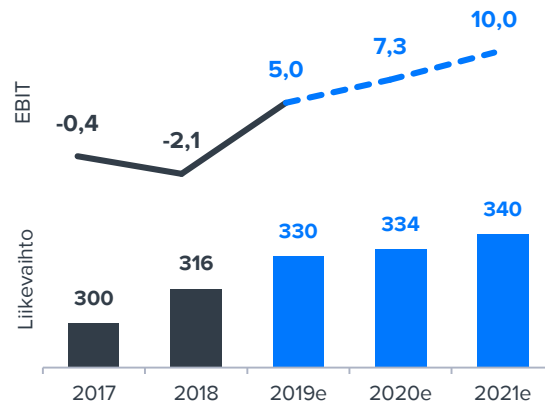
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



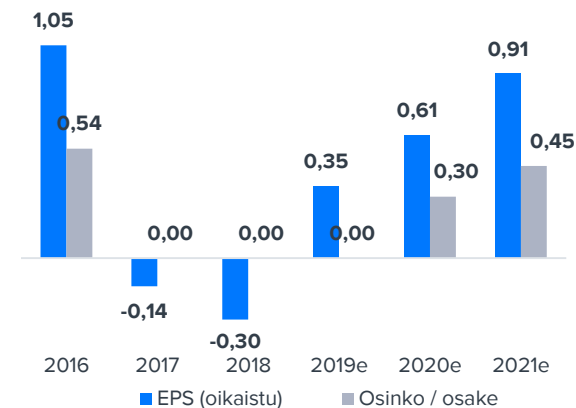
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Lähde: Inderes

EPS ja osinko per osake



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Liiketoiminnan uudelleenorganisointi
- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Kannattavuuden parannuspotentiaali



Riskitekijät

- Hotelli St.George-hankkeeseen liittyvä riita
- Projekti- ja sopimusriskit
- Markkina- ja toimialamuutokset
- Yrityskauppariskit
- Henkilöriskit



Arvostus

- Eri arvonmäärittämenetelmät antavat osakkeen arvoksi 5,1-6,1 euroa per osake
- Emme ole valmiita hyväksymään nykyistä arvostuskertoimia Constille ennen kuin yhtiö on pystynyt todistamaan saavuttaneensa kestävänn kannattavuuskäänteen



Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Sijoitusprofiili	10-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	13-17
Toimiala	18-20
Kilpailu	21-22
Taloudellinen tilanne	23-24
Ennusteet	25-27
Arvonmääritys	28-30
Taulukot	31-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Yhtiökuvaus

Korjausrakentamisen markkinajohtaja

Consti Yhtiöt on yksi Suomen johtavista kiinteistöjen korjausrakentamiseen ja taloteknisiin palveluihin keskittyneistä yhtiöstä. Konserni perustettiin vuonna 2008 ja se listautui Helsingin pörssiin vuoden 2015 lopulla. Vuonna 2018 Constin liikevaihto oli noin 316 MEUR ja yhtiön palveluksessa oli keskimäärin 1093 työntekijää.

Constin liiketoiminta on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja noin 77 % yhtiön vuoden 2018 liikevaihdosta muodostui Uudeltamaalta, noin 13 % Pirkanmaalta sekä noin 10 % Turun, Oulun, Hämeenlinnan ja Lahden seutukunnista.

Liiketoimintarakenne

Constin toiminta jaettiin helmikuussa 2019 toteutetun organisaatiouudistuksen jälkeen neljään eri liiketoiminta-alueeseen: Korjausrakentamisen palvelut taloyhtiöille, Korjausrakentamisen palvelut yrityksille ja sijoittajille, Korjausrakentamisen palvelut julkiselle sektorille sekä Talotekninen urakointi ja huolto. Kaikkiin liiketoiminta-alueisiin sisältyy palveluliiketoimintaa (Service-toiminta), jota ei raportoida omana liiketoiminta-alueena.

Ennen helmikuun 2019 organisaatiouudistusta yhtiön liiketoiminta-alueet jakautuivat seuraaviin osiin:

1. Taloteknisiin järjestelmiin, kuten lvi, sähkö ja automaatioon liittyviä asennus-, korjaus-, huolto- ja ylläpitopalveluita tarjoavaan Talotekniikkaan (2018:

33 % liikevaihdosta);

2. Rakennusten ulkovaipan (julkisivut, ikkunat, parvekkeet) ja piharakentamisen korjaus- ja huoltopalveluita sekä vuokratalojen peruskorjauksia ja taloyhtiöiden lisärakentamista tarjoavaan Julkisivuihin (2018: 40 % liikevaihdosta);

3. muiden kuin asuinrakennusten saneeraushankkeita ja käyttötarkoituksmuutoksia sekä pienurakoita ja huoltoa toteuttavaan Korjausrakointiin (2018: 27 % liikevaihdosta).

Lisäksi liiketoiminta-alueisiin sisältyvät palvelu-urakat sekä tekniset huolto- ja ylläpitopalvelut raportoitiin erikseen Service-liiketoimintana (2018: 13 % liikevaihdosta).

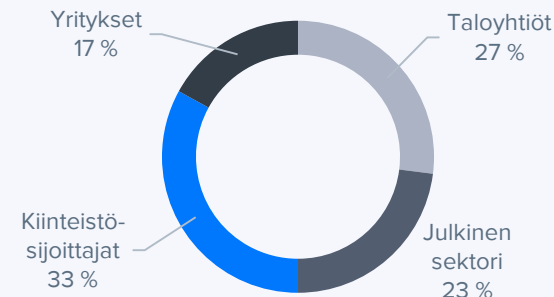
Yrityssostot vauhdittaneet kasvua

Yrityssostot ja liiketoimintakaupat ovat olleet ja ovat yhä tärkeä osa Constin strategiaa. Vuoden 2008 jälkeen Consti on toteuttanut yli 20 yritysostoa tai liiketoimintakauppaa, jotka ovat vauhdittaneet merkittävästi yhtiön kasvua erityisesti vuosina 2009-2011. Vuoden 2011 jälkeen yritysostoja on tehty vähemmän ja ne ovat keskittyneet yhtiön palvelutarjoaman ja osaamisen vahvistamiseen.

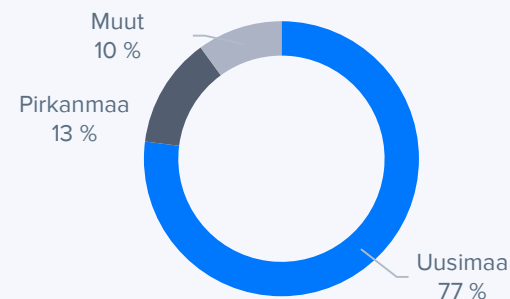
Henkilöstöllä merkittävä omistusosuus

Merkittävä osa Constin omistajakunnasta koostuu yritysostojen yhteydessä yhtiöön sitoutetuista avainhenkilöistä. Henkilöstö ja hallitus omistivat Q2'19 lopussa noin 24 % osakekannasta. Johdon suuri omistusosuus on mielestämme sijoittajien kannalta myönteinen asia, koska heillä on näin vahva kannustin kasvattaa omistaja-arvoa yhtiössä.

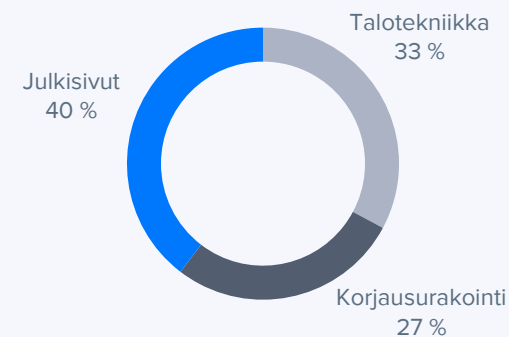
2018 liikevaihto asiakastyypeittäin



2018 liikevaihto alueittain



2018 liikevaihto vanha segmenttijako



Consti lyhyesti

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

2008

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

315,8 MEUR (+5,2 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

#1 markkina-osuus

Suomen korjausrakentaminen

-2,1 MEUR (-0,7 % lv:sta)

Liikevoitto 2018

1097

Henkilöstö Q2'19 lopussa

23

Yritysosta perustamisesta

2008-2012

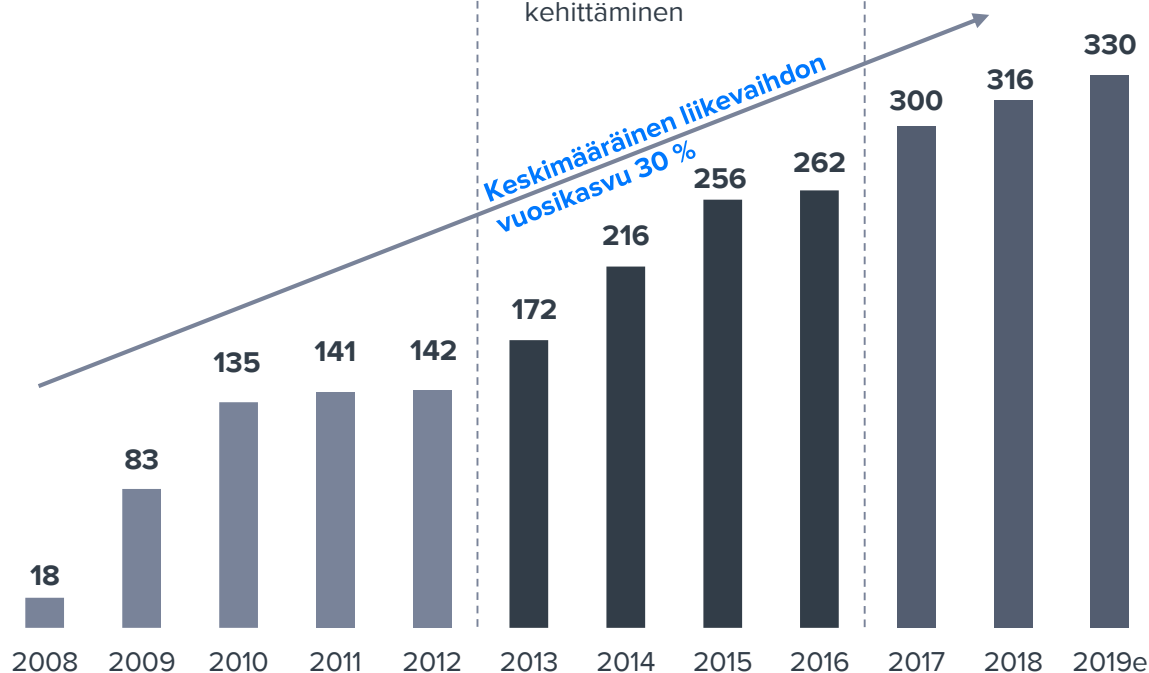
- Consti perustetaan korjausrakentamisen erikoisosaajaksi
- Voimakasta kasvua yritysostojen kautta

2013-2016

- Voimakas orgaaninen ja kannattava kasvu
- Listautuminen pörssiin 2015
- Yhtenäinen toimintamalli, projektinhallinta, myynnin ja markkinoinnin kehittäminen

2017-2019e

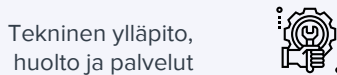
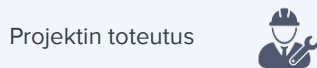
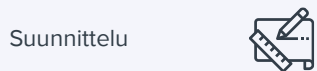
- Projektiongelmien alkavat 2017
- Johtajavaihdoksia
- Liiketoiminnan uudelleenorganisointia 2017-2019



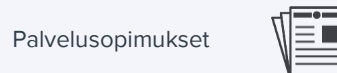
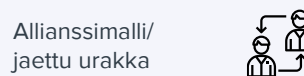
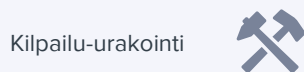
Kumppanit



Toiminnot



Tulolähteet



Liiketoimintaidea

Consti on yksi Suomen johtavista korjausrakentamiseen ja teknisiin palveluihin keskittyneistä yhtiöistä

CONSTI

- Tarjoaa kattavasti lähes kaikki korjausrakentamisen palvelut
- Keskittynyt maantieteellisesti Suomen kasvukeskuksiin
- Tarjoaa myös erilaisia käytön aikaisia huolto- ja ylläpitopalveluita

Resurssit

Tekninen osaaminen



Inhimillinen pääoma



Asiakassuhteet ja referenssit



Kilpailu

Talotekniikka-urakoitsijat:



Suuret rakennusliikkeet:



Keskisuuret rakennusliikkeet:



Pienet toimijat, "Isä, poika ja perävaunu" -toimijat, erikoistujat

Asiakassegmentit



Julkinen sektori 23 %



Yritykset 17 %



Kiinteistösijoittajat 33 %



Asunto-osakeyhtiöt ja isännöitsijät 27 %

Kustannusrakenne

noin 1093 hlö (2018)



Henkilöstökulut
(20 % kustannuksista)



Ostot
(20 %)



Ulkopuoliset palvelut
(53 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(7 %)



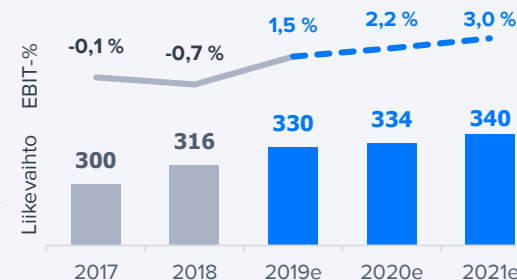
Palvelut
13 %



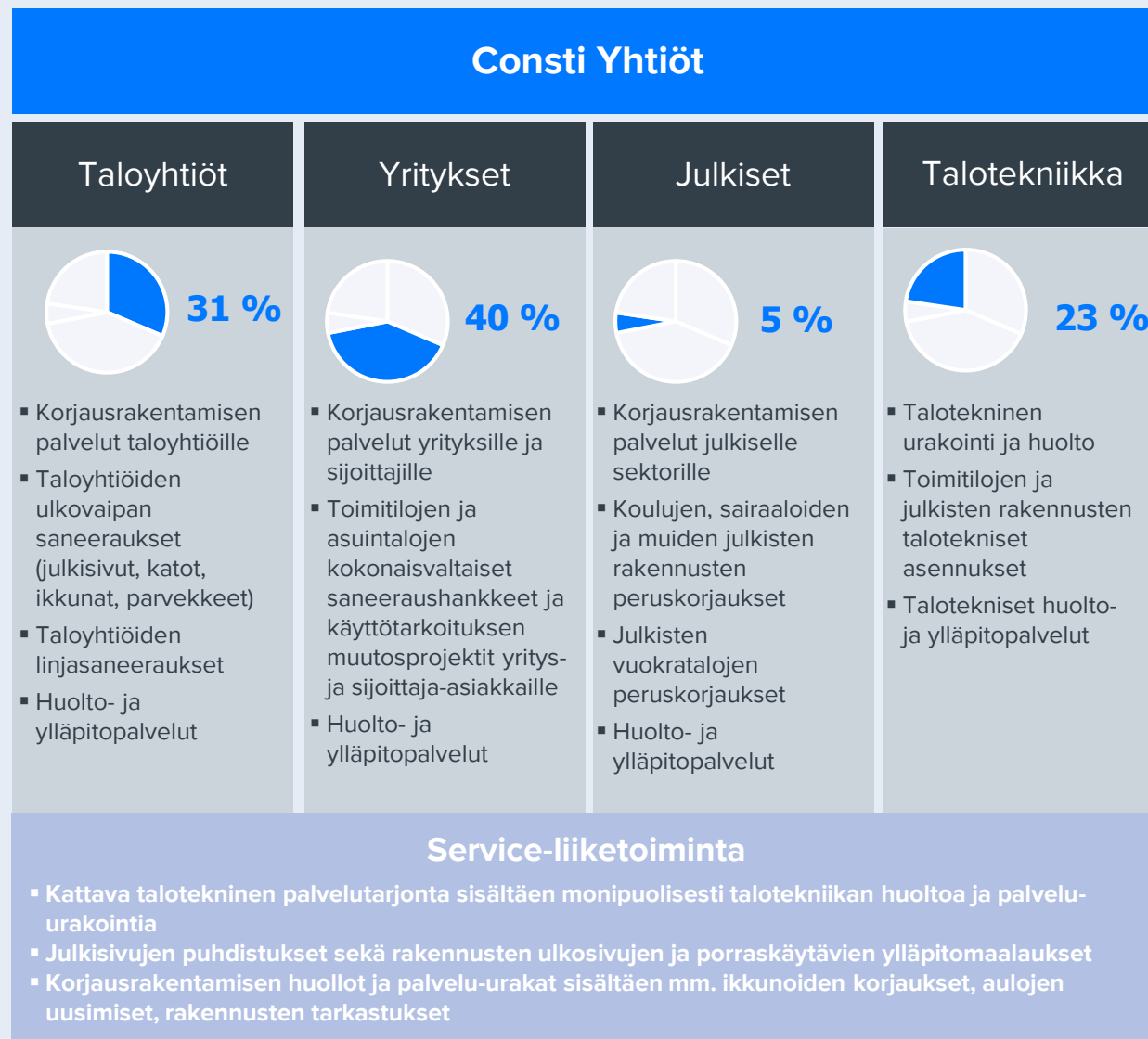
Projekti-toimitukset
87 %

Tulovirran jakautuminen

Liikevaihto 316 m€
EBIT -2,1 MEUR (2018)



Constin liiketoimintarakenne, 2018



**Projekti-
toimitukset
275 MEUR
(87 %)**

Oulu, Turku, Hämeenlinna, Lahti 10 %

Pirkanmaa 13 %

Uusimaa 77 %

**Palvelut
41 MEUR
(13 %)**

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli

Projektivetoinen liiketoimintamalli

Consti profiloituu liiketoimintamalliltaan vahvasti projektivetoiseksi palveluyhtiöksi ja jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta on matala. Service-liiketoiminnaksi määritellyn liikevaihdon osuus on noin 13 %, mutta merkittävä osa myös tästä muodostuu lyhytkestoisesta, projektiluonteista palvelu-urakoinnista.

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

Laaja projektiportfolio ja pieni hankekoko

Constin projektiportfolio on yhtiön kokoon ja muihin listattuihin rakennusyhtiöihin suhteutettuna lukumääräisesti suuri, mutta projektien mediaanikoko on suhteellisesti hyvin matala. Vuonna 2018 Constilla oli käynnissä yhteensä 874 projektia (2017: 895 kpl) ja projektien mediaanikoko oli 0,191 MEUR (2017: 0,181 MEUR). Vertailun vuoksi vuonna 2018 960 MEUR:n liikevaihdon tehneellä SRV:llä oli käynnissä viime vuonna noin 103 projektia, eli projektit olivat keskimääräiseltä arvoltaan noin 9 MEUR.

Constilla on kuitenkin ollut historiassa myös yksittäisiä suurempia projekteja, kuten vuonna 2017 sovittu 26 MEUR:n Hotelli Scandic Marskin peruskorjaus, vuonna 2018 sovittu Ässäkeskuksen

35 MEUR:n peruskorjausurakka ja vuonna 2019 sovittu 25 MEUR:n Myllypuron palvelukeskuksen peruskorjaushanke.

Tilaukannan näkyvyys lyhyehkö, mutta tuotantokapasiteetti on joustava

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

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

Skaalaedut rajallisia

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

kiinteiden kulujen skaalautumisen suhteen.

Monipuolinen ja laaja asiakasjakauma

Constin asiakasjakauma on suhteellisen monipuolinen ja viime vuonna vain yhden yksittäisen asiakkaan osuus liikevaihdosta ylitti 10 %. Constin pääasiakasryhmänä olivat vuonna 2018 noin 33 %:n osuudella kiinteistösijoittajat. Toiseksi suurimman asiakasryhmän muodostivat asunto-osakeyhtiöt ja isännöintiyhtiöt 27 %:n osuudella. Kolmanneksi suurin asiakasryhmä oli julkinen sektori ja liikelaitokset noin 23 %:n osuudella. Muiden yritysten osuus oli noin 17 %. Constin asiakaskunta on tyypillisesti hyvin vakavaraista, joten yhtiön luottotappiot ovat olleet historiallisesti suhteellisen matalat.

Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

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

Liiketoimintamallin investointitarpeet ovat myös maltilliset, sillä yhtiön kapasiteetti syntyy valtaosin henkilötöyvoimasta ja yhtiön kiinteiden investointien sekä tuotekehitystarpeiden osuus liikevaihdosta on hyvin matala. Pääasiassa investoinnit kohdistuvatkin yritysostoihin. Vuonna 2018 Constin investoinnit olivat noin 0,4 %:n liikevaihdosta.

Sijoitusprofiili

Yrittäjähenkkinen käänne- ja kasvuyhtiö

Consti profiloituu mielestämme tällä hetkellä ensisijaisesti käänneyhtiöksi, mutta myös yrittäjähenkiseksi kasvuyhtiöksi. Yhtiön liiketoiminta painui tappiolliseksi vuosina 2017-2018 projektiongelmien takia. Consti on käynnistänyt huomattavat toimenpiteet kannattavuuden korjaamiseksi ja arviomme mukaan myös uudisrakentamisen hiipumisen pitäisi vähitellen tukea yhtiön kannattavuutta rakentamisen arvoketjun helpottaessa. Pidämme todennäköisenä, että Constin kannattavuus tulee vähitellen nousemaan jo toteutettujen uudistusten myötä. Korostamme, että käänneeseen ja sen ajoittumiseen liittyy kuitenkin riskejä. Näiden lisäksi yhtiön riskiprofiilia nostaa St.George-hankkeeseen liittyvä huomattava riita.

Historiansa kautta Constin omistaja- ja liiketoimintarakenne nojaavat vahvasti yrittäjähenkiseen toimintatapaan, joka näkyy sijoittajille joustavuutena ja kasvuhakuisuutena. Henkilöstö ja hallitus omistavat yhtiöstä noin 24 %.

Yrityskaupat keskeisessä roolissa

Yrityssostot ovat keskeinen osa Constin strategiaa. Toimiala on hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöstä on runsasta. Constilla on historiallisesti vahvat näytöt onnistuneista yrityskaupoista ja omistaja-arvon luomisesta. Consti on tehnyt historiansa aikana tähän mennessä yli 20 yritysostoa.

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

omistaja-arvoa.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Constin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

Liiketoiminnan uudelleenorganisointi: Constilla oli vuosina 2017-2019 merkittäviä projektiongelmia, joiden takia yhtiön kannattavuus heikentyi ja myös mm. toimitusjohtaja irtisanottiin. Vuonna 2019 Consti käynnisti ohjelman parantaakseen kannattavuuttaan ja yhtiö myös muutti organisaatorakennettaan. Mikäli Constin käänneohjelma onnistuu, on yhtiöllä edellytykset nostaa kannattavuuttaan takaisin vuoden 2016 tasolle teoriassa nopeastikin (EBIT-% 4,2 %), jolloin myös osakkeen arvostustaso voi korjaantua nopeasti.

Vahva orgaaninen kasvu: Korjausrakentamisen pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat vakaat ja Constilla on vahvan markkina-aseman, laajan palvelutarjoon ja kasvukeskuksiin fokuusoitumisen kautta edelleen hyvät edellytykset toimialaa nopeampaan kasvuun.

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

Kannattavuuden parantaminen: Constilla on potentiaalia parantaa kannattavuutta pitkällä aikavälillä erityisesti myyntimixin optimoinnin ja kiinteiden kulujen skaalautumisen kautta.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

St.George-hankkeeseen liittyvä riita. Constin riskiprofiilia nostaa hotelli St.George-hankkeeseen liittyvä merkittävä riita, jossa Consti vaatii välimiesmenettelyssä noin 13 MEUR:n suoritusvaatimusta ja vastapuoli esittää alustavasti enintään noin 20 MEUR:n vaatimusta. Pahimmillaan riita voisi ajaa Constin taloudellisesti hyvin ahtaalle ja pakottaa oman pääoman keräämiseen epäsuotuisin ehdoin.

Markkina- ja toimialariskit: Consti toimii projektivetoisella ja henkilötyövaltaisella toimialalla, minkä vuoksi kapasiteetin käyttöasteet voivat vaihdella nopeasti ja heikentää tuloskehitystä. Toimiala on lisäksi hyvin pirstaloitunut ja alalietulokynnys on matala, mikä voi muuttaa nopeasti kilpailutilannetta ja heikentää Constin markkina-asemaa.

Projekti- ja sopimusriskit: Merkittävä osa Constin liikevaihdosta perustuu kiinteähintaisiin projektisopimuksiin, joihin liittyy projektien hallintaan, hinnoitteluun, takuisiin ja laatuun liittyviä riskejä. Nämä riskit realisoituivat osittain vuosina 2017-2019 ja tämän myötä yhtiön kannattavuus heikkeni.

Yrityskauppojen epäonnistuminen:

Yrityskauppojen strukturointiin, hinnoitteluun, avainhenkilöiden sitouttamiseen ja yhtiöiden integrointiin osaksi Constia liittyy riskejä.

Henkilöriskit: Constin liiketoiminta ja kasvu on hyvin riippuvaista henkilöstön saatavuudesta ja osaamisesta. Toimialalle on tyypillistä, että osaajista syntyy pulaa erityisesti silloin, kun kysyntätilanne uudisrakentamisessa on vahva.

Sijoitusprofiili

1.

Yhtiön fokus kannattavuudessa

2.

Potentiaallinen käänneyhtiö

3.

Yrittäjähenkisyys

4.

Markkinan kasvunäkymät hyvät

5.

Yritysostot mahdollisuus

Potentiaali



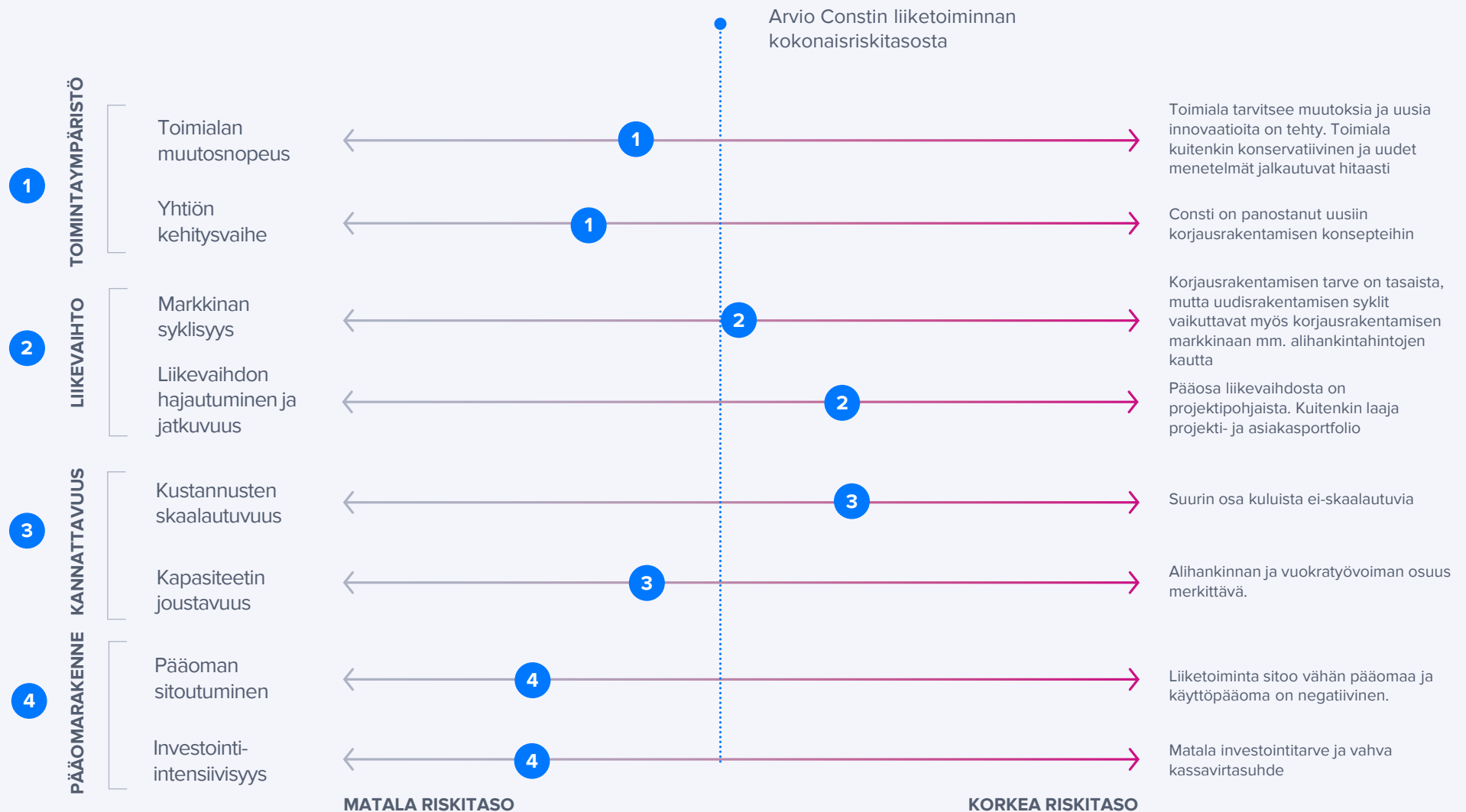
- Liiketoiminnan uudelleenorganisointi
- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Kannattavuuden parannuspotentiaali

Riskit



- Hotelli St.George-hankkeeseen liittyvä riita
- Projekti- ja sopimusriskit
- Markkina- ja toimialamuutokset
- Yrityskauppariskit
- Henkilöriskit

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategian ensimmäisenä teemana kannattavuus

Constin nykyinen 2017-2021 strategia korostaa kannattavuutta ja yhtiö kertoi 2018 vuosikertomuksessa kannattavuuden parantamisen olevan ensisijainen tavoite myös vuonna 2019. Strategiset tavoitteet ovat keskimäärin 10 %:n vuosikasvu nykyliiketoiminnoissa, suhteellisen kannattavuuden parantaminen sekä kasvu uusissa liiketoiminnoissa.

Merkittävä osa kannattavuuden parantamisessa on toimintatapojen yhtenäistäminen työmailla ja hallinnossa. Osa strategiaa kannattavuuden parantamiseksi on myös teollisten tuotantotapojen ja palveluiden tuotteistaminen osaksi korjausrakentamista. Consti pyrkii strategiassaan laajentumaan korjausrakentamisen arvoketjussa mm. olemalla yhä laajemmin mukana suunnitteluvaiheesta käytön ja ylläpidon aikaisiin palveluihin. Tähän liittyy vahvasti toimiminen uusien korjausrakentamisen toteutusmuotojen ja teknologioiden kehittämisessä.

Yhtiö ei ole vielä saavuttanut kannattavuustavoitettaan

Constin kannattavuus kehittyi vuosina 2013-2016 askel askeleelta kohti 5 %:n liikevoittomarginaalitavoitetta, mutta vuonna 2017 kehitys otti askeleen taaksepäin yhtiön projektitoimitusten odotettua heikomman kannattavuuden takia ja yhtiön liiketulos painui tappiolle. Liiketulos säilyi tappiollisena myös vuonna 2018. Emme ennusta tällä hetkellä

perusskenaariossamme Constin saavuttavan kannattavuustavoitettaan.

Kannattavuustavoitteen saavuttamisessa voisi arviomme mukaan olla mahdollista pidemmällä aikavälillä kasvun kautta, sillä tämä mahdollistaisi kiinteiden kulujen skaalautumisen ja myyntimixin parantamisen.

Kannattavuutta ja suorituskykyä parantavat toimenpiteet

Consti aloitti vuoden 2017 lopussa toimenpiteet kannattavuuden palauttamiseksi, joita on jatkettu vuoteen 2019. Yhtiö on mm. uudelleenorganisoinut liiketoimintojaan, tiukentanut tarjoustoimintaansa ja ajanut useita kannattavuutta ja kilpailukykyä parantavia toimia.

Vuosina 2017-2018 yhtiö toteutti sen Talotekniikan yksikön uudelleenorganisoinnin ja vuosina 2018-2019 Julkisivujen Asuntokorjausyksikön uudelleenorganisoinnin. Yksiköissä tehtiin henkilövaihdoksia, minkä lisäksi vastuita täsmennettiin.

Helmikuussa 2019 yhtiö käynnisti uuden ohjelman parantaakseen kannattavuuttaan ja kilpailukykyään. Ohjelman keskeisenä runkona on luoda asiakaslähtöinen organisaatorakenne, joka siirtää liiketoiminnan johtamisen lähemmäksi työmaatoteutusta ja tehostaa liiketoiminnan sisäisiä palveluita. Lisäksi ohjelmalla tavoitellaan riskienhallinnan ja organisaation reagoitakyvyn parantamista. Se sisältää myös yhteisten prosessien ja toimintatapojen kehittämistä. Uusi organisaatorakenne astui voimaan 18.2.2019.

Ohjelmalla tavoitellaan noin 2 MEUR:n vuotuisia kustannussäästöjä ja sen odotetaan vaikuttavan täysimääräisesti vuoden 2020 alusta lähtien. Summaan sisältyy vuoden 2018 lopussa käynnistetyt toimenpiteet ja näillä tavoitellut säästöt. Ohjelman kustannusten arvioidaan olevan yhteensä n. 0,5 MEUR, jonka arvioidaan toteutuvan 2019 aikana.

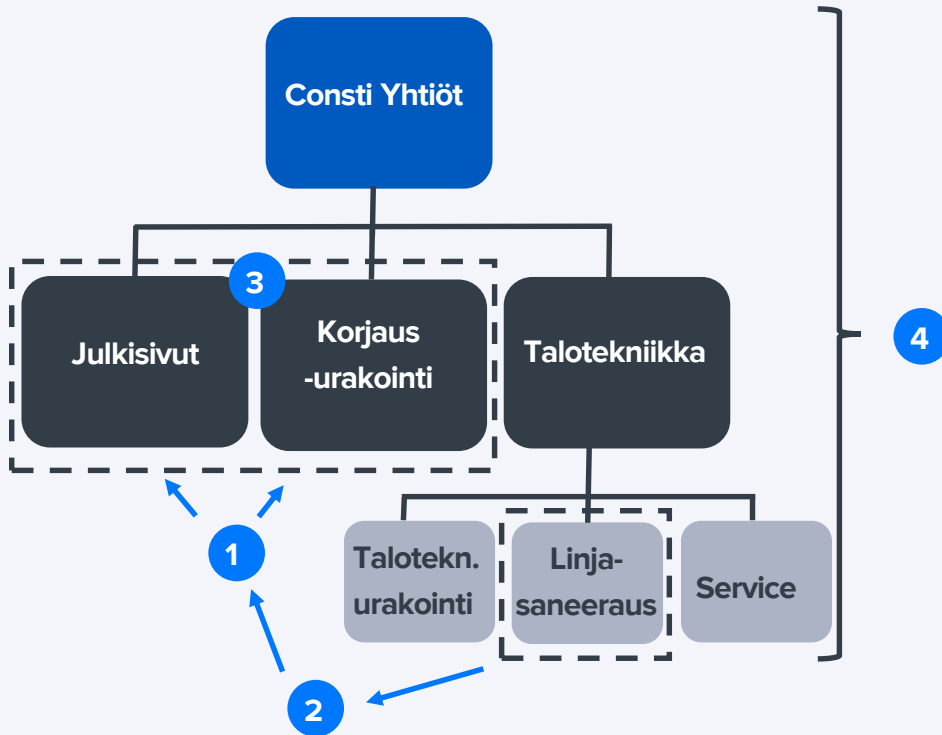
Kyseessä on huomattava uudistus ja käytännössä liiketoiminta organisoidaan neljään kokonaan uuteen liiketoiminta-alueeseen. Tavoitellut 2 MEUR ovat kiinteiden kulujen säästöjä ja osa toimenpiteistä säästöjen saavuttamiseksi on jo toteutettu. Pidämme 2 MEUR:n säästötavoitetta uskottavana ja odotamme uudistuksen myös parantavan yhtiön riskienhallintaa ja tehokkuutta.

Keskeisen osa yhtiön käänneohjelmaa on parempi riskienhallinta. Tämä saavutetaan valikoivammalla ja tiukemmalla tarjoustoiminnalla. Yhtiö ei esimerkiksi enää tee vaativia käyttötarkoituksimuutoksia, joissa hankkeen toteutusmuoto ei ole tasapainossa projektin riskeihin ja tuottopotentiaaliin nähden.

Consti on jalkauttanut projektinhallinnan yhtenäisiä menettelytapoja koko konserniin ja vuonna 2019 yhtiö ottaa uuden projektinhallintajärjestelmän käyttöön koko konsernissa. Pidämme todennäköisenä, että nämä tulevat jatkossa tehostamaan yhtiön toimintaa.

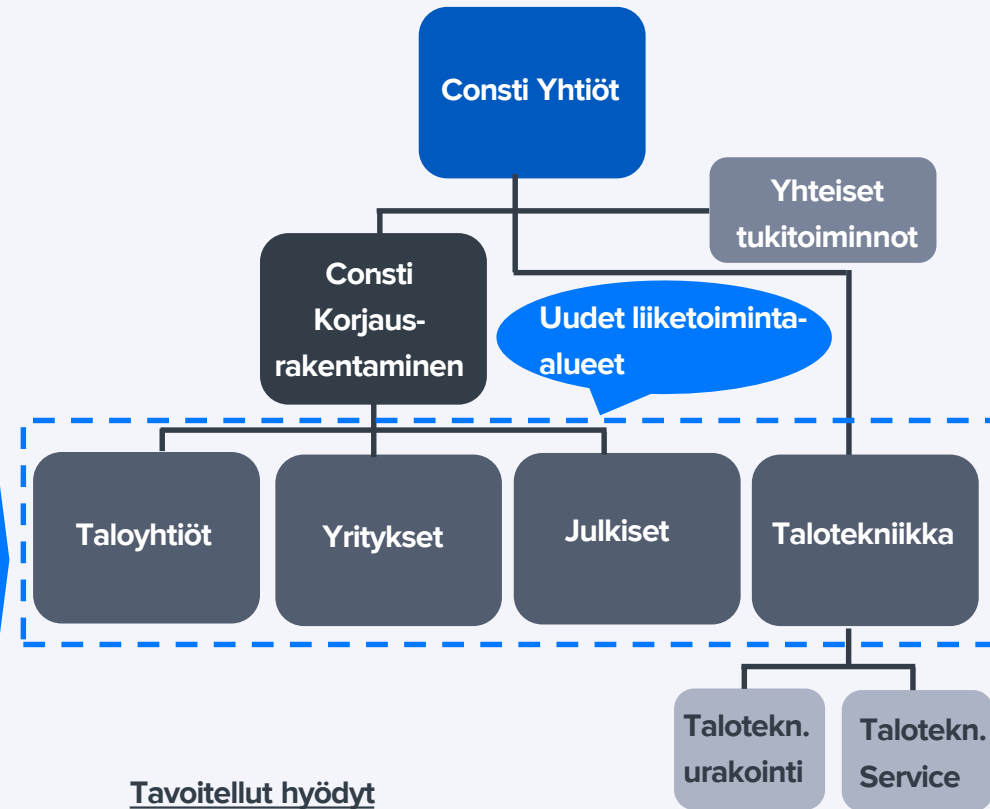
Constin organisaatiomuutos

Vanha organisaatiomalli ja muutos rakenteessa



- 1 Julkisivut ja Korjausurakointi yhdistetään yhdeksi uudeksi liiketoimintakokonaisuudeksi: Consti Korjausrakentaminen
- 2 Linjasaneerausliiketoiminta siirretään osaksi uutta Korjausrakentamisen liiketoimintakokonaisuutta
- 3 Uusi korjausrakentamisen liiketoimintakokonaisuus jaetaan kolmeen asiakaslähtöiseen liiketoiminta-alueeseen
- 4 Tukitoiminnot yhdistetään palvelemaan koko konsernia

Uusi organisaatiomalli ja tavoitellut hyödyt



Tavoitellut hyödyt

- 1 Konsernin strategian jalkautuksen edesauttaminen
- 2 Liiketoiminnan asiakaslähtöisyyden ja tehokkuuden parantuminen
- 3 Osaamiskeskittymien muodostuminen ja resurssoinnin joustavuus
- 4 Riskienhallinnan ja organisaation reagoitavuuden parantuminen
- 5 2 MEUR:n vuosittaiset kulusäästöt, täysimääräisesti 2020 lähtien

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Täydentävät yritysostot osa strategiaa

Pidämme Constin liikevaihdon kasvutavoitetta lähivuosina haastavana saavuttaa puhtaan orgaanisen kasvun kautta. Consti on projektiongelmien myötä tiukentanut tarjouskriteereitään ja arvioimme lisäksi yhtiön keskittyvän tällä hetkellä enemmän kannattavuuteen kuin kasvuun.

Mikäli Constin kasvutavoitteeseen lasketaan mukaan myös yritysostot, on tavoite arviomme mukaan toteuttamiskelpoinen. Constilla on historiallista näyttöä ja kokemusta useidenkin yritysostojen toteuttamisesta lyhyellä periodilla. Constille on kertynyt toimintahistoriansa aikana kokemusta yli 20:sta yritysostosta ja yhtiöllä on vahvat näytöt integraatioiden onnistuneesta toteutuksesta. Arviomme mukaan yhtiön tämänhetkinen taloudellinen tilanne ei kuitenkaan mahdollista merkittäviä yrityskauppoja.

Consti hakee yrityskaupoilla erityisesti liiketoiminta-alueiden osaamista, maantieteellistä peittoa ja asiakaskantaa täydentäviä alueita, skaalaetuja sekä liiketoimintoja, joissa yhtiö näkee mm. rakennemuutosten myötä merkittävää kasvupotentiaalia. Korjausrakentamisen toimiala on hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöistä on runsasta.

Selkeä kriteeristö yritysostoille

Consti on luonut tarkan kriteeristön yritysostokohteiden kartoittamiseen, jolla pyritään löytämään yhtiön strategiaa parhaiten tukevia kohteita. Kriteerien mukaan: 1) Yritysostojen pitää tukea Constin strategisten tavoitteiden saavuttamista, 2) kohdeyhtiöiden pitää olla taloudelliselta kehitykseltään ja asiakassuhteiltaan

vahvoja, 3) ostokohteilla ei saa olla merkittäviä päällekkäisyyksiä Constin kanssa, sekä 4) ostokohteen johdon pitää olla sitoutunut yrityskaupan toteutukseen. Yrityskauppakriteeristön perusteella Consti on aikaisemmin kertonut, että sillä on karkeasti noin 50:n potentiaalisen yritysostokandidaatin lista.

Yritysostot rahoitetaan osakkeiden ja käteisen yhdistelmällä

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

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

Yritysostoissa merkittävä omistaja-arvon luontipotentiaali

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

Constin oma EV/EBITDA-kerroin (2019e) on tällä hetkellä noin 6,6x tasolla, joten 4x kertoimella ostetun yhtiön arvo nousisi teoriassa yli 60 % samalla hetkellä, kun Consti ostaa liiketoimintaan oikeuttavat osakkeet.

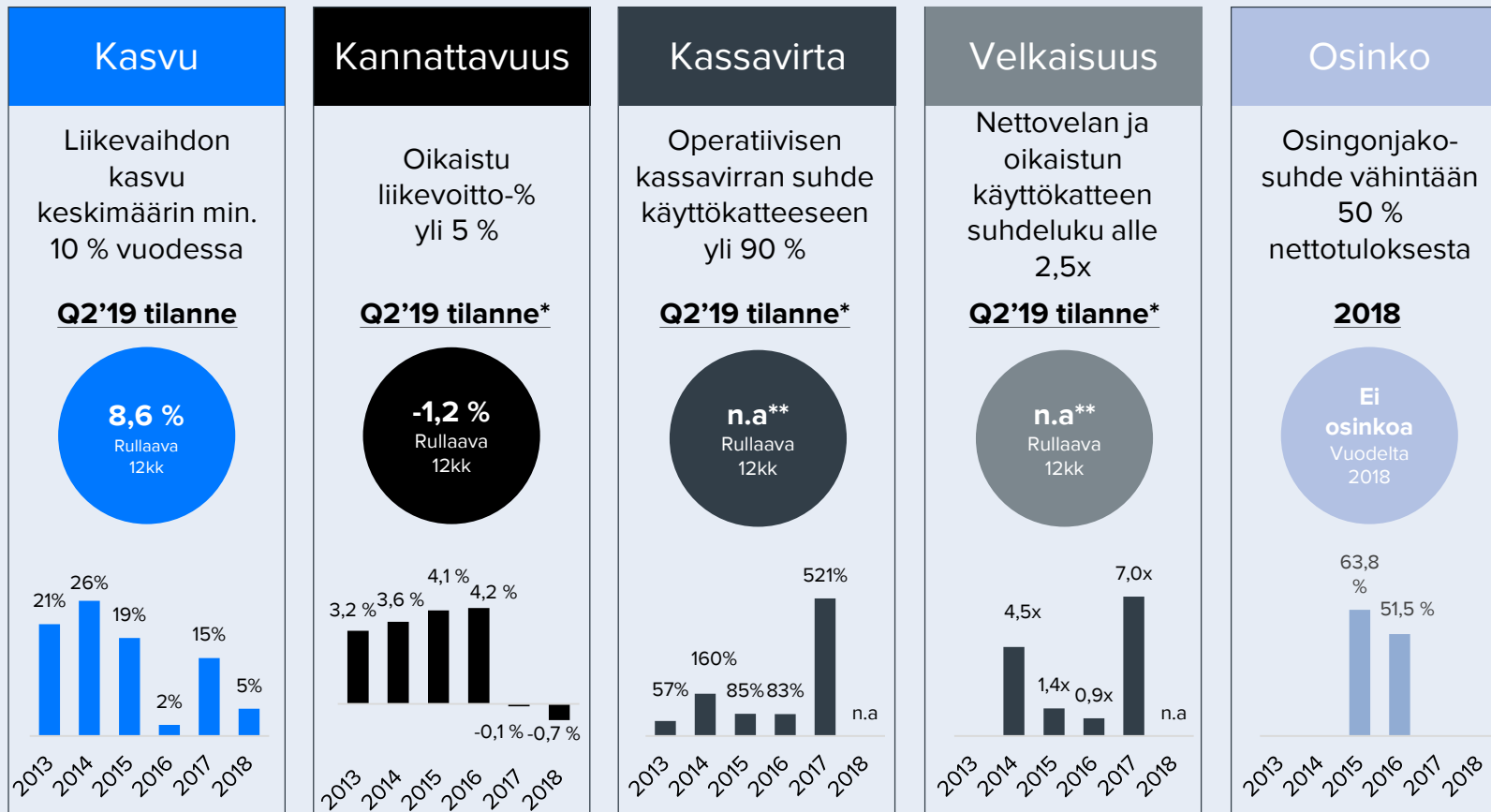
Constin kriteeristö yritysostoille



Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla



Strategia ja taloudelliset tavoitteet



*IFRS 16 -oikaisua ei ole tehty vuosien 2013-2018 historialukuihin

**Käyttökate negatiivinen

Lähde: Consti, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet



Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Korjausrakentamiseen keskittynyt uusi yhtiö luotu Suomeen
- Markkinajohtajuus saavutettu
- Ostetut yhtiöt integroitu konserniin onnistuneesti
- Kattava palvelutarjonta tärkeillä Pääkaupunkiseudun, Pirkanmaan ja Oulun markkinoilla
- Selkeä strategia ja tavoitteet asetettu
- Uusi organisaatorakenne ja askelmerkit kannattavuuskäänteeseen luotu

Lähitulevaisuus 1-2v

- Organisaatiomuutoksen saattaminen loppuun
- Strategian ja uusien toimintamallien jalkauttaminen organisaatioon
- Kustannussäästöjen saavuttaminen ja kannattavuuden parantaminen
- Riskienhallinnan parantaminen
- St.George -riidan ratkaiseminen

Seuraavat 5 vuotta

- Vahvan markkina-aseman ylläpitäminen
- Hallitun orgaanisen kasvun jatkaminen
- Uusien yritysostojen tekeminen
- Skaalaetujen hyödyntäminen kilpailussa
- Osingonmaksukyvyyn palauttaminen ja pääomarakenteen optimointi
- Negatiivisen käyttöpääoman ja vahvan kassavirran ylläpitäminen
- Palvelujen tuotteistaminen ja laajentuminen korjaamisen arvoketjussa

Toimiala

Päämarkkinana kasvukeskusten korjausrakentaminen

Consti toimii pääasiassa Suomen kiinteistöjen korjausrakentamisen markkinassa, mutta talotekniikan osalta myös uudisrakentamisen markkinakehitys on yhtiölle olennainen ajuri. Arvioimme Constin uudisrakentamisen liikevaihdon osuudeksi noin 11 % vuonna 2018. Maantieteellisesti Constin toiminta keskittyy kasvukeskuksiin, Uudellemaalle, Pirkanmaalle, sekä Turun, Lahden, Hämeenlinnan ja Oulun alueelle.

Korjausrakentamisen markkina kasvaa vakaasti

Korjausrakentamisen osuus Suomen noin 28,2 mrd. euron arvoisesta talonrakentamisen markkinasta oli vuonna 2018 noin 46 %. Korjausrakentamisen volyymi on kasvanut viimeisen vuosikymmenen ajan vakaasti, keskimäärin noin 1,7 % vuodessa, kun taas talonrakentamisen uudistuotannon volyymikasvu on heitellyt voimakkaasti ja laskenut keskimäärin noin 1,3 % vuodessa.

Rakennusteollisuus RT ennustaa Suomen korjausrakentamisen kasvavan 1,8 % vuonna 2019 ja Euroconstruct vastaavasti noin 1,6 % vuosina 2018-2021. Korjausrakentamisen kasvua ajaa rakennuskannan keski-ään nousu ja tyypilliseen peruskorjausikään tulevien (n. 50-vuotta) vanhojen rakennuksien osuuden kasvu rakennuskannasta. Nyt peruskorjausikässä olevien 60-luvun rakennusten osuus Suomen rakennuskannasta on noin 11 %, kun 2020- ja 2030-luvulla korjausikään tulevien 1970- ja 1980-luvun rakennusten osuus on noin 17 % ja 18 %.

Lisäksi korjausrakentamisen kasvua tukee mm.

nousevat energiakustannukset ja -tehokkuusvaatimukset, rakennusten käyttötarkoituksuu muutosten määrän lisääntyminen, väestön ikääntymisen myötä kasvavat esteettömyysvaatimukset, sekä talotekniikan määrän ja vaatimustason kasvu.

Suomen talonrakentamisen uudistuotantoon odotetaan vuosille 2019-2020 vaatimatonta kehitystä. Euroconstruct ennustaa uudisrakentamisen laskevan 3,2 % vuonna 2019 ja 6,4 % vuonna 2020. Asuntoaloitusten määrän osalta Rakennusteollisuus RT ennustaa tätäkin voimakkaampaa noin 8 %:n laskua vuodelle 2020. Uudisrakentamisen hiipuessa rakentamisen arvoketjun pitäisi Constin kannalta helpottaa ja tämän pitäisi mahdollistaa aikaisempaa korkeampi kannattavuus ja tehokkuus. Toisaalta, myös kilpailu erityisesti suurista korjausurakoista voi kiristyä, kun uudisrakentaminen hiipuu. Emme odota markkinan tarjoavan tukea Constille vielä tänä vuonna, mutta odotamme kehityksen hieman tukevan yhtiön kannattavuutta vuonna 2020.

Korjaaminen keskittyy kasvukeskuksiin ja asuinrakennuksiin

Korjausrakentamisen kasvu keskittyy tulevaisuudessa ennusteiden mukaan entistä vahvemmin kasvukeskuksiin, sillä korjausikään tuleva rakennuskanta sijaitsee pääosin kasvukeskuksissa ja muuttoliike näille alueille on voimakkainta. Esimerkiksi Rakennusteollisuus RT:n mukaan Helsingin seudun osuus asuinrakennusten korjaustarpeesta on 25 %. Constille olennaisten Tampereen, Turun, Lahden ja Oulun alueiden osuus on puolestaan noin 21 %. Arvioimme kasvukeskuksissa korjausrakentamisen kasvuvauhdin olevan

lähivuosina selvästi nopeampaa verrattuna koko markkinan keskimääräiseen kasvuvauhtiin. Kasvukeskuksien ulkopuolella korjausrakentamisen kasvun arvioimme sen sijaan olevan selvästi markkinakeskiarvoa vaisumpaa, koska kiinteistöjen korjaaminen tulee olemaan näillä alueilla muuttoliikkeen vuoksi entistä useammin taloudellisesti kannattamatonta. Tällä hetkellä isoimpien kaupunkiseutujen osuus korjausrakentamisen markkinasta on noin 58 %.

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

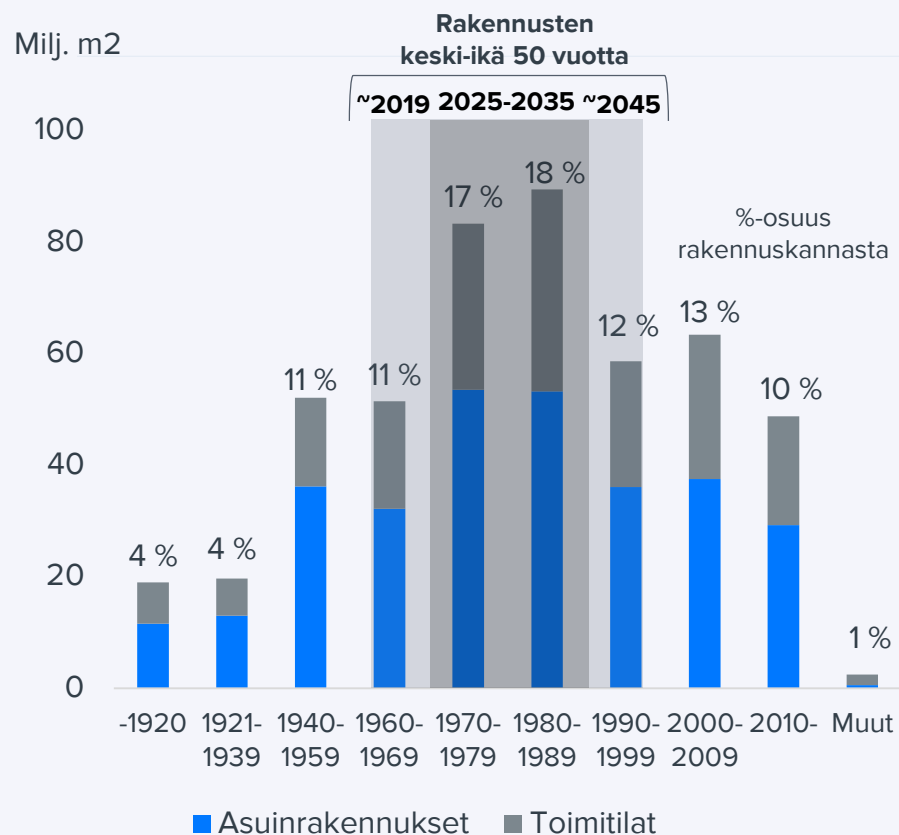
Markkina on hajautunut useaan osa-alueeseen ja projektien keskikoko on matala

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

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

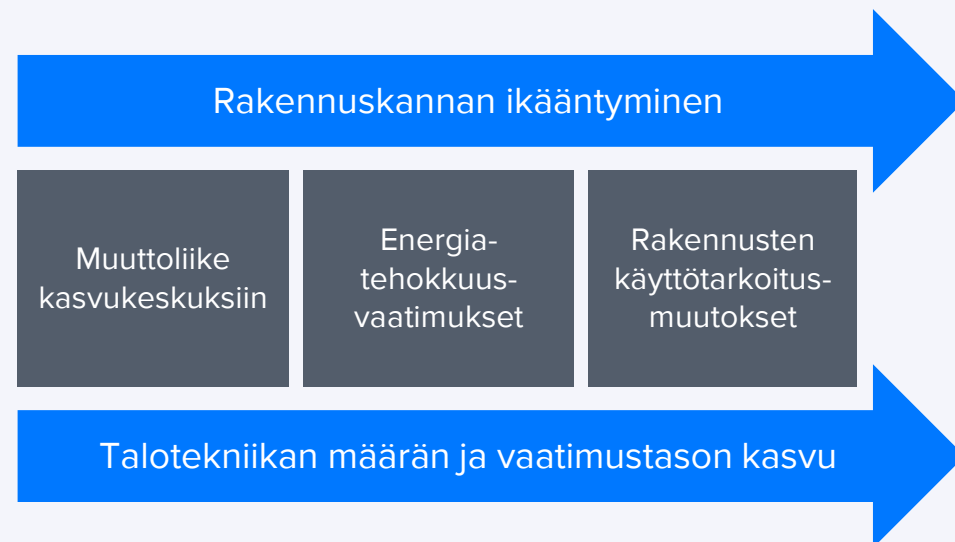
Toimialan kasvuajurit

Suomen rakennuskannan ikäjakauma



Lähde: Consti, Tilastokeskus, Inderes

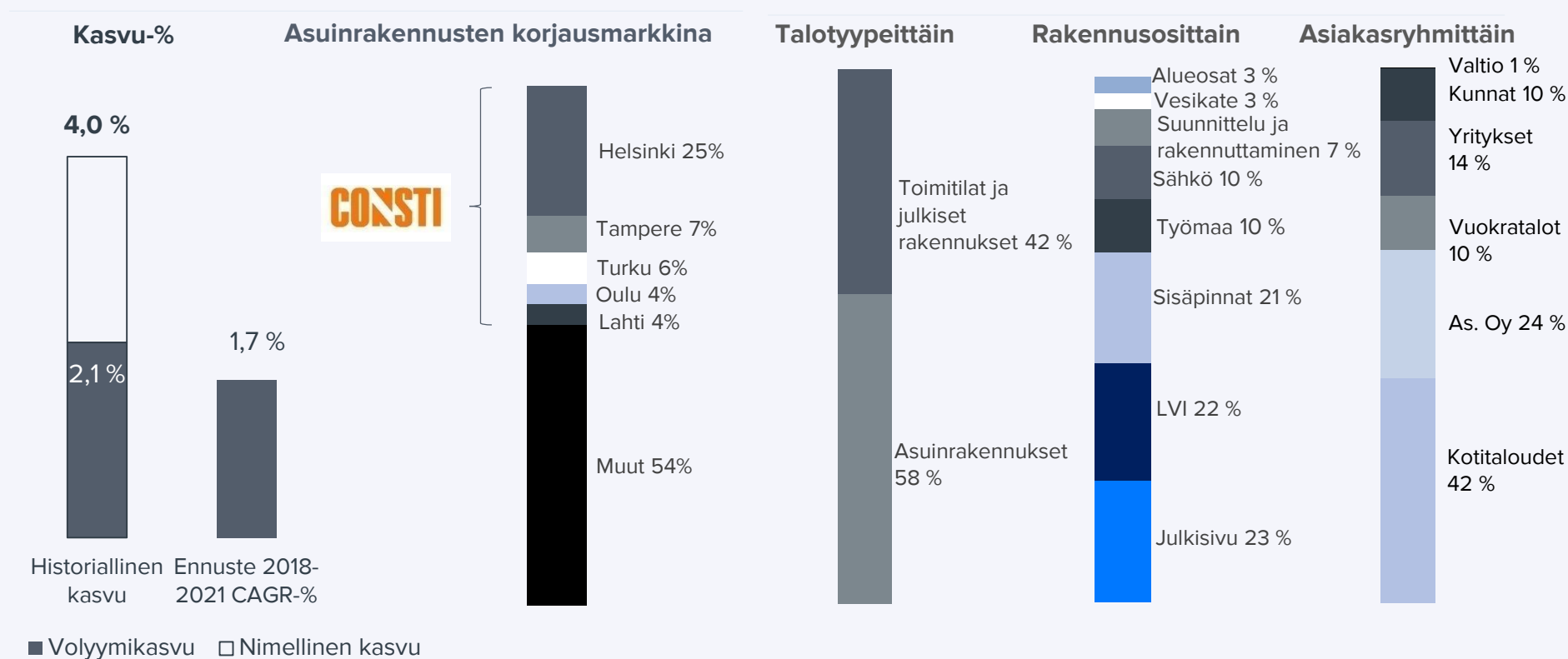
Korjausrakentamisen kasvuajurit



Toimialan kasvuennuste ja segmentit

Korjausrakentaminen ja kasvuennuste

Korjausrakentamisen segmentit



Kilpailukenttä

Constin kilpailukenttä on hyvin hajanainen

Korjausrakentamisen kilpailukenttä on hyvin hajanainen ja alan toimijoiden määrä on suuri. Yksittäiset kotitaloudet pois lukien Suomen korjausrakentamisen markkina on kooltaan Foreconin mukaan noin 7,6 mrd. euroa. Tästä arviomme mukaan vuonna 2018 noin 84 % muodostui liikevaihdoltaan alle 30 MEUR:n yrityksistä ja loput noin 16 % 14:sta liikevaihdoltaan yli 30 MEUR:n yrityksestä.

Rakennuslehden tietojen perusteella tehdyn arvion mukaan Consti oli vuoden 2018 noin 280 MEUR:n korjausrakentamisen liikevaihdollaan Suomen suurin korjausrakentamisen yhtiö. Markkinaosuudeltaan toiseksi suurin yhtiö oli Rakennuslehden tietojen perusteella arvioituna YIT, kolmanneksi suurin Skanska ja neljänneksi suurin NCC. Näiden yhtiöiden lisäksi yli 80 MEUR:n korjausrakentamisen liikevaihtoon ylsivät myös Peab ja Lujatalo. Korjausrakentamisen liikevaihdoltaan keskisuuria (yli 30 MEUR ja alle 80 MEUR) yhtiötä ovat mm. Fira, Lehto Group ja Pylon. Tässä tarkastelussa ei ollut mukana lainkaan talotekniikkaurakoitsijoita.

Konsolidaatiokehitys etenee hitaasti, mutta varmasti

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

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

Constin kilpailuasema on kohtuullinen

Kestävien kilpailuetujen saavuttaminen on korjausrakentamisen toimialalla nähdäksemme vaikeaa, sillä alan kilpailuedut pohjautuvat melko geneerisiin tekijöihin, kuten koko, asiakkuudet, referenssit ja kustannustehokkuus.

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

Constin tyypillisiä kilpailuetuja pieniä ja keskisuuria kilpailijoita vastaan ovat puolestaan mm. kyky tarjota kokonaisvaltaisesti eri osaamisalueita vaativia projekteja, kyky toimittaa suuria

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

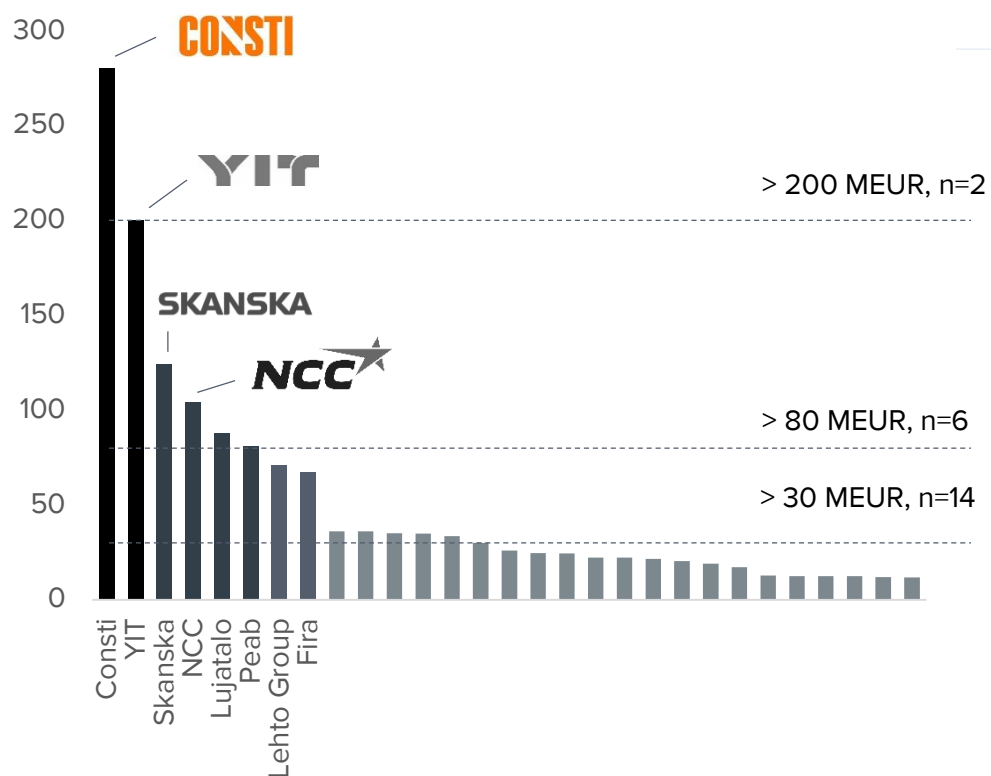
Kapasiteetin saatavuus ja kilpailutilanne vaihtelee uudisrakentamisen syklien mukaan

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

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

Kilpailukenttä

Suurimmat korjausrakennusyhtiöt (2018)



Taulukossa ei ole mukana talotekniikkaurakoitsijoita

Lähde: Consti, Rakennuslehti, Inderes

Constin kilpailutekijät

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

Taloudellinen tilanne

Viime vuosina voimakasta kasvua

Constin liikevaihto kasvoi vuoden 2008 noin 18 MEUR:sta 316 MEUR:oon vuonna 2018, mikä vastaa noin 33 %:n keskimääräistä vuosikasvua. Liikevaihdon kasvu perustui jakson alkupuolella pitkälti yritysostoihin, joita Consti teki vuosina 2008-2017 kaikkiaan yli 20, mutta vuodesta 2012 alkaen kasvu on ollut lähes täysin orgaanista. Arviomme mukaan Constin vuotuinen orgaaninen kasvu oli 2016-2018 keskimäärin noin 5 %:n tasolla, mikä on erinomainen suoritus korjausrakentamisen markkinoiden muutaman prosentin keskimääräiseen kasvuun verrattuna.

Constin oikaistu liikevoitto-% nousi vuodesta 2013 tasaisesti ja saavutti vuoden 2016 lopussa 4,2 %:n tason. Vuosina 2017-2018 kannattavuus kuitenkin heikkeni ja liiketulos painui tappiolle projektien johtamiseen ja toteutukseen liittyvien kannattavuusongelmien takia. Osa kannattavuusongelmista johtui yhtiön mukaan myös projektihenkilöstön vaihtuvuudesta ja toimialan hintakilpailusta. Vuonna 2018 kannattavuutta heikensi erityisesti yhtiön mukaan kaksi yksittäistä suurta vaativaa käyttötarkoituksimuutosprojektia. Toinen näistä projekteista on jo saatu valmiiksi (St.George) ja toinen saatiin lähes valmiiksi kesäkuun 2019 loppuun mennessä. Yhtiön mukaan valtaosa muista projekteista eteni suunnitellusti.

Tase ja rahoitusasema

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

suhteellisen iso, sillä se sisältää merkittävän kokaisen yrityskaupoista syntyneen liikearvon.

Constin taseen loppusumma oli Q2'19 lopussa 116,0 MEUR (Q2'18: 112,6 MEUR). Taseen suurimman erän muodostivat myyntisaamiset ja muut saamiset 53,3 MEUR, joiden osuus taseesta oli 46 %. Saamisten arvo alitti kuitenkin yhtiön korottomat velat (52 % taseesta) ja Constin nettokäyttöpääoma oli selvästi negatiivinen. Kolmanneksi suurin taseen erä oli yrityskaupoista syntynyt 48,6 MEUR suuruinen liikearvo, jonka osuus oli 42 %. Muut taseen omaisuuserät, kuten kiinteä käyttöomaisuus ja vaihto-omaisuus ovat kooltaan pieniä.

Q2'19 lopussa yhtiöllä oli 27,4 MEUR korollista velkaa, joka sisälsi 3,5 MEUR IFRS 16 mukaista vuokrasopimusvelkaa. Lisäksi Constin taseessa oli maaliskuussa 2019 liikkeeseen laskettu 3,2 MEUR:n hybridilainan, jonka vuotuinen korko on 12 %. Nettovelkaantumisaste oli Q2'19 lopussa 85 % ja omavaraisuusaste 27,2 %. Yhtiöllä oli arviomme mukaan edelleen taloudellista liikkumavaraa taseensa puolesta, sillä kassavarat olivat maaliskuun 2019 lopussa 5,4 MEUR, minkä lisäksi yhtiöllä oli nostamattomia tililiimiittisopimuksia ja käyttämättömiä shekitililiimiittejä yhteensä 4,0 MEUR.

Hotelli St.George -hankkeeseen liittyvä riita

Constin riskiprofiilia nostaa jo luovutettuun hotelli St.George-hankkeeseen liittyvä merkittävä riita, jossa Consti vaatii välimiesmenettelyssä noin 13 MEUR:n suoritusvaatimusta ja vastapuoli esittää alustavasti enintään noin 20 MEUR:n vaatimusta. Consti pitää vastapuolen vaatimuksia perusteettomina ja yhtiö on parhaan arvionsa mukaan huomionnut erimielisyydet taloudellisessa

raportoinnissaan. Tämän välimiesmenettelyn ratkaisua on käytännössä lähes mahdoton arvioida ja sitä joudutaan todennäköisesti odottamaan vuoden 2020 puoliväliin asti.

20 MEUR on huomattavan kokoinen summa Constille. Pahimmillaan riita voisi ajaa Constin taloudellisesti hyvin ahtaalle ja pakottaa oman pääoman keräämiseen epäsuotuisin ehdoin. Tämä ylimääräinen riskitekijä vaikuttaa mielestämme negatiivisesti yhtiön hyväksyttäviin arvostuskertoimiin.

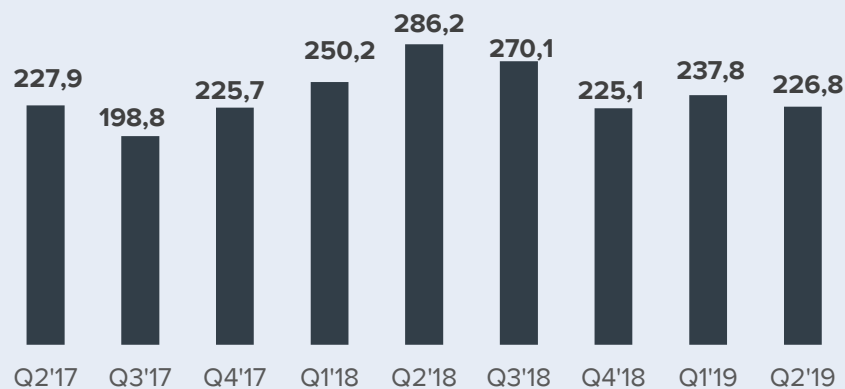
Käyttöpääoma ja kassavirta

Constin operatiivinen kassavirta oli vuosina 2012-2017 erinomaisella tasolla ja yhtiön operatiivisen kassavirran ja EBITDA:n suhdeluku on ollut lähellä ja useina vuosina selvästi yli yhtiön tavoittelemaa 90 %:n tasoa. Consti on pystynyt pitämään nettokäyttöpääoman pitkään selvästi negatiivisena (Q2'19: -7,8 MEUR) ja yhtiö on pystynyt myös vapauttamaan käyttöpääomaa taseestaan. Vuonna 2018 käyttöpääoma kuitenkin heikkeni ja vapaa kassavirta painui negatiivisiksi. Näiden taustalla oli erityisesti St.George-hankkeeseen sitoutunut pääoma.

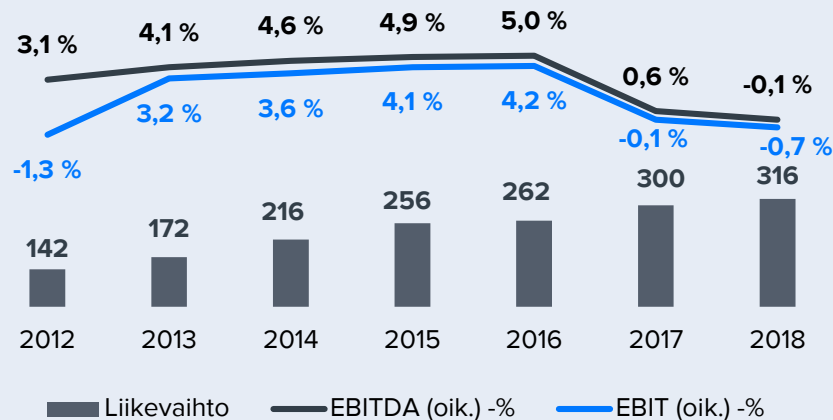
Yhtiön investointitarve käyttöomaisuuteen on hyvin matala, sillä pääosa palveluiden tuottamiseen vaadittavista panoksista muodostuu henkilöstöstä ja kalusto sekä toimitilat on vuokrattu. Vuonna 2018 yhtiön investoinnit olivat 1,3 MEUR, eli 0,4 % liikevaihdosta (2017: 1,4 MEUR ja 0,5 %). Suurimmat investointierät vuonna 2018 kohdistuivat yhtiön mukaan kone- ja kalustohankintoihin. Matala investointitarve osittain madaltaa kassavirtoihin liittyvää riskiä.

Taloudellinen tilanne

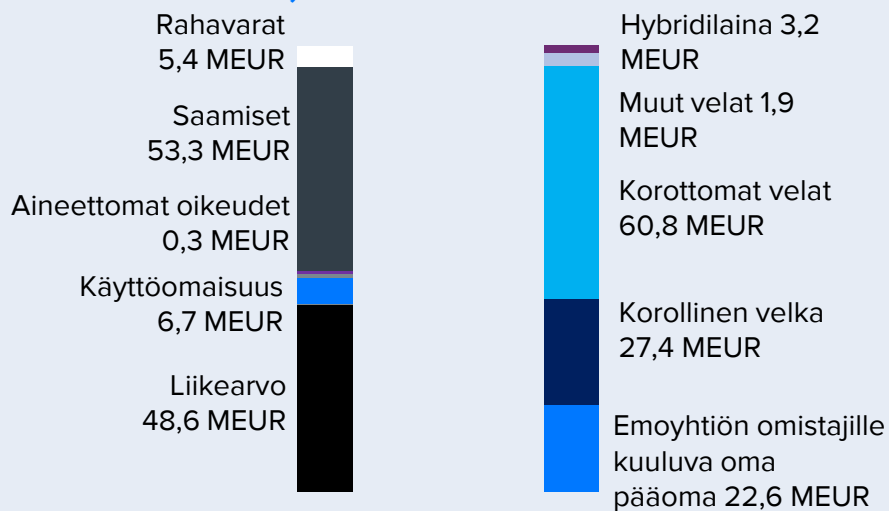
Tilaukannan kehitys (MEUR)



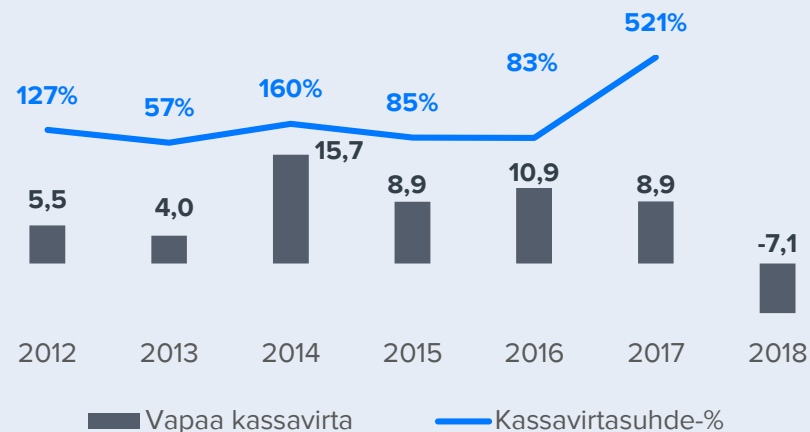
Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys



Taserakenne, Q2'19



Vapaa kassavirta ja kassavirtasuhde-%



Kassavirtasuhde on vapaa kassavirta jaettuna käyttökatteella

Ennusteet

Ennustemalli

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

Vuoden 2019 ennusteet

Constin tilauskanta oli Q2'19 lopussa 226,8 MEUR ja se laski 20,8 % edellisvuodesta (Q2'18: 286,2 MEUR). Uudet tilaukset laskivat huhti-kesäkuussa 35,2 % vertailukaudesta 57,4 MEUR:oon. Kuitenkin, H2'19 liikevaihto kasvoi 10,5 % vertailukaudesta eli selvästi. Yhtiö on kiristänyt projektien tarjouskriteereitä, mikä arvioimme mukaan vaikuttaa kasvuun kuluvana vuonna aavistuksen heikentävästi. Edelleen, odotamme organisaatiomuutoksen aikana yhtiön fokuksen olevan enemmän kannattavuudessa, kuin kasvussa. Yhtiön johto on kuitenkin viestinyt, että kuluvalla vuodelle kohdistuu suhteellisesti enemmän tilauskantaa kuin 2018 ja ennustamme itse Constin 2019 liikevaihdon kasvavan 4,6 %:lla.

Consti ohjeisti Q2'19-raportissa arvioivansa, että koko vuoden 2019 liiketulos paranee vuoteen 2018 verrattuna. Mielestämme ohjeistus on realistinen. Ennustamme itse Constin liikevoittomarginaalin nousevan noin 1,5 %:n tasolle kuluvana vuonna (2018: -0,7 %) heikosti kannattavan ongelmaprojektin päättyessä ja

käänneohjelman laskiessa kiinteitä kuluja. Korostamme, että ennustamaamme käänteeseen liittyy riskejä ja on myös mahdollista, että uusia projektiongelmia ilmenee vuonna 2019.

Vuoden 2019 osakekohtaisen tuloksen arvioimme nousevan voitolliseksi 0,35 euroon edellisvuoden -0,30 eurosta. Arvioimme yhtiön jättävän osingon vuodelta 2019 kokonaan maksamatta, koska yhtiö haluaa todennäköisesti varautua St.George-hankkeesta mahdollisesti aiheutuviin korvauksiin ja nämä selviävät todennäköisesti vasta vuoden 2020 puolivälissä.

Vuosien 2020-2021 ennusteet

Consti on jo aloittanut merkittävän ohjelman parantaakseen kannattavuuttaan ja kilpailukykyään ja tämän pitäisi laskea kiinteitä kuluja noin 2 MEUR:lla vuonna 2020. Odotamme myös uudisrakentamisen hiipumisen vuonna 2020 alentavan alihankinnan hintoja ja parantavan alihankkijoiden saatavuutta Constille ja näiden hieman tukevan yhtiön kannattavuutta vuodesta 2020.

Ennustamme Constin yltävän lähivuosina hieman orgaanisesti markkinakasvua nopeampaan noin 2-3 %:n liikevaihdon kasvuun alueellisesti parhaimmille paikoille keskittyneen liiketoiminnan ja markkinaosuuden kasvun kautta. Yhtiön kiinteä kulurakenne kasvaa ennusteessamme hieman liikevaihtoa hitaammin ja bruttokate-% paranee myyntimixin muutosten myötä hiukan, mikä tuo vipua kannattavuuteen.

Ennustamme vuoden 2020 liikevaihdon nousevan 1,0 % 334 MEUR:oon ja liikevoiton 7,3 MEUR:oon,

mikä vastaa 2,2 %:n EBIT-marginaalia (2019e: 1,5 %). Vuodelle 2021 ennustamme 2,0 %:n liikevaihdon kasvulla 340 MEUR:n liikevaihtoa, 3,0 %:n EBIT-marginaalia ja 10 MEUR:n liikevoittoa.

Osakekohtaiset tulosennusteemme vuosille 2020 ja 2021 ovat 0,61 euroa ja 0,91 euroa ja osinkoennusteet 0,30 euroa ja 0,45 euroa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Constin pystyvän kasvamaan noin 2,5-3,0 % vuodessa, eli hieman yli markkinoiden keskimääräisen kasvun. EBIT-marginaalin odotamme tasaantuvan perusskenaariossamme pitkällä aikavälillä noin 3 %:n tasolle, mikä vastaa suunnilleen vuosien 2013-2017 keskimääräistä kannattavuustasoa.

Operatiivisen kassavirran kehitysennusteet

Arvioimme Constin operatiivisen kassavirran säilyvän vahvana lähivuosina, sillä odotamme yhtiön pystyvän pitämään nykyisen liiketoimintamallin ja markkinakäytäntöjen myötä nettokäyttöpääoman selvästi negatiivisena. Myös investointitarpeet ovat mahdollisia yrityskauppoja lukuun ottamatta matalat. Ennustemallissamme emme odota yhtiölle aiheutuvan odottamattomia korvauksia St.George-hankkeesta.

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

Ennustamme vuoden 2020 ja 2021 vapaaksi kassavirraksi per osake 0,57 euroa ja 0,81 euroa.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2016	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	262	300	62,3	77,8	78,9	96,8	316	73,5	81,2	78,9	96,8	330	334	340
Taloyhtiöt	-	-	17,9	25,1	28,9	32,4	104	28,3	27,7	-	-	-	-	-
Yritykset	-	-	26,0	33,1	33,2	42,0	134	27,6	31,7	-	-	-	-	-
Julkiset	-	-	3,0	3,8	4,0	7,2	18,0	5,3	8,3	-	-	-	-	-
Talotekniikka	-	-	17,9	20,1	16,8	20,4	75,2	16,4	18,8	-	-	-	-	-
Emo ja eliminoinnit	-	-	-2,5	-4,5	-4,0	-5,1	-16,1	-4,1	-5,2	0,0	0,0	-9,3	0,0	0,0
Käyttökate	13,1	1,6	0,2	2,1	-1,0	-1,7	-0,5	0,5	1,0	2,4	4,7	8,6	11,3	14,0
Poistot ja arvonalennukset	-2,1	-2,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,6	-4,0	-4,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,0	-0,4	-0,2	1,7	-1,4	-2,2	-2,1	-0,4	0,1	1,5	3,8	5,0	7,3	10,0
Liikevoitto	11,0	-0,4	-0,2	1,7	-1,4	-2,2	-2,1	-0,4	0,1	1,5	3,8	5,0	7,3	10,0
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-1,2	-1,1	-0,9
Tulos ennen veroja	10,1	-1,2	-0,4	1,5	-1,6	-2,3	-2,8	-0,6	-0,3	1,2	3,5	3,8	6,2	9,1
Verot	-2,1	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,4	0,5	0,1	0,1	-0,2	-0,7	-0,8	-1,2	-1,8
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	0,0
Nettotulos ennen hybridilainan korkoja	8,0	-1,1	-0,3	1,2	-1,3	-1,9	-2,3	-0,5	-0,2	0,9	2,8	3,0	4,9	7,3
EPS (oikaistu)	1,05	-0,14	-0,04	0,16	-0,17	-0,25	-0,30	-0,08	-0,04	0,11	0,36	0,35	0,61	0,91

Tunnusluvut	2016	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	2,1 %	14,8 %	8,7 %	-1,3 %	1,4 %	12,1 %	5,2 %	18,0 %	4,4 %	0,0 %	0,0 %	4,6 %	1,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-103,4 %	-172,3 %	-38,3 %	89,1 %	-16,9 %	466,9 %	98,0 %	-92,8 %	-201,5 %	-276,7 %	-334,5 %	46,5 %	37,5 %
Käyttökate-%	5,0 %	0,5 %	0,4 %	2,7 %	-1,3 %	-1,8 %	-0,1 %	0,7 %	1,3 %	3,0 %	4,9 %	2,6 %	3,4 %	4,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,2 %	-0,1 %	-0,3 %	2,1 %	-1,8 %	-2,2 %	-0,7 %	-0,5 %	0,1 %	1,8 %	3,9 %	1,5 %	2,2 %	3,0 %
Nettotulos-%	3,1 %	-0,4 %	-0,5 %	1,5 %	-1,7 %	-2,0 %	-0,7 %	-0,8 %	-0,3 %	1,1 %	2,8 %	0,8 %	1,4 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	54,2	54,1	58,4	58,4	58,6
Liikearvo	48,6	48,6	48,6	48,6	48,6
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,3	0,7	0,7	0,7
Käyttöomaisuus	4,5	3,9	7,7	7,8	7,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,8	1,4	1,4	1,4	1,4
Vaihtuvat vastaavat	46,6	56,9	56,5	57,1	58,2
Vaihto-omaisuus	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	36,4	53,0	50,9	51,4	52,4
Likvidit varat	9,7	3,2	5,0	5,0	5,1
Taseen loppusumma	101	111	115	115	117

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	25,3	23,4	29,3	34,0	38,7
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,0	-2,3	0,4	5,0	9,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	-0,5	0,0	3,2	3,2	3,2
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	20,1	19,2	24,8	20,4	13,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	20,1	19,2	24,8	20,4	13,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	55,4	68,4	60,8	61,1	64,7
Lainat rahoituslaitoksilta	1,6	3,6	1,3	1,0	3,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	51,9	61,6	56,2	56,7	57,9
Muut lyhytaikaiset velat	2,0	3,2	3,3	3,4	3,4
Taseen loppusumma	101	111	115	115	117

Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvonmäärityksestä

Perustamme Constin arvonmäärityksemme verrokkiryhmän arvostustasoon, osakkeen historialliseen arvostustasoon, hyväksymiimme arvostuskertoimiin sekä DCF-laskelmaan. Eri arvostusmenetelmillä osakkeen arvo vaihtelee 5,1-6,1 EUR välillä.

Constin osake on laskenut noin 67 % alkuvuoden 2017 tasoista, minkä taustalla ovat arviomme mukaan olleet yhtiön projektiongelmien, kannattavuuden heikentyminen, riskiprofiilin nousu ja sijoittajien luottamuksen lasku. Constin sijoitusprofiili on mielestämme muuttunut vuoden 2017 jälkeen huomattavasti ja osakkeen arvottamiseen ei tämän takia voi suoraan soveltaa historiallisia arvostuskertoimia.

Verrokkiyhtiöiden arvostuskertoimiin ei voi Constin arvonmäärityksessä mielestämme myöskään tukeutua sellaisenaan, koska yhtiöllä ei ole suoria verrokkeja. Yhtiön riskiprofiilia suhteessa verrokkeihin nostaa myös käänteeseen liittyvä epävarmuus ja St.George -hanketta koskeva huomattava riita. Näiden tekijöiden takia selvä alennus verrokkiryhmään on mielestämme tällä hetkellä perusteltu. Arvonmäärityksessä suosittelemme myös sijoittajia katsomaan yli vuoden 2019, koska 2019 tulos ei mielestämme anna oikeaa kuvaa yhtiön pitkän aikavälin tuloksentekevyydestä.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Constin osakkeen arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat näkemyksemme mukaan:

- Vuosien 2013-2016 mielestämme hyvä track-record kannattavan kasvun osalta

- Yhtiön liiketoiminnan uudelleenorganisointi ja jo toteutetut tehostamistoimenpiteet
- Suomen korjausrakentamismarkkinan hyvät pitkän aikavälin kasvunäkymät

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat puolestaan:

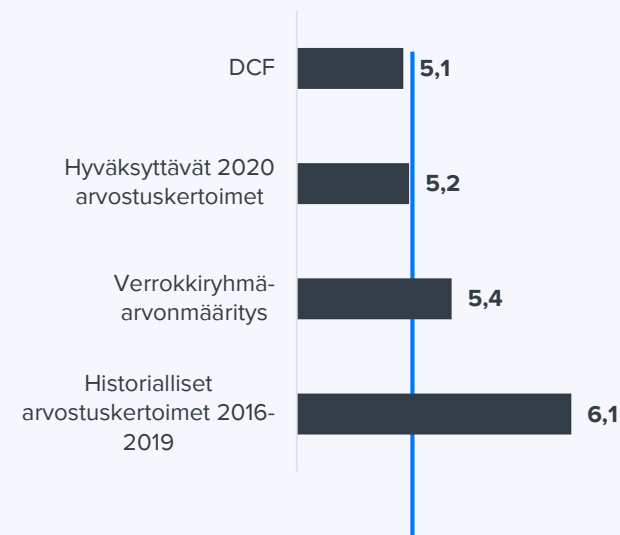
- St.George -hankkeeseen liittyvä riita
- Projektiriskit ja kannattavuuskäänteeseen liittyvä epävarmuus
- Sijoittajien heikko luottamus vuosien 2017-2018 ja alkuvuoden 2019 tappiollisuuden takia
- Suhteellisen heikko vakavaraisuus (Q2'19 omavaraisuusaste 27 %)

Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Constin aikaisemman vähennä-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 5,20 euroon (aik. 5,40 euroa). Tavoitehintamme perustuu eri arvostusmenetelmille asettamillemme painoille ja heijastaa ennusteillamme noin 8x 2020e EV/EBIT-kerrointa ja noin 9x vastaavaa P/E-kerrointa.

Constin osakkeen keskeiset arvostuskertoimet ovat lähivuosina mielestämme matalia absoluuttisesti ja suhteellisesti. Tämä on mielestämme tällä hetkellä kuitenkin perusteltua yhtiön kannattavuuskäänteeseen liittyvä epävarmuus ja hotelli St.George -hankkeeseen liittyvä merkittävä riita huomioiden. Emme ole valmiita hyväksymään korkeampia arvostuskertoimia Constille ennen kuin yhtiö on pystynyt todistamaan saavuttaneensa kestävään kannattavuuskäänteen ja ennen kuin näkyvyys tulevaan kehitykseen on parantunut.

Yhteenveto arvonmäärityksestä



Lähde: Inderes

Painotettu k.a 5,2 EUR

Arvonmääritys 2/3

Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme Constin osaketta ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, sillä yhtiöllä ei ole liikearvon ja myyntisaatavien ohella merkittäviä omaisuuseriä. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBIT- ja P/E-kertoimia. EV/Liikevaihto-kerroin antaa myös näkökulman arvomääritykseen, koska yhtiön tulevaan kannattavuuteen liittyy epävarmuutta.

Historialliset arvostuskertoimet

Constin osake on vuoden 2015 pörssilistautumisen jälkeen arvostettu pörssissä keskimäärin (mediaani) noin 0,3x EV/Liikevaihto, 10,5x P/E ja 9,6x EV/EBIT -kertoimilla. EV/Liikevaihto-kerroin laski loppuvuodesta 2017 selvästi, minkä taustalla oli yhtiön tuolloin alkaneet projektiongelmien ja kannattavuuden heikentyminen. P/E-kerroin ja EV/EBIT-kerroin ovat taas kehittyneet tasaisemmin muutamia yksittäisiä piikkejä lukuun ottamatta. Soveltamalla vallitsemaamme kolmea historiallista arvostuskerrointa ja vuoden 2019 ennusteitamme, muodostuu osakkeen arvoksi 3,6-11,0 euroa. (hybridilaina huomioitu laskennassa).

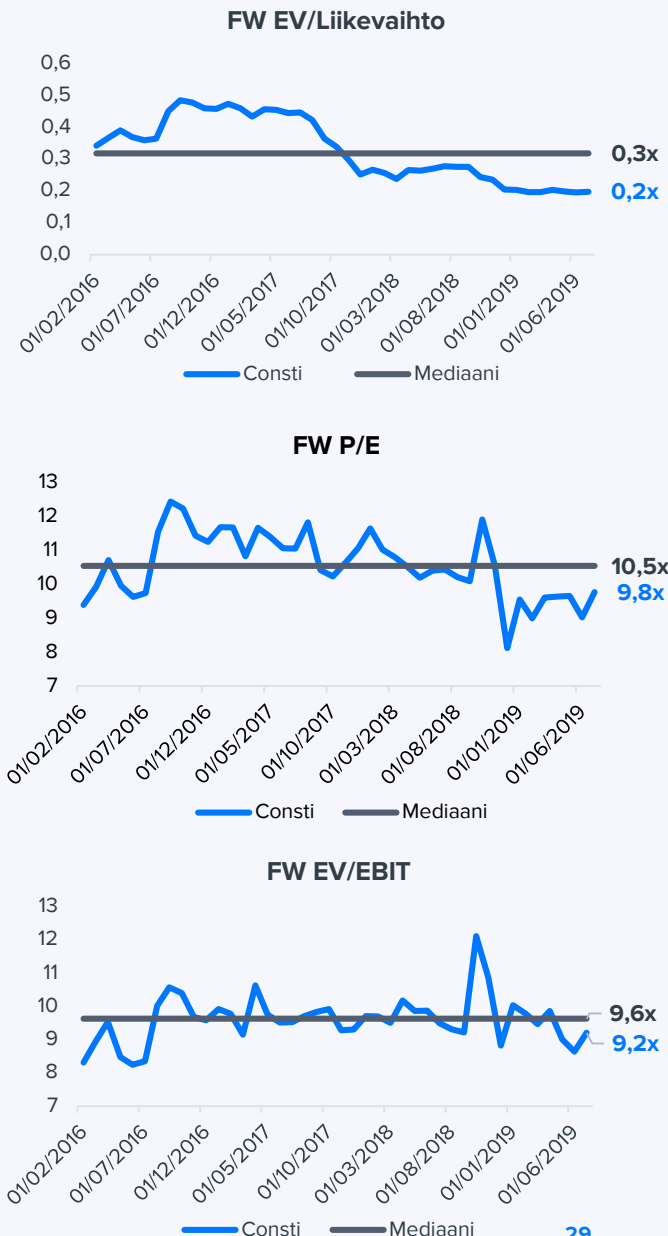
Korostamme, että yhtiön riskiprofiili on mielestämme muuttunut vuoden 2017 jälkeen projektiongelmien alettua ja St.George -riidan myötä. Näiden takia historialliset arvostuskertoimet eivät mielestämme anna oikeaa kuvaa osakkeen käyvistä arvosta. Nämä huomioiden historiallisten arvostuskertoimien perusteella Constin käyväksi arvoksi muodostuu tasaisesti näitä kolmea eri kerrointa painottaen 6,1 euroa per osake.

Vertailuryhmäarvostus

Näkemyksemme mukaan Constille ei löydy tällä hetkellä suoria listattuja verrokkiyhtiötä, sillä suurin osa suomalaisista rakennusyrityksistä toimii pääasiassa uudisrakentamisen markkinoilla ja talotekniikkayrityksien Caverionin ja Bravidan liikevaihtoista vain murto-osa syntyy Suomen korjausrakentamisen markkinoilta. Toisaalta Caverionin ja Bravidan liiketoimintamallit ovat luonteeltaan samankaltaisia kuin Constilla, joten ne muodostavat päävertailukohdan Constin suhteelliselle arvostukselle. Olemme myös valinneet laajaan verrokkiryhmämme palveluyhtiöt L&T:n ja ISS:n sekä Mitie Groupin ja Bilfingerin.

Verrokkiryhmän keskimääräinen EV/EBIT-kerroin oli vuosina 2016-2019 noin 12,7x ja Constin osake oli arvostettu samaan aikaan noin 24 % matalammalle, noin 9,6x vastaavalla kertoimella. Tämän taustalla ovat arviomme mukaan mm. se, että verrokkit ovat markkina-arvoltaan selvästi suurempia ja vakiintuneempia toimijoita ja niillä on myös enemmän jatkuvaa palveluliikevaihtoa. Verrokkit ovat myös maksaneet osinkoa, kun Consti ei ole tilikaudesta 2017 alkaen maksanut osinkoa eikä ennusteissamme maksa vuodelta 2019.

Soveltamalla verrokkiryhmän tämänhetkistä keskimääräistä 13,0x EV/EBIT-kerrointa ja 14,4x P/E-kerrointa sekä omia 2019 ennusteitamme, muodostuu Constin osakkeen käyväksi arvoksi 5,1-5,8 euroa per osake. Painottamalla näitä kahta kerrointa yhtä suurina painoina, muodostuu verrokkiryhmäarvonmäärityksessä Constin osakkeen käyväksi arvoksi noin 5,4 euroa.



Arvonmääritys 3/3

Arvostuskertoimien herkkyyshanalyysi

Olemme tehneet arvostuskertoimien tueksi herkkyyshanalyysin eri kasvu- ja kannattavuus-tasolle. Analyysissä vaihdamme vuoden 2019 liikevaihdon kasvu- ja EBIT-% -ennusteita portaittain. Herkkyyshmalli osoittaa tämän perusteella osakekohtaisen tuloksen. Olemme herkkyyshanalyysissa olettaneet, että Constia hinnoitellaan verrokkiryhmän nykyisellä 14,4x P/E-kertoimella. Tämän perusteella analyysi indikoi osakkeen potentiaalin suhteessa nykyiseen 5,16 euron markkinahintaan.

Herkkyyshanalyysissä yhtiön arvo on hyvin herkkä kannattavuudelle. Esimerkiksi mikäli vuoden 2019 liikevoittomarginaali nousisi 1,8 %:iin, voisi arvostuksessa olla 27 % nousuvaraa. Vastaavasti mikäli liikevoittomarginaali jäisi odotuksiamme heikommaksi 1,2 %:iin, olisi arvostuksessa 30 % laskuvaraa. Korostamme, että emme itse hinnoittele Constia 14,4x P/E-kertoimella ja vuosi 2019 ei myöskään mielestämme anna oikeaa kuvaa yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaalista. Herkkyyshanalyysin tarkoitus on havainnollistaa osakkeen arvostuksen herkkyyttä kasvu- ja kannattavuusmuutoksille.

Hyväksyttävät 2020 arvostuskertoimet

Constin osake arvostetaan tällä hetkellä 14,6x 2019e P/E-kertoimella ja 11,4x EV/EBIT-kertoimella. Vuoden 2020e kertoimet ovat kuitenkin selvästi matalammat 8,5x ja 7,4x. Vuosi 2019 ei mielestämme anna oikeaa kuvaa yhtiön pitkän aikavälin tuloksentekokyvystä, sillä yksittäiset aikaisemmin sovitut ongelmaprojektit painoivat H1'19 tuloksen tappiolle ja koska yhtiö toteuttaa liiketoimintarakenteen uudelleenorganisoinnin, joka aiheuttaa tehottomuutta ja kuluja. Pidämme

todennäköisenä, että jo toteutetut toimenpiteet nostavat 2020 kannattavuutta. Markkinoiden huomio siirtyy myös vähitellen vuoteen 2020 vuoden 2019 lähestyessä loppuaan. Olemme siksi arvioineet hyväksyttäviä arvostuskertoimia vuodelle 2020 vuoden 2019 sijaan.

Vuosina 2016-2019 Constin osake arvostettiin P/E-kertoimella keskimäärin noin 28 % ja EV/EBIT-kertoimella keskimäärin noin 24 % alle asettamamme verrokkiryhmän. Mielestämme tätä korkeampi alennus on tällä hetkellä perusteltu yhtiön käänteeseen liittyvän epävarmuuden ja St.George -riidan takia. Olemme asettaneet tästä syystä omaan subjektiiviseen näkemykseen nojaten 33 %:n vaadittavan alennuksen molempiin kertoiin suhteessa verrokkiryhmään. Näiden perusteella hyväksymämme kertoimet ovat noin 8,8x P/E-kertoimella mitattuna ja noin 7,9x EV/EBIT-kertoimella mitattuna. Hyväksymämme arvostustaso antaa näillä kertoimella ja 50/50-painoilla osakkeen käyväksi arvoksi n. 5,2 euroa.

DCF-arvonmääritys

DCF mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 5,1 euroa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 3 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijaksen painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullinen, noin 42 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 14,5 % ja oman pääoman kustannus on myös terminaalijaksolle oletetusta velattomuudesta johtuen 14,5 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 5,3 % ja beta 1,3.

Herkkyyshanalyysi

Osakekohtainen tulos (EPS)

liikevaihdon kasvu-% 2019		1,6 %	3,1 %	4,6 %	6,1 %	7,6 %
EBIT-%	0,6 %	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05
	0,9 %	0,14	0,14	0,15	0,15	0,15
	1,2 %	0,24	0,24	0,25	0,26	0,26
	1,5 %	0,34	0,35	0,35	0,36	0,37
	1,8 %	0,44	0,45	0,46	0,46	0,47
	2,1 %	0,54	0,55	0,56	0,57	0,58
	2,4 %	0,64	0,65	0,66	0,67	0,69

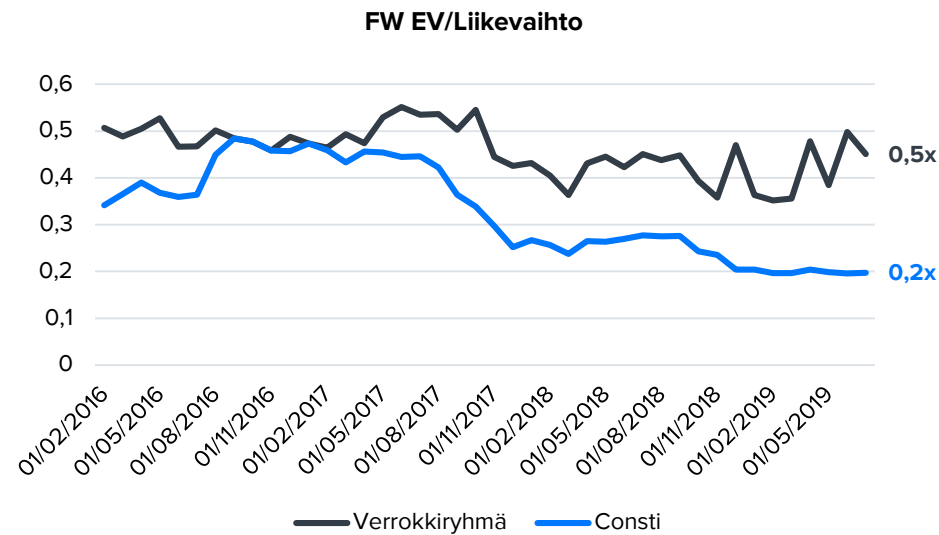
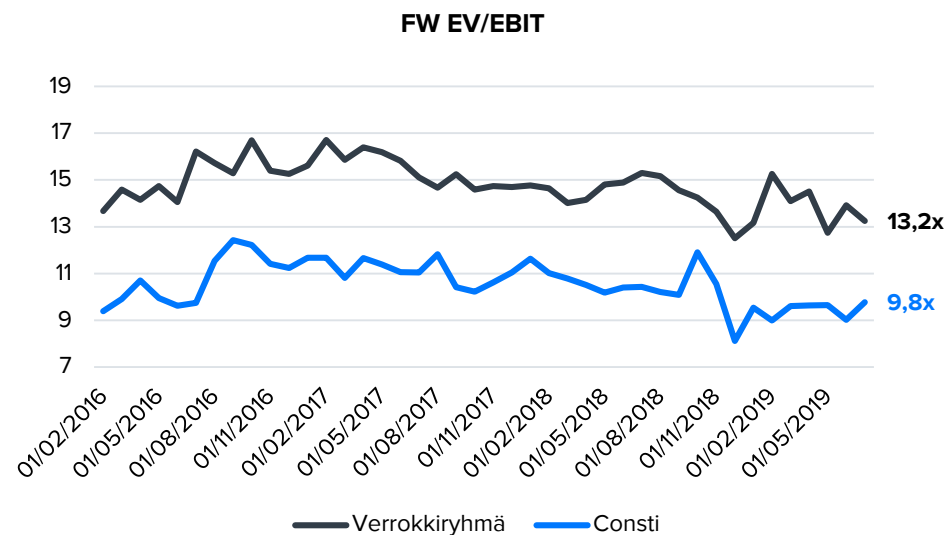
Hinta P/E-kertoimella 14,4x

liikevaihdon kasvu-% 2019		1,6 %	3,1 %	4,6 %	6,1 %	7,6 %
EBIT-%	0,6 %	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
	0,9 %	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2
	1,2 %	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8
	1,5 %	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3
	1,8 %	6,3	6,4	6,6	6,7	6,8
	2,1 %	7,8	7,9	8,1	8,2	8,4
	2,4 %	9,2	9,4	9,5	9,7	9,9

Kurssipotentiaali osakekurssilla 5,16 €

liikevaihdon kasvu-% 2019		1,6 %	3,1 %	4,6 %	6,1 %	7,6 %
EBIT-%	0,6 %	-90 %	-89 %	-88 %	-87 %	-86 %
	0,9 %	-62 %	-61 %	-59 %	-58 %	-57 %
	1,2 %	-34 %	-32 %	-30 %	-29 %	-27 %
	1,5 %	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	3 %
	1,8 %	22 %	25 %	27 %	30 %	32 %
	2,1 %	50 %	53 %	56 %	59 %	62 %
	2,4 %	78 %	82 %	85 %	88 %	92 %

Verrokkiryhmän arvostus



Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Caverion	5,83	822	979	20,4	12,6	8,5	6,6	0,5	0,4	25,1	15,4	2,2	3,6	4,2
Mitie Group	158,80	636	806	8,7	8,0	6,7	6,4	0,3	0,3	9,7	8,9	2,7	2,6	
Bilfinger	21,00	956	1195	11,1	7,0	6,2	4,6	0,3	0,3	11,8	7,8	4,7	5,3	0,7
L&T	13,10	510	667	14,5	13,7	6,5	6,5	0,8	0,8	15,4	13,9	7,0	7,1	2,4
ISS	164,50	4533	5976	11,7	10,9	8,2	7,8	0,6	0,6	13,5	12,5	4,4	4,5	2,4
Bravida	82,80	1531	1760	14,4	13,4	11,0	10,9	0,9	0,9	16,8	15,4	2,8	3,2	2,8
Consti Yhtiöt (Inderes)	5,16	40	57	11,4	7,4	6,6	4,8	0,2	0,2	14,6	8,5	0,0	5,9	1,3
Keskiarvo				13,4	11,0	7,9	7,1	0,6	0,5	15,4	12,3	4,0	4,4	2,5
Mediaani				13,0	11,8	7,5	6,5	0,5	0,5	14,4	13,2	3,6	4,0	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				-12 %	-37 %	-11 %	-27 %	-66 %	-67 %	2 %	-35 %	-100 %	45 %	-44 %

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

Tiedot kerätty 15.8.2019

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	9,69	14,8	8,50	5,50	5,16	5,16	5,16
Osakemäärä, milj. kpl	5,33	7,61	7,67	7,67	7,67	7,67	7,67
Markkina-arvo	74	112	65	42	40	40	40
Yritysarvo (EV)	91	124	77	62	57	54	51
P/E (oik.)	9,8	14,0	neg.	neg.	14,6	8,5	5,7
P/E	15,8	14,1	neg.	neg.	14,6	8,5	5,7
P/Kassavirta	7,7	12,6	16,1	neg.	neg.	10,1	6,5
P/B	3,0	3,8	2,6	1,8	1,3	1,2	1,0
P/S	0,3	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA (oik.)	8,7	9,5	47,3	neg.	6,6	4,8	3,6
EV/EBIT (oik.)	8,7	11,3	neg.	neg.	11,4	7,4	5,1
Osinko/tulos (%)	91,1 %	51,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,9 %	8,8 %

Lähde: Inderes

DCF-arvonmääritys

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	-2,1	5,0	7,3	10,0	10,5	10,8	11,2	11,5	11,8	12,2	12,5	
+ Kokonaispoistot	1,7	3,6	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	
- Maksetut verot	0,0	-0,8	-1,2	-1,8	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-5,7	-3,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	-6,4	4,4	9,9	12,2	12,7	13,1	13,4	13,6	13,9	14,3	14,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,0	-7,8	-4,1	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,4	-3,4	5,9	8,0	8,6	8,9	9,1	9,4	9,7	10,0	10,2	
+/- Muut	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,4	-3,7	5,6	7,7	8,2	8,5	8,8	9,1	9,4	9,7	10,2	87,1
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,5	4,6	5,6	5,2	4,7	4,3	3,9	3,5	3,1	2,9	24,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		58,7	62,2	57,6	52,0	46,8	42,1	37,8	34,0	30,5	27,4	24,5
Velaton arvo DCF		58,7										
- Korolliset velat		-22,8										
+ Rahavarat		3,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		39,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	5,30 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	14,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	14,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain

2019e-2023e

28%

2024e-2028e

30%

TERM

42%

■ 2019e-2023e ■ 2024e-2028e ■ TERM

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta. Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen 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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18/09/2017	Vähennä	14,00 €	13,42 €
09/11/2017	Vähennä	11,50 €	11,30 €
18/12/2017	Vähennä	9,00 €	8,88 €
11/01/2018	Lisää	10,00 €	9,12 €
19/02/2018	Lisää	9,00 €	8,28 €
28/04/2018	Lisää	9,00 €	8,46 €
26/07/2018	Lisää	9,50 €	8,66 €
18/10/2018	Vähennä	7,50 €	7,52 €
27/10/2018	Vähennä	7,00 €	6,90 €
27/12/2018	Vähennä	5,50 €	5,50 €
14/01/2019	Vähennä	5,40 €	5,66 €
08/02/2019	Vähennä	5,40 €	5,30 €
28/03/2019	Vähennä	5,30 €	5,60 €
26/04/2019	Vähennä	5,50 €	5,54 €
29/07/2019	Vähennä	5,40 €	5,44 €
16/08/2019	Vähennä	5,20 €	5,16 €



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



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**