

Consti

Laaja raportti

21.1.2022 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuloskasvun aika

Toistamme Constin osta-suosituksen pitäen tavoitehintamme 15,0 eurossa. Yhtiön viime vuosien tuloskäänteen avulla kannattavuus on noussut jo kohtuullisen hyvälle tasolle. Lähivuosina ennustamme liikevaihdon lähtevän maltilliseen kasvuvaiheeseen, jossa tehostuneen organisaatorakenteen avulla Constilla on mahdollista saavuttaa merkittävää tuloskasvua. Vakaasti kasvavat korjausmarkkinat sekä ikääntyvä rakennuskanta luovat kysyntää yhtiölle muiden positiivisten trendien lisäksi. Epävarmuus tuloskäänteen kestävyyydestä painaa vielä markkinoiden luottamusta, mutta selkeä tuloskasvupotentiaali, arvostuksen nousuvara sekä osinkotuotto huomioiden osakkeen tuotto/riskisuhde on mielestämme houkuttelevalla tasolla.

Vahva asema Suomen korjausrakentamisen markkinoilla

Consti on vuonna 2008 perustettu korjausrakentamiseen ja kiinteistöjen teknisiin palveluihin keskittynyt yhtiö. Constin palvelutarjoama kattaa laaja-alaisesti korjausrakentamisen markkinan sisältäen talotekniikka-, julkisivu- ja sisätilojen korjaustöitä. Maantieteellisesti yhtiö on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja erityisesti Helsingin ja Uudenmaan alueelle, mistä syntyy noin 75 % yhtiön liikevaihdosta. Constin liiketoiminta on hyvin projektivetoista ja jatkuvien palveluiden osuus liiketoiminnasta on matala. Riskejä tasaa kuitenkin osittain vakaasti ja suhdanteista riippumattomasti kehittyvät päämarkkinat, yhtiön hajautunut asiakas- ja projektiportfolio sekä joustava kapasiteetti- ja kulurakenne. Korjausrakentamisen markkinan kasvun ennustetaan jatkuvan vakaana pitkälle tulevaisuuteen rakennuskannan ikääntymisen ja useiden markkinaa tukevien trendien (energiatohokkuus, tekniikan lisääntyminen, kestävä kehitys, modernisointi) tukemana. Consti on markkinajohtajana hyvän maantieteellisen asemoitumisensa sekä kokonaisvaltaisen palvelutarjoamaansa ansiosta hyvin asemoitunut tavoittelevaansa markkinoita nopeampaan kasvuun.

Tuloskasvun aika

Consti on osoittanut tuloskäänteensä ja alkaa profiloitumaan sijoittajille tuloskasvuyhtiönä. Kannattavuuden ylläpito ja parannus on kuitenkin yksi yhtiön tärkeimmistä prioriteeteista. Tulevaisuudessa selkeämmän kannattavuuden parannuksen tulee muodostua kasvun ja tehokkaaksi viritetyn organisaatio- ja kulurakenteen skaalautumisen yhdistelmän kautta. Lähivuosien aikana odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vahvan tilauskannan palautuvan kysynnän myötä keskimäärin 5 %:n vuosivauhtia päätyen vuonna 2023 noin 316 MEUR:oon. Liikevoittomarginaalin odotamme nousevan tilauskannan paremman katerakenteen, hiipuvien kustannuspaineiden sekä etenkin korkeampien volyymien myötä lähivuosina noin 4,2 %:iin vuoden 2023 loppuun mennessä (2021e: 3,2 %). Ennustamamme tuloskasvu on vahvaa (20-23e CAGR: +20 %), mutta myös riskit projektihaasteiden uusiutumisesta ja markkinan kustannuspaineista sekä epävarmuustekijöistä ovat olemassa.

Arvostus pysynyt alhaisena

Osakkeen arvostus on lähivuosille mielestämme yhtiön tuloskäänteeseen, laskeneeseen riskiprofiiliin sekä pitkän aikavälin potentiaaliin nähden alhainen (2022e: P/E: 11x, EV/EBIT: 8x). Hyväksymämme arvostushaarukan keskitasoilla (2021e: EV/EBIT: 10-14x, P/E : 10-14x) osakkeessa on yli 20 %:n nousuvara. Suhteellisesti osake on arvostettu noin 35 % alle verrokkien mediaanin, mikä on mielestämme aivan liian suuri alennus. Arvostuksen nousuvaran lisäksi yhtiö tarjoaa noin 3-4 %:n osinkotuottoa, mikä nostaa tuotto-odotuksen yhtiössä jo hyvin houkuttelevaksi. DCF-laskelman arvo (16,1 euroa) on myös korkeammalla tukien suositusta.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

15,00 EUR

(aik. 15,00 EUR)

Osakekurssi:

12,10



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	275	293	307	316
kasvu-%	-13 %	7 %	5 %	3 %
EBIT oik.	9,5	9,5	12,3	13,3
EBIT-% oik.	3,5 %	3,2 %	4,0 %	4,2 %
Nettotulos	5,7	3,6	9,0	9,9
EPS (oik.)	0,86	0,95	1,14	1,25
P/E (oik.)	11,6	12,7	10,6	9,7
P/B	2,3	3,0	2,6	2,2
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,5 %	3,6 %	3,8 %
EV/EBIT (oik.)	8,6	10,7	8,0	7,1
EV/EBITDA	7,1	11,2	6,1	5,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

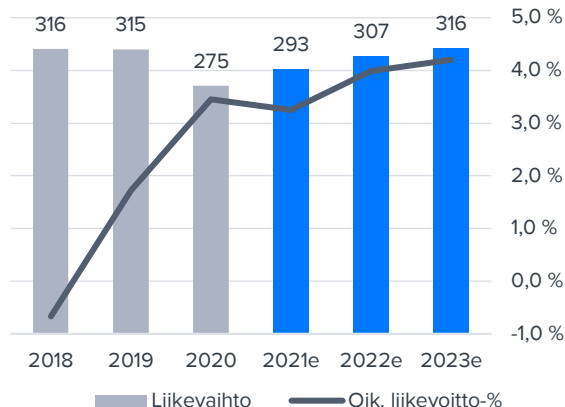
Yhtiö arvioi, että sen koko vuoden 2021 liike-tulos on 4-8 MEUR.

Osakekurssi



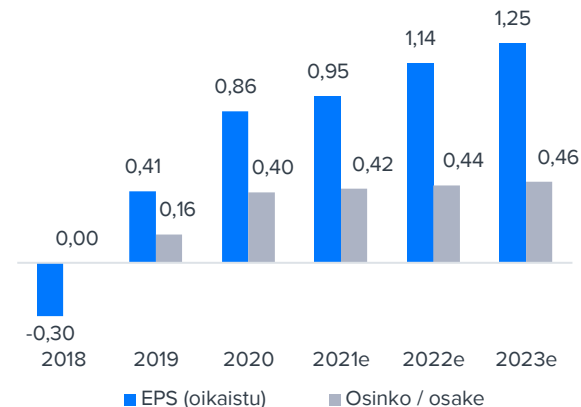
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Kapasiteetin käyttöasteen vaihtelut
- Materiaalin ja työn kustannuspaineet
- Henkilöstön vaihtuvuus
- Kilpailuaseman muutokset
- Projektiriskit ja merkittävien projektiongelmien uusiutuminen
- Yrityssostojen integraatioiden epäonnistuminen
- Koronapandemian lopullinen vaikutus liiketoimintaan

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	12,1	12,1	12,1
Markkina-arvo	93	93	93
Yritysarvo (EV)	102	98	94
P/E (oik.)	12,7	10,6	9,7
P/B	3,0	2,6	2,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	11,2	6,1	5,5
EV/EBIT (oik.)	10,7	8,0	7,1
Osinko/tulos (%)	93,5 %	38,7 %	36,7 %
Osinkotuotto-%	3,5 %	3,6 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Sijoitusprofiili	10-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-14
Toimiala	15-17
Kilpailu	18-19
Taloudellinen tilanne	20-22
Ennusteet	23-27
Arvonmääritys	28-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37-39

Consti lyhyesti

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

2008

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

206 MEUR (+4,9 % v/v)

Liikevaihto Q1-Q3 2021

218 MEUR (+15 % v/v)

Tilaukanta Q3'21 lopussa

3,2 % (3,0 % Q1-Q3'20)

Oikaistu liikevoittoprosentti Q1-Q3 2021

>5 %

Kannattavuustavoite (liikevoitto-%)

998

Henkilöstö Q3'21 lopussa

Liiketoiminnan kehitys historiassa

2008-2015

- Vuonna 2008 Consti perustetaan korjausrakentamisen erikoisosaajaksi
- Voimakasta kasvua yritystojen kautta alkuvaiheessa
- Jakson loppupuolella voimakasta orgaanista kasvua kannattavasti aina vuoteen 2016 asti

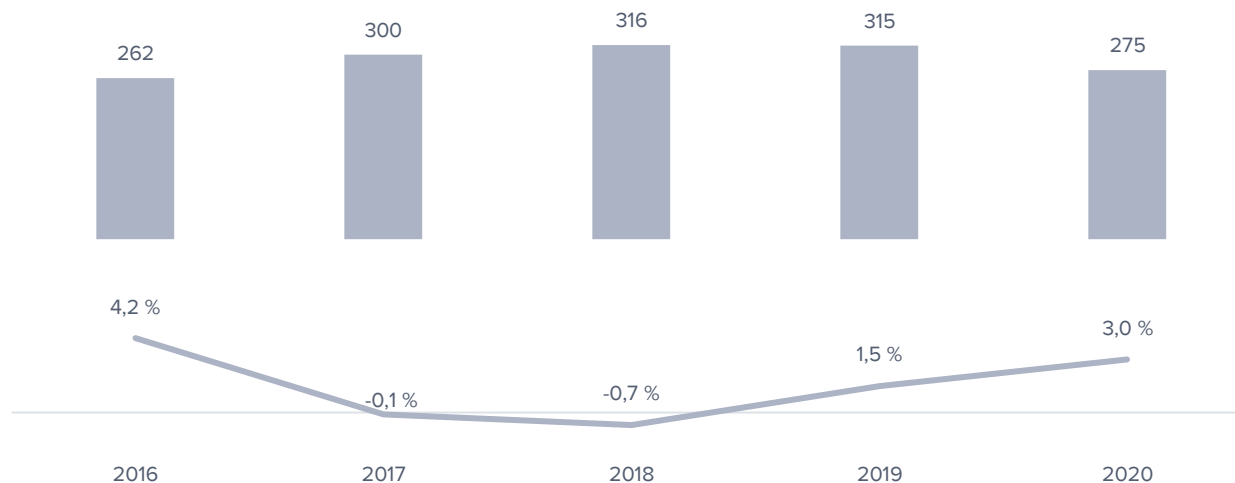
2016-2018

- Voimakas kasvuhakuisuus vuoden 2015 listautumisen jälkeen
- Kasvun kivut ja projektiongelmien alkavat vuonna 2017 ja jatkuvat vuoteen 2018
- Organisaatiomuutokset ja strategian muutos johtavat käännteeseen

2019-2020

- Organisaatiomuutos ja säästöohjelma toteutukseen
- Kannattavuuden parannus ennen liikevaihdon kasvua
- Tulos paranee merkittävästi 2019 ja edelleen vuonna 2020 koronasta huolimatta
- Liikevaihdon kasvuvaihe alkamaisillaan 2021
- Volyymien kasvun ja tehokkaamman organisaation avulla kestävämpää tulokasvua

Liikevaihdon ja kannattavuuden (EBIT-%) kehitys historiassa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Yhtiökuvaus

Korjausrakentamisen erikoisosaaja

Consti on yksi Suomen johtavista kiinteistöjen korjausrakentamiseen ja taloteknisiin palveluihin keskittyneistä yhtiöstä. Konserni perustettiin vuonna 2008 ja se listautui Helsingin pörssiin vuoden 2015 lopulla. Vuonna 2020 Constin liikevaihto oli noin 275 MEUR ja yhtiön palveluksessa oli vuoden 2021 syyskuun lopussa noin 1000 työntekijää.

Constin liiketoiminta on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja noin 75 % yhtiön vuoden 2020 liikevaihdosta muodostui Helsinki-Uusimaa - akselilta, noin 15 % Tampereen ja Pirkanmaan seudulta sekä noin 10 % muusta Suomesta (mm. Turku, Oulu, Hämeenlinna ja Lahti).

Liiketoimintarakenne

Constin toiminta jaettiin helmikuussa 2019 toteutetun organisaatiouudistuksen jälkeen neljään eri asiakasryhmittäin jaoteltuun liiketoiminta-alueeseen: 1) Taloyhtiöt, 2) Yritykset, 3) Julkiset sekä 4) Talotekniikka. Consti tarjoaa näillä alueilla asiakkailleen kattavasti korjausrakentamisen sekä valikoidusti nykyään myös uudisrakentamisen palveluita. Kaikkiin liiketoiminta-alueisiin sisältyy palvelu- ja huoltoliiketoimintaa (Service-toiminta), jota ei raportoida omana liiketoiminta-alueena.

Liiketoiminnoittain vuonna 2020 Taloyhtiöt ja Yritykset toivat molemmat noin 30 % liikevaihdosta. Julkiset-liiketoiminta oli puolestaan noin 14 % ja osuus oli kasvussa koronavuonna

2020. Talotekniikka vastasi vuonna 2020 noin neljännessä yhtiön liiketoiminnasta.

Koronan muutokset liiketoiminnassa näkyvät hyvin asiakasryhmittäin jaotellusta liikevaihdosta. Koronavuonna 2020 yritysten ja julkisen sektorin osuus kasvoi, kun taloyhtiöiden ja sijoittajien osuus pieneni hankkeiden lykkäytymisen tai koronan epävarmuuden johdosta.

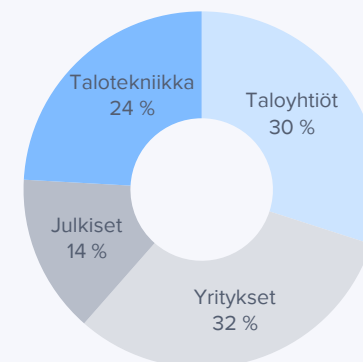
Suurin osa Constin liikevaihdosta tulee edelleen suhdannevakaasta korjausrakentamisesta, vaikka yhtiö valikoiden nyt tekeekin uudisrakentamisen hankkeita. Näin ollen suhdannekestävyys on normaalia rakentajaa parempi. Noin neljännes liikevaihdosta tulee kuitenkin talotekniikasta, joka on korjaamista syklistempää.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

Kasvuvaiheeseen hyvässä kunnossa

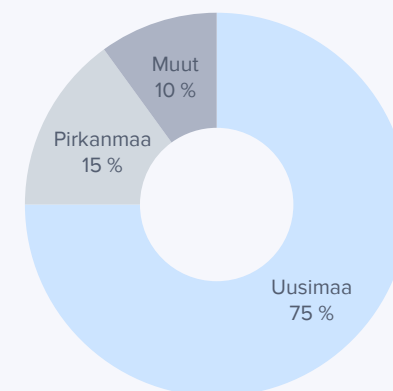
Pörssilistautumisen jälkeen Consti kasvoi hyvin markkinan mukana. Kovan kasvun jäljiltä kustannukset lähtivät myös kuitenkin kasvamaan ja tulos laski tappiolle 2017-2018. Tehdyn organisaatio- ja strategiamuutoksen jälkeen yhtiö on pystynyt parantamaan tulostaan jo muutaman vuoden ajan. Tehokkaammalla organisaatiolla ja kasvulla yhtiö pyrkii saavuttamaan korkeamman tulostason. Vuoden 2021 aikana kasvuun ollaan päästy jo kiinni ja näkymät näyttävät tilauskannan tason sekä markkinan perusteella hyviltä.

CONSTI

Liikevaihto liiketoiminnoittain 2020 (ennen eliminointeja)



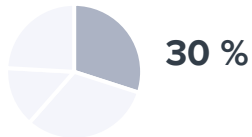
Liikevaihto maantieteellisesti 2020



Constin liiketoimintarakenne 2020

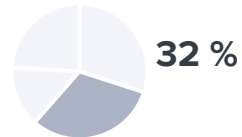
Consti

Taloyhtiöt



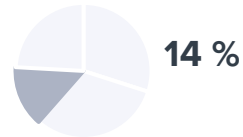
- Korjausrakentamisen palvelut taloyhtiöille
- Taloyhtiöiden saneeraukset ja korjaukset (julkisivut, katot, ikkunat, parvekkeet)
- Taloyhtiöiden linjasaneeraukset
- Huolto- ja ylläpitopalvelut

Yritykset



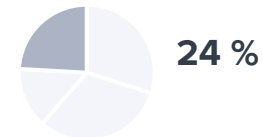
- Korjausrakentamisen palvelut yrityksille ja sijoittajille
- Toimitilojen ja asuintalojen kokonaisvaltaiset saneeraushankkeet ja käyttötarkoituksen muutosprojektit yritys- ja sijoittaja-asiakkaille
- Huolto- ja ylläpitopalvelut

Julkiset



- Korjausrakentamisen palvelut julkiselle sektorille
- Koulujen, sairaaloiden ja muiden julkisten rakennusten peruskorjaukset
- Julkisten vuokratilojen peruskorjaukset
- Huolto- ja ylläpitopalvelut

Talotekniikka



- Talotekninen urakointi ja huolto
- Toimitilojen ja julkisten rakennusten talotekniset asennukset
- Talotekniset huolto- ja ylläpitopalvelut

Palveluliiketoiminta

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Liiketoimintamalli

Projektivetoinen liiketoimintamalli

Consti profiloituu liiketoimintamalliltaan vahvasti projektivetoiseksi palveluyhtiöksi ja jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta on suhteellisen matala. Service-liiketoiminnaksi määritellyn liikevaihdon osuus oli vuonna 2020 noin 16 %, mutta tästäkin osa muodostuu lyhytkestoisesta projektiluonteisesta palvelu-urakoinnista.

Projekteista valtaosa toteutetaan ns. kiinteä-hintaisella kilpailu-urakamallilla 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, mikä toisaalta vähentää riskejä ja sitoutunutta pääomaa, mutta voi myös alentaa mahdollisia voittoja.

Laaja projektiportfolio ja pieni hankekoko

Constin projektiportfolio on yhtiön kokoon ja muihin listattuihin rakennusyhtiöihin suhteutettuna lukumääräisesti suuri. Tämä kertoo yhtiön projektien kokojen olevan matalammalla tasolla. Näissä riskit ovat yleensä isompia hankkeita pienempiä. Vuonna 2020 Constilla oli käynnissä noin 700 projektia (2019: noin 800 kpl) ja näin projektien keskimääräiset koot ovat viime vuosina olleet selvästi alle 1 MEUR:n. Kannattavuuden parantamistoimena käynnistetty entistä valikoivampi lähestymistapa tarjoustoimintaan on

voinut arviomme mukaan vielä laskea projektien kokoa viime vuosina. Constilla on ollut kuitenkin liiketoiminnassa myös yksittäisiä suurempia projekteja, kuten 26 MEUR:n Hotelli Scandic Marskin peruskorjaus, Ässäkeskuksen 35 MEUR:n peruskorjausurakka ja 25 MEUR:n Myllypuron palvelukeskuksen peruskorjaushanke.

Tilaukskannan antama näkyvyys noin vuoden

Korjausrakentamisen tilaukskanta on uudisrakentajiin verrattuna lyhytkestoisempaa ja aika tarjouksesta töiden aloitukseen on tyypillisesti lyhyt. Näkyvyys liikevaihdon sekä tilaukskannan suhteen jää siten tyypillisesti noin vuoteen. Korjausrakentamisen kysyntä ei ole niin suhdanneherkkää, joten kapasiteetin hallinta on suhteessa uudisrakentajiin selvästi helpompaa ja kysyntä ennakoitavampaa.

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

Nykyinen kulurakenne mahdollistaa korkeammat volyymit

Constin kaltaisen henkilötö- ja projektivaltaisen

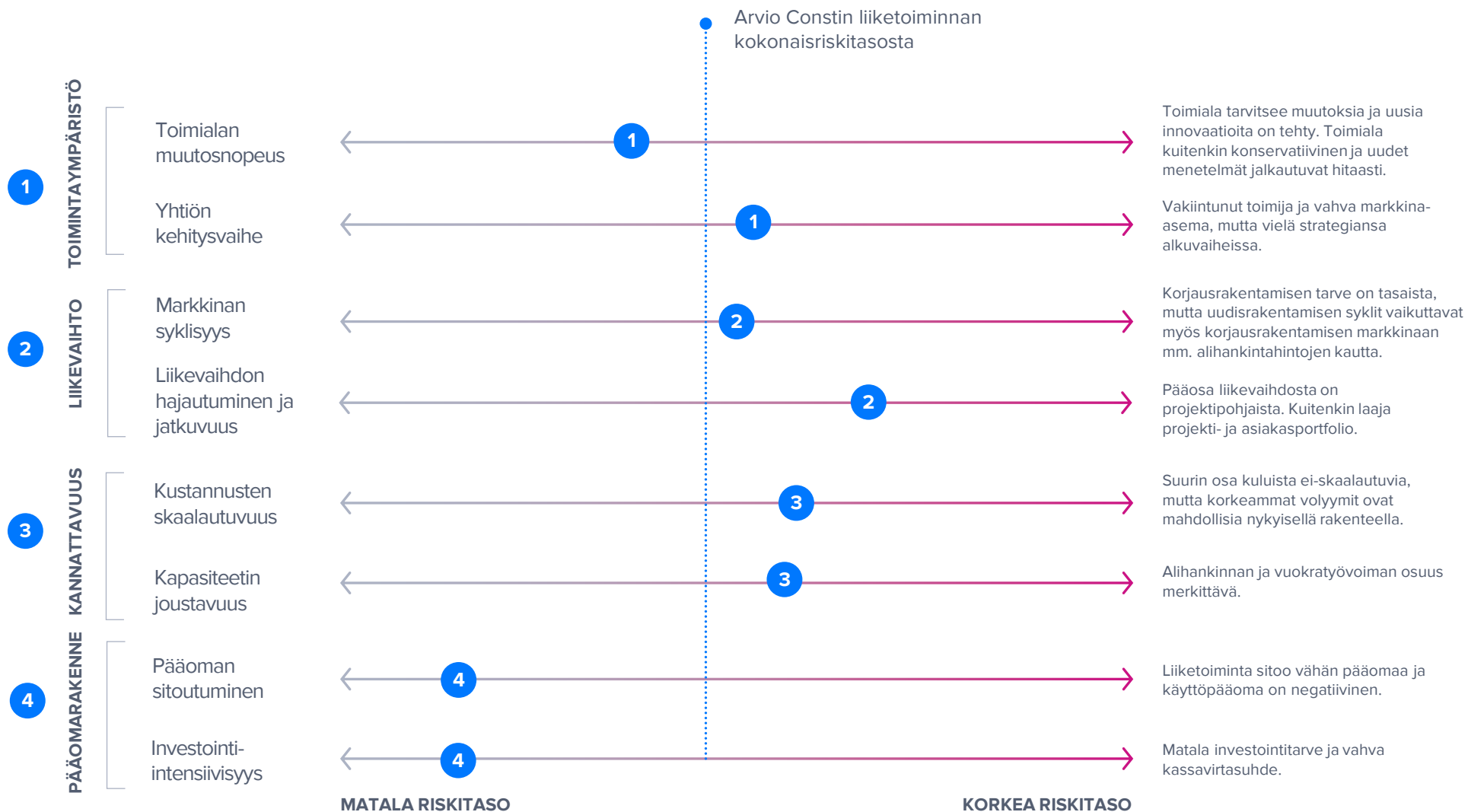
liiketoiminnan skaalaedut ovat melko rajalliset pitkällä aikavälillä, sillä kustannuksista iso osa syntyy ostoista ja ulkopuolisista palveluista. Arvioimme, että yli 75 % yhtiön kustannuksista on luonteeltaan muuttuvia ja suhteellisen heikosti skaalautuvia kustannuseriä. Näemme kuitenkin, että lyhyellä aikavälillä yhtiö pystyy kulu- ja organisaatorakenteen muutoksen jälkeen tekemään nykyisellä kulutasolla korkeampaakin liikevaihtoa ja omaavan alkuvaiheessa pieniä skaalautumisen elementtejä. Tämä arviomme mukaan voisi nostaa yhtiön kannattavuuden kestävämmiin yli 5 %:n tavoitteeseen.

Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

Constin liiketoimintamalli mahdollistaa normaalisti vahvan operatiivisen kassavirran, sillä projektien maksupositit ovat tyypillisesti etupainotteisia ja sisältävät ennakkoita. Lisäksi henkilötövaltaiselle 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 henkilötövoimasta ja yhtiön kiinteiden investointien sekä tuotekehitystarpeiden osuus liikevaihdosta on hyvin matala. Pääasiassa investoinnit kohdistuvatkin yritysostoihin. Vuonna 2020 Constin investoinnit olivat noin 0,4 % liikevaihdosta (2019: 0,3 %).

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Kääntymässä tuloskasvun yhtiöksi

Consti on profiloitunut mielestämme pitkään jo ensisijaisesti käänneyhtiöksi, mutta on muokkaantumassa toteutettujen toimenpiteiden ja hyvin sujuneen käänteen jälkeen yhä enemmän kasvuyhtiöksi. Yhtiön liiketoiminta painui tappiolliseksi vuosina 2017-2018 projektiongelmien takia, mutta Consti on tehnyt huomattavat toimenpiteet kannattavuuden korjaamiseksi. Nyt kannattavuus on parantunut ja on aika lähteä kasvattamaan liiketoimintaa.

Liikevaihdon hyvin voimakkaan kasvun sijaan kuitenkin näemme, että kasvua haetaan ensisijaisesti tulokseen. Vaikka liikevaihdon kasvua pyritään hallitsemaan ja pitämään maltillisena, kasvun voi odottaa olevan markkinoita nopeampaa yhtiön tavoitteiden mukaisesti. Markkinanäkymiä tukee korjausrakentamisen palautuva kysyntä koronan pohjilta etenkin yhtiölle tärkeässä taloyhtiömarkkinassa.

Arvioimme myös, että Constin kannattavuus tulee vähitellen nousemaan toteutettujen uudistusten, yhtiön volyymien nousun ja kustannuspaineiden laskun myötä. Yhtiö tavoittelee yli 5 %:n liikevoittomarginaalin saavuttamista. Tämä vaikuttaa vielä lähivuosille mielestämme optimistiselta, vaikka potentiaali yhtiöllä siihen on kaiken mennessä nappiin. Arvioimme mukaan tämä vaatii kuitenkin vielä selkeästi korkeampia liikevaihdon tasoja. Liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden nousun yhdistelmänä yhtiön tuloskasvunäkymät ovat kuitenkin hyvät.

Hyvistä tuloskasvunäkymistä huolimatta

korostamme, että nähdyn käänteen kestävyys, resurssien saatavuuteen sekä hintojen vaikutukseen ja markkinakehitykseen liittyv riskejä.

Vahvuudet ja potentiaali

Vahva orgaaninen kasvu: Korjausrakentamisen pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat vakaat ja Constilla on vahvan markkina-aseman, kokonaisvaltaisen palvelutarjooman sekä kasvukeskuksiin fokuksitumisen kautta hyvät edellytykset toimialaa nopeampaan kasvuun.

Liiketoiminnan tuloskasvu: Yhtiön käänne on alkanut selvästi näkymään myös tuloksessa (2020 oik. EBIT-%: 3,5 %). Mikäli Constin liiketoiminta etenee suunnitellusti, on yhtiöllä edellytykset nostaa kannattavuutensa takaisin vuoden 2016 tasolle (EBIT-% 4,2 %). Volyymien lähtiessä vahvemmin nousuun, on tason ylitys ja pitkän aikavälin tavoitekannattavuuden saavuttaminen (>5 %) lähivuosina myös mahdollista. Tämä nostaa yhtiön tuloskasvupotentiaalia.

Arvostuskertoimien nousu: Kannattavuuden parantuminen ja kasvun aikaansaanti voi parantaa markkinoiden luottamusta yhtiöön ja nostaa yhtiön hyväksyttäviä kertoimia vielä selkeästi nykyiseltä tasoltaan.

Vahva pääoman tuotto ja kassavirta: Yhtiön liiketoiminta ei vaadi merkittäviä investointeja, tase on kevyt ja tuottaa hyvin kassavirtaa. Pääomien tuottopotentiaali on erinomainen ja vuolas kassavirta mahdollistaa kasvun sekä osinkojen rahoittamisen.

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla: Constilla

on vahvat näytöt yritysostoista, ja näemme yhtiön pystyvän jatkossakin kiihdyttämään kasvua, luomaan skaalaetuja ja omistaja-arvoa yritysostoin.

Riskit

Markkina- ja toimialariskit: Consti toimii projektivetoisella ja henkilötöyvaltaisella toimialalla, minkä vuoksi kapasiteetin käyttöasteet voivat vaihdella nopeasti ja heikentää tuloskehitystä. Toimiala on lisäksi hyvin pirstaloitunut ja alalletulokynnys 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.

Riita-asiat: Constin riskiprofilia nostaa edelleen projektien mahdolliset riita-asiat, joita alalla aina silloin tällöin esiintyy. Viime aikoina vanhat riidat on tosin saatu selvitettyä eikä vastaavia ole näköpiirissä.

Sijoitusprofiili

1.

Kestävä kannattavuuskäännä

2.

Kasvuun osin skaalautuva organisaatio- ja kulurakenne

3.

Arvostustasojen korjaantuminen liiketoiminnan edistyessä

4.

Markkinan hyvät pitkän aikavälin näkymät ja sitä tukevat trendit

5.

Yritysosot luovat mahdollisuuksia

Potentiaali



- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali
- Kannattavuuden parannuspotentiaali tehostamisen ja kulurakenteen skaalautumisen kautta
- Vahva tulokasvupotentiaali
- Kasvun kiihdyttäminen ja omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla
- Markkinan patoutunut kysyntä koronan vuoksi viivästyneille hankkeille

Riskit



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

Strategia 1/2

Strategiaan mukaan myös uudisrakentaminen

Consti päivitti strategiaansa vuoden 2021 alussa vuosille 2021-2023. Uutta strategiaa on lähestytty nyt asiakaslähtöisesti Constin toimialoitain jaoteltuna, josta lopulta konsernin strategia on muodostettu. Tällä halutaan varmistaa, että uudesta organisaatorakenteesta saadaan kaikki potentiaali mahdollisimman hyvin irti.

Strategian painopisteinä on kasvaa kannattavasti nykyisissä liiketoiminnoissa (korjausrakentaminen, talotekniikka), mutta myös siirtyä uusille liiketoiminta-alueille. Tämä tarkoittaa, että Consti hakee kasvua myös houkuttelevissa uudisrakentamisen kohteissa (pääosin toimitiloissa) ja pyrkii lisäämään panostuksia rakentamisen arvoketjun eri osa-alueissa (esim. suunnittelun johtaminen). Uudisrakentamisen tuleva mittakaava voisi olla yhtiön mukaan vuoden 2023 lopussa noin 10-15 % yhtiön liiketoiminnasta. Tässä mielessä isoin osa liiketoiminnasta silti tulisi vielä korjausrakentamisesta.

Samalla yhtiö pyrkii edelleen parantamaan suhteellista kannattavuutta liiketoimintaportfolion aktiivisella hallinnalla ja tuotannon tehokkuuden parantamisella etenkin projektien tasaiseen suoritukseen panostamalla.

Siirtyminen uudisrakentamisen puolelle oli sen tullessa julki pieni yllätys, mutta toisaalta loogista, kun tarkastellaan Constin vahvoja asiakassuhteita tilaajiin nähden. Consti on voinut hukata hyviä projekteja hyvillä asiakkailla vain sen takia, että aiemmin strategia ei ole uudisrakentamista

sisältänyt. Tässä mielessä uudistus ja suuntaus on mielestämme tervetullut. Yhtiön osaaminen ja alihankintaketjun osat antavat mielestämme yhtiölle hyvän sauman myös toteuttaa kohteita. Uudiskohteissa palkinnot voivat olla myös joskus korjausrakentamista parempia, vaikka kilpailu laajeneekin useammalle toimijalle. Consti on kuitenkin kilpaillut jo samojen toimijoiden kanssa aikaisemmin korjausrakentamisen puolella, joten kilpailukenttä ei kovinkaan paljoa strategian muutoksesta muutu.

Arvioimme uudisrakentamisen liittyvän pääosin toimitiloihin ja esim. julkisen sektorin hankkeisiin. Arviomme mukaan tämä voisi esimerkiksi tarkoittaa erilaisia hybridihankkeita, missä yhdistyy sekä uudisrakentaminen että korjaaminen. Näissä Consti on voinut helposti jäädä isoimpien toimijoiden ulkopuolelle usein asiakkaan halutessa kokonaisvaltaista tarjoamaa.

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

Taloudelliset tavoitteet realistisia

Strategiassa tavoitellaan liikevaihdon osalta maltillisesti markkinoita nopeampaa kasvua. Aikaisemman prosenttitavoitteen sijaan tavoite on mielestämme tässä vaiheessa perusteltu, sillä Constille tärkeän kannattavuuden ylläpitäminen

on todennäköisesti tämän myötä hallitumpaa. Markkinoita nopeampaan kasvuun mielestämme eväitä antaa jalkautuminen uudisrakentamisen markkinoille ja yhtiön vahva asema markkinoilla.

Kannattavuuden osalta Consti tavoittelee liikevoitto-%:n parantamista yli 5 %:n tasolle. Iso kannattavuuden parantamisesta syntyy strategian mukaan toimintatapojen yhtenäistämistä työmailla ja hallinnossa. Tarkoituksena on myös teollisten tuotantotapojen ja palveluiden tuotteistaminen osaksi korjausrakentamista. Keskeinen osa yhtiön käänneohjelmaa on myös parempi riskienhallinta. Tämä saavutetaan valikoivammalla ja tiukemmalla tarjoustoiminnalla.

Näemme näiden toimien ja organisaatiomuutoksen parantaneen jo Constin kannattavuutta selvästi. Vielä kuitenkin projektien katetasoissa on arviomme mukaan parantamisen varaa. Nykyisellään näemme kuitenkin hyvin mahdollisena saavuttaa ja ylittää vuoden 2016 tasoinen kannattavuus (EBIT-%: 4,2 %) jo lähivuosien aikana. Arviomme mukaan selvästi yli 5 %:n kannattavuustaso vaatii korkeampia volyymitasoja taakseen, jotta nyt kuntoon viritetty kiinteä kulurakenne pääsee täysin oikeuksiinsa ja skaalautumaan. Lisäksi yhtiön tilauskannan katerakenteen (tai myyntimixin) tulee kehittyä suotuisaan suuntaan ja tehokkuuden parantua myös työmaatasolla.

Constin strategia 2021-2023

Visio

Asiakkaan ykköskumppani ja rakentamisen moniosaaja

Nykyliiketoimintojen kasvattaminen



- Kasvu huolto- ja ylläpitopalveluissa
- Nykyisten liiketoimintojen kannattava kehitys
- Maantieteellinen kehitys (laajentuminen ja palvelut)

Uudet liiketoiminta-alueet



- Uudisrakentamisen osuuden kasvatus
- Keskittyminen pääkaupunkiseudulle
- Julkinen sektori ja yritykset kohdeasiakkaina
- Tulevaisuudessa 10-15 % liikevaihdosta

Suhteellisen kannattavuuden parannus



- Projektiportfolion hallitseminen
- Projektien tarkat valintakriteerit
- Heikompien osa-alueiden parantaminen
- Laajentuminen arvoketjussa (suunnittelu)

Asiakaslähtöisen organisaation täyden potentiaalin hyödyntäminen



Tuotannon tehokkuuden parantaminen

Tarjoustoiminnan parantaminen, alihankkijakumppanuudet, digitalisaation hyödyntäminen, suorituskyvyn johtaminen



Ihmiset ja johtaminen

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



Vastuullisuus ja kestävä kehitys

Ympäristöystävällisyys, työturvallisuus, toimitusketju, asiakastytyväisyys

Strategia 2/2

Muilta osin taloudellisissa tavoitteissa tavoitellaan kassavirtasuhteen yli 90 %:n tasoa, velkaantuneisuuden olevan nettovelan ja käyttökatteen suhteella mitattuna alle 2,5x ja osinkoja jaettavan vähintään 50 % nettotuloksesta.

Kassavirtasuhteen osalta näemme tavoitteen realistisena. Korkea suhdeluku viittaa pitkälti siihen, että merkittävä osa yhtiön käyttökatteesta tulee myös ulos liiketoiminnasta vapaana kassavirtana. Kasvuvaihe ja pääoman sitoutuminen voi vuosittain aiheuttaa vaihteluita kassavirtasuhteen määrässä. Esimerkiksi vuonna 2020 suhde ylitti 160 %:n tason, mutta oli vuoden 2021 Q3:n lopussa negatiivinen tammi-syyskuulle. Vuonna 2021 kolmen kvartaalin aikana käyttöpääomaa on sitoutunut, mikä on vienyt kassavirran negatiiviseksi. Vuoden varrella suhdeluvun tarkastelu on kuitenkin kausiluonteisuuden vuoksi hämäävää.

Velkaantuneisuuden yhtiö tavoittelee olevan alle 2,5x-tasolla (nettovelka/oik. EBITDA), mikä on mielestämme liiketoimintamalli huomioiden hyvä taso. Vuonna 2020 taso oli selvästi alle tavoitteen (0,4x). Mielestämme velkamäärän kasvattaminen ja tietyn kokoinen velkavipu on yhtiön liiketoiminnassa tarpeen. 2,5x-tason ylittäminen väliaikaisesti ei mielestämme ole myöskään poissuljettu vaihtoehto tilanteen niin vaatiessa. Se kuitenkin vaatii hyvän tulostason ylläpitoa, jotta velkaantuneisuudesta myös jatkossa selvitään.

Osinkoa yhtiö tavoittelee jakavansa vähintään 50 % nettotuloksestaan, mikä on mielestämme

mahdollista hyvän kassavirran johdosta. Hyvä kassavirta mahdollistaa kasvuinvestoinnit sekä myös osingonjaon, mutta on myös riippuvainen hyvän tuloskehityksen jatkumisesta.

Yrityskaupat keskeisessä roolissa

Yrityssostot ovat myös keskeinen osa Constin strategiaa. Toimiala on hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöstä on runsasta. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavat mielenkiintoisen option, joka onnistuessaan kiihdyttää tuloskasvua ja luo tyypillisesti matalien ostokohteiden arvostustasojen kautta selvää omistaja-arvoa.

Viimeisimpänä esimerkkinä Consti toteutti vuoden 2021 aikana RA-Urakointi Oy:n yritysoston. RA-Urakointi Oy on kerros- ja rivitaloyhtiöiden korjaamiseen erikoistunut yritys, jonka palvelutarjontaan kuuluvat julkisivukorjaukset ja -saumat sekä erilaiset mikrobi- ja kylpyhuonekorjaukset. Constin tavoitteena on ollut kyetä vastaamaan lisääntyneeseen kysyntään taloyhtiömarkkinassa ja yritysostolla vahvistetaan osaamista erityisesti rivitaloyhtiöiden remonttitarpeiden toteuttamisessa. RA-Urakointi teki vuonna 2020 noin 8 MEUR:n liikevaihdon ja se tukee hyvin Constin kasvua. Lisäksi ostetun yhtiön hyvän tulostason (EBIT ka. 3v: 10 %) voi nähdä parantavan yhtiön suhteellista kannattavuutta, joskin vaikutukset ovat verrattain pieniä.

Taloudelliset tavoitteet

Kasvu	Markkinoita nopeampi liikevaihdon kasvu
Kannattavuus	Liikevoittomarginaali yli 5 prosenttia
Velkaantuneisuus	Nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde alle 2,5x
Vapaa kassavirta	Kassavirtasuhte yli 90 prosenttia
Osinko	Tavoitteena on jakaa vähintään 50 % tilikauden voitosta osinkoina

Toimiala

Päämarkkinana kasvukeskusten korjausrakentaminen

Consti toimii pääasiassa Suomen kiinteistöjen korjausrakentamisen markkinassa, mutta nyt osin myös rakentamisen ja talotekniikan osalta uudisrakentamisen markkinakehitys on yhtiölle olennainen ajuri. Arviomme mukaan Constin uudisrakentamisen liikevaihdon osuus on ollut viime vuosina noin 10 %:n luokkaa, joten sinänsä muutos strategisesti ei ole kovin iso. Maantieteellisesti Constin toiminta keskittyy kasvukeskuksiin, Uudellemaalle, Pirkanmaalle, sekä Turun, Lahden, Hämeenlinnan ja Oulun alueelle.

Korjausrakentamisen markkina kasvaa vakaasti

Korjausrakentamisen osuus Suomen noin 29,9 mrd. euron arvoisesta talonrakentamisen markkinasta oli vuonna 2020 noin 14 miljardia (47 %). Korjausrakentamisen volyymi on kasvanut viimeisen hieman yli vuosikymmenen (2008-2020) ajan vakaasti, keskimäärin noin 1,4 % vuodessa, kun taas talonrakentamisen uudistuotannon volyymikasvu on heitellyt voimakkaasti ja laskenut keskimäärin noin 1,3 % vuodessa.

Rakennusteollisuus RT ennustaa Suomen korjausrakentamisen kasvavan 1,0 % vuonna 2021 ja Euroconstruct vastaavasti odottaa kasvun olevan noin 1,1 %. Vuonna 2022 RT odottaa volyymin kasvavan 2,0 %:lla ja Euroconstruct näkee markkinan kasvavan samansuuntaisesti noin 1,3 %:lla. Vuonna 2023 kasvun nähdään

jälleen piristyvän noin 1,6 %:iin. Kasvunäkymät ovat lähivuosille kohtuullisen hyvät ollen pitkän aikavälin keskiarvon tasolla.

Korjausrakentamisen kasvua ajaa rakennuskannan keski-ikäen nousu ja tyypilliseen peruskorjausikään tulevien (n. 50-vuotta) vanhojen rakennuksien osuuden kasvu rakennuskannasta. Nyt peruskorjausiässä olevien 60-luvun rakennusten osuus Suomen rakennuskannasta on noin 10 %, kun 2025- ja 2035-luvulla korjausikään tulevien 1970- ja 1980-luvun rakennusten osuus on lähempänä 20 %, mikä luo edellytyksiä markkinakasvun piristymiselle.

Lisäksi korjausrakentamisen kasvua tukevat mm. nousevat energiakustannukset ja tehokkuusvaatimukset, rakennusten käyttötarkoituksuu muutosten määrän lisääntyminen, väestön ikääntymisen myötä kasvavat esteettömyysvaatimukset sekä talotekniikan määrän ja vaatimustason nousu.

Suomen talonrakentamisen uudistuotantoon odotetaan vahvaa vuotta 2021, mutta heikkenevää kehitystä vuosille 2022-2023. Euroconstruct ennustaa uudisrakentamisen nousevan 7,8 % vuonna 2021 ja 2,6 % vuonna 2022. Vuonna 2023 uudisrakentamisen odotetaan laskevan lähes 8 %:lla. Uudisrakentamisen hiipuessa rakentamisen arvoketjun pitäisi Constin kannalta helpottaa, mutta samalla kustannuspaineet ovat markkinoilla koholla. Myös kilpailu erityisesti suurista korjausraketoista voi kiristyä, kun uudisrakentaminen hiipuu.

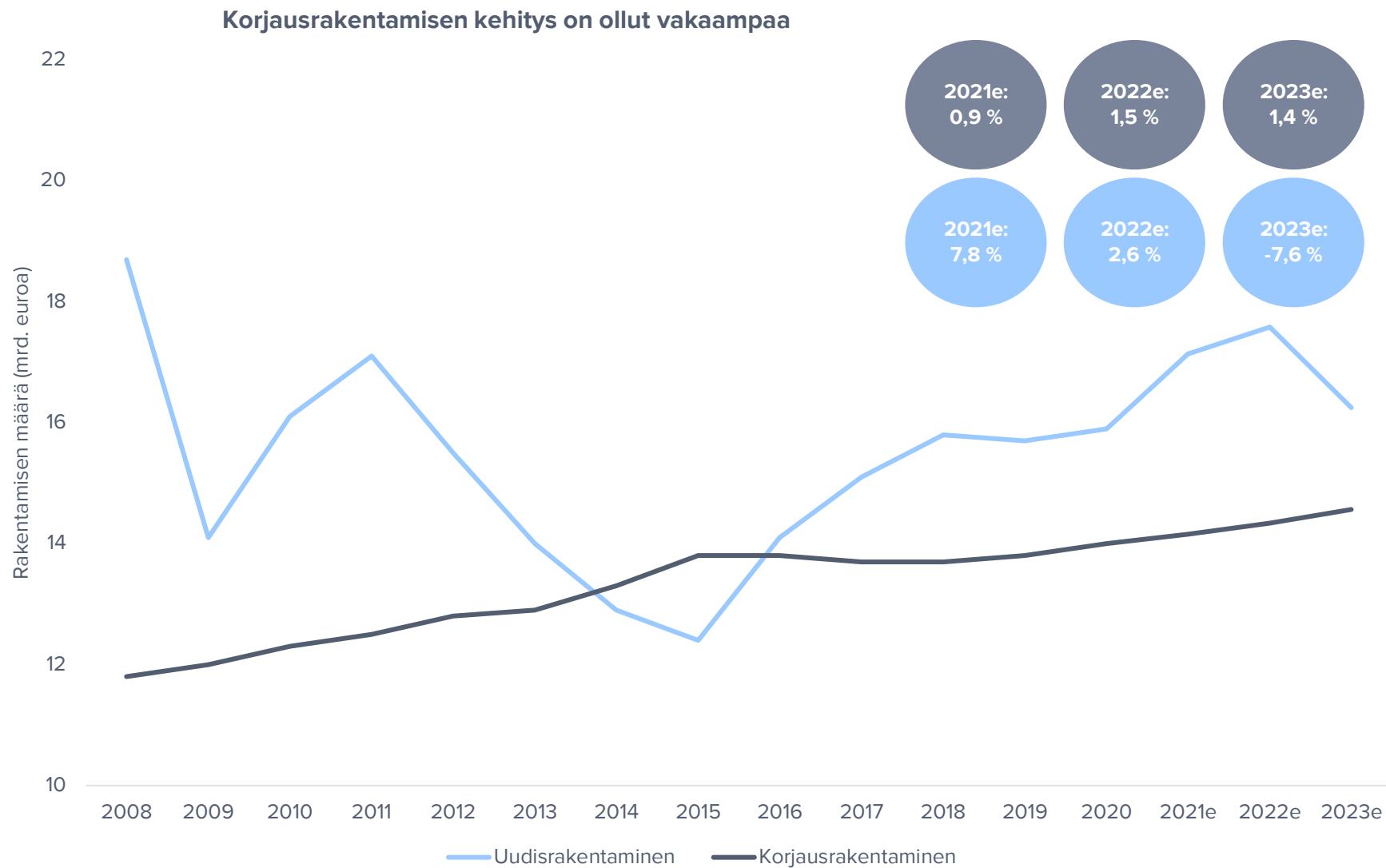
Markkinakasvun voi hyvin odottaa Constin kannalta olevan 1-2 %:n välillä lähivuosina osin jo koronan vuoksi viivästyneiden investointien käynnistyessä. Lykkääntyneet hankkeet luovat osittain patoutunutta kysyntää, sillä korjaamisen tarve ei poistu, vaikka hanketta lykättäisiin. Uudisrakentamisessa kysyntä voi kadota, kun esimerkiksi liiketoiloille tai toimistoille on entistä vähemmän kysyntää.

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 on aikaisemmin arvioinut Helsingin seudun osuuden asuinrakennusten korjaustarpeesta olevan noin 25 %. Constille olennaisten Tampereen, Turun, Lahden ja Oulun alueiden osuus on puolestaan noin 20 %.

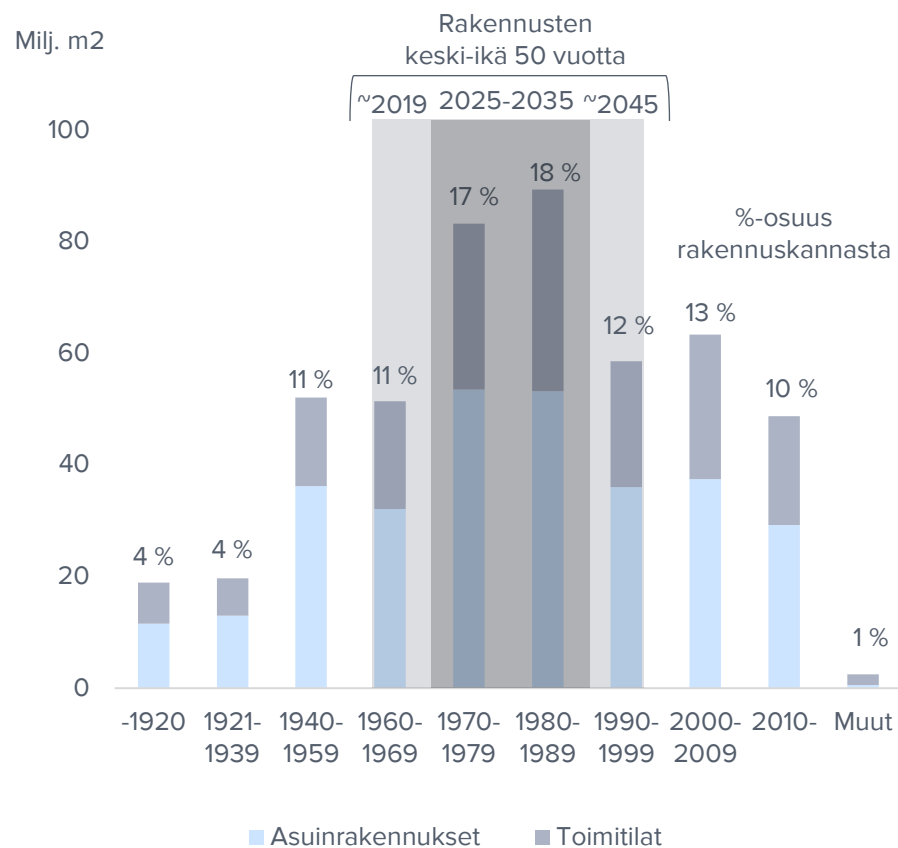
Arvioimme kasvukeskuksissa korjausrakentamisen kasvuvauhdin olevan lähivuosina selvästi nopeampaa verrattuna koko markkinan keskimääräiseen kasvuvauhtiin. Kasvukeskuksien ulkopuolella korjausrakentamisen kasvun arvioimme sen sijaan olevan selvästi markkinakeskiarvoa vaisumpaa, koska kiinteistöjen korjaaminen tulee olemaan näillä alueilla muuttoliikkeen vuoksi entistä useammin taloudellisesti kannattamatonta tai jopa tarpeetonta.

Toimialan kasvuennuste



Toimialan kasvuennuste

Suomen rakennuskannan ikäjakauma



Korjausrakentamisen kasvuajurit



Kilpailukenttä 1/2

Constin kilpailukenttä on hyvin hajanainen

Korjausrakentamisen kilpailukenttä on hyvin hajanainen ja alan toimijoiden määrä on suuri. Lähes jokainen rakennusyritys tekee vähintään pienimuotoista korjausrakentamista, jonka lisäksi kotitaloudet myös itse korjaavat hyvin paljon. Tämä vaikeuttaa kilpailijakentän hahmottamista, sillä puhtaasti korjausrakentamiseen erikoistuneita yhtiöitä ei isolla skaalalla juuri ole. Arvioimme mukaan alan 10 suurinta tekee noin 1 miljardin koko korjausrakentamisen noin 14 miljardin euron markkinasta. Näin suurin osa markkinan volyyminä syntyykin pienistä (alle 40 MEUR) yrityksistä.

Consti isoin tekijä

Yleisesti rakennusyritykset eivät suoraan raporto

korjausrakentamisen osuuttansa ja usein se on osana muuta talonrakentamisen toimintaa. Arvioimme kuitenkin Constin olleen vuonna 2020 suurin korjausrakentaja noin 206 MEUR:n liikevaihdolla (Talotekniikkaa ei huomioitu). Rakennuslehden tietojen perusteella seuraavaksi arvioimme tulleen YIT:n noin 200 MEUR:n korjausrakentamisen liikevaihdolla. NCC, Skanska, Peab ja Lujatalo tulevat seuraavaksi ja nämä toimijat ovat etenkin mukana kilpailemassa Constin kanssa isoimmissa korjaushankkeissa. Useimmilla isommilla yhtiöllä korjausrakentaminen liittyy myös osaksi yhtiön omaperusteisia hankkeita, kun taas Consti on yleisesti toiminut hankkeissa vain urakoitsijan roolissa. Isojen rakennusliikkeiden jälkeen keskisuuria korjaajia ovat mm. Fira, Ahola, Pylon ja Renevo.

Konsolidaatiokehitys etenee hitaasti, mutta varmasti

Korjausrakentamisen konsolidaatiokehitys on ollut kohtuullisen hidasta ja keskittynyt pitkälti talotekniikkayhtiöihin. Arvioimme mukaan konsolidaatiokehitystä hidastaa muun muassa toimialan matala alalletulokynnys ja matalat saavutettavissa olevat skaalaedut. Lisäksi viime vuosina suurimmat rakennusliikkeet ja markkina ylipäättänsä on keskittynyt uudisrakentamiseen. Suhdannevakautta on kuitenkin alettu jälleen arvostaa. Konsolidaatiokehitystä tukee markkinan muutoksen lisäksi eläkeiän saavuttavien yrittäjien kasvava määrä, kasvavat osaamis- ja laatuvaatimukset sekä jatkuvien huolto- ja ylläpitopalveluiden tarpeen kasvu.

Suurimmat korjausrakentajat vuonna 2020 (MEUR)



Kilpailukenttä 2/2

Vaikka Consti todennäköisesti haluaa olla strategian mukaisesti konsolidaatiossa ostajan puolella, on myös mahdollista, että Consti olisi ostettavan asemassa. Korjausrakentamisen tarve ja kasvunäkymät ovat seuraaville vuosikymmenille merkittäviä ja suhdannevakaampana alana se voi kiinnostaa monia toimijoita.

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 fokusoituneet rakennusliikkeet eivät pysty Constin tapaan liiketoimintamallinsa vuoksi toteuttamaan pieniä korjausrakentamisen projekteja. Lisäksi heidän korjausrakentamisen resurssit ovat useimmiten rajalliset. Constin talotekniikkaan keskittyneillä kilpailijoilla ei ole taasen 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 merkittäviä omaperustaisia hankkeita, allianssihankkeita tai hybridihankkeita (uudis-, korjaus-, infrarakentaminen).

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.

Kilpailutilanne vaihtelee 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. Silloin Constin suhteellinen kilpailuasema korjausrakentamisessa on parhaimmillaan ja yhtiö voi lisäksi kiihdyttää kasvua uudisrakennusprojektien kautta.

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 isoja allianssi tai hybridihankkeita
- Ei omaperusteisia hankkeita
- Korkeampi kustannusrakenne vrt. pienet kilpailijat

Taloudellinen tilanne 1/2

Voimakasta kasvua historiassa

Constin liikevaihto on kasvanut vuoden 2008 noin 18 MEUR:sta 275 MEUR:oon vuonna 2020, mikä vastaa noin 26 %:n keskimääräistä vuosikasvua. Liikevaihdon kasvu perustui jakson alkupuolella yritystostoihin, joita Consti teki vuosina 2008-2017 kaikkiaan yli 20. Viime vuosina liikevaihto on laskenut organisaatiomuutoksen ja osin koronankin vuoksi. Liikevaihto kasvoi vielä vuonna 2018 noin 5 %:lla, mutta on 316 MEUR:sta laskenut jo selvästi. Kasvu on hiipunut, mutta samalla kannattavuus on parantunut selvästi. Kannattavuuden käänteen edistymisen myötä vuoden 2021 aikana myös liikevaihto on kääntynyt jälleen kasvuun.

Tuloksessa näkynyt jo selkeää käännettä

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. Pari vuotta kestänyt muutosprosessi aloitti kuitenkin käänteen yhtiössä. Uudistunut organisaatorakenne, uudet liiketoiminta-alueet, projektihallinnan parantaminen ja tehty säästöohjelma ovat nostaneet yhtiön tulostason lähes aiemmille tasoille. Tulos parani monta kvartaalia putkeen, mutta sitä on jarruttanut vielä vuosina 2020-2021 St. George -hankkeen riita-asian kulut, koronan vaikutukset, kustannuspaineet ja alhaiset volyymitasot.

Näistä kaikista tekijöistä huolimatta oikaistu

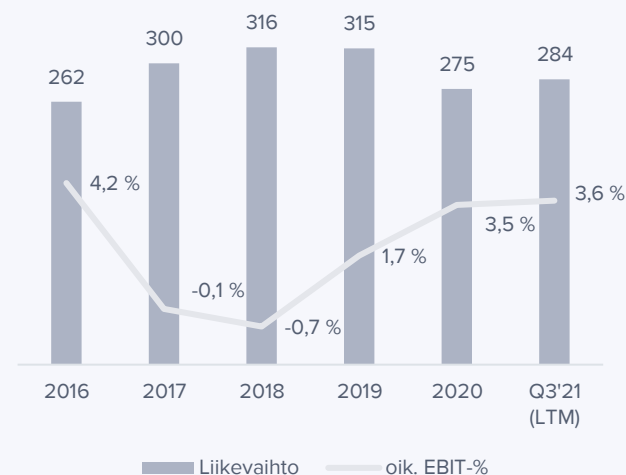
liikevoitto parantui vuonna 2020 ja on jatkanut parannustaan vuoden 2021 kolmen kvartaalin aikana. Vuonna 2020 oikaistu liikevoittomarginaali nousi 3,5 %:iin ja Q3'21 lopussa rullaavan 12 kuukauden EBIT-marginaali oli 3,6 %. Q4:lle ja lähijälle paineita kannattavuuteen aiheuttaa raaka-aineiden hintojen nousu, jonka arvioimme vaikuttavan myös Constin tulostasoon. Toistaiseksi Consti on välttänyt isoimmat vaikutukset johtuen alan työvoimavaltaisuudesta.

Hyvä tulos näkyy myös kassavirrassa

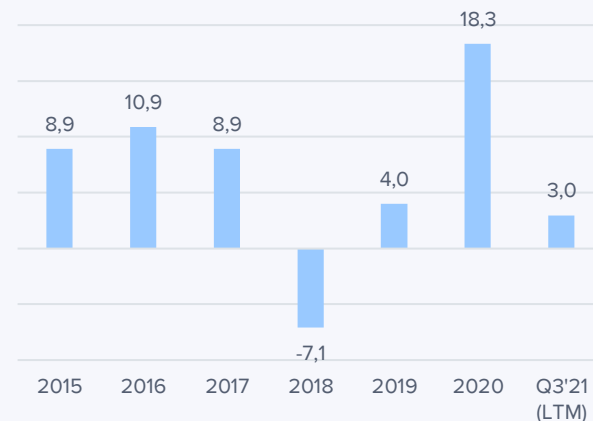
Constin vapaa kassavirta oli vuosina 2012-2017 erinomaisella tasolla. Tällöin yhtiön vapaan kassavirran sekä EBITDA:n suhdeluku oli useina vuosina selvästi yli yhtiön tavoitteleman 90 %:n kassavirtasuhteen tason. Vuonna 2018 vapaa kassavirta laski kuitenkin negatiiviseksi, mutta on liiketoiminnan käänteen myötä näyttänyt myös merkittäviä parantumisen merkkejä.

Vuoden 2020 liiketoiminnan vapaa kassavirta (eli operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja vähennettynä investoinneilla aineellisiin ja aineettomiin käyttöomaisuushyödykkeisiin) oli 18,3 MEUR (2019: 4,0 MEUR) ja kassavirtasuhte jopa 160 % (2019: 49 %). Operatiivisen tuloksen parantumisen ja käyttöpääoman vapautumisen myötä kassavirta parantui merkittävästi edellisvuosiin nähden. Vuonna 2021 pääomia sitoutui käyttöpääomaan ja hankkeisiin, minkä vuoksi kassavirta oli alhaisempi. Q3'21 lopussa rullaava 12kk vapaa kassavirta oli 3,0 MEUR.

Liikevaihto laskenut, mutta tulos noussut



Vapaa kassavirta parantui merkittävästi vuonna 2020 (MEUR)



Taloudellinen tilanne 2/2

Investointitarve matala

Yhtiön investointitarve käyttöomaisuuteen on hyvin matala, sillä pääosa palveluiden tuottamiseen vaadittavista panoksista muodostuu henkilöstöstä ja kalusto sekä toimitilat ovat pääosin vuokrattu. Vuonna 2020 yhtiön investoinnit olivat 1,2 MEUR, eli 0,4 % liikevaihdosta (2019: 0,3 %). Suurimmat investointierät kohdistuivat yhtiön mukaan kone- ja kalustohankintoihin. Matala investointitarve tarkoittaa sijoittajalle, että yhtiö voi hyvin vuolaan kassavirtansa jakaa joko osinkoina omistajille tai lisätä kasvupanostuksia orgaanisesti ja yritysostoin.

Tase ja rahoitusasema

Kuten todettu Constin liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä investointeja kiinteään pääomaan, käyttöpääomaan tai aineettomiin oikeuksiin, mikä mahdollistaa periaatteessa hyvin kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen loppusumma on pääomakevyestä liiketoimintamallista huolimatta kuitenkin suhteellisen iso, sillä se sisältää merkittävän kokaisen yrityskaupoista syntyneen liikearvon.

Constin taseen loppusumma oli Q3'21:n lopussa 113 MEUR (Q3'20: 127 MEUR). Taseesta ison osan muodostaa yhtiön myyntisaamiset ja muut saamiset (39 MEUR) sekä myös rahat ja pankkisaamiset (14,6 MEUR). Varastoa yhtiöllä ei käytännössä ole lainkaan. Yhdessä lyhytaikaisten varojen osuus taseesta oli noin 48 %.

Merkittävä osa taseesta on yrityskaupoista syntynyt 49,5 MEUR:n suuruinen liikearvo (44 % taseesta). Käyttöomaisuushyödykkeissä näkyy IFRS 16 -muutokset, jotka ovat nostaneet erän arvon Q3:n lopussa noin 8,6 MEUR:oon. Ilman vuokravastuita erä olisi pieni. Vuokravastuiden nousu johtuu arviomme mukaan yhtiön uusien toimitilojen vuokrasopimuksista.

Q3'21 lopussa yhtiöllä oli noin 33 MEUR korollista velkaa, joka sisälsi noin 5 MEUR IFRS 16:n mukaista vuokrasopimusvelkaa. Velkaantumisaste oli Q3'21 lopussa kohtuullinen 63 % (Q3'20: 24 %) ja omavaraisuusaste 29 % (Q3'20: 33 %). Kassavarat olivat Q3:n lopussa 14,6 MEUR, minkä lisäksi yhtiöllä oli nostamattomia tililiimiittisopimuksia ja käyttämättömiä shekkitililimiittejä yhteensä 8,0 MEUR. Yhtiön liiketoimintamalliin ja kasvuvaiheeseen nähden taseen tunnusluvut ovat mielestämme hyvinkin terveellä pohjalla.

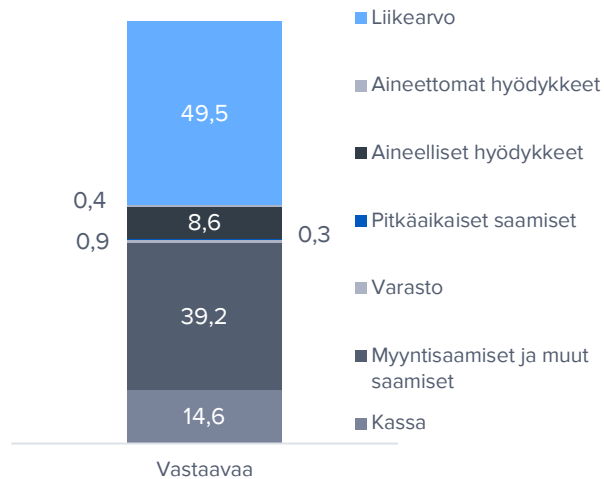
Yhtiön taseasema on parantunut tuloksen ohella merkittävästi ja omaa nyt hyvin taloudellista liikkumavaraa. Taseen tunnusluvut ovat hyvällä tasolla ja yhtiö on taseensa sekä rahoitusasemansa puolesta valmis tuloskasvun vaiheeseen.

Taseen tunnusluvut hyvällä tasolla

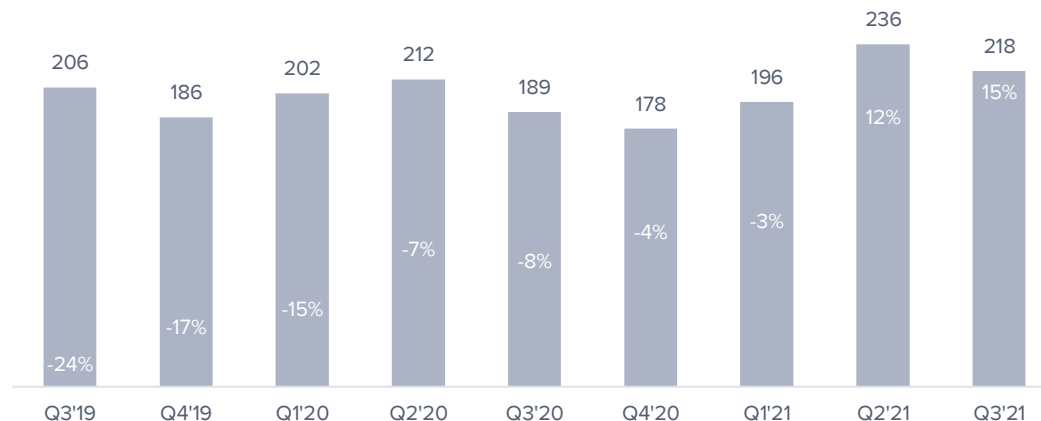


Taloudellinen tilanne

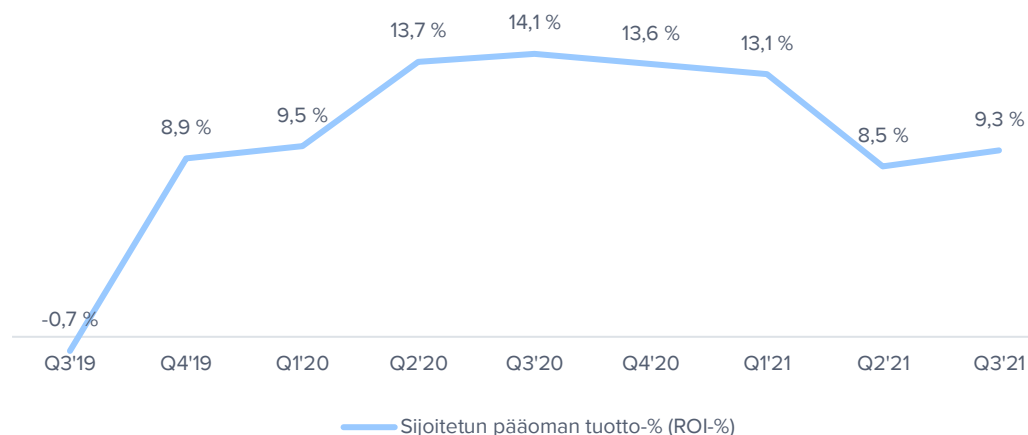
Tasetilanne Q3'21



Tilaukanta lähtenyt selvään nousuun vuonna 2021 (MEUR, kasvu-% v/v)



Pääoman tuotto noussut hyvälle tasolle



Ennusteet 1/3

Ennusteiden perusteet

Ennustamme Constin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa liiketoiminnan tilauskertymän perusteella ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkinan ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja kestäväksi arvioimaamme kannattavuustasoa. Ennusteissamme ei oteta huomioon tulevien potentiaalisten yrityskauppojen vaikutuksia.

Vuonna 2021 kasvua odotuksissa

Selkeän liikevaihdon laskuvuoden jälkeen odotamme vuodelta 2021 Constin liikevaihdon palautuvan maltilliseen kasvuun ja liikevaihdon nousevan 7 %:lla 293 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun ajurina toimivat selvästi loppuvuonna vahvistunut tilauskanta sekä koronan viivyttämien hankkeiden käynnistyminen ja valmistuminen.

Yhtiön tilauskanta (Q3'21: 218 MEUR) nousi kolmannella kvartaalilla noin 15 % vertailukauden yläpuolelle, mikä kertoo jo hyvin piristyneestä aktiviteetista markkinalla. Uusia tilauksia saatiin noin 29 % vertailukautta enemmän (Q3'21: 40 MEUR). Viime tilikaudelta mahdollisesti viivästyneiden tai siirtyneiden hankkeiden aloitusten pitäisi edelleen tukea tilauskantaa jatkossa.

Kannattavuuden odotamme olleen vertailukauden tasolla oikaistuilla luvuilla. Yhtiön kannattavuus on ollut koko vuoden 2021 vertailukautta parempaa, mutta näemme materiaalikustannuksilla ja

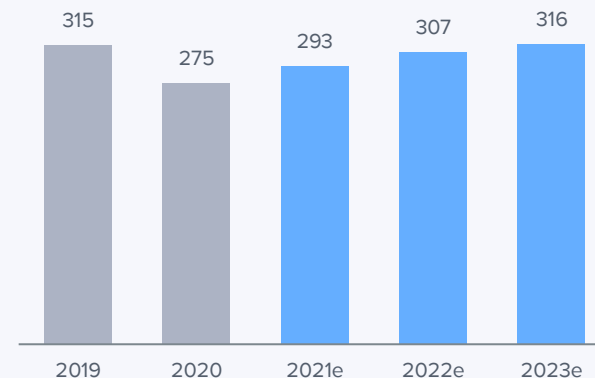
markinatilanteella olevan pieni negatiivinen vaikutus Q4-tulokseen, mikä jättää oikaistun liikevoiton vuonna 2021 noin 9,5 MEUR:oon (oik. EBIT-%: 3,2 %).

Raportoidun liikevoiton ennustamme laskeneen selvästi ja olleen 5,7 MEUR vuonna 2021. Yhtiö ohjeistaa kuluvalle vuodelle 4-8 MEUR:n raportoitua liikevoittoa ja olemme näin ohjeistuksen keskikohdan tasolla. Vuoden 2021 raportoitua tulosta heikentää merkittävät kertaerät St. George-hankkeen riita-asiasta. Nämä poistuvat rasittamasta yhtiön tulosta tänä vuonna ja jo tämän voi nähdä parantavan selvästi raportoitua tulosta vuonna 2022.

Vuonna 2022 odotamme kasvun jatkuvan

Vuoden 2021 toisen puolisko hyvän kasvujakson jälkeen odotamme palautumisen tasaantuvan, mutta kasvun jatkuvan vuonna 2022. Ennustamme liikevaihdon nousevan vuonna 2022 noin 5 %:lla 307 MEUR:oon. Tätä tukee myös markkinak kasvun piristyminen vuodesta 2021. Yhtiön vahva asema etenkin taloyhtiöiden korjausmarkkinalla kasvavan korjausvelan alla tukee markkinoita nopeampaa kasvua pienen RA Urakointi -yrityskaupan lisäksi. Odotamme tilauskannan myös edelleen vahvistuvan loppuvuotta kohti, mikä myös parantaa näkyvyyttä ensi vuoden kasvuun. Kasvuodotuksemme ovat vielä maltillisia, sillä näemme yhtiön panostavan hallittuun ja kannattavaan kasvuun.

Liikevaihdon kehitys



Odotamme liikevaihdon palautuvan koronasta



Ennusteet 2/3

Oikaistun liikevoiton odotamme nousevan vahvasti volyymien mukana. Constin kulurakenne on säästöohjelman ja organisaatiomuutoksen tehostettu ja nykyisellä rakenteella pystytään tekemään selkeästi korkeampia liikevaihtotasoja. Tämä tuo pientä skaalautuvuutta yhtiön liiketoimintaan. Lisäksi yhtiö pystyy nyt täysin keskittämään resurssinsa liiketoiminnan kehittämiseen, kun vanhojen projektien painolastit ovat historiaa. Tämän pitäisi myös osin nostaa suhteellista kannattavuutta. Ennustamme oikaistun liikevoiton nousevan 12,3 MEUR:oon ja marginaalin olevan 4,0 %.

Yhtiö tavoittelee strategiassaan saavuttavansa yli 5 %:n liikevoittomarginaalin, mutta volyymien nousun maltillisuuden ja kustannuspaineiden riskitekijöiden vuoksi olemme lähivuosina selkeästi vielä tavoitteen alapuolella. Vuoden 2022 aikana tälle tasolle nousu vaatisi mielestämme korkeampaa liikevaihtotasoa ja parempaa kehitystä yhtiön projektikatteissa sekä raaka-aineiden hintojen selkeää maltillistumista. Liikevoittomarginaalitasojen noustessa tänä vuonna selvemmin yli 4 %:n ylittäen myös odotuksemme, on mielestämme perusteltua myös arvioida yhtiön yltämistä omiin tavoitteisiinsa seuraavien vuosien aikana.

Vuosien 2023-2024 ennusteet

Odotamme Constin yltävän vuoden 2022 osin palautuvan kysynnän luoman hieman nopeamman kasvuvaiheen jälkeen aavistuksen markkinakasvua nopeampaan noin 3 %:n liikevaihdon kasvuun

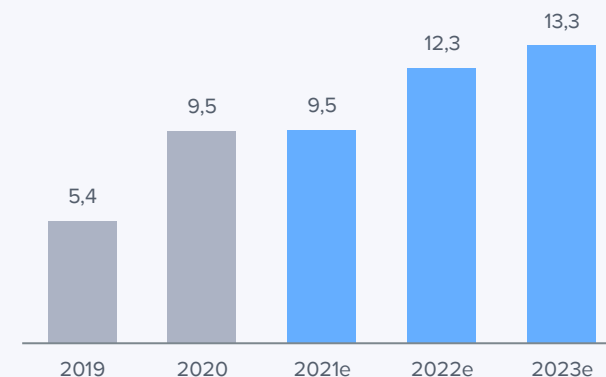
vuonna 2023. Tämä syntyy yhtiön alueellisesti parhaimmille paikoille keskittyneen liiketoiminnan ja markkinaosuuden kasvun kautta. Näemme myös yhtiön vahvan brändin ja uuden strategian myötä vahvistuvan tarjoaman toimivan kilpailuetuna markkinassa.

Kannattavuuden osalta yhtiön kiinteä kulurakenne kasvaa ennusteessamme liikevaihtoa hitaammin, mikä nostaa kannattavuutta. Samalla näemme, että bruttokate-% pysyy hyvällä tasolla ja omaa mahdollisuudet nousta vuosien 2014-2016 30 %:n paremmalle puolelle paranevan tilauskannan katerakenteen tuodessa pientä vipua kannattavuuteen.

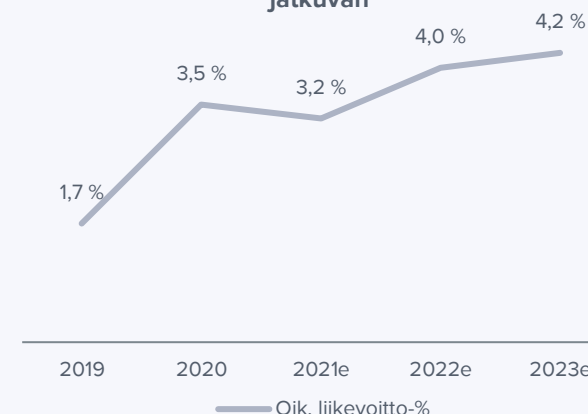
Odotamme mahdollisen uudisrakentamisen hiipumisen alentavan myös alihankinnan hintoja ja parantavan alihankkijoiden saatavuutta Constille ja näiden ajurien hieman tukevan yhtiön kannattavuutta viimeistään vuodesta 2023 alkaen. Tämän tekijän vaikutus ei ole kuitenkaan välttämättä pääkaupunkiseudulla niin suuri kuin maakunnissa PK-seudun vahvan rakentamisen vireen ansiosta.

Ennustamme vuoden 2023 liikevaihdon nousevan 2,8 % 316 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton 13,3 MEUR:oon, mikä vastaa 4,2 %:n EBIT-marginaalia (2022e: 4,0 %). Vuodelle 2024 ennustamme 3,0 %:n liikevaihdon kasvulla 325 MEUR:n liikevaihtoa, 4,2 %:n EBIT-marginaalia ja 13,7 MEUR:n liikevoittoa.

Oikaistun liikevoiton kehitys



Odotamme marginaaliparannuksen jatkuvan



Ennusteet 3/3

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Constin pystyvän kasvamaan noin 1-2 % vuodessa eli hieman yli markkinoiden keskimääräisen kasvun. EBIT-marginaalin odotamme tasaantuvan perusskenaariossamme pitkällä aikavälillä noin 3,5 %:n tasolle. Marginaaliodotuksemme vastaa noin yhtiön historiallista kannattavuustasoa ennen merkittäviä projektiongelmia. Viime aikainen hyvä suorittaminen on aavistuksen nostanut tasoa, mutta odotuksemme ovat vielä maltillisia. Tasossa voi olla vielä selkeää nousuvaraa, jos yhtiö pystyy kestävästi nostamaan kannattavuutensa korkeammalle tasolle. Toisaalta myös laskuvara on mahdollinen, jos merkittävät projektiongelmien uusiutuvat, jolloin kestävä kannattavuustaso voi olla alhaisempikin.

Kestävä tulostakäänne ja markkinan kehitys aiheuttavat vielä omat riskitekijänsä

Yhtiön tuloskasvu on ennusteillamme vuosille 2020-2023 noin 20 % vuosittain, mikä kertoo yhtiön potentiaalista. Myös riskit Constin tapauksessa on hyvä kuitenkin ottaa huomioon.

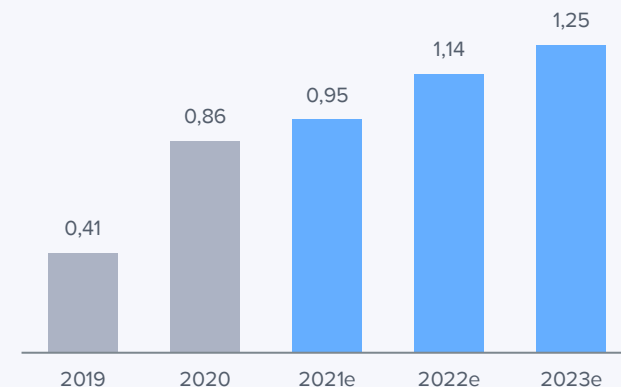
Kestävään tulostakäänteeseen liittyy vielä selkeitä riskejä uusiutuviin projektiongelmista, mutta toistaiseksi isoilta vahingoilta on välttytty. Projektiliiketoiminnassa heikkoja projekteja tulee väkisin, mutta niiden tappioiden minimointi on tärkeää. Tässä avittaa arviomme mukaan alhainen projektikoko ja isompien hankkeiden hyvin tarkat valintakriteerit. Näin merkittävimpiä riskejä mielestämme vähentää yhtiön valikoivampi ja tarkempi tarjousprosessi.

Myös markkinan kehitys on oma riskitekijänsä, sillä lopullisia vaikutuksia koronasta on vielä vaikea arvioida. Toimitilojen, toimistojen, liiketilojen ja hotellien tulevaisuuden tarpeet ovat vielä osin epävarmoja, mikä on seurausta koronan aiheuttamista muutoksista. Isojen hankkeiden markkinatilanteen heikentyminen kiristäisi kilpailua muualla ja vähentäisi myös Constin kysyntää tietyissä liiketoiminnoissa. Kokonaisuutena koronan aiheuttamat ongelmat ovat Constilla olleet vähäisiä ja muutamaa liiketoimintaa tai rakentamisen alaa lukuun ottamatta vaikutukset vähenevät jatkuvasti.

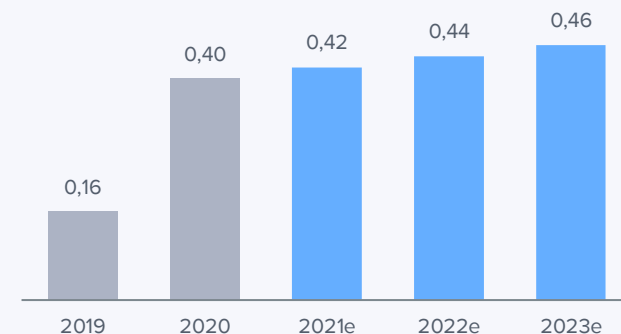
Markkinan kehitykseen osin vaikuttaa myös talouden kehitys, jossa hidastumista on lähiaikoina ennusteiden mukaan odotettavissa. Jyrkässä laskusuhdanteessa kuntien ja julkisen sektorin tai yritysten ja taloyhtiöiden heikentyvä taloustilanne voi aiheuttaa myös korjausrakentamisen markkinaan laskupaineita, kun korjaamisia lykätään. Yleisesti ala kuitenkin kestää hyvin pienet suhdannevaihtelut.

Myös raaka-aineiden kustannuspaineet ja resurssien saatavuusongelmien aiheuttavat omat epävarmuustekijänsä kannattavuustasoon, mutta näillä voi olla vaikutusta myös markkinan kehityksen kannalta. Hintojen ollessa korkealla myös urakoiden hinnat ovat nousussa, jolloin päätökset tai hankkeet voivat lykkäytyä, kunnes tilanne rauhoittuu. Näistä Consti on toistaiseksi kuitenkin selvinnyt hyvin, sillä työvoimavaltainen korjausrakentaminen käyttää muuta uudisrakentamista vähemmän materiaaleja.

Oikaistu osakekohtainen tulos



Osinko / osake



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	316	315	59,0	69,3	68,2	78,1	275	59,3	70,9	76,0	86,7	293	307	316
Käyttökate	-0,5	8,1	1,3	3,2	3,2	3,7	11,4	0,9	0,3	4,0	3,9	9,1	16,1	17,0
Poistot ja arvonalennukset	-1,7	-3,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-3,4	-3,8	-3,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,1	5,4	0,6	2,7	2,6	3,6	9,5	0,5	2,9	3,1	3,0	9,5	12,3	13,3
Liikevoitto	-2,1	4,6	0,5	2,4	2,5	3,0	8,2	0,1	-0,5	3,1	3,0	5,7	12,3	13,3
Nettorahoituskulut	-0,7	-1,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-1,1	-1,0	-0,9
Tulos ennen veroja	-2,8	3,4	0,2	2,1	2,2	2,7	7,2	-0,1	-0,9	2,8	2,8	4,5	11,3	12,4
Verot	0,5	-0,7	0,0	-0,4	-0,5	-0,6	-1,6	0,0	0,2	-0,6	-0,6	-0,9	-2,3	-2,5
Nettotulos	-2,3	2,7	0,1	1,7	1,7	2,1	5,7	-0,1	-0,7	2,2	2,2	3,6	9,0	9,9
EPS (oikaistu)	-0,30	0,41	0,03	0,26	0,22	0,35	0,86	0,03	0,34	0,29	0,29	0,95	1,14	1,25
EPS (raportoitu)	-0,30	0,30	0,01	0,21	0,21	0,27	0,70	-0,02	-0,11	0,29	0,29	0,45	1,14	1,25

Tunnusluvut	2018	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	5,2 %	-0,3 %	-19,7 %	-14,7 %	-16,7 %	-0,2 %	-12,8 %	0,4 %	2,3 %	11,4 %	11,1 %	6,6 %	4,9 %	2,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-	-	-	2167,5 %	22,3 %	-0,6 %	74,5 %	-20,2 %	7,3 %	22,3 %	-16,8 %	0,4 %	28,8 %	8,3 %
Käyttökate-%	-0,1 %	2,6 %	2,2 %	4,6 %	4,8 %	4,8 %	4,2 %	1,5 %	0,4 %	5,3 %	4,5 %	3,1 %	5,2 %	5,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,7 %	1,7 %	1,0 %	3,9 %	3,7 %	4,6 %	3,5 %	0,8 %	4,1 %	4,1 %	3,5 %	3,2 %	4,0 %	4,2 %
Nettotulos-%	-0,7 %	0,7 %	0,1 %	2,4 %	2,4 %	2,6 %	2,1 %	-0,3 %	-1,2 %	2,9 %	2,5 %	1,2 %	2,9 %	3,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	56,1	54,4	57,1	56,3	55,6
Liikearvo	48,6	48,6	48,6	48,6	48,6
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,4	0,5	0,3	0,2
Aineelliset hyödykkeet	6,3	5,1	7,7	7,1	6,5
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	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	60,4	74,2	76,4	80,1	83,1
Vaihto-omaisuus	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset ja muut saamiset	49,8	49,2	49,8	52,3	53,7
Likvidit varat	10,0	24,3	25,9	27,2	28,7
Taseen loppusumma	117	129	133	136	139

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	29,3	33,6	30,8	36,2	42,5
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-1,8	2,7	3,0	8,5	14,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	3,2	3,2	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	27,9	27,6	27,6	27,6	27,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	19,7	17,9	22,7	21,3	20,0
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	19,7	17,9	22,7	21,3	20,0
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	67,6	77,1	80,0	78,9	76,3
Lainat rahoituslaitoksilta	9,2	11,1	12,7	11,3	10,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	55,9	63,4	64,4	64,6	63,2
Muut lyhytaikaiset velat	2,5	2,7	2,8	3,0	3,1
Taseen loppusumma	117	129	133	136	139

Arvonmääritys 1/5

Potentiaali voittaa riskit

Toistamme Constin 15,0 euron tavoitehinnan ja osta-suosituksemme. Mielestämme Constin tuloskäännne etenee oikeaan suuntaan eikä arvostus ole tätä täysin huomioinut. Arvostuksen nousuvaran lisäksi osake tarjoaa lähivuosina noin 3-4 %:n osinkotuottoa, mikä nostaa tuotto-odotuksen noin 25 %:iin.

Constilla on vahva (20-23e EPS-kasvu: +20 % CAGR-%) tuloskasvupotentiaali lähivuosien aikana, joka syntyy ennen kaikkea säästö- ja muutostoinenpiteiden tuoman kannattavuusparannuksen kautta. Tehokkaaksi viritetyn organisaation avulla yhtiö pystyy nostamaan kannattavuuttansa edelleen kiinteiden kulujen skaalautuessa volyymitason nousun mukana.

Consti toimii vakailla markkinoilla, jonka piristävää kasvunäkymää tukevat hyvät pitkän aikavälin trendit (energiatehokkuus, kestävä kehitys, modernisointi, kaupungistuminen) sekä kasvava tarve kunnostaa ja huoltaa ikääntyvää rakennuskantaamme. Kilpailijoihin nähden etumatkaa luo kattava korjausrakentamisen tarjoama ja osaaminen sekä hyvä taloudellinen tilanne.

Constin osakkeen arvostus on näkemyksemme mukaan jäänyt suorituksen jalkoihin yhtiöstä riippuvista (projektiongelmat), mutta myös riippumattomista tekijöistä (korjausrakentamisen heikko maine). Näemme tämän korjaantuvan yhtiön suorituksen jatkaessa ennakoimallamme polulla.

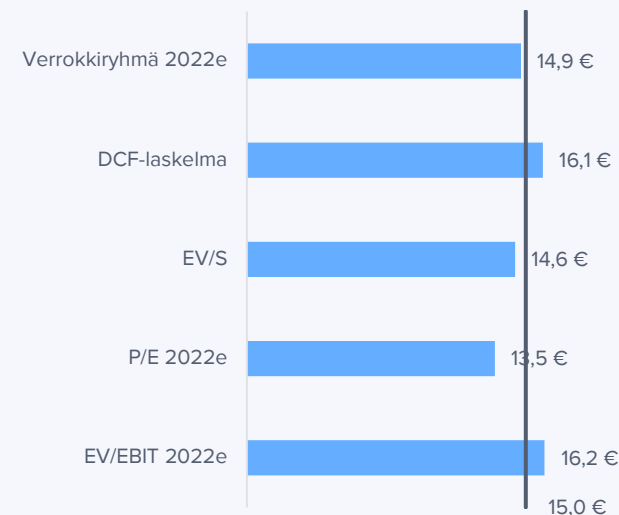
Arvostuksen lähtökohdat

Perustamme Constin arvonnäärityksemme osakkeelle hyväksymäämme absoluuttiseen arvostustasoon, suhteelliseen verrokkihinnotteluun sekä DCF-laskelmaan.

Suosimme arvonnäärityksessä erityisesti P/E- ja EV/EBIT-kertoimia. EV/EBITDA-kerroin on myös kohtuullisen hyvä vahvan kassakonversion myötä kertoimen vertailtavuus historiaan ja verrokkeihin on laskelmiemme mukaan heikentynyt. Käyttökateen nousun vuoksi kerroin on nyt historiaan nähden selkeästi alhaisemmalla tasolla kuin aikaisemmin.

EV/EBIT-kertoimessa ja P/E-kertoimessa muutokset olivat pieniä. Painotamme etenkin EV/EBIT-kerrointa yritysarvon ottaessa huomioon yhtiön tasetilanteen ja liikevoiton ollessa vakaampi historiassa suhteellisen volatiiliin nettotulokseen nähden.

Tavoitehinnan muodostuminen



Arvonmääritys 2/5

Markkinoiden luottamus parantumassa

Constin osakkeen hinnoittelussa tulee ottaa huomioon se, että yhtiö on jo pitkään ollut käännetyhtiö, jonka tulevaisuuden tulostason on ennustettu olevan selvästi nykyistä korkeampi. Hinnoittelu voi tällöin olla sen hetkisillä kertoimilla korkeakin alhaisen tulostason vuoksi. Nyt yhtiö on siirtymässä kestävän tulokasvun vaiheeseen, jossa markkinoiden hinnoittelu järkevöityy jo lähivuosina normaaleille tasoille.

Käännetyhtiöillä osakkeen arvostus monesti seuraa markkinoiden luottamusta yhtiön käänteen toteutumiseen, mikä näkyy myös Constin hinnoittelussa. Luottamus Constia kohtaan on selvästi noussut alhaisimmilta tasoiltaan, vaikka mielestämme arvostuskertoimissa on vielä nousuvaraa verrattuna yhtiön toteutuneeseen suoritukseen.

Markkinoiden luottoon mielestämme osittain vaikuttaa yhtiön projektiluonteisuus ja myös korjausrakentamisen hyvinkin paljon kärsinyt maine liiketoimintana. Monilla yhtiöillä on ollut vaikeuksia saada isot korjausrakentamisen riskit hallintaan samalla, kun kova rakentamisen suhdanne on nostanut kustannuspaineita ja vienyt myös resursseja uudispuolelle. Suhdanteen mahdollisesti jäähtyessä resurssien saatavuuden tulisi parantua ja kustannuspaineiden helpottua. Samalla projektiriskit ovat etenkin Constilla hankkeiden koon pienentymisen ja paremman projektihallinnan sekä -tarjousprosessin myötä laskeneet.

Riskit projektiongelmien uusiutumisesta ovat kuitenkin olemassa ja lopulliseen kannattavuuskäänteeseen liittyvät epävarmuudet vielä pitävät meidänkin hyväksymän arvostustason maltillisella tasolla odottamastamme tulokasvusta huolimatta.

Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

Positiiviset:

- Hyvin ja osin odotuksia paremmin edennyt tulostakäännä
- Merkittävä tulokasvupotentiaali
- Hyvä historiallinen suorituskyky kannattavan kasvun osalta vuosien 2013-2016 aikana
- Yhtiön liiketoiminnan uudelleenorganisointi ja tehostamistoimenpiteiden jatkuminen
- Suomen korjausrakentamismarkkinan hyvät pitkän aikavälin kasvunäkymät
- Sijoittajien parantunut luottamus

Negatiiviset:

- Projektiriskit ja kannattavuuskäänteeseen liittyvä epävarmuus
- Sijoittajien heikko luottamus vuosien 2017-2018 ja alkuvuoden 2019 tappiollisuuden takia
- Osittainen suhdanneriippuvuus

Arvonmääritys 3/5

Hyväksyttävä taso nojaa historiaan

Tarkastelemme Constin arvonmäärityksen perustana yhtiön historiallisia arvostustasoja. Historiallisten kertoimien taso ei ole ollut kovinkaan korkea, sillä Constin projektiongelmat ovat painaneet arvostuskertoimia aikaisempina vuosina. Tästä huolimatta historialliset kertoimet antavat mielestämme yhtiön kehitysvaihe huomioon ottaen suhteellisen hyvän kuvan yhtiölle hyväksyttävästä arvostuksesta.

Vuodesta 2016 alkaen EV/EBIT-kerroin on ollut noin 10x-tasolla ja P/E-kerroin noin 11x-tasolla. Perinteisellä rakennussektorilla Suomen markkinassa kertoimien taso on ollut usean vuosikymmenen ajan keskimäärin noin 12x-tasolla. Constin tulostäätänne ja kasvunäkymät huomioiden arvostustason ei mielestämme pitäisi olla ainakaan tämän alapuolella. EV/S-kerroin on ollut hieman yli 0,3x-tasolla historian ajan. Ennen ongelmia EV/S oli noin 0,5x-tasolla. Mielestämme nykyisellään noin 0,4x-taso antaa osakkeelle tukea.

Hyväksymämme arvostushaarukka (EV/EBIT: 10-14, P/E: 10-14x) nojaa pitkälti oikealla näkyviin historiallisiin kertoiimiin. Käytämme myös EV/Liikevaihto-kerrointa yhtenä mittarina, mutta sen painoarvo on tulospohjaisia kertoimia alhaisempi. Hyväksyttävä tasomme nousi vuoden 2021 aikana historiallisten tasojen yläpuolelle hyvin sujuneen tulostäätänne vuoksi.

Arvostustasossa on mielestämme nousuvaraa, jos liiketoiminnan kannattavuusparannus osoittaa kestävyyttä ja jatkuvuus parantuu (huollot/palvelut > projektit). Tällöin hyväksyttävä arvostustaso voisi mielestämme liikkua kohti nykyisen haarukan

ylälaitaa.

Laskuvaraa arvostustasossa ei mielestämme merkittävästi ole, mutta tulostason pettäessä tai muun epävarmuuden kasvaessa, voi luotto seuraavien vuosien tulospärrannukseen kohdata laskupaineita. Tämä voisi viedä hyväksyttävän tason lähemmäs haarukamme alalaitaa.

Absoluuttinen arvostus tarjoaa nousuvaraa

Constin tulostäätän ansiosta lyhyen aikavälin kertoiimilla on mielestämme tilaa nousta. Katseemme ovat jo vuodessa 2022, vaikka myös vuoden 2021 tulostaso on jo yhtiölle relevantti. Vuosi 2021 kuitenkin kärsii vielä kertaluonteisista tekijöistä eikä edusta Constin potentiaalia riittävästi. Tulostäätänne jälkeen vuosi 2022 mielestämme kuvastaa yhtiölle jo normaalimpaa tulostäätäsoa, johon on hyvä nojata.

Ennusteillamme vuodelle 2021 osake arvostetaan (2021e: P/E (oik.): 13x, EV/EBIT (oik.): 11x) jo kohtuu maltillisesti. Tulostäätän myötä arvostustaso laskee edelleen hyvin houkuttelevalle tasolle vuonna 2022 (2022e: P/E (oik.): 11x, EV/EBIT (oik.): 8x). Vuoden 2022 arvostus tarjoaakin tällä hetkellä keskimäärin yli 20 %:n nousuvaran hyväksymämme arvostushaarukan keskiväliin. Tulostäätäneutrali EV/S-kerroin on historiallisella 0,3x-tasolla oman nousuvaraa 0,4x-tasolle.

Osinkotuotto-% on ennusteillamme 3-4 % lähivuosien ajan tarjoten hyvän tuen tuotto-odotukselle. Hyvin kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli tukee osinkojen kasvavaa virtaa, mutta samalla tuloksen historiallinen volatiliiteetti vähentää osingon luotettavuutta.

Historialliset arvostuskertoimet

Forward EV/EBIT



Forward P/E



Forward EV/S



Arvonmääritys 4/5

Verrokkiryhmä

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

Toisaalta Caverionin ja Bravidan liiketoimintamallit ovat luonteeltaan samankaltaisia kuin Constilla, joten ne muodostavat kohtuullisen hyvän vertailukohdan Constin suhteelliselle arvostukselle. Talotekniikkayhtiöiden ja suomalaisten rakennusliikkeiden lisäksi olemme myös valinneet laajaan verrokkiryhmäämme kiinteistöpalveluyhtiöt L&T:n ja ISS:n.

Vuodelle 2022 katsottaessa verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kerroin on noin 15x ja P/E-kerroin myös noin 15x. Näihin kahteen tulokertoimeen nähden Consti on tällä hetkellä arvostettu yli 35 % alle verrokkiyhtiöiden, mikä on mielestämme aivan liian suuri alennus.

Historiallisesti Consti on arvostettu jatkuvasti matalammalle tasolle kuin verrokkiryhmän keskiarvo. Tämän taustalla ovat arviomme mukaan mm. se, että verrokkit ovat markkina-arvoltaan selvästi suurempia, kannattavuudeltaan osin parempia sekä niillä on myös enemmän jatkuvaa palveluliiketoimintaa.

Ottaen huomioon yhtiön kestävään tulokäänteeseen liittyvät riskit ja yllä mainitut erot

verrokkeihin, näemme noin 10-20 %:n alennuksen verrokkiryhmään vielä perusteltuna. Nyt nähtävä alennus on kuitenkin mielestämme liian suuri.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo Constin osakkeelle on 16,1 euroa ja annamme myös tälle painoarvoa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaaliyksiköllä 1,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali noin 3,5 %:iin liikevaihdosta. Marginaali pohjautuu yhtiön historialliseen sekä viimeaikaiseen suoritukseen ja kasvu nojaa markkinan sekä talouden oletettuun pitkän aikavälin kasvuun. Aikaisemmin olemme todenneet parametreissa olevan nousuvaraa käänteeseen edetessä odotetusti tai ennusteiden mukaan. Tämän vuoksi liikevoittomarginaalin taso on noussut 3,0 %:sta 3,5 %:iin. Taso on vielä alle yhtiön tavoitteiden (yli 5 %) ja omaa edelleen nousuvaraa, jos liiketoiminta etenee suunnitellusti. DCF-mallissamme käyttämämme pääoman kustannus (WACC-%) on 8,8 %. Pääoman kustannuksessa voi olla myös hieman laskuvaraa yhtiön liiketoiminnan riskitekijöiden hälventyessä, mutta näkisimme ennemmin parannuksen tulevan kassavirroista.

Verrokkiryhmä

2022e	EV/EBIT	P/E
YIT Oyj	9,9	11,3
SRV Yhtiot Oyj	14,5	14,0
Lehto Group Oyj	12,3	6,5
Caverion Oyj	12,3	14,9
Instalco AB	20,9	25,8
Bravida Holding AB	15,4	20,1
Lassila & Tikanoja Oyj	13,8	13,4
Iss A/S	14,5	15,0
Mediaani	14,5	14,9
Consti (Inderes)	8,0	10,6

Alennus/preemio	-44,9 %	-29,0 %
Keskiarvo	-37,8 %	

Arvonmääritys 5/5

Liiketoiminnan osien tarkastelu on myös yksi tapa arvioida yhtiön arvoa

Constin liiketoiminnasta noin 25 % tulee talotekniikasta. Talotekniikan yhtiöille hyväksytään pörssissä korkeammat kertoimet muun muassa niiden palveluliiketoiminnan ja jatkuvuuden ansiosta. Voimme myös pilkkoa Constia osiin ja tarkastella, minkä arvon mahdollisesti eri osat saisivat. On hyvä kuitenkin realistisesti arvioiden todeta, että hyväksyttävät kertoimet ovat merkittävästi alhaisempia kuin vakiintuneille, isoille ja hyvän suorituskyvyn omaaville toimijoille pörssissä annetaan.

Consti Talotekniikka Oy on viimeisten vuosien aikana parantanut tulostaan merkittävästi. Kaupparekisterin tietojen perusteella EBIT-% laski pahimmillaan vuonna 2017 -4 %:iin, mutta nousi jo vuonna 2020 noin 2,9 %:iin. Absoluuttinen liikevoitto nousi samassa ajassa 4,5 MEUR:n tappioista 2,0 MEUR positiiviseksi, joten tällä on myös ollut merkittävä vaikutus koko Constin tulostulokseen. Liiketoiminnan volyymit ovat samaan aikaan kuitenkin merkittävästi laskeneet. Volyymien laskua osin selittää markkinakehitys ja tarjoustoiminnan valikoivuus, mutta organisaatorakenteen muutos ja tytäryhtiöiden muutokset ovat myös vaikuttaneet liikevaihtoon merkittävästi. Historiallisten lukujen vertailtavuus ei näin ole kovin hyvä.

Luvuista (ja PRH:n tiedoista) kuitenkin huomaa, että ilman talotekniikkaa liikevoitto olisi Constilla korkeampi. Arviomme mukaan talotekniikalla tulisi kuitenkin olla mahdollisuuksia yltää vähintään 5-6 %:n liikevoittomarginaaleihin, joten parannusvaraa nykyisiltä tasoilta riittää. Verrokkien taso ja tavoitteet ovat osin vielä tätäkin korkeammalla.

Arvostuksen osalta kolmen taloteknisen verrokkiyhtiön (Caverion, Instalco, Bravida) EV/EBIT-kerroin on keskiarvoltaan noin 17x vuodelle 2022. Arviomme mukaan Constin talotekniselle osalle kertoimen voi olettaa olevan 14x tasolla, mikä on arvostushaarukamme ylärajalla, mutta selvästi alle verrokkien.

Vuonna 2021 talotekniikan liikevaihto on ollut noin 12 %:n nousussa, minkä tulisi myös parantaa kannattavuutta. Arvioiden kasvun jatkuvan Q4:llä samansuuntaisesti ja kannattavuuden parantuvan noin 3,5 %:iin, liikevaihto olisi arviolta vuonna 2021 noin 78 MEUR ja liikevoitto 2,7 MEUR. Arvioidulla liikevoitolla yritysarvoksi muodostuisi siten 38 MEUR.

Yritysarvo koko Constille on nykykurssilla ja ennusteillamme 102 MEUR (2021e). Näin Constin korjausrakentamisen liiketoiminnan yritysarvoksi jäisi 64 MEUR. Vuoden 2021 ennusteisiin nähden Constin korjausliiketoiminnan EV/EBIT-kerroin jäisi noin 9x tasolle, kun hyväksyttävä taso tulisi näkemyksemme mukaan olla vähintään 12x-tasolla.

Mielestämme talotekniikka näkyy näin kohtuullisesti yhtiön arvostuksessa suorituskäydy huomioiden. Suorituskäydyssä on kuitenkin merkittävä parannusvara, jota nykyinen arvo ei täysin huomioi. Kestävän käänteen aikaansaantiin ja tuloksen merkittävään parannukseen liittyvien riskien myötä tämä on varsin ymmärrettävää. Vaikka talotekniikka on tärkeä osa yhtiön liiketoimintaa, on myös mahdollista löytää liiketoiminnalle muita strategisia vaihtoehtoja. Siinä mielessä sijoittajien on hyvä tehdä osien arviointia erityyppisten liiketoimintojen välillä.

Constin yhtiöt eroavat liiketoiminnaltaan, mutta myös kannattavuudeltaan*



Osien arvo (EV)

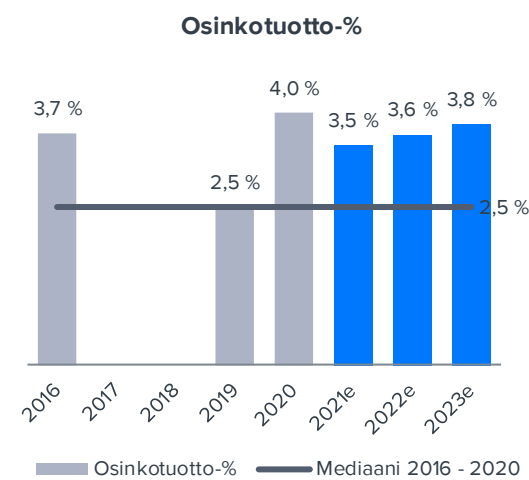
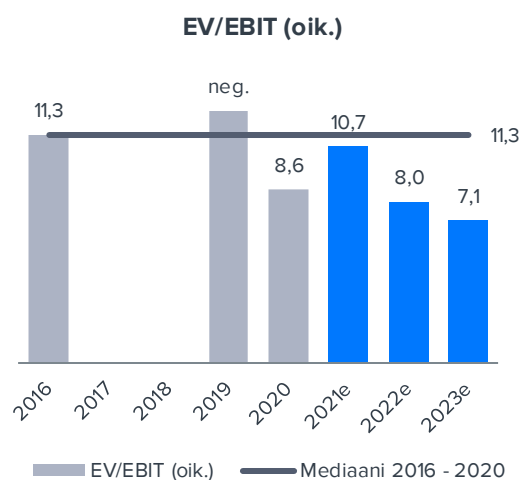
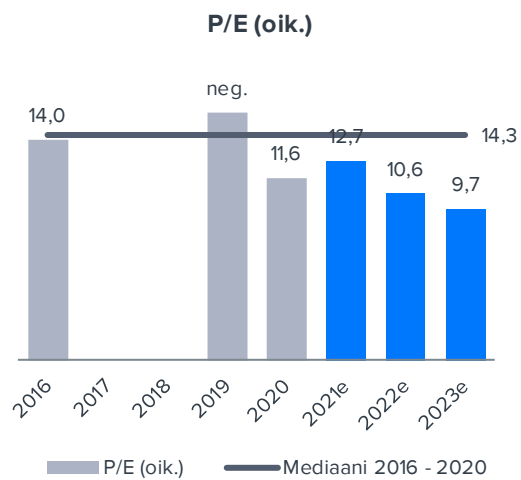
Consti-konserni EV 2021e	102	MEUR
Talotekniikka	38	MEUR
Muun Constin arvo	64	MEUR
Muun Constin arvostus	9x	EV/EBIT

Lähde: PRH, Consti, Inderes
*Organisaatorakenne muuttunut eikä luvut vertailukelpoisia historiaan

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	14,8	8,50	5,50	6,40	10,1	12,1	12,1	12,1
Markkina-arvo	112	65	42	49	77	93	93	93
Yritysarvo (EV)	124	77	62	68	82	102	98	94
P/E (oik.)	14,0	neg.	neg.	15,8	11,6	12,7	10,6	9,7
P/B	3,8	2,6	1,8	1,7	2,3	3,0	2,6	2,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	9,5	45,1	neg.	8,3	7,1	11,2	6,1	5,5
EV/EBIT (oik.)	11,3	neg.	neg.	12,5	8,6	10,7	8,0	7,1
Osinko/tulos (%)	51,5 %	0,0 %	0,0 %	53,0 %	57,0 %	93,5 %	38,7 %	36,7 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	4,0 %	3,5 %	3,6 %	3,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
YIT Oyj	4,71	1473	12,2	9,9	9,6	7,9	0,5	0,5	14,8	11,3	3,8	4,5	1,0
SRV Yhtiot Oyj	0,52	400	52,1	14,5	26,7	11,4	0,4	0,4		14,0	-	1,3	-
Lehto Group Oyj	0,82	159		12,3	77,8	8,0	0,4	0,3		6,5		2,5	0,6
Caverion Oyj	6,55	1045	15,9	12,3	7,7	6,7	0,5	0,5	19,0	14,9	2,7	3,4	4,5
Instalco AB	329,40	1844	26,0	20,9	21,0	18,4	2,2	1,9	31,6	25,8	1,0	1,1	7,2
Bravida Holding AB	116,80	2296	16,9	15,4	12,9	12,0	1,1	1,0	22,2	20,1	2,4	2,8	3,6
Lassila & Tikanoja Oyj	13,24	701	15,5	13,8	7,0	6,7	0,9	0,9	15,1	13,4	4,1	4,6	2,4
Iss A/S	129,60	5074	22,6	14,5	11,1	8,6	0,5	0,5	24,9	15,0			3,2
Consti (Inderes)	12,10	102	10,7	8,0	11,2	6,1	0,3	0,3	12,7	10,6	3,5	3,6	3,0
Keskiarvo			24,7	15,8	22,2	11,6	1,3	1,1	25,3	17,3	2,2	2,4	3,8
Mediaani			22,6	14,5	17,0	10,0	0,7	0,7	23,5	14,9	2,4	2,5	3,6
Erotus-% vrt. mediaani			-53 %	-45 %	-34 %	-39 %	-51 %	-54 %	-46 %	-29 %	44 %	48 %	-17 %

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

DCF-arvonmääritys

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	8,2	5,7	12,3	13,3	13,7	11,7	11,4	11,4	12,8	13,1	13,3	
+ Kokonaispoistot	3,2	3,4	3,8	3,7	3,4	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	
- Maksetut verot	-1,1	-0,9	-2,3	-2,5	-2,6	-2,2	-2,1	-2,1	-2,4	-2,4	-2,5	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-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	8,2	0,7	-2,2	-2,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	18,3	8,6	11,4	11,6	14,7	13,0	12,6	12,6	13,6	13,9	13,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,0	-6,0	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	16,4	2,6	8,3	8,6	11,6	9,9	9,6	9,5	10,6	10,8	10,8	
+/- Muut	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	
Vapaa kassavirta	16,1	2,4	8,0	8,3	11,3	9,6	9,3	9,2	10,3	10,5	10,8	150
Diskontattu vapaa kassavirta		2,4	7,4	7,0	8,8	6,9	6,1	5,6	5,7	5,4	5,1	70,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		131	129	121	114	105	98,4	92,3	86,7	81,0	75,6	70,5
Velaton arvo DCF		131										
- Korolliset velat		-29,0										
+ Rahavarat		24,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,1										
Oman pääoman arvo DCF		123										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,1										

Rahavirran jakauma jaksoittain

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,75 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

2021e-2025e

25%

2026e-2030e

21%

TERM

54%

■ 2021e-2025e ■ 2026e-2030e ■ TERM

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	315,8	314,8	274,6	292,9	307,4	EPS (raportoitu)	-0,30	0,30	0,70	0,45	1,14
Käyttökate	-0,5	8,1	11,4	9,1	16,1	EPS (oikaistu)	-0,30	0,41	0,86	0,95	1,14
Liikevoitto	-2,1	4,6	8,2	5,7	12,3	Operat. kassavirta / osake	-0,83	0,59	2,40	1,13	1,49
Voitto ennen veroja	-2,8	3,4	7,2	4,5	11,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,96	0,24	2,10	0,31	1,05
Nettovoitto	-2,3	2,3	5,4	3,4	8,7	Omapääoma / osake	3,05	3,83	4,39	4,02	4,74
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,8	-1,2	-3,8	0,0	Osinko / osake	0,00	0,16	0,40	0,42	0,44
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	111,0	116,6	128,6	133,4	136,4	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	0 %	-13 %	7 %	5 %
Oma pääoma	23,4	29,3	33,6	30,8	36,2	Käyttökateen kasvu-%	-127 %	-1854 %	41 %	-21 %	77 %
Liikearvo	48,6	48,6	48,6	48,6	48,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	467 %	-356 %	74 %	0 %	29 %
Nettovelat	19,6	18,9	4,7	9,5	5,5	EPS oik. kasvu-%	117 %	-234 %	113 %	10 %	20 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	-0,1 %	2,6 %	4,2 %	3,1 %	5,2 %
Käyttökate	-0,5	8,1	11,4	9,1	16,1	Oik. Liikevoitto-%	-0,7 %	1,7 %	3,5 %	3,2 %	4,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-5,7	-3,2	8,2	0,7	-2,2	Liikevoitto-%	-0,7 %	1,5 %	3,0 %	1,9 %	4,0 %
Operatiivinen kassavirta	-6,4	4,5	18,3	8,6	11,4	ROE-%	-9,6 %	8,8 %	17,1 %	10,7 %	26,0 %
Investoinnit	-1,0	-6,1	-2,0	-6,0	-3,1	ROI-%	-4,6 %	8,9 %	13,6 %	8,8 %	18,1 %
Vapaa kassavirta	-7,4	1,8	16,1	2,4	8,0	Omavaraisuusaste	25,4 %	30,4 %	31,1 %	27,4 %	31,6 %
						Nettovelkaantumisaste	83,6 %	64,4 %	14,1 %	31,0 %	15,2 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	8,3	7,1	11,2	6,1						
EV/EBIT (oik.)	neg.	12,5	8,6	10,7	8,0						
P/E (oik.)	neg.	15,8	11,6	12,7	10,6						
P/B	1,8	1,7	2,3	3,0	2,6						
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	4,0 %	3,5 %	3,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.12.2018	Vähennä	5,50 €	5,50 €
14.1.2019	Vähennä	5,40 €	5,66 €
8.2.2019	Vähennä	5,40 €	5,30 €
28.3.2019	Vähennä	5,30 €	5,60 €
26.4.2019	Vähennä	5,50 €	5,54 €
29.7.2019	Vähennä	5,40 €	5,44 €
16.8.2019	Vähennä	5,20 €	5,16 €
27.10.2019	Vähennä	5,20 €	5,16 €
9.2.2020	Lisää	8,50 €	8,00 €
22.4.2020	Lisää	7,50 €	6,74 €
30.4.2020	Lisää	7,50 €	6,82 €
26.7.2020	Lisää	9,50 €	8,46 €
28.10.2020	Lisää	9,30 €	8,62 €
23.11.2020	Lisää	10,70 €	9,70 €
7.2.2021	Lisää	13,00 €	11,70 €
3.5.2021	Lisää	13,50 €	13,05 €
14.6.2021	Lisää	13,50 €	12,15 €
25.7.2021	Lisää	14,00 €	13,00 €
28.10.2021	Osta	15,00 €	12,95 €
21.1.2022	Osta	15,00 €	12,10 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS**



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**