

# Consti

## Laaja raportti

21.12.2023 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Heikon suhdanteen onnistujia

Toistamme Constin osta-suosituksen tarkistaen tavoitehintamme 14,00 euroon (aik. 13,80 euroa) laajan raportin päivityksen yhteydessä. Consti on edennyt vuoden 2023 haastavassa rakentamisen markkinassa liikevaihtoa sekä tulostaan kasvattaen. Vaikka näkymä ensi vuoteen ei ole optimaalinen, on markkinan pitkän aikavälin ajurit suotuisat ja näemme Constin pystyvän ylläpitämään vakaasta tuloksestaan kiinni lähivuosina. Verrattuna Constin nykyiseen tulostasoon, kannattavuuspotentiaaliin, vahvaan pääomantuottoon sekä vuolaaseen kassavirtaan arvostus on alhainen usealla mittarilla ja tekee osakkeen tuotto/riski-suhteesta houkuttelevan.

## Konstit löytyy korjausrakentamiseen

Consti on korjausrakentamiseen ja kiinteistöjen teknisiin palveluihin keskittynyt yhtiö. Constin tarjoama kattaa laaja-alaisesti korjausrakentamisen markkinan sisältäen talotekniikka-, julkisivu- ja sisätilojen korjaustöitä. Maantieteellisesti yhtiö on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja erityisesti Helsingin ja Uudenmaan alueelle, mistä syntyy noin 75 % yhtiön liikevaihdosta. Constin liiketoiminta on projektiluonteista, mutta riskejä tasaa vakaasti ja osin suhdanteista riippumattomasti kehittyvät päämarkkinat, yhtiön hajautunut asiakas- ja projektiportfolio sekä joustava kapasiteetti- ja kulurakenne. Korjausrakentamisen markkinan kasvua pitkälle tulevaisuuteen tukee rakennuskannan ikääntyminen ja useat markkinaa tukevat trendit (energiatehokkuus, tekniikan lisääntyminen, kestävä kehitys, modernisointi). Constin vahva taloudellinen tilanne ja hyvä maantieteellinen asemoituminen sekä kokonaisvaltainen palvelutarjoama tukevat markkinoita nopeampaa kasvua ja yhtiön markkinajohtajan aseman säilyttämistä.

## Vaikeampi markkina haastaa, mutta suoritus ollut hyvä

Heikompien tulosvuosien jälkeen, Constin tulos on saatu käännettyä kestävämmiin paremmalle tasolle viime vuosien aikana (Q3'23 LTM EBIT-%: 4,0 %). Potentiaalia tulostasossa vielä arviomme mukaan löytyy lähemmäs yhtiön tavoitetasoja (yli 5 % EBIT-marginaali). Tämä vaatii kuitenkin korkeampia liikevaihdon tasoja, projektien tuottavuuden parantumista ja resurssien hintojen suotuisaa kehitystä. Lähivuosina kasvu jää arviomme mukaan matalaksi heikomman markkinakehityksen myötä, mutta odotamme resurssihintojen (työ, materiaalit) ja projektien parantuvan katerakenteen pitävän kannattavuuden hyvällä tasolla (2024 EBIT-%: 4,0 %). Volyymien noustessa ja markkinan piristyessä on Constilla mahdollisuudet nostaa kannattavuuttansa lähemmäs tavoitetasoja. Riskeinä ennusteissamme on odotuksiamme heikompi markkinakehitys, kilpailun ankara kiristyminen, kustannuspaineiden jatkuminen ja merkittävien projektihaasteiden esiintulo.

## Arvostus ei mielestämme heijasta yhtiön suoritusta tai profiilia

Constin viime vuosina parantunutta suoritusta ja houkuttelevaa liiketoimintaprofiilia (vahva kassavirta sekä pääoman tuotto) ei mielestämme arvosteta markkinoille tarpeeksi. Constin osakkeen arvostus on houkutteleva jo kuluvan vuoden lähes varmalla tuloksella (2023e: oik. P/E: 10x, oik. EV/EBIT: 7x) ja laskee edelleen vuodelle 2024 hieman (2023e: oik. P/E: 9x, oik. EV/EBIT: 6x). Vuosien 2023 ja 2024 ennusteiden keskiarvoa käyttäen osakkeessa olisi hyväksymämme arvostushaarukan alarajaan (EV/EBIT: 10-14x, P/E: 10-14x) nojaten yli 20 %:n nousuvara. Verrokkeihin nähden Consti on selvällä alennuksella (-30 %) ja arvostuksen nousuvaran lisäksi osake tarjoaa hyvin vahvalla pohjalla olevaa noin 6 %:n osinkotuottoa, mikä tekee tuotto-odotuksen yhtiössä erittäin houkuttelevaksi. DCF-laskelman arvo (18,8 euroa) on myös selvästi korkeammalla tukien suositustamme.

## Suositus

### Osta

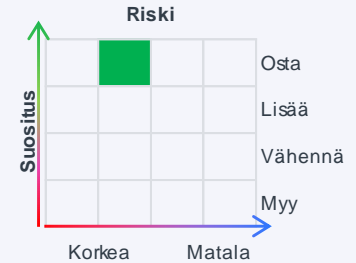
(aik. Osta)

**14,00 EUR**

(aik. 13,80 EUR)

### Osakekurssi:

11,35



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	305	330	318	328
<b>kasvu-%</b>	6 %	8 %	-4 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	11,4	12,0	12,6	14,5
<b>EBIT-% oik.</b>	3,7 %	3,6 %	4,0 %	4,4 %
<b>Nettotulos</b>	8,5	9,5	9,4	11,0
<b>EPS (oik.)</b>	1,10	1,10	1,21	1,42
<b>P/E (oik.)</b>	11,4	10,1	9,2	7,9
<b>P/B</b>	2,7	2,1	1,9	1,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,8 %	5,6 %	5,7 %	6,3 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	8,9	6,7	6,1	4,9
<b>EV/EBITDA</b>	6,8	4,9	4,7	4,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,2	0,2	0,2

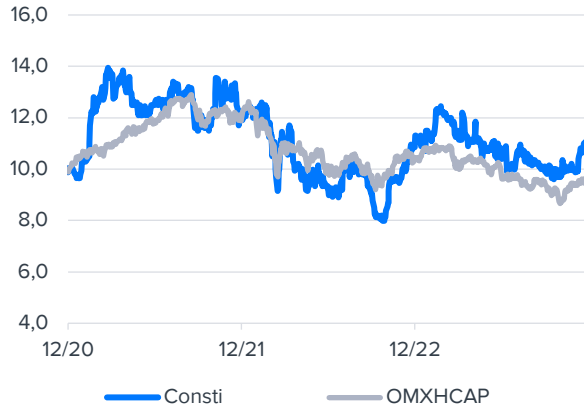
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

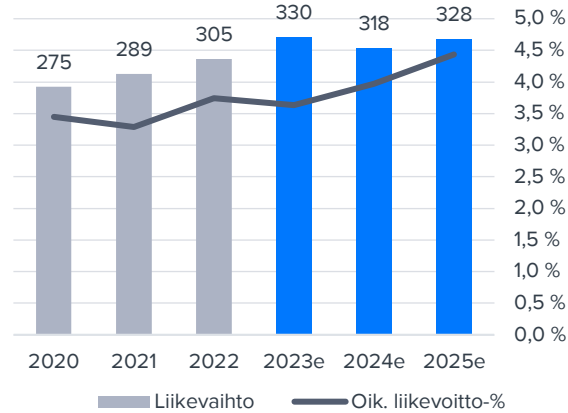
Yhtiö arvioi, että sen koko vuoden 2023 liiketulos on 9,5-13,5 MEUR.

## Osakekurssi



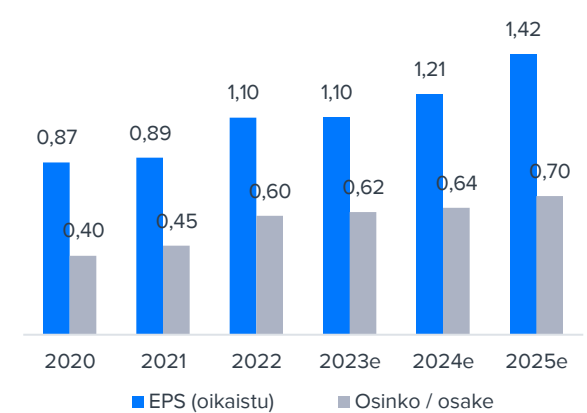
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

- Markkinariskit
- Kapasiteetin käyttöasteen vaihtelut
- Materiaalin ja työn kustannuspaineet
- Materiaalien saatavuushaasteet
- Henkilöstön vaihtuvuus
- Kilpailuaseman muutokset
- Projektiriskit ja merkittävien projektiongelmien uusiutuminen
- Yritysosojen integraatioiden epäonnistuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	11,2	11,2	11,2
Markkina-arvo	86	86	86
Yritysarvo (EV)	81	77	71
P/E (oik.)	10,1	9,2	7,9
P/B	2,1	1,9	1,7
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	4,9	4,7	4,0
EV/EBIT (oik.)	6,7	6,1	4,9
Osinko/tulos (%)	50,4 %	52,7 %	49,4 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	5,7 %	6,3 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>11-14</b>
Sijoitusprofiili	<b>15-16</b>
Toimiala	<b>17-19</b>
Kilpailukenttä	<b>20-22</b>
Taloudellinen tilanne	<b>23-25</b>
Ennusteet	<b>26-30</b>
Arvonmääritys	<b>31-39</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>40-</b>

# Consti lyhyesti

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

## 2008

Perustamisvuosi

## 2015

Listautuminen

## 328 MEUR (+11 % v/v)

Liikevaihto Q3'23 LTM (rullaava 12kk)

## 247 MEUR (+17 % v/v)

Tilaukanta Q3'23 lopussa

## 4,0 %\* (3,3 % Q3'22 LTM)

Liikevoittoprosentti Q3'23 LTM

\*Sisältää liiketoiminnan myyntivoiton

## >5 EBIT-%

Kannattavuustavoite (liikevoitto-%)

## 973

Henkilöstö Q3'23 lopussa

## Liiketoiminnan kehitys historiassa

### 2008-2016

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

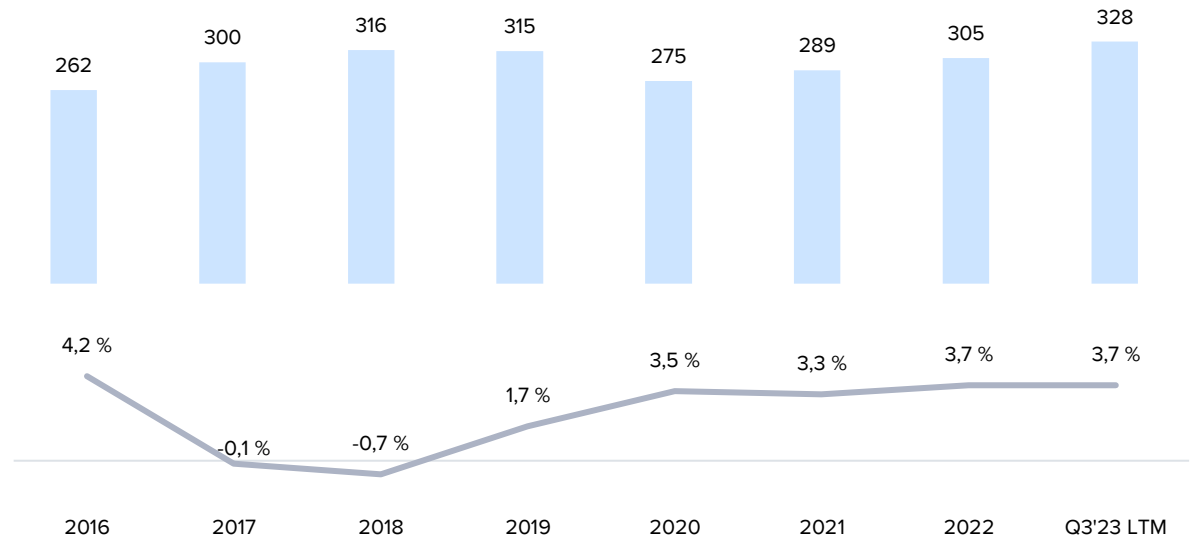
### 2016-2019

- Kasvun kivut ja projektiongelmat alkavat vuonna 2017 ja jatkuvat vuoteen 2018
- Organisaatio- ja strategia-muutos johtavat käännteeseen
- Säästö- ja muutosohjelma toteutuksen kautta parempaan tulokseen
- Kannattavuuden ja tuottavuuden parannus ennen liikevaihdon kasvua

### 2019-2023

- Tulos paranee merkittävästi 2019 ja edelleen vuonna 2020 koronasta huolimatta
- Liikevaihdon kasvuvaihe käyntiin 2021 alkaen, mikä parantaa edelleen tulosta
- Markkinahaasteet jarruttavat kehitystä vuonna 2022-2023
- Tulostaso kaikesta huolimatta jatkanut nousussa
- Markkinan piristyessä tuloskasvulle erinomaiset mahdollisuudet

## Liikevaihdon (MEUR) ja oikaistun liikevoiton\* (oik. EBIT-%) kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## 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.

Vuoden 2023 Q3 lopussa rullaava 12kk liikevaihto (LTM) oli 328 MEUR, mikä vastasi noin 11 %:n kasvua vertailukauteen nähden. Kasvu on ollut vahvaa jo kolmatta vuotta putkeen. Samalla yhtiö on pystynyt tekemään vakuuttavan tuloskäänteen. Vuosina 2017-2018 tappioilla projektiongelmien myötä ollut liikevoitto on nyt vuoden 2023 loppuun mennessä noussut 4 %:n tasolle (EBIT-% Q3'23 LTM). Kasvusta huolimatta yhtiön henkilöstömäärä on pysynyt tasaisena. Constin palveluksessa oli vuoden 2023 syyskuun lopussa 973 työntekijää (2022: 975 henkilöä).

Constin liiketoiminta on keskittynyt Suomen kasvukeskuksiin ja noin 75 % yhtiön vuoden 2022 liikevaihdosta muodostui Helsinki-Uusimaa - akselilta, noin 14 % Tampereen ja Pirkanmaan seudulta sekä noin 11 % muusta Suomesta (mm. Turku, Oulu, Hämeenlinna, Jyväskylä ja Lahti).

### Liiketoimintarakenne

Constin liiketoiminta on eritelty neljään eri asiakasryhmittäin jaoteltuun liiketoiminta-alueeseen: 1) Taloyhtiöt, 2) Yritykset, 3) Julkiset sekä 4) Talotekniikka. Consti tarjoaa näillä alueilla asiakkailleen kattavasti korjausrakentamisen sekä valikoidusti nykyään myös uudisrakentamisen

palveluita. Kaikkiin liiketoiminta-alueisiin sisältyy palvelu- ja huoltoliiketoimintaa (Service-toiminta), jota ei raportoida omana liiketoiminta-alueena.

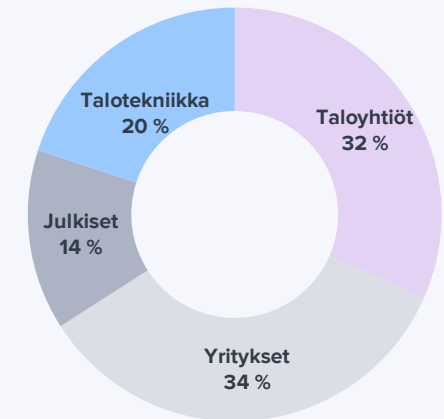
Taloyhtiöt ja Yritykset liiketoiminta-alueet ovat liikevaihdollisesti olleet isoimpia Constille. Tähän mennessä vuonna 2023 (Q1-Q3'23) Taloyhtiöt ja Yritykset ovat tuoneet molemmat noin 30 % liikevaihdosta (ennen eliminointeja). Julkiset-liiketoiminnan osuus liikevaihdosta oli puolestaan noin 14 % ja Talotekniikka vastasi noin viidenneksestä yhtiön liiketoiminnasta.

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

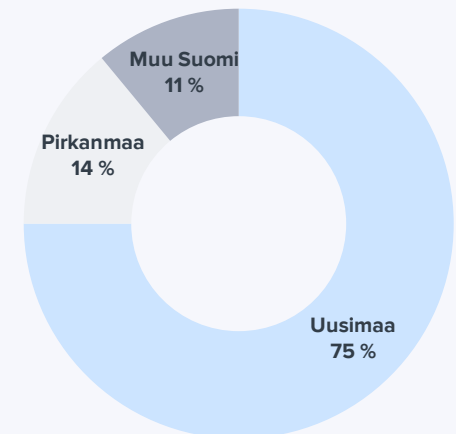
Suurin osa Constin liikevaihdosta tulee edelleen suhdannevakaasta korjausrakentamisesta, vaikka yhtiö tekee valikoiden nyt uudisrakentamisen hankkeita. Näin ollen suhdannekestävyys on normaalia rakentajaa parempi. Noin 20 % liikevaihdosta tulee talotekniikasta, joka on korjaamista syklisempi ala. Talotekniikassa yhtiö kuitenkin painottaa korjausrakentamisen puolta ja sen syklisyyttä lisäksi tasapainottaa huoltojen ja palveluiden muuta rakentamista suurempi osuus.

# CONSTI

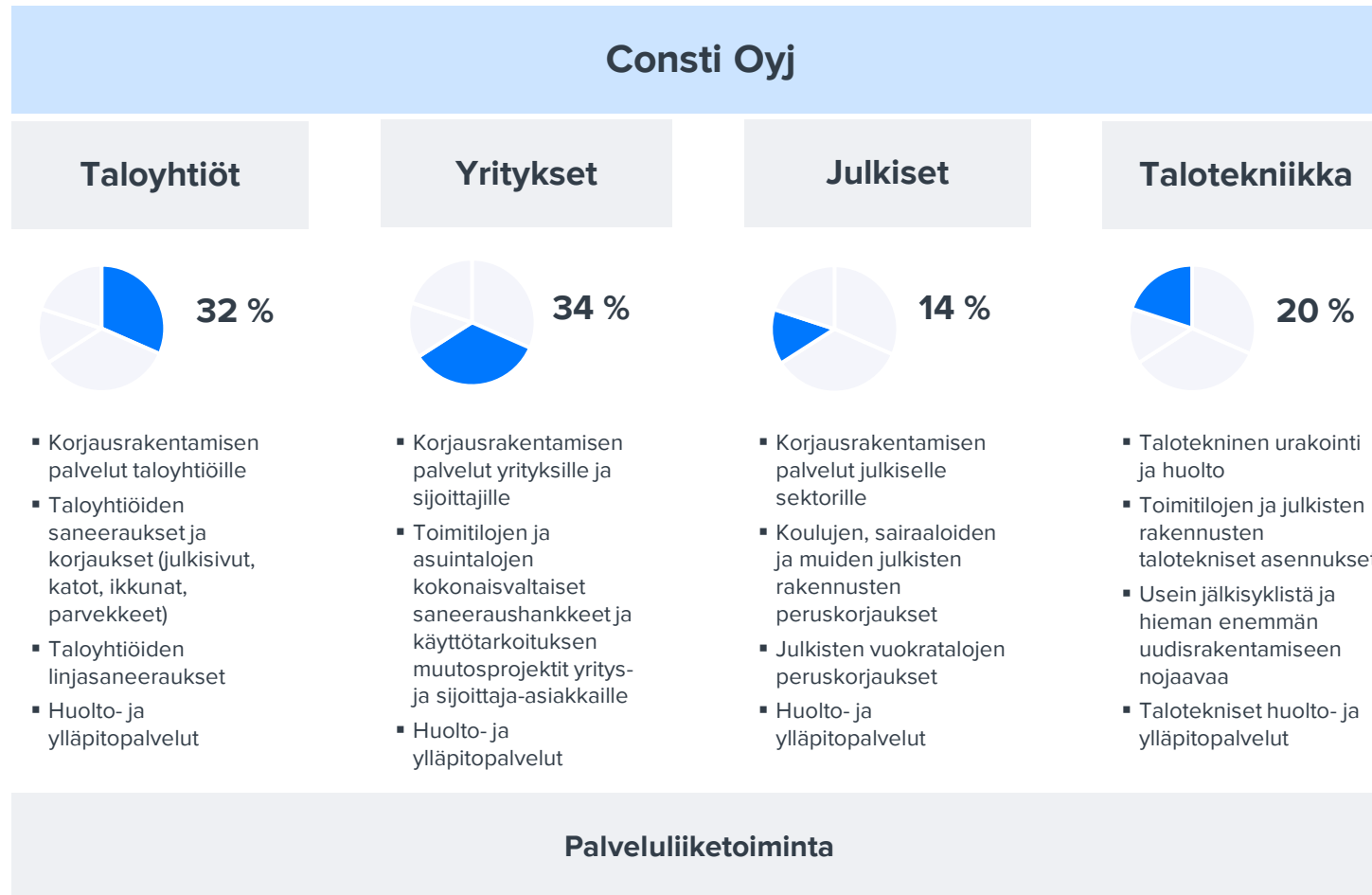
Liikevaihto liiketoiminnoittain Q1-Q3'23  
(ennen eliminointeja)



Liikevaihto maantieteellisesti 2022



# Constin liiketoimintarakenne



## Uudisrakentamisen mahdollisuuksien hyödyntäminen

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

## Yritysosotot jokaisessa segmentissä kasvun mahdollisuutena

- Viimeisimpänä Sähkö-Huhta Oy (2022 liikevaihto: 5,4 MEUR) hankittu marraskuussa 2023

- 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 2/3

## Liiketoimintamalli

### Projektivetoinen liiketoimintamalli

Consti profiloituu liiketoimintamalliltaan vahvasti projektivetoiseksi yhtiöksi ja etenkin jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta on suhteellisen matala. Kaikkiin asiakasosa-alueisiin linkittyvän Palvelu-liiketoiminnan liikevaihdon osuus oli vuonna 2022 noin 14 % (2021: 13 %), mutta tästäkin arviomme mukaan osa muodostuu lyhytkestoisesta projektiluonteisesta palvelu-urakoinnista.

Projekteista iso osa toteutetaan ns. kiinteä- tai kattohintaisella kilpailu-urakkamallilla tilaajan suunnitelmiin perustuen, mutta tavoitehintaisten ja tuoton sekä riskin jakoon pyrkivien ns. allianssi-yhteistoimintamallien osuus yhtiön liikevaihdosta on kasvussa. Allianssimallista esimerkkinä on Talotekniikka-liiketoiminnan solmimat kehitysvaiheen allianssit Jorvin sekä Laakson sairaalahankkeissa. Hankkeiden toteutusvaiheiden arvo Constille on noin 75 MEUR ja niiden koko on Constin muihin hankkeisiin nähden suuri (kts. seuraava kpl). Suurien hankkeiden kohdalla allianssi- ja yhteistoimintamallihankkeet ovat mielestämme hyvä ratkaisu liiketoiminnallisesti, sillä se vähentää Constin riskejä kohdata samankaltaisia projektiongelmia, mitä historiassa on koettu.

Consti ei toteuta lainkaan ns. omaperustaisia hankkeita, vaan tilaajana/rahoittajana on aina ulkopuolinen asiakas, mikä vähentää selvästi riskejä ja sitoutunutta pääomaa, mutta samalla tämä voi myös alentaa mahdollisia voittoja.

### Laaja projektiportfolio ja pieni hankekoko

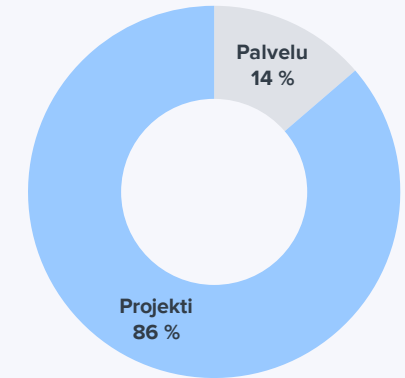
Constin projektiportfolio on yhtiön kokoon ja muihin listattuihin rakennusyhtiöihin suhteutettuna lukumääräisesti arviomme mukaan suuri. Tämä kertoo yhtiön projektien keskimääräisen koon olevan matalammalla tasolla. Pienemmissä projekteissa usein riskit ovat isompia hankkeita pienempiä.

Vuonna 2022 Constilla oli käynnissä noin 900 hanketta (2021: 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 edellä mainittujen sairaala-allianssien lisäksi, kuten 26 MEUR:n Hotelli Scandic Marskin peruskorjaus, Ässäkeskuksen 35 MEUR:n peruskorjausurakka ja 25 MEUR:n Myllypuron palvelukeskuksen peruskorjaushanke. Nyt tilauskannassa on mm. HEKA:n vuokratalojen peruskorjaus (26 MEUR) ja Taivallahden koulu (26 MEUR).

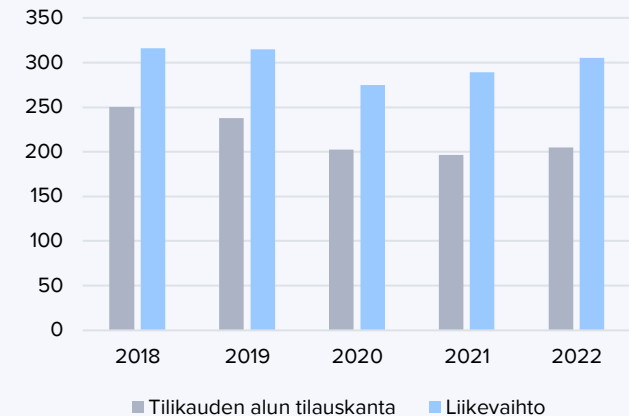
### Tilaukannan antama näkyvyys noin vuoden

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

Projekti-liiketoiminta painottuu Constilla (2022)



Liikevaihtoa syntynyt keskimäärin noin 80 MEUR tilikauden alun tilauskantaan enemmän (2018-2022)





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

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

## Kapasiteetin hallinta tuo tärkeää joustavuutta

Korjausrakentamisen kysyntä ei ole niin suhdanneherkkää kuin uudisrakentamisen, joten kapasiteetin hallinta on suhteessa 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.

Alihankinnan osuus on viime aikoina arviomme mukaan ollut hieman suurempaa kuin normaalisti, sillä tätä enemmän käytävä Julkinen-liiketoiminta on ollut kasvussa. Se heijastuu myös yhtiön kulurakenteeseen hieman laskien henkilöstökulujen osuutta ja nostaen palveluiden osuutta kuluista.

## Skaalautuvia elementtejä kuluissa rajallisesti

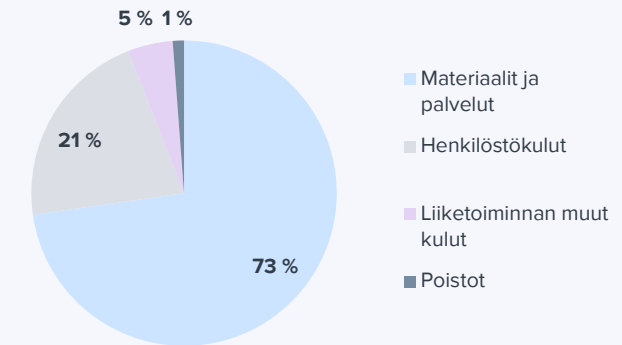
Constin kaltaisen henkilötyö- ja projektivaltaisen liiketoiminnan skaalaedut ovat melko rajalliset pitkällä aikavälillä, sillä kustannuksista iso osa syntyy ostoista ja ulkopuolisista palveluista. Arvioimme, että lähemmäs 80 % yhtiön kustannuksista on luonteeltaan suhteellisen muuttuvia ja heikosti skaalautuvia kustannuseriä. Henkilöstökuluissa on mielestämme osittain kiinteää kulutaakkaa, mutta myös nopeasti joustavaa kuluerää.

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

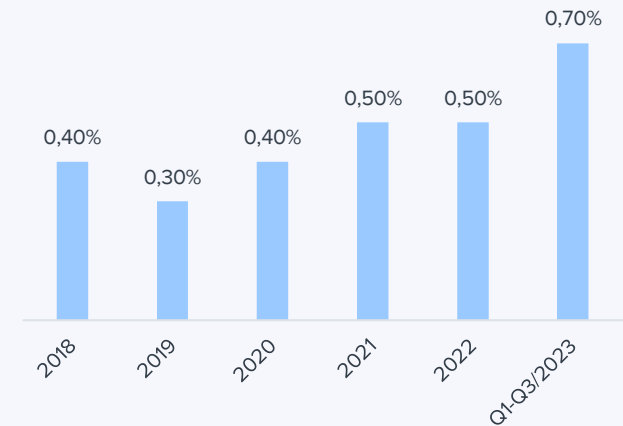
## Vahva kassavirta ja matala pääoman tarve

Constin liiketoimintamalli mahdollistaa normaalisti vahvan operatiivisen kassavirran, sillä projektien maksut ovat tyypillisesti etupainotteisia. Lisäksi henkilötyövaltaiselle ja aliurakointia hyödyntävälle liiketoiminnalle tyypilliseen tapaan Constin osto- ja siirtovelat ovat saamia suuremmat. Tästä johtuen Constin nettokäyttöpääoma on tyypillisesti negatiivinen, joten liiketoimintaan sitoutuu vain vähän pääomaa. Liiketoimintamallin investointitarpeet ovat myös maltilliset, sillä yhtiön kapasiteetti syntyy valtaosin henkilötyövoimasta ja yhtiön investointien osuus liikevaihdosta on hyvin matala. Pääasiassa investoinnit kohdistuvatkin yritysostoihin. Vuonna 2022 Constin investoinnit olivat noin 0,5 % liikevaihdosta (2021: 0,5 %).

Constin kulurakenne pääosin muuttuva (%-osuus kokonaiskuluista, 2022)

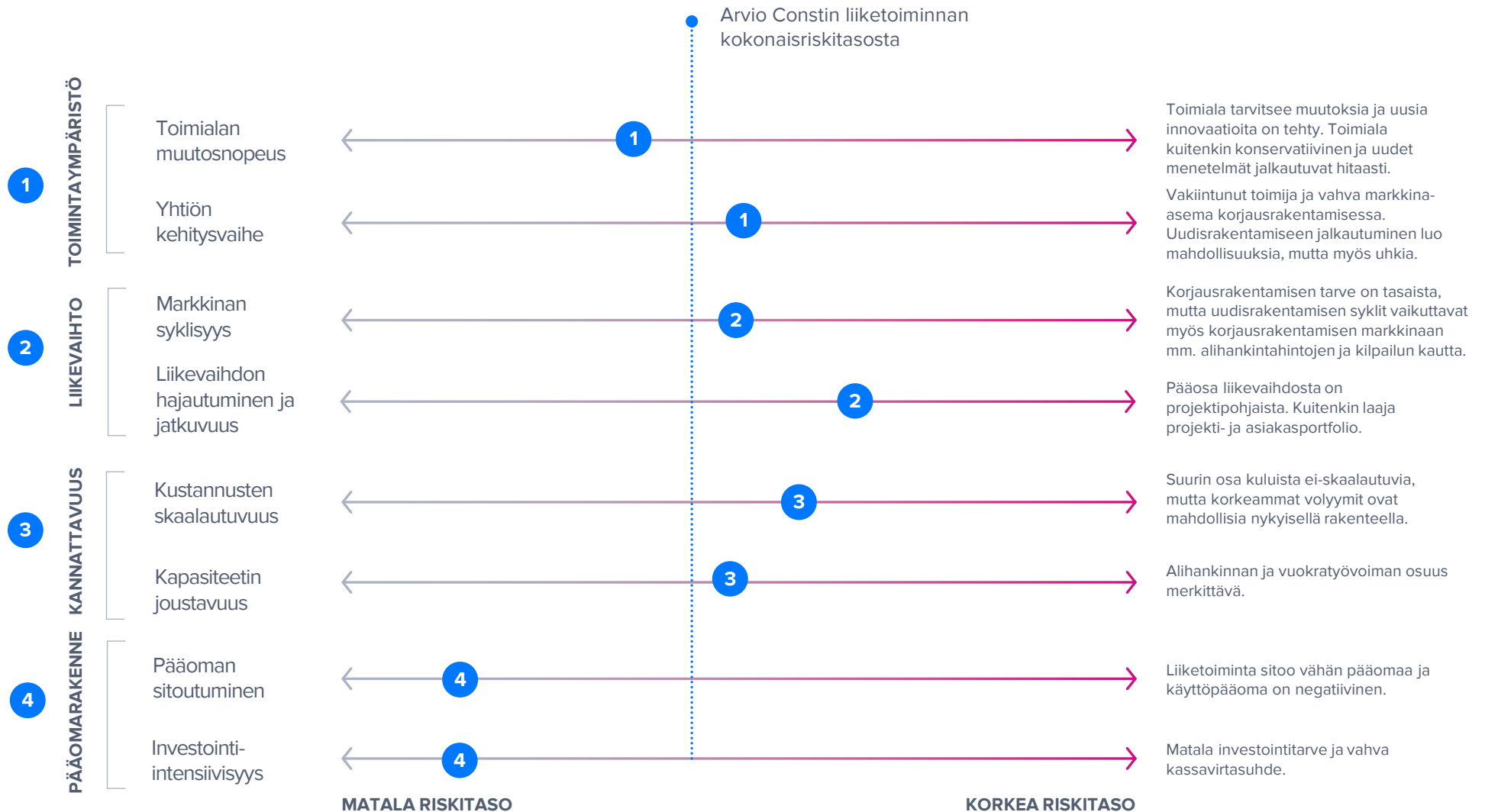


Investoinnit liiketoimintamallissa maltilliset (Investointien\* suhde liikevaihtoon, %)



Lähde: Inderes, Consti  
\*Aineelliset ja aineettomat investoinnit

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia 1/2

## Strategia 2021-2023

Consti päivitti strategiaansa vuoden 2021 alussa vuosille 2021-2023. Strategiaa on lähestytty asiakaslähtöisesti Constin toimialoittain jaoteltuna, josta lopulta konsernin strategia on muodostettu. Tällä halutaan varmistaa, että organisaatiosta saadaan kaikki potentiaali mahdollisimman hyvin irti.

## Uusia liiketoimintoja

Strategian painopisteinä on kasvaa kannattavasti nykyisissä liiketoiminnoissa (korjausrakentaminen, talotekniikka), mutta myös siirtyä uusille liiketoiminta-alueille. Tämä tarkoittaa, että Consti tavoittelee kasvua myös houkuttelevissa uudisrakentamisen kohteissa (pääosin toimitiloissa) ja pyrkii lisäämään panostuksia rakentamisen arvoketjun eri osa-alueissa (esim. suunnittelun johtaminen). Uudisrakentamisen mittakaavaksi on arvioitu yhtiön mukaan noin 10-15 % yhtiön liiketoiminnasta, mutta tällä hetkellä uudisrakentamisen markkina ei anna tähän mahdollisuuksia. Joka tapauksessa suurin osa yhtiön liiketoiminnasta on vielä selkeästi korjausrakentamista.

Constin siirtyminen uudisrakentamisen puolelle on ollut loogista, kun tarkastellaan Constin asiakassuhteita tilaajiin nähden. Consti on arviomme mukaan voinut aikaisemmin hukata hyviä projekteja hyvillä asiakkaille 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 ole muuttunut.

Arvioimme uudisrakentamisen liittyvän pääosin toimitiloihin ja esim. julkisen sektorin hankkeisiin. Arviomme mukaan tämä voisi esimerkiksi tarkoittaa erilaisia hybridihankkeita, missä yhdistyy sekä uudisrakentaminen että korjaaminen. Tästä esimerkkinä on mm. Hoivatilat Oy:lle tehtävä ensikodin uudis- ja korjausrakentamishanke sekä Oulunkylän ala-asteen ja päiväkodin uudis- ja korjaushanke.

## Strategialle saatu kasvua nykyliiketoiminnoissa

Uusien liiketoimintojen lisäksi yhtiö on hakenut kasvua nykyisistä liiketoiminnoista. Tästä osoituksena on yhtiön yritysostot (RA-urakointi), vahva kasvu erityisesti Taloyhtiöt-toimialalla ja isojen sairaaloiden talotekniikan allianssihankkeet. Yhtiö on myös laajentunut tarjoamassaan pääkaupunkiseudun ulkopuolelle. Arviomme mukaan merkittävä laajentuminen kasvukeskuksien ulkopuolelle nykyisessä markkinatilanteessa ei kuitenkaan ole ajankohtaista, sillä markkinatilanne on arviomme mukaan heikompi etenkin kasvukeskusten ulkopuolella ja kilpailu samalla kovempaa.

## Strategian eteneminen

- + Laajentuminen Jyväskylään kasvaen pääkaupunkiseudun ulkopuolella
- + Yritysostot: RA-urakointi, Maalausliike Peitso, Sähkö-Huhta
- + Sukitusliiketoiminnan myynti – taloteknisten palveluiden osuuden kasvattaminen
- + Uudisrakentamisen kyvykkyyden vahvistaminen
- + Uudisrakentamisen hankkeita käynnistetty
- + Hankekehityksen ja hankintatoimien kehittäminen osana kannattavuuden parannusta
- + Projektien laadunhallintaan luotu työkaluja
- Markkina heikentynyt, mikä hidastanut mm. uudisrakentamisen laajentumista
- Nykyluoketoimintojen kasvattaminen vaikeutunut kasvukeskuksien ulkopuolella heikomman markkinan myötä
- Uudisrakentamisen hidastuminen luonut kilpailun kiristymistä
- Inflaatiopaineet laajasti heikentäneet kannattavuuden parannusmahdollisuuksia

# Strategia 2/2

Consti pyrkii strategiassaan myös laajentamaan korjausrakentamisen arvoketjussa mm. olemalla yhä laajemmin mukana suunnitteluvaiheesta käytön ja ylläpidon aikaisiin palveluihin. Tähän liittyy vahvasti toimiminen uusien korjausrakentamisen toteutusmuotojen ja teknologioiden kehittämisessä. Consti lanseerasikin viime vuonna Consti OPTIMI - monienergiajärjestelmän asiakkaiden energiatehokkuuden parantamiseksi. Consti OPTIMI on Constin kehittämä ratkaisu, jonka avulla kiinteistöjen energiankulutus voitaisiin Constin mukaan jopa puolittaa. Järjestelmä voitti vuonna 2022 yhteydessä FINVAC-yhdistyksen [Vuoden energiaratkaisu –kilpailun](#).

## Kannattavuuden parannus ja ylläpito ydinstrategiassa

Kasvun lisäksi yhtiö pyrkii edelleen parantamaan suhteellista kannattavuutta liiketoimintaportfolion aktiivisella hallinnalla ja projektien tasaiseen suoritukseen panostamalla. Kannattavuuden vaihtelun välttämiseksi Consti on mm. saanut kiinteähintaisten sopimusten osuutta pienennettyä ja tavoitehintaisten sekä laskutöiden osuutta kasvatettua portfoliostaan. Yhtiö on myös viime aikoina selkiyttänyt talotekniikan organisaatiota ja vahvistanut talotekniikan huoltoliiketoimintaa tuomaan tasaista ja ennustettavaa tulovirtaa. Tasaisuutta ja vakautta onkin saatu aikaan, kun yhtiön mukaan projektien väliset kannattavuuserot ovat laskeneet. Lisäksi arviomme mukaan kaukaista historiaa pienempi yksittäisen projektin koko on ollut omiaan parantamaan kannattavuutta ja vähentämään isoimpia riskejä.

Arviomme mukaan suurin osa Constin projekteista

eteneekin suunnitelmallisesti, mutta aina on myös niitä heikompia hankkeita. Esimerkin omaisesti ajateltuna Constilla voi olla vuosittain käynnissä noin 900 projektia, joista 0-10 kappaletta ovat heikommin kannattavia tai jopa tappiollisia. Heikkoja projekteja tulee projektiliiketoiminnassa aina, mutta näiden heikompien projektien merkittävien tappioiden minimointi on avainasemassa, jotta tulosta saadaan kestävästi parannettua. Tulokset projektien tuottavuuden kehittämiseksi ovat olleet Constilla noususuuntaisia. Liikevoittomarginaali on noussut jo 4 %:n tasolle (Q3'23 LTM), kun se vuoden 2019 puolessa välissä oli vielä tappiolla.

## Yrityskaupoilla vahvistusta kasvuun

Yrityssotot ovat myös keskeinen osa Constin strategiaa. Tulokäänteen edistyminen sekä taloudellisen tilanteen parantuminen ovat johtaneet strategian aikana muutamii yritysstoihin. Yrityssotot ovat olleet kohtuullisen pieniä ja valikoivia, mutta strategiaan sopivia. Arvioltamme nyt myös arvostuskertoimet ovat korkeimmilta tasoiltaan hieman maltillistuneet, mikä voi hieman pirstata yritysstoaktiiviteettia alalla aikaisempaan nähden. Toimiala on myös hyvin pirstaloitunut ja siten tarjonta pienistä ja keskisuurista yhtiöistä on runsasta, mikä tukee yritysstojen jatkamista kasvuvaiheessa. Sijoittajan kannalta yrityskaupat tarjoavatkin mielenkiintoisen option, joka onnistuessaan kiihdyttää tuloskasvua ja luo tyypillisesti matalien ostokohteiden arvostustasojen kautta selvää omistaja-arvoa.

Esimerkkeinä yritysstoista vuonna 2021 Consti toteutti RA-Urakointi Oy:n yritysston. 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 yritysstolla vahvistetaan osaamista erityisesti rivitaloyhtiöiden remonttitarpeiden toteuttamisessa. RA-Urakointi teki vuonna 2021 arviolta noin 8 MEUR:n liikevaihdon ja lisäksi yhtiön kannattavuus (EBIT ka. 18-20: 10 %) on ollut selvästi Constin omaa parempi.

Viimeisimpänä esimerkkinä Consti osti vuoden 2023 loppupuolella pääkaupunkiseudulla toimivan Sähkö-Huhta Oy:n. Sähkö-Huhta Oy työllistää tiedotteen mukaan noin 40 talotekniikka-alan ammattilaista. Yhtiö on sähkötekniisiin palveluihin erikoistunut yritys, jonka palvelutarjontaan kuuluvat sähkötekniisten töiden ohella myös mm. valaistussuunnittelu, tietoverkon kaapelointijärjestelmien, kuituverkkojen ja antennijärjestelmien asennukset sekä ratkaisut sähköautojen lataamiseen. Constin kannalta yrityssto tulee laajentamaan osaamista erityisesti kokonaisvaltaisten talotekniisten kiinteistöpalveluiden tuottamisessa strategian mukaisesti.

Ostetun yhtiön liikevaihto vuonna 2022 oli 5,4 MEUR ja kauppakäytön tietojen perusteella liikevoittomarginaali oli noin 5,4 %. Kauppa ei liikevaihdollisesti ole merkittävän suuri (alle 2 % vuoden 2023 ennustetusta liikevaihdosta), mutta kannattavuus tukee hyvin Constia tavoitteissa (yli 5 %:n EBIT-marginaali). Constin vahva tase antaa nyt hyviä mahdollisuuksia kasvaa epäorgaanisesti, kun orgaaniseen markkinan kysyntään kohdistuu epävarmuutta.

# 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
- Heikomprien osa-alueiden parantaminen
- Laajentuminen arvoketjussa (suunnittelu)

## Asiakslähtöisen organisaation täyden potentiaalin hyödyntäminen



### Tuotannon tehokkuuden parantaminen

Tarjoustoiminnan parantaminen, alihankkijakumppanuudet, digitalisaation hyödyntäminen, suorituskyvyn johtaminen



### Ihmiset ja johtaminen

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



### Vastuullisuus ja kestävä kehitys

Ympäristöystävällisyys, työturvallisuus, toimitusketju, asiakastyytyväisyys

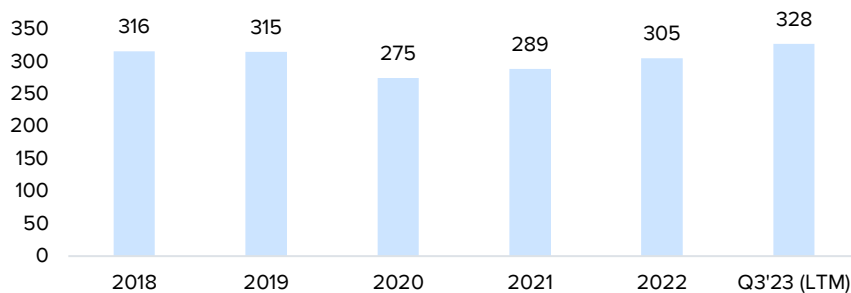
# Constin strategian taloudelliset tavoitteet



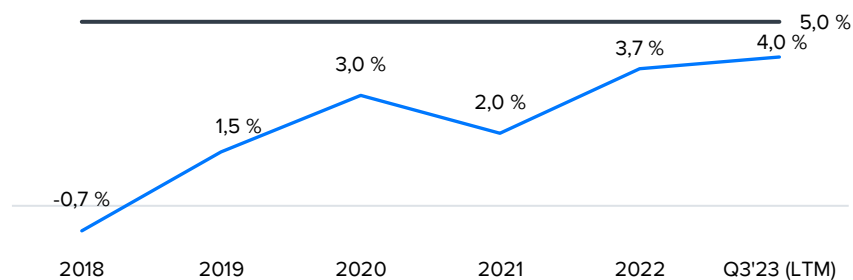
## Taloudelliset tavoitteet (annettu 2021 alussa)

<b>Kasvu</b> Markkinoita nopeampi liikevaihdon kasvu	<b>Kannattavuus</b> Liikevoittomarginaali yli 5 %	<b>Velkaantuneisuus</b> Nettovelka / oikaistu käyttökate < 2,5x	<b>Kassavirta</b> Kassavirtasuhte yli 90 %
<ul style="list-style-type: none"> <li>Consti kasvanut arviomme mukaan markkinoita nopeammin koko strategiajakson ajan</li> <li>Kasvu ollut vuosittain 6,5 % (CAGR-%, 2021-Q3'23 LTM)</li> <li>Markkinatilanne, kiristynvä kilpailu sekä vahvat vertailukaudet hidastavat kasvua arviomme mukaan seuraavina vuosina</li> <li>Edellytykset kuitenkin markkinoita nopeampaan kasvuun</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Organisaatiomuutos ja tehostustoimet parantaneet tulosta</li> <li>Myös kasvu tuonut esiin kulurakenteessa olevaa pientä skaalautuvuutta</li> <li>Tavoitetasolle yltäminen vaatii vielä kasvua, projektien katerakenteen parantumista ja markkinahaasteiden helpottumista</li> <li>Tavoitteeseen yltäminen on mielestämme mahdollista keskipitkällä aikavälillä, mutta ennusteemme eivät nojaa siihen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Constin nettovelka oli Q3'23 lopussa 2,7 MEUR negatiivinen, joten yhtiölle velkaantuminen ei ole ongelma</li> <li>Constin rahoitusasema sekä taloudellinen tilanne on erittäin hyvä tällä hetkellä</li> <li>Tulorahoitus riittää hyvin liiketoiminnan pyörittämiseen</li> <li>Velkaantumistavoite on liiketoimintamallille mielestämme maltillinen, mutta arviomme mukaan se voidaan ylittää väliaikaisesti esimerkiksi isomman yritysoston seurauksena</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Consti liiketoimintamalli tuottaa erittäin hyvin kassavirtaa</li> <li>Kassavirtasuhte oli vuoden 2023 ensimmäisen kolmen kvartaalin aikana 93 % (vertailukausi: 82 %)</li> <li>Vahvan kassavirran ansiosta arviomme, että osinko on hyvällä tasolla lähitulevaisuudessa</li> <li>Constin tavoitteena on jakaa <b>vähintään 50 % tilikauden voitosta osinkoina</b></li> </ul>

Liikevaihto kasvanut arviomme mukaan strategiakaudella nopeammin kuin markkinat



Liikevoittomarginaali lähestyy tavoitetasoja



# Sijoitusprofiili

## Käänne on tehty

Consti on profiloitui pitkään käänneyhtiöksi, mutta nyt käänne on selkeästi tehty. Vakaan tuloskasvun vaihe on yhtiölle seuraava askel, jolla pitäisi pystyä parantamaan vielä yhtiön kokoluokkaa ja tätä kautta myös tulostasoa. Lyhyellä aikavälillä markkinan haasteet jarruttavat kasvusuunnitelmia, mutta yhtiö on kyennyt ylläpitämään vahvaa kannattavuutta. Seuraavaan kasvuvaiheeseen yhtiön liiketoiminta on nyt kuitenkin hyvin valmis ja tätä avittaa myös nettovelaton tase, jolla tehdä merkittäviäkin kasvuinvestointeja (yritysostoja).

Arvioimme myös, että Constin kannattavuus tulee vähitellen nousemaan toteutettujen uudistusten, yhtiön volyymien nousun ja kustannuspaineiden laskun myötä kohti tavoitteita (yli 5 %:n liikevoittomarginaali). Tämä vaikuttaa vielä lähivuosille mielestämme optimistiselta, sillä Consti tarvitsee arviomme mukaan tähän vielä korkeampaa volyymitasoa ja parempaa markkinaa (vähemmän kilpailua, valinnanvaraa hankkeille, kustannuspaineiden laskua). Liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden nousun yhdistelmänä yhtiön tuloskasvunäkymät ovat kuitenkin hyvät pitkällä aikavälillä.

## Vahvuudet ja potentiaali

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

**Liiketoiminnan tuloskasvu:** Yhtiön käänne on alkanut näkyä jo hyvin tulostasossa (EBIT-% Q3'23 LTM: 4,0 %). Projektien edetessä suunnitellusti, markkinan piristyessä ja kustannuspaineiden hellittäessä, on Constilla hyvät edellytykset nostaa kannattavuutensa lähivuosina lähemmäs tavoitteita.

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

**Vahva pääoman tuotto ja kassavirta:** Yhtiön liiketoiminta ei vaadi merkittäviä investointeja, tase on kevyt ja tuottaa hyvin kassavirtaa. Pääomien tuotto on jo nyt erinomainen (Q3'23 ROCE-% 35 %) 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 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 rakenteisiin, 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.

**Vakaasti vahvistuva kannattavuus ja erittäin korkea pääoman tuotto**

2.

**Markkinoita nopeampi kasvu ja vahva markkina-asema sekä brändi**

3.

**Markkinan hyvät pitkän aikavälin näkymät ja sitä tukevat trendit**

4.

**Osakkeen arvostustason nousu luottamuksen palautuessa**

5.

**Yritysostot selkeä kasvuoptio nettovelattomalla taseella**

## Potentiaali



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

## Riskit



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



# Toimiala 1/3

## Päämarkkinana kasvukeskusten korjausrakentaminen

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

## Korjausrakentamisen markkina kasvanut vakaasti

Korjausrakentamisen osuus Suomen noin 42 mrd. euron arvoisesta rakentamisen markkinasta oli vuonna 2022 noin 15 miljardia euroa (37 %). Rakennusteollisuus RT:n tietojen perusteella korjausrakentamisen volyymi on kasvanut viimeisen yli vuosikymmenen (2008-2022) ajan vakaasti keskimäärin noin 1,2 % vuodessa. Talonrakentamisen uudistuotannon volyymikasvu on heitellyt voimakkaasti ja laskenut keskimäärin noin 1,1 % vuodessa. Korjausrakentamisen kehitys on näin ollut oletuksien mukaisesti vakaampaa.

Ennusteiden mukaan kuitenkin heikompia aikoja eletään myös korjausrakentamisessa.

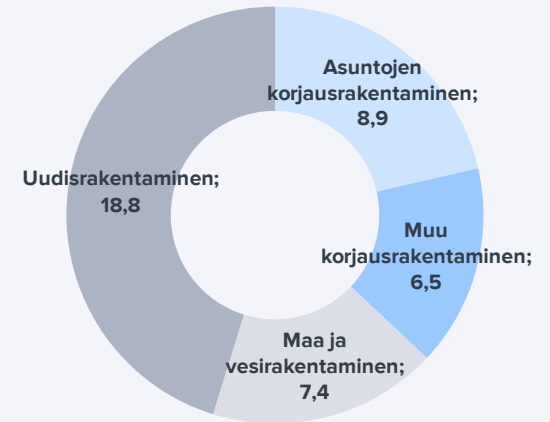
Rakennusteollisuus RT ennustaa Suomen korjausrakentamisen määrän laskevan 4 %:lla vuonna 2023. Vuonna 2024 RT odottaa volyymin laskevan vielä 1,0 %:lla. Kesäkuussa Euroconstruct ennusti vielä markkinan volyymin kasvavan vuonna 2023 ja 2024, joten ennustelaitoksienkin näkemässä kehityksessä on eroja.

Viimeisimmän (marraskuu) ennusteen mukaan Euroconstruct kuitenkin laskee koko rakentamisen näkymää ja odottaa nyt koko rakentamisen volyymin laskevan 10,1 %:lla ja edelleen vuonna 2024 noin 1,4 %:lla. Vuosi 2024 tulee kuitenkin ennen kaikkea olemaan huono uudisasuntorakentamisen osalta, mutta muun uudisrakentamisen näkymät vaikuttavat paremmilta. Asuntorakentamisen määrän RT ennustaa laskevan vuonna 2023 jopa 38 %:lla ja vielä 9 %:lla vuonna 2024. Muun kuin asuntorakentamisen vuoden 2023 2 %:n volyymilaskun odotetaan kääntyvän vuonna 2024 noin 3 %:n nousuun.

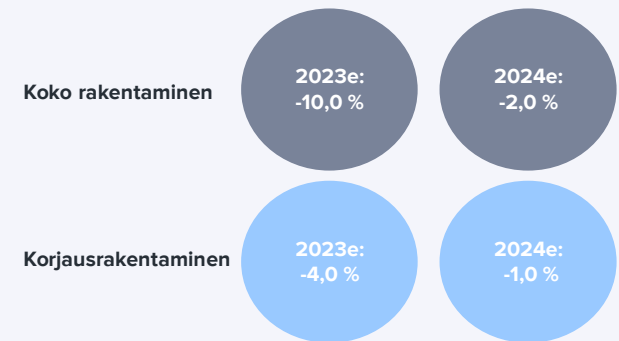
## Hyviä megatrendejä tukemaan korjausrakentamisen kasvua

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.

## Rakentamisen arvo Suomessa (mrd. euroa, 2022)

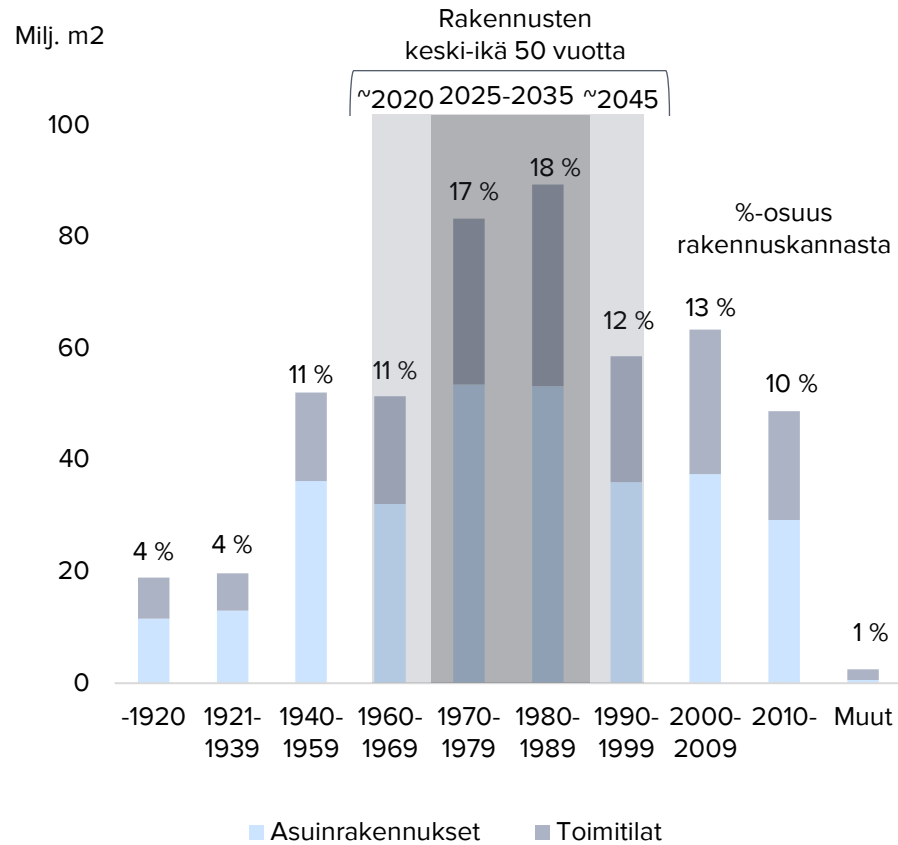


## Rakentamisen volyymiennusteet (RT)

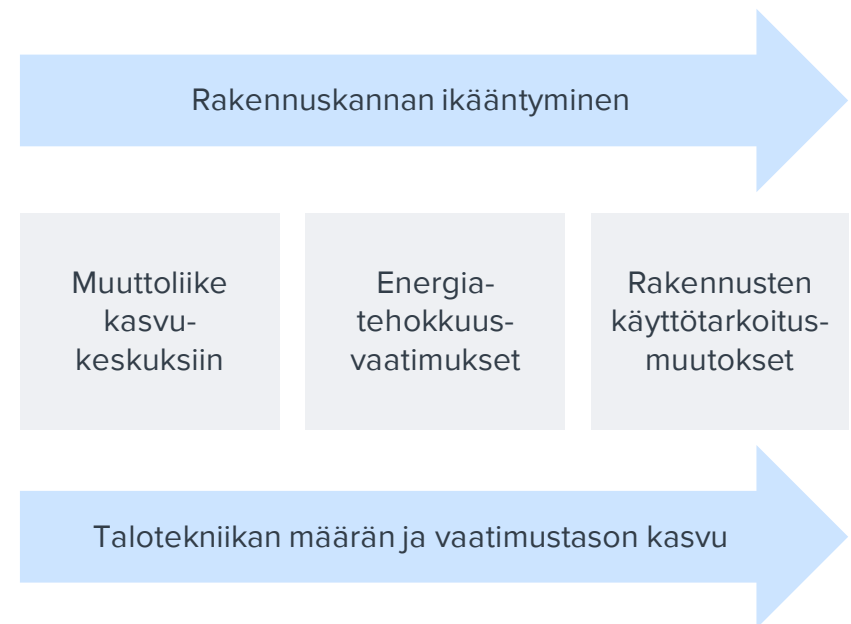


# Toimiala 2/3

## Suomen rakennuskannan ikäjakauma



## Korjausrakentamisen kasvuajurit



# Toimiala 3/3

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.

Uudisrakentamisen hiipussa rakentamisen arvoketjun pitäisi Constin kannalta helpottaa ja kustannuspaineiden mm. materiaalien osalta myös laskea. Oikealla näkyvästä kuviosta voi huomata, että yleisen rakennuskustannusindeksin nousu on pysähtynyt ja lasku on alkanut. Kun tarkemmin katsotaan kustannuseriä, on puurakenteiden hinnat jo selvästi laskussa. Muiden materiaalien hinnat ovat kuitenkin edelleen korkealla tasolla eikä merkittävän nopeaa laskua ole vielä nähty.

Uudisrakentamisen heikentyminen voi myös johtaa siihen, että kilpailu erityisesti suurista korjausurakoista voi kiristyä. Tämä on jo nyt ollut nähtävissä yhtiöiden kommentteissa. Kilpailun kiristyminen usein heikentää hankkeiden kannattavia toteutusedellytyksiä. Consti on ollut hyvin tarkka tarjoustoiminnassaan, joten emme näe isona uhkakuvana, että Consti joutuisi tarjoamaan hanketta huonolla hinnalla. Tähän auttaa myös Constin erittäin hyvä taloudellinen tilanne ja joustava organisaatio.

## Korjaaminen keskittyy kasvukeskuksiin ja asuinrakennuksiin

Korjausrakentamisen kasvu keskittyy tulevaisuudessa ennusteiden mukaan entistä

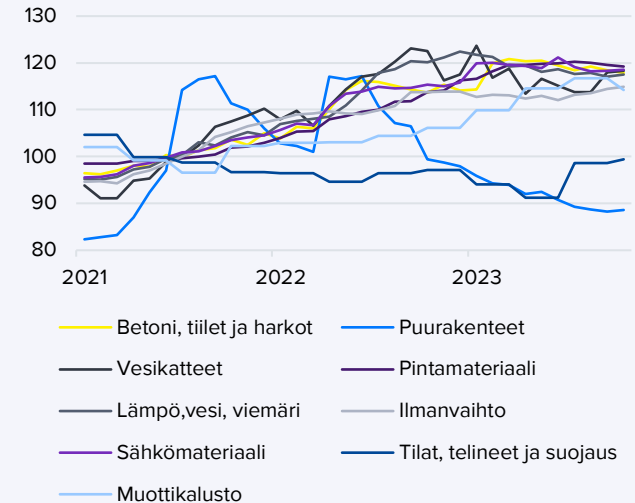
vahvemmin kasvukeskuksiin, sillä korjausikään tuleva rakennuskanta sijaitsee pääosin kasvukeskuksissa ja muuttoliike näille alueille on voimakkainta. Esimerkiksi Rakennusteollisuus RT on aikaisemmin arvioinut Helsingin seudun osuuden asuinrakennusten korjaustarpeesta olevan noin 25 %. Constille olennaisten 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. Siinä mielessä markkinoiden kasvuennusteisiin nähden Constilla on hyvät mahdollisuudet jatkaa voimakkaampaa kasvua omilla alueillaan.

Rakennuskustannuksissa laskun merkkejä (10/2023, kokonaisindeksi)



Rakentamisen hintojen eri osa-alueilla jo selkeää laskua (10/2023)



Lähde: Inderes, Tilastokeskus

# 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. Constin arvion mukaan alan 3 suurinta vastaa vain noin 6 %:n markkinaosuudesta ja 11 suurinta noin 12 %:sta vuonna 2022. Näin suurin osa markkinan volyymista syntyy pienistä yrityksistä.

## Consti isoin tekijä

Yleisesti rakennusyhtiöt eivät suoraan raportoi korjausrakentamisen osuuttansa ja usein se on osana muuta talonrakentamisen toimintaa.

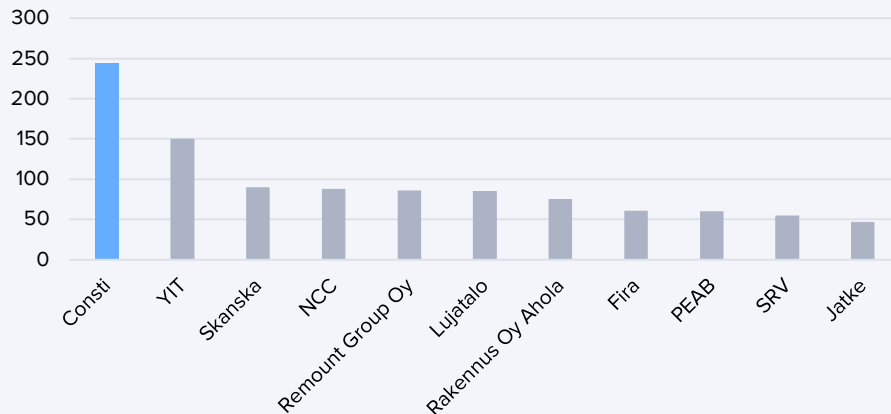
Yhtiöiden materiaalien, arviomme ja Rakennuslehden tietojen perusteella Consti oli suurin yksittäinen korjausrakentaja Suomessa vuonna 2022 lähemmäs 250 MEUR:n liikevaihdollaan. Arvion mukaan YIT oli toiseksi suurin noin 150 MEUR:n korjausrakentamisen liikevaihdollaan. NCC ja Skanska tulevat seuraavaksi ja nämä kolme toimijaa 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.

Kovassa kasvussa on ollut entinen Renevo Group eli nykyinen Remount Group. Renevo yhdistyi Lehdon omistuksessa olleen Remonttipartion kanssa vuonna 2022 kasvaen viiden suurimman

yhtiön joukkoon. Tänä vuonna yhtiön liikevaihto on nousemassa yritysostojen avulla jo 100 MEUR:n luokkaan yhtiön tietojen mukaan.

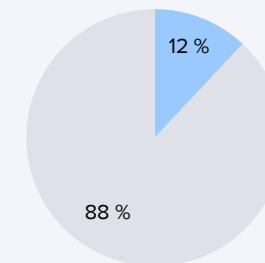
Muuten korjausrakentamisen konsolidaatiokehitys on ollut kohtuullisen hidasta ja keskittynyt pitkälti talotekniikkayhtiöihin. Konsolidaatio tulee arviomme mukaan jatkumaan vahvempana jatkossa, sillä ostettavien kohteiden arvostukset ovat todennäköisesti laskeneet markkinaolosuhteiden vuoksi ja suhdannevakausta on jälleen arvossaan. Kehitystä tukee markkinan muutoksen lisäksi eläkeiän saavuttavien yrittäjien kasvava määrä, kasvavat osaamis- ja laatuvaatimukset sekä jatkuvien huolto- ja ylläpitopalveluiden tarpeen kasvu. Kehitystä arviomme mukaan hieman hidastaa toimialan matala alalletulokynnys (kilpailuettujen puute) ja matalat saavutettavissa olevat skaalaedut.

Suurimmat korjausrakentajat vuonna 2022 (MEUR)



Lähde: Rakennuslehti, Consti, Inderes

Markkinaosuudet - Suurin osa markkinasta pieniä tekijöitä



■ 11 suurinta ■ Muut

# Kilpailukenttä 2/2

Vaikka Consti todennäköisesti on strategiansa 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 hyvä

Kestävien kilpailuetujen saavuttaminen on korjausrakentamisen toimialalla nähdäksemme vaikeaa, sillä alan kilpailuedut pohjautuvat melko geneerisiin tekijöihin, kuten koko, asiakkuudet, referenssit ja kustannustehokkuus. Näemme Constin kilpailuaseman korjausrakentamisessa tällä hetkellä kuitenkin hyvänä sekä yhtiön suuriin kilpailijoihin että pieniin kilpailijoihin nähden. Constin vahva taloudellinen tilanne ja hyvät referenssit ovat nykyisessä markkinassa hyviä kilpailukykyä parantavia elementtejä.

Suuret ja pääasiassa uudisrakentamiseen fokusoituneet rakennusliikkeet eivät arviomme mukaan pysty Constin tapaan toteuttamaan haastavampia ja pienemmän kokoisia 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 korjausrakentamisessa. Toisaalta Constilla ei ole ainakaan toistaiseksi isojen rakennusliikkeiden kykyä toteuttaa merkittäviä omaperustaisia hankkeita tai hybridihankkeita (uudis-, korjaus- ja infrarakentaminen). Tosin nämä eivät olekaan Constin strategian mukaisia kohteita ja sisältävät

usein merkittäviä riskejä.

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

## 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. Toisaalta heikentyvä uudissuhdanne parantaa resurssien saatavuutta sekä alentaa hintoja parantaen yhtiöiden kilpailukykyä. Uudisrakentamisen kasvaessa puolestaan kapasiteetti korjausrakentamisen markkinoilla vähenee ja kilpailu urakoista vähenee, mutta resurssit ovat tiukemmassa.

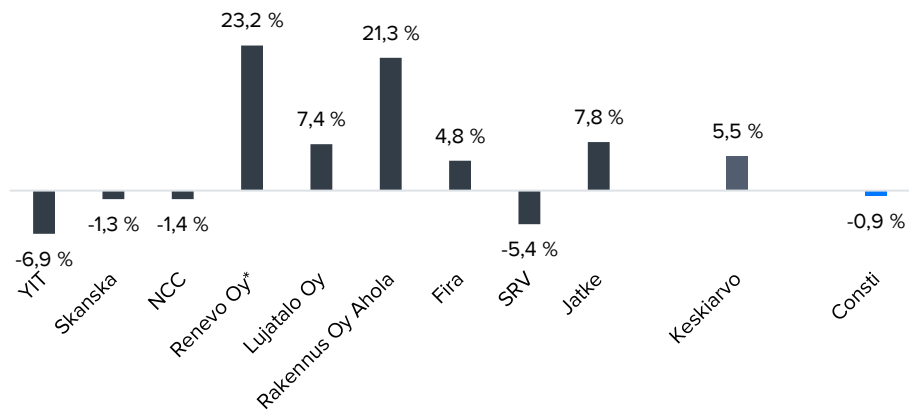
Arviomme mukaan Constin kannalta paras markkinatilanne on vakaasti kasvavan korjausrakentamismarkkinan ja tasaisesti kasvavan uudisrakentamisen yhdistelmä. Silloin Constin suhteellinen kilpailuasema korjausrakentamisessa on parhaimmillaan ja yhtiö voi lisäksi kiihdyttää kasvua uudisrakennusprojektien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

## Constin kilpailutekijät

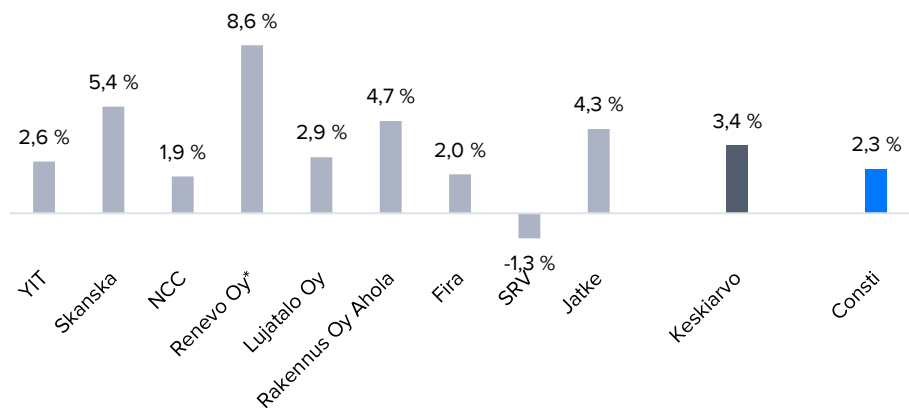
- + Kattava palvelutarjoama
- + Vahva markkina-asema
- + Laaja asiakas- ja referenssiportfolio
- + Kyky toteuttaa eri kokoisia projekteja ja vaativampia projektityyppejä
- + Joustava kapasiteetti
- + Harmonisoidut ja korjausrakentamiseen räätälöidyt prosessit sekä liiketoimintamalli
- + Omat tuote- ja palveluinnovaatiot
- + Vahva taloudellinen tilanne haastavassa markkinassa
- Ei kykyä tarjota isoja hybridihankkeita yhdistellen useaa rakentamisen liiketoimintaa
- Ei omaperusteisia hankkeita
- Altis markkinatilanteen muutoksille
- Liiketoiminnallinen ja maantieteellinen hajautuneisuus
- Korkeampi kustannusrakenne vrt. pienet kilpailijat

# Consti vs. kilpailijat

Liikevaihdon kasvu-%, 2018-2022 CAGR-%



Liikevoitto-% (oik.), 2018-2022 keskiarvo



## Inderesin kommentti:

Constin kasvu on ollut kilpailijoita heikompaa viimeisen viiden vuoden aikana. Constin huippuliikevaihdon vuosi osuu kuitenkin juuri vuoden 2018 tasolle (316 MEUR), mikä tekee Constin vuosittaisesta kasvusta vertailussa matalan.

Kilpailijoista huomaa, että pienemmät korjausrakentamiseen erikoistuneet yritykset ovat kasvaneet vauhdikkaammin. Iso osa isoimmista yrityksistä on myös paininut enemmän tai vähemmän heikon uudisrakentamisen markkinan kanssa etenkin viime vuosina. Vertailukelpoisuus ei yhtiöiden välillä ole erilaisten liiketoimintaprofiileiden vuoksi kovin hyvä.

Constin kannattavuus liikevoittomarginaalilla mitattuna on ollut lähempänä keskiarvoa. Vertailun aloitusvuosi oli Constille vielä tappiollinen, mikä heikentää lukuja. Viimeisen kolmen vuoden aikana keskimääräinen kannattavuus olisi Constilla 3,5 %:n tasolla. Tämä ylittäisi keskiarvoon.

Parhainta kannattavuutta on selvästi tehnyt muihin nähden pienikokoisempi Renevo (noin 9%). 5 %:n kannattavuuden tasolle on yltenyt monet tekijät. Isoimmilla uudisrakentajilla on lähtökohtaisesti ollut suurempaa vaihtelua tuloksissaan, kun taas pienemmillä toimijoilla suoritus on ollut tasaisempaa ja myös keskiarvallisesti paremmin kannattavaa.

Constin osalta kilpailijoiden tuloskehitys antaa hyvän esimaun potentiaalista, mihin alalla voitaisiin yltää. Näyttäisi, että Constin 5 %:n tavoitemarginaalin saavuttaminen ja ylläpitäminen kestävästi on hyvinkin mahdollista alan lainalaisuudet huomioiden.

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Voimakasta kasvua historiassa

Constin liikevaihto on kasvanut vuoden 2008 noin 18 MEUR:sta 305 MEUR:oon vuonna 2022, mikä vastaa noin 22 %:n keskimääräistä vuosikasvua. Liikevaihdon kasvu perustui jakson alkupuolella yritysostoihin, joita Consti teki vuosina 2008-2017 kaikkiaan yli 20. Sen jälkeen liikevaihto laski väliaikaisista huipuistaan (2018: 316 MEUR) kannattavuushaasteiden korjaamisen, organisaatiomuutoksen ja osin koronankin vuoksi. Tulokäänteen jälkeen liikevaihto on myös jälleen saatu vahvaan kasvuun viime vuosina ja Q3:n lopussa liikevaihto ylitti jo edellisten vuosien huippulukemat.

## 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. Muutosprosessi aloitti kuitenkin käänteen yhtiössä. Uudistunut organisaatorakenne, uudet liiketoiminta-alueet, projektihallinnan parantaminen ja tehty säästöohjelma ovat nostaneet yhtiön tulostason lähes aiemmille huipputasolle.

Vuoden 2021 aikana sekä vuoden 2022 aikana etenkin kustannuspaineet ja materiaalien saatavuus ovat aiheuttaneet haasteita alan yhtiöille. Consti on kuitenkin onnistunut vaikeassa markkinatilanteessa pitämään kannattavuutensa tasaisesti hyvällä tasolla, vaikka suhteellisesti tulos ei ole merkittävästi noussutkaan. Vuonna 2022 oikaistu liikevoittomarginaali oli 3,7 % ja Q3:een

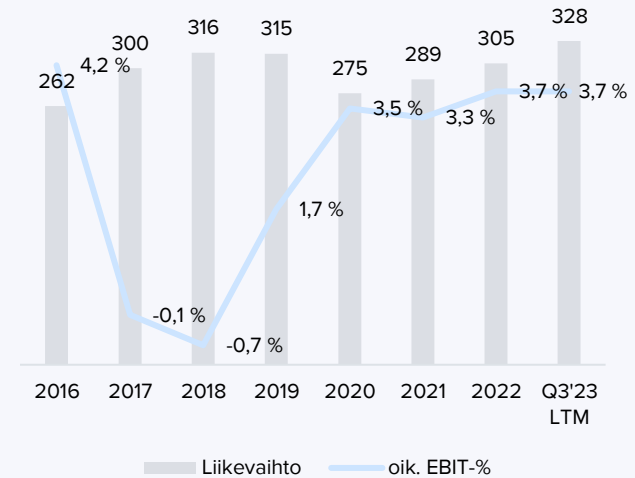
mennessä vuonna 2023 (LTM) se on pysynyt samalla tasolla vakaana 3,7 %:ssa.

## Hyvä tulos näkyy myös kassavirrassa

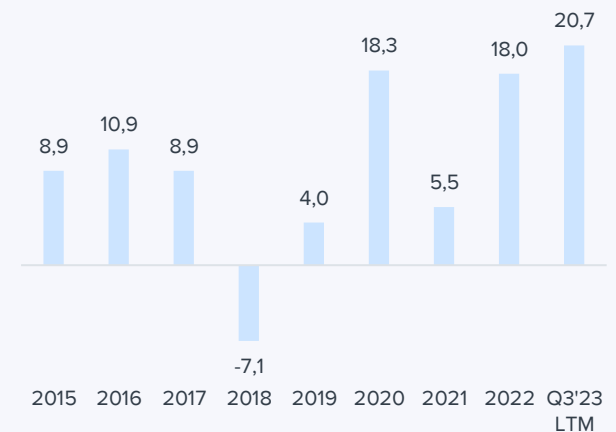
Constin vapaa kassavirta (eli operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja vähennettynä investoinneilla aineellisiin ja aineettomiin käyttöomaisuushyödykkeisiin) oli vuosina 2012-2017 hyvällä tasolla. Tällöin yhtiön vapaan kassavirran sekä EBITDA:n suhdeluku oli useina vuosina selvästi yli yhtiön tavoitteleman 90 %:n kassavirtasuhteen tason. Vuonna 2018 vapaa kassavirta laski kuitenkin negatiiviseksi, mutta on liiketoiminnan käänteen myötä kääntynyt myös selvästi parempaan suuntaan.

Vuotta 2021 lukuun ottamatta (2021: pääomia sitoutui kasvuun sekä hankkeisiin) Consti on pystynyt tekemään yli 18 MEUR vapaata kassavirtaa. Tämä on ollut selvästi myös yli yhtiön käyttökäteen ja kassavirtasuhte on ollut selvästi yli yhtiön 90 %:n tavoitteen. Vuonna 2022 kassavirtasuhte oli jopa 121 %. Q3:een mennessä kassavirta on jopa parantunut tänä vuonna, mutta se pitää sisällään erittäin vahvan viimeisen kvartaalin vuodelta 2022. Kuitenkin myös ensimmäisen kolmen kuukauden osalta kassavirta on tänä vuonna jatkanut parantumistaan (1-9/23: 10,3 MEUR vs. 1-9/22: 7,6 MEUR) Yhtiön käyttöpääoman hallinta on vuosien saatossa parantunut merkittävästi tuloksen nousun lisäksi, mikä on nostanut kassavirtaa. Perspektiiviä kassavirrantuottokykyyn antaa myös se, että vuosittain nyt tuotettu noin 20 MEUR:n kassavirta vastaa lähes neljännestä yhtiön nykyisestä markkina-arvosta.

## Liiketoiminta saatu jälleen kasvuun



## Vapaa kassavirta (MEUR) erittäin vahvalla tasolla



# Taloudellinen tilanne 2/2

## Investointitarve matala

Yhtiön investointitarve käyttöomaisuuteen (ei IFRS 16) on hyvin matala, kuten aikaisemmin mainitsimme. Pääosa Constin palveluiden tuottamiseen vaadittavista panoksista muodostuu henkilöstöstä ja kalusto sekä toimitilat ovat pääosin vuokrattu. Vuonna 2022 yhtiön investoinnit olivat 1,5 MEUR, eli 0,5 % liikevaihdosta (2021: 0,5 %) (ei IFRS 16). Suurimmat investointierät kohdistuvat usein kone- ja kalustohankintoihin. Matala investointitarve tarkoittaa sijoittajalle, että yhtiö voi hyvin vuolaan kassavirtansa jakaa joko osinkoina omistajille tai lisätä kasvupanostuksia orgaanisesti ja yritysostoin. Isot kertainvestoinnit liittyvätkin usein yritysostoihin. Investoinnit käyttöoikeusomaisuuseriin eli IFRS 16 -eriin vuonna 2022 olivat 1,3 MEUR.

## Tase ja rahoitusasema erittäin vahva

Kuten todettu Constin liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä investointeja kiinteään pääomaan, käyttöpääomaan tai aineettomiin oikeuksiin, mikä mahdollistaa periaatteessa hyvin kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen loppusumma on pääomakevyestä liiketoimintamallista huolimatta kuitenkin suhteellisen iso, sillä se sisältää merkittävän kokaisen yrityskaupoista syntyneen liikearvon. Constin taseen loppusumma oli Q3'23:n lopussa 121 MEUR (Q3'22: 114 MEUR). Taseesta ison osan muodostaa yhtiön myyntisaamiset ja muut saamiset (42 MEUR) sekä myös rahat ja pankkisaamiset (22 MEUR). Varastoa yhtiöllä ei käytännössä ole lainkaan. Yhdessä lyhytaikaisten varojen osuus taseesta oli noin 53 %. Merkittävä osa taseesta on yrityskaupoista syntynyt 48,7 MEUR:n suuruinen liikearvo (40 % taseesta).

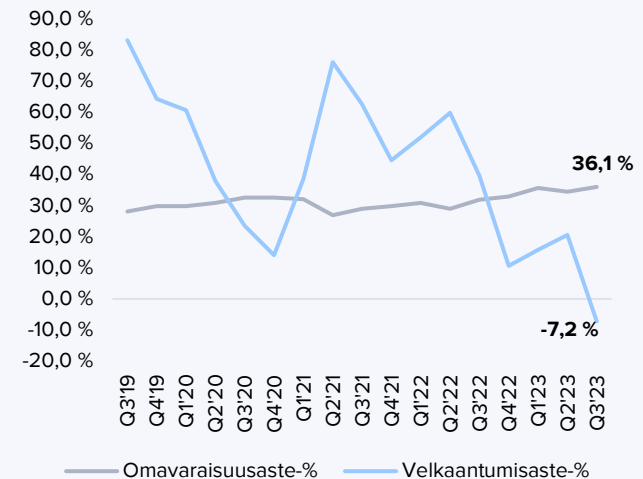
Liikearvo on selvinnyt heikomman ajan alaskirjauksilta, joten emme usko siihen kohdistuvan tässä hetkessä riskejä. Käyttöomaisuushyödykkeissä näkyy IFRS 16 -muutokset, jotka nostavat erän arvoa. Q3'23:n lopussa se oli noin 7,3 MEUR. Ilman vuokravastuita erä olisi pienempi, sillä vuoden Q3:n lopussa noin 3,3 MEUR erästä oli vuokravastuita. Vuokravastuissa näkyy mm. yhtiön uudehkon toimitilan vuokrasopimus ja tuotantoautot.

Q3'23 lopussa yhtiöllä oli noin 19,5 MEUR korollista velkaa, joka sisälsi noin 3,5 MEUR IFRS 16:n mukaista vuokrasopimusvelkaa. Kassavarat olivat Q3:n lopussa 22,2 MEUR, minkä ansiosta nettovelka on kääntynyt 2,7 MEUR nettokassan puolelle. Nettovelkaantumisaste oli Q3'23 lopussa erittäin hyvällä tasolla -7 % (Q3'22: 40 %) ja omavaraisuusaste 36 % (Q3'22: 32 %). Yhtiön liiketoimintamalliin nähden taseen tunnusluvut ovat mielestämme erittäin hyvällä pohjalla.

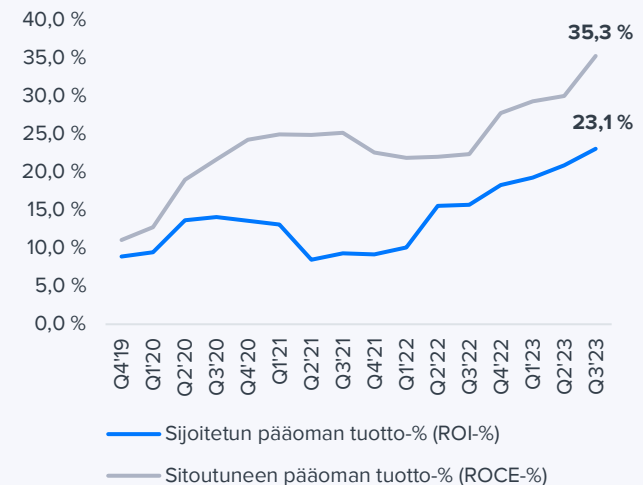
## Pääoman tuotto nousut erinomaiselle tasolle

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

## Taseen tunnusluvut hyvällä tasolla



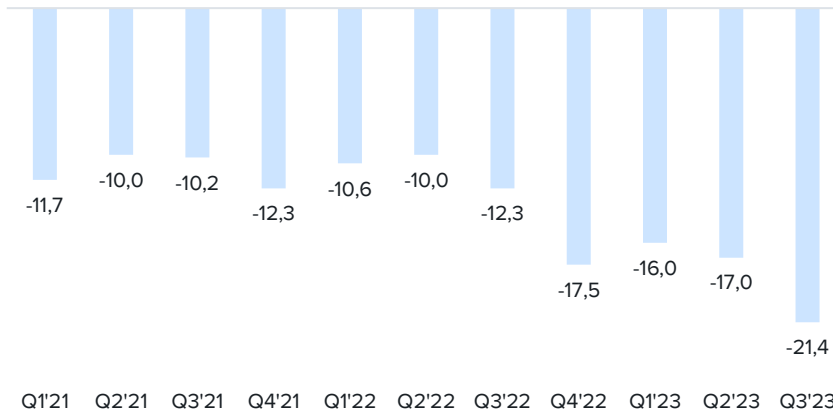
## Pääoman tuottoluvut erinomaiset



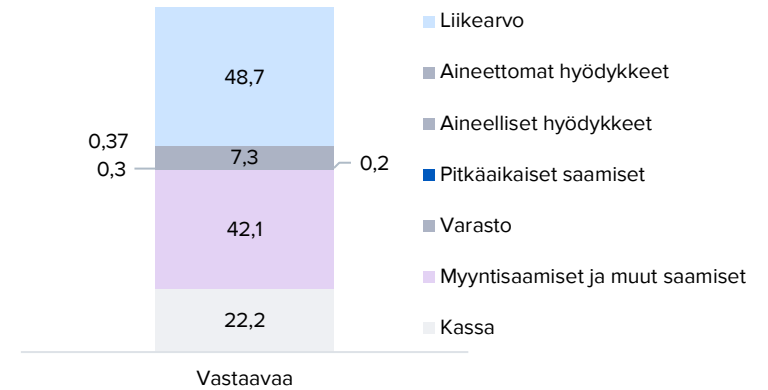


# Taloudellinen tilanne

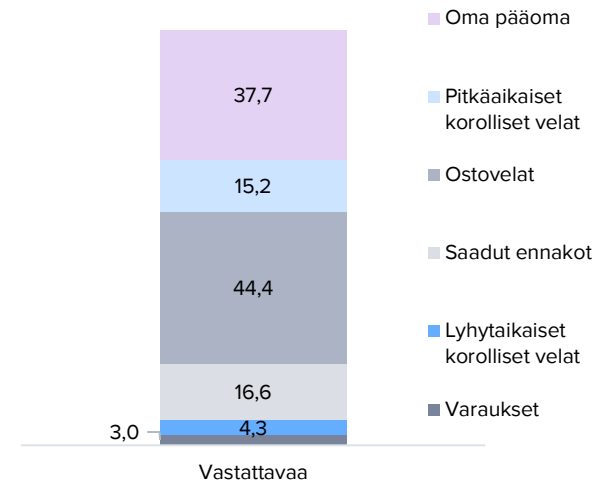
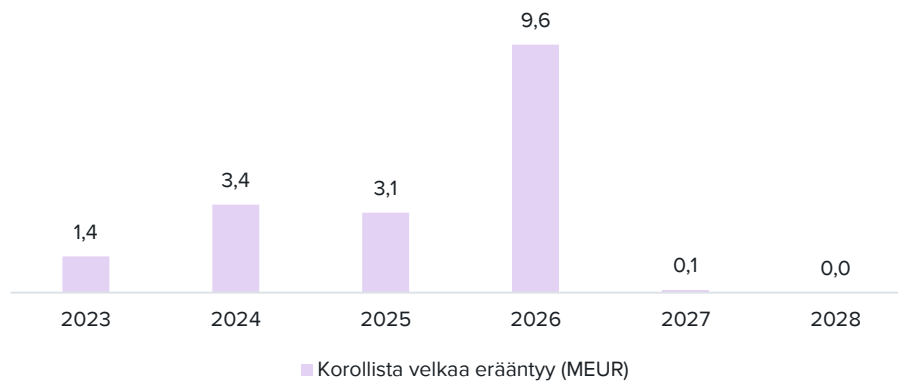
Consti nettokäyttöpääoma (MEUR) selvästi negatiivinen ja maltillistaen liiketoiminnan ulkoisia rahoitustarpeita



Tasetilanne Q3'23



Constin korollisten velkojen maturiteettijakauma ei osoita välittömiä uudelleenrahoitustarpeita



# Ennusteet 1/3

Ennustamme Constin liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä pääasiassa liiketoiminnan tilauskertymän ja arvioitun markkinakasvun perusteella. Pitkän aikavälin ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja kestäväksi arvioimaamme kannattavuustasoa. Viime päivitykseen nähden nostimme hieman lähivuosien ennusteitamme Sähkö-Huhta Oy:n yritysoston myötä (2-3 %), mutta muuten ennustemuutoksia ei juuri tullut.

## Tilaukanta kasvukulma kääntymässä

Tilaukanta oli Q3:n lopussa noin 247 MEUR:ssa, mikä tarkoittaa noin 17 %:n kasvua vertailukauteen nähden. Tämä tietää hyvää lähikvartaalien liikevaihdon tasolle, vaikka arviomme mukaan loppuvuoden aikana tilaukanta laskee. Vuoden 2022 viimeinen kvartaali oli erittäin vahva tilauskertymän osalta (Q4'22: 109 MEUR) eikä nyt arviomme mukaan julkistettujen tilausten tai markkinatilanteen vuoksi yhtä vahvaa neljännestä ole tulossa. Arvioimmekin ennusteidemme pohjana tilaukannan kääntyvän jo laskuun vuoden viimeisellä neljänneksellä. Tilaukannan lähiaikoina tukevana tekijänä voidaan nostaa esiin Laakson sairaalan talotekniikan allianssihanke. Kokonaisuutena hanke on arvioitu olevan Constille 50 MEUR ja tästä 26 MEUR tulee jo tilaukantaan vuoden viimeisellä neljänneksellä.

## Vuosi 2023 mennyt vahvasti kasvun merkeissä

Vuosi 2023 on mennyt Constilla vahvasti kasvussa. Vuoden 2023 Q3:n lopussa kasvua on kertynyt viimeisen 12 kuukauden aikana 11 % vertailukauteen nähden. Odotamme kasvun jatkuvan loppuvuonna, mutta hidastuvan selvästi kohti ensi vuotta mentäessä. Isot käynnissä olevat

hankkeet ovat tukeneet kasvua koko vuoden ajan, mutta arvioimme kasvutahdin hiipuvan vahvojen vertailukausien tullessa vastaan. Ennustamme liikevaihdon nousevan vuonna 2023 noin 8 %:lla 330 MEUR:oon. Yhtiön vahva asema taloyhtiöiden korjausmarkkinalla on tukenut kasvua. Myös Yritykset- sekä Julkinen-liiketoiminnat ovat kasvaneet hyvin vahvasti koko vuoden.

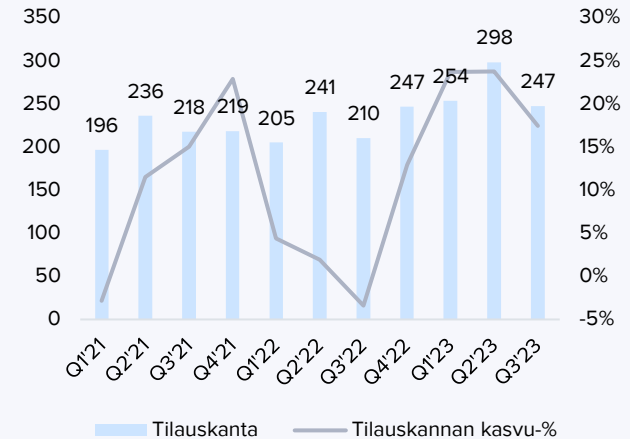
Oikaistun liikevoiton odotamme nousevan hieman volyymin mukana, mutta parannuksen kärsivän markkinahaasteista (inflaatiopaineet, kilpailun kiristyminen). Ennustamme oikaistun liikevoiton nousevan 12,0 MEUR:oon (2022: 11,4 MEUR) ja marginaalin olevan 3,6 %:ssa. (2022: 3,7 %).

Constinkin ohjeistaman raportoidun liikevoiton odotamme nousevan jopa 13,0 MEUR:oon yhtiön sukitusliiketoiminnan myynnin vuoksi. Constin ohjeistus odottaa kuluvalle vuodelle raportoidun liiketuloksen olevan 9,5–13,5 MEUR.

Odotuksissamme olemme siis jo lähempänä yhtiön haarukan ylälaitaa. Vahvan suorituksen avulla ei kuitenkaan mielestämme myöskään haarukan ylitystä voi poissulkea ja markkinatilanteelle poikkeuksellisesti positiiviselle tulosvaroitukselle on myös mahdollisuus loppuvuonna.

Alariveillä odotamme rahoituskulujen tänä vuonna pysyvän suhteellisen vakaana nousseista koroista huolimatta, sillä yhtiön velkamäärät ovat samanaikaisesti laskeneet. Nettotuloksen odotamme olevan 9,5 MEUR (2022: 8,5 MEUR) ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen nousevan 1,23 euroon vertailukauden 1,10 eurosta per osake. Osinkoa odotamme Constin jakavan 0,62 euroa per osake (2022: 0,60 euroa).

Tilaukanta kauden lopussa ja tilaukannan kasvu-% (MEUR)



Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto kvartaaleittain



# Ennusteet 2/3

## Näkymät vaikuttavat haastavilta

Lähiaikojen näkymissä on monia epävarmuuksia, mutta Consti on toisaalta osoittanut pystyvänsä kasvuun myös hieman haastavammassa markkinassa. Näemme kuitenkin, että odottavat tunnelmat uudisrakentamisessa ja kilpailun kiristyminen korjausrakentamisessa heijastuvat myös Constin tilauskertymään heikentävästi.

Vielä tällä hetkellä korjausrakentamisen palvelujen kysyntä on Constin mukaan ollut kohtuullista etenkin taloyhtiöiden ja julkisen sektorin osalta. Kuitenkin yksityisellä puolella näkyy nyt viivästyksiä, kun kiinteistösiirtosyhtiöt lykkäävät hankkeitaan ja odottavat markkinatilanteen selkiytymistä. Myös rahoituksen kova hinta (korkeat korot) hidastaa päätöksiä talouden epävarmuuden lisäksi. Nyt nähty pienoinen hintojen lasku (materiaali, rahoitus) voisi piristää näkymää ensi vuoden loppupuolella myös uudisrakentamisessa, joka voisi helpottaa alan kilpailupainetta. Myös alan yhtiöiden taloudelliset vaikeudet mielestämme hieman helpottavat kilpailupainetta Constin osalta, kun tilaajat painottavat valintakriteereissään urakoitsijoiden taloudellista tilannetta.

## Vuonna 2024 liikevaihdon kasvu vaikeutuu

Kolmen hyvän kasvuvuoden jälkeen odotamme Constin liikevaihdon kääntyvän laskuun yllä mainittujen näkymien sekä tilauskannan hiipumisen perusteella. Odotamme liikevaihdon laskevan noin 4 %:lla 318 MEUR:oon. Ennusteisimme sisältyy oletus, että Consti saisi tilikauden aikana pidettyä tilauskantansa kohtuullisen hyvällä tasolla. Selkeämpi näkyvyys

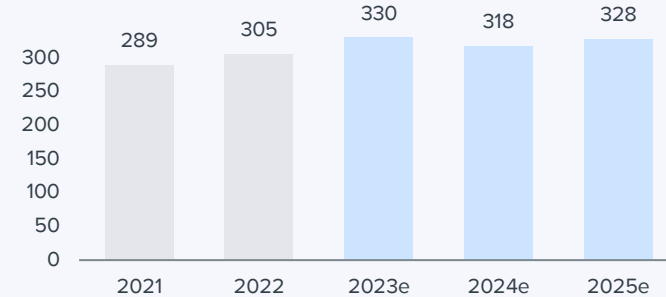
kuluvan vuoden liikevaihtoon saadaan tärkeästä alkuvuoden tilauskertymästä, kun tiedetään tarkemmin, mitä hankkeita kuluvana vuonna lähtee liikkeelle.

Yksityisen puolen kysyntä säilynee heikkona myös ensi vuoden alkupuolella, mutta näemme korjausrakentamisen tarpeen taloyhtiöissä sekä vakaan julkisen puolen kysynnän tukevan näkymää. Talotekniikassa yksittäiset isot hankkeet tukevat Constia, mutta voimakkaasti jälkisyklisen alan näkymät ovat mielestämme heikot vuoteen 2024 mentäessä.

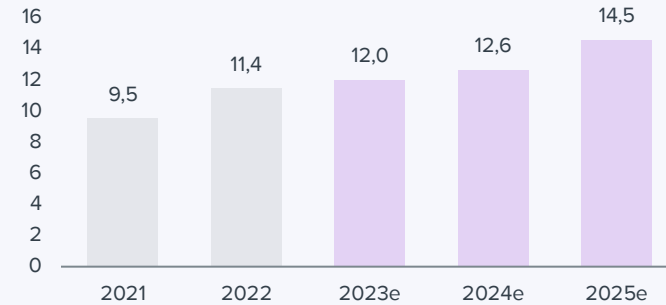
Liikevaihdon laskusta huolimatta odotamme oikaistun liikevoiton hieman parantuvan vuonna 2024. Ennustamme oikaistun liikevoiton nousevan 12,6 MEUR:oon vuonna 2024 ja oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 3,6 %:iin. Näemme Constin kulurakenteessa säästöjä materiaalit ja palvelut -kategoriassa, kun vuosia koholla olleet resurssikustannukset laskevat ja projektien jatkunut tuottavuustyö tuottaa tulosta. Henkilöstökulujen odotamme pysyvän suhteessa liikevaihtoon koholla palkkapaineiden vuoksi.

Alariveillä odotamme rahoituskulujen hieman laskevan lainojen takaisinmaksun sekä laskevien korkokulujen vuoksi. Nettotuloksen odotamme olevan vertailukauden tasolla 9,4 MEUR:ssa (vertailukauden lukuun sisältyy liiketoiminnan 1 MEUR:n myyntivoitto). Osakekohtaisen tuloksen odotamme pysyvän tasaisena 1,21 eurossa per osake ja Constin jakavan osinkoa 0,64 euron per osake.

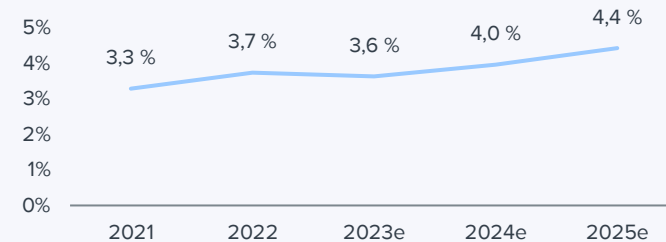
## Liikevaihdon kehitys



## Oikaistun liikevoiton kehitys



## Odotamme marginaalien jatkavan parannustaan



# Ennusteet 3/3

## Vuosien 2025-2026 ennusteet

Odotamme Constin yltävän vuoden 2024 hieman heikomman vuoden jälkeen noin 3 %:n liikevaihdon kasvuun vuosina 2025–2026. Arviomme mukaan niin korjausrakentamisen kuin uudisrakentamisen markkinan piristyminen tukevat kasvua. Lisäksi arviomme Constin markkinoita nopeampaa kasvua tukevan kasvukeskuksien muuta maata parempi aktiviteetti ja Constin markkinaosuuden kasvu vahvan brändinsä sekä taloudellisen tilanteensa myötä.

Kannattavuuden osalta yhtiön kiinteä kulurakenne kasvaa ennusteessamme liikevaihtoa hitaammin, mikä nostaa kannattavuutta. Arviomme mukaan Consti pystyy nykyisellä organisaatio- ja kulurakenteella tekemään korkeampia volyymeja, mikä on yksi tärkeimpiä tekijöitä Constin kannattavuuden parantumisen taustalla pidemmän aikavälin ennusteissamme. Lisäksi näemme materiaali- ja resurssihintojen maltillistuvan edelleen. Tilauskannan katerakenteen tulisi myös parantua tarjousmahdollisuuksien parantuessa.

Ennustamme vuoden 2025 liikevaihdon nousevan 3,2 % 328 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton 14,5 MEUR:oon, mikä vastaa 4,4 %:n EBIT-marginaalia. Vuodelle 2026 ennustamme 3,0 %:n liikevaihdon kasvulla 337 MEUR:n liikevaihtoa, 4,6 %:n EBIT-marginaalia ja 15,5 MEUR:n liikevoittoa.

## 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 yhtiön historiallista kannattavuustasoa ennen merkittäviä projektiongelmia. Viime vuosien hyvä suorittaminen on aavistuksen nostanut tasoa seurantamme aikana, mutta odotuksemme ovat vielä maltillisia etenkin yhtiön yli 5 %:n marginaalivoittoeseen nähden.

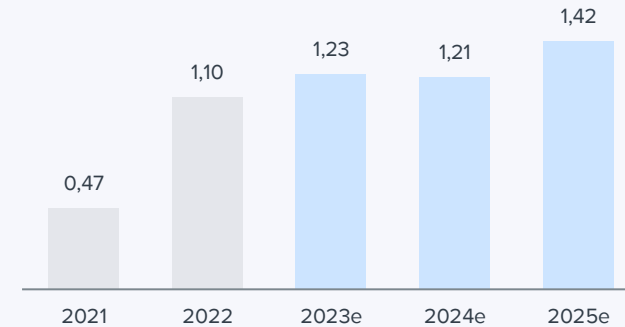
## Hyvää tuloskasvua odotuksissa, mutta ei ilman riskejä

Yhtiön tuloskasvu on ennusteillamme vuosille 2022–2025 noin 10 % vuosittain (CAGR raportoitu EPS), mikä kertoo yhtiön potentiaalista. Kestävään tuloskäänteeseen liittyy kuitenkin vielä riskejä mm. uusiutuvista projektiongelmista, mutta toistaiseksi isoilta haasteilta on välttytty.

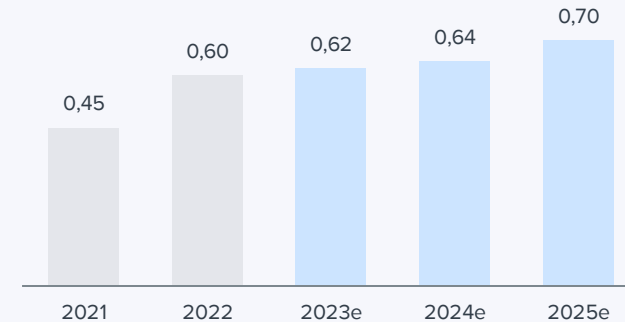
Projektiliiketoiminnassa heikkoja projekteja tulee lähes väkisin eteen, mutta niiden tappiot tulisi olla hallittavissa. Tässä Constia avittaa arviomme mukaan alhainen projektikoko ja isompien hankkeiden hyvin tarkat valintakriteerit. Näin merkittävimpiä riskejä mielestämme vähentää yhtiön valikoivampi ja tarkempi tarjousprosessi.

Myös markkinan kehitys on oma riskitekijänsä ja markkinan heikkous voi jatkua nykyisiä odotuksiamme pidempään. Myös materiaalien kustannuspaineet, inflaatio ja resurssien saatavuushaasteet aiheuttavat omat epävarmuustekijänsä kannattavuustasoon. Mikäli kustannustaso ei nykyiseltä tasolta maltillistu ja volyymit eivät oleellisesti kasva, on tulosennusteissamme keskipitkällä aikavälillä arviomme mukaan laskuvaraa.

Osakekohtainen tulos (raportoitu)



Osinko / osake



# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	275	289	59,8	73,1	79,0	93,3	305	68,9	75,7	89,9	95,3	330	318	328	337
Käyttökate	11,4	9,2	1,4	3,7	4,2	5,7	14,9	1,5	3,9	5,7	5,6	16,6	16,4	18,0	19,3
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-3,5	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-3,5	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-3,6	-3,8	-3,5	-3,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,5	9,5	0,4	2,9	3,3	4,8	11,4	0,7	3,0	3,8	4,6	12,0	12,6	14,5	15,5
Liikevoitto	8,2	5,7	0,4	2,9	3,3	4,8	11,4	0,7	3,0	4,8	4,6	13,0	12,6	14,5	15,5
Nettorahoituskulut	-1,0	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-1,1	-0,9	-0,8	-0,8
Tulos ennen veroja	7,2	4,6	0,1	2,7	3,1	4,5	10,4	0,4	2,8	4,5	4,2	11,9	11,7	13,7	14,7
Verot	-1,6	-0,9	0,0	-0,5	-0,6	-0,8	-1,9	-0,1	-0,6	-0,9	-0,8	-2,4	-2,3	-2,7	-2,9
Nettotulos	5,7	3,7	0,1	2,2	2,5	3,7	8,5	0,3	2,2	3,6	3,4	9,5	9,4	11,0	11,7
EPS (oikaistu)	0,87	0,89	0,01	0,28	0,32	0,49	1,10	0,04	0,29	0,34	0,44	1,10	1,21	1,42	1,52
EPS (raportoitu)	0,70	0,47	0,01	0,28	0,32	0,49	1,10	0,04	0,29	0,47	0,44	1,23	1,21	1,42	1,52

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-12,8 %	5,1 %	0,9 %	3,1 %	4,0 %	12,9 %	5,7 %	15,2 %	3,6 %	13,8 %	2,1 %	8,1 %	-3,7 %	3,2 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-	0,2 %	-25,4 %	-0,2 %	6,6 %	62,2 %	20,3 %	83,0 %	3,7 %	12,9 %	-5,5 %	5,0 %	5,1 %	15,2 %	6,9 %
Käyttökate-%	4,2 %	3,2 %	2,3 %	5,1 %	5,3 %	6,1 %	4,9 %	2,1 %	5,1 %	6,3 %	5,8 %	5,0 %	5,2 %	5,5 %	5,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,5 %	3,3 %	0,6 %	4,0 %	4,2 %	5,2 %	3,7 %	1,0 %	4,0 %	4,2 %	4,8 %	3,6 %	4,0 %	4,4 %	4,6 %
Nettotulos-%	2,1 %	1,3 %	0,2 %	2,9 %	3,1 %	4,0 %	2,8 %	0,4 %	2,9 %	4,0 %	3,5 %	2,9 %	3,0 %	3,3 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Ero	2024e	2024e	Ero	2025e	2025e	Ero
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	329	330	0 %	312	318	2 %	322	328	2 %
Käyttökate	16,6	16,6	0 %	16,0	16,4	3 %	17,7	18,0	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,0	12,0	0 %	12,2	12,6	3 %	14,2	14,5	2 %
Liikevoitto	13,0	13,0	0 %	12,2	12,6	3 %	14,2	14,5	2 %
Tulos ennen veroja	11,9	11,9	0 %	11,3	11,7	4 %	13,4	13,7	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,10	1,10	0 %	1,17	1,21	4 %	1,38	1,42	2 %
Osakekohtainen osinko	0,62	0,62	0 %	0,64	0,64	0 %	0,70	0,70	0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>58,7</b>	<b>57,8</b>	<b>56,4</b>	<b>56,6</b>	<b>57,2</b>
Liikearvo	49,5	49,5	48,7	48,7	48,7
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1
Aineelliset hyödykkeet	8,6	7,7	7,4	7,7	8,2
Muut sijoitukset	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>60,3</b>	<b>65,5</b>	<b>69,5</b>	<b>71,5</b>	<b>78,9</b>
Vaihto-omaisuus	0,8	0,8	0,3	0,3	0,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset ja muut saamiset	41,4	43,8	42,9	41,3	42,6
Likvidit varat	18,1	20,9	26,3	29,9	36,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>119</b>	<b>123</b>	<b>126</b>	<b>128</b>	<b>136</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>31,9</b>	<b>36,2</b>	<b>41,1</b>	<b>45,7</b>	<b>51,7</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	4,2	8,5	13,3	17,9	23,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>18,8</b>	<b>16,3</b>	<b>16,0</b>	<b>16,0</b>	<b>16,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	18,8	16,3	16,0	16,0	16,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>68,3</b>	<b>70,8</b>	<b>68,8</b>	<b>66,5</b>	<b>68,4</b>
Korolliset velat	13,6	8,4	5,0	5,0	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	52,1	59,7	61,0	58,7	60,6
Muut lyhytaikaiset velat	2,7	2,6	2,8	2,7	2,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>119</b>	<b>123</b>	<b>126</b>	<b>128</b>	<b>136</b>

# Arvonmääritys 1/4

## Arvostuksen lähtökohdat

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

## Arvostus kärsii alan maineesta ja Constin vanhoista haasteista

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

Arviomme mukaan osakemarkkinoilla ei luoteta Constin kykyyn kestävästi pitää kannattavuuttansa nykyisillä tasoilla (EBIT-%: 4 %) tavoitetasoista (>5 %) puhumattakaan. Arvioimme tämän johtuvan projektiluonteisesti liiketoiminnasta, matalista marginaaleista (vipu muutoksille suuri), huonossa maineessa olevasta rakennusalaista ja vanhojen haasteiden painolastista.

Arvioimme myös, että yhtiön kohtuullisen pieni

koko (markkina-arvo < 100 MEUR) ja osittain heikko näkyvyys markkinoilla karkottavat joitain sijoittajia (instituutiot). Toisaalta tämä voi myös kääntyä positiiviseksi asiaksi nykyisen sijoittajan kannalta, jos tunnettavuus kasvaa ja myös isoimmat sijoittajat voisivat helpommin lähestyä osaketta.

Markkinoiden huolet talouskasvusta ja rakennussuhdanteen vaikutuksista juuri tällä hetkellä mielestämme myös painavat arvostusta syklisellä alalla. Constiin liittyen myös korjausrakentamisen kärsinyt maine liiketoimintana voi vaikuttaa arvostukseen heikentävästi. Monilla yhtiöillä on ollut vaikeuksia saada isot korjausrakentamisen riskit hallintaan samalla, kun kova rakentamisen suhdanne nosti kustannuspaineita ja vei myös resursseja alalta uudisrakentamiseen. Suhdanteen nyt jäähtyessä resurssien saatavuuden tulisi parantua ja kustannuspaineiden helpottua.

Vaikka projektiriskit ovat Constilla hankkeiden koon pienentymisen ja paremman projektihallinnan sekä -tarjousprosessin myötä laskeneet, näkyvät historian projektihaasteet sekä riskit niiden uusiutumisesta edelleen hieman meidänkin hyväksymässä arvostuksessa. Todennäköisesti ongelmaprojekteja tulee myös tulevaisuudessa, mutta näistä tulevien kustannuksien minimointi on tärkeää. Lisäksi Constin kestävään kannattavuustasoon liittyy vielä epävarmuuksia, vaikka emme nojaakaan yhtiön tavoitteisiin tai historiallisiin huippulukemiin.

## Arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

### Positiiviset:

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

### Negatiiviset:

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

# Arvonmääritys 2/4

## Hyväksyttävä arvostustaso nojaa historiaan

Tarkastelemme Constin arvonmäärityksen perustana yhtiön historiallisia arvostustasoja. Historiallisten kertoimien taso ei ole ollut kovinkaan korkea, mihin on arviomme mukaan vaikuttanut pörssihistorian alun projektihaasteet. Yksittäisiä piikkejä lukuun ottamatta kertoimet antavat mielestämme kuitenkin Constille suhteellisen hyvän kuvan yhtiölle hyväksyttävästä arvostuksesta.

Vuodesta 2016 alkaen EV/EBIT-kerroin on ollut hieman alle noin 10x-tasolla ja P/E-kerroin noin 11x-tasolla. EV/S-kerroin on ollut hieman yli 0,3x-tasolla historian ajan, mutta ongelmavuodet (2018-2020: kriisiyhtiöhinnoittelu) mielestämme vaikuttavat tähän liiaksi. Mielestämme noin 0,4x-tason tulisi antaa osakkeelle tukea. Viime aikoina kertoimet ovat laskeneet Constilla alle keskiarvon, kun Constin tulos on jopa kasvanut ja arvostukset ovat rakennussektorilla yleisesti laskeneet. Mielestämme historialliset kertoimet toimivat hyvänä arvostustason alarajana, sillä tällä hetkellä Constin tekeminen on selvästi historian keskimääräistä suoritusta parempaa.

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

Hyväksymämme arvostushaarukka yllä mainituin

perustein onkin: **EV/EBIT: 10-14x, P/E: 10-14x.** Arvostustasossa on mielestämme nousuvaraa, jos liiketoiminnan kannattavuusparannus osoittaa kestävyyttä ja jatkuvuus parantuu (huollot/palvelut > projektit). Tällöin hyväksyttävä arvostustaso voisi mielestämme liikkua kohti nykyisen haarukan ylälaitaa. Kilpailutilanteen muutokset tai selkeät merkit odotuksiamme heikommasta pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaalista voisivat laskea hyväksyttävää arvostusta.

## Absoluuttinen arvostus tarjoaa nousuvaraa

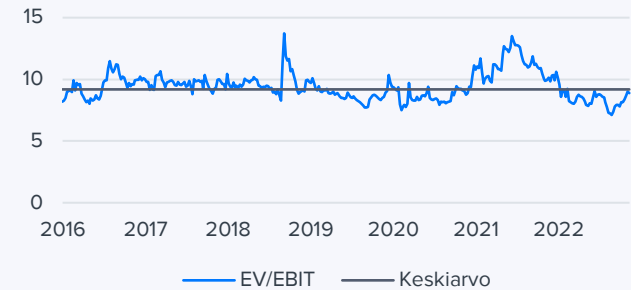
Constin osakkeen arvostus saa jo hyvin tukea kuluvan vuoden lähes varmasta tuloksesta (2023e: oik. P/E: 10x, oik. EV/EBIT: 7x). Raportoidulla liikeluoksella (1 MEUR:n myyntivoitto mukana) arvostus olisi edelleen halvempi (23e: EV/EBIT: 6x). Edelleen vuodelle 2024 arvostus laskee hieman (2023e: oik. P/E: 9x, oik. EV/EBIT: 6x). Vuosien 2023 ja 2024 ennusteiden keskiarvoa käyttäen osakkeessa olisi hyväksymämme arvostushaarukan alarajaan (EV/EBIT: 10-14x, P/E: 10-14x) nojaten yli 20 %:n nousuvara. Painotamme hieman enemmän EV/EBIT-kerrointa arvonmäärityksessämme (60 %).

Tulosneutraalin EV/S-kerrointa käyttäen arvostus vaikuttaa myös maltilliselta. EV/S-kerroin on lähivuosille 0,2x tasolla, mikä on historiallisen (0,3x) ja meidän mielestämme hyväksyttävän tason (0,4x) alapuolella selvästi.

Osinkotuotto-% on ennusteillamme 6 % lähivuosien ajan tarjoten hyvän tuen tuotto-odotukselle. Hyvin kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli tukee osinkojen kasvavaa virtaa. Vuoden 2023 osinko on vahvan kassavirran myötä hyvin varmallalla pohjalla.

## Historialliset arvostuskertoimet

### Forward EV/EBIT



### Forward P/E



### Forward EV/S





# Arvonmääritys 3/4

## Verrokkiryhmä

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

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

Verrokkiryhmän keskimääräinen 2024e EV/EBIT-kerroin on tällä hetkellä noin 11x ja vastaava P/E-kerroin noin 11x. Verrokkien arvostuskertoimien käyttökelpoisuutta hieman heikentää osan yhtiöiden alhainen tulosennuste (=korkeat kertoimet), mutta kokonaisuutena pidämme kertoimia kohtuullisen neutraaleina.

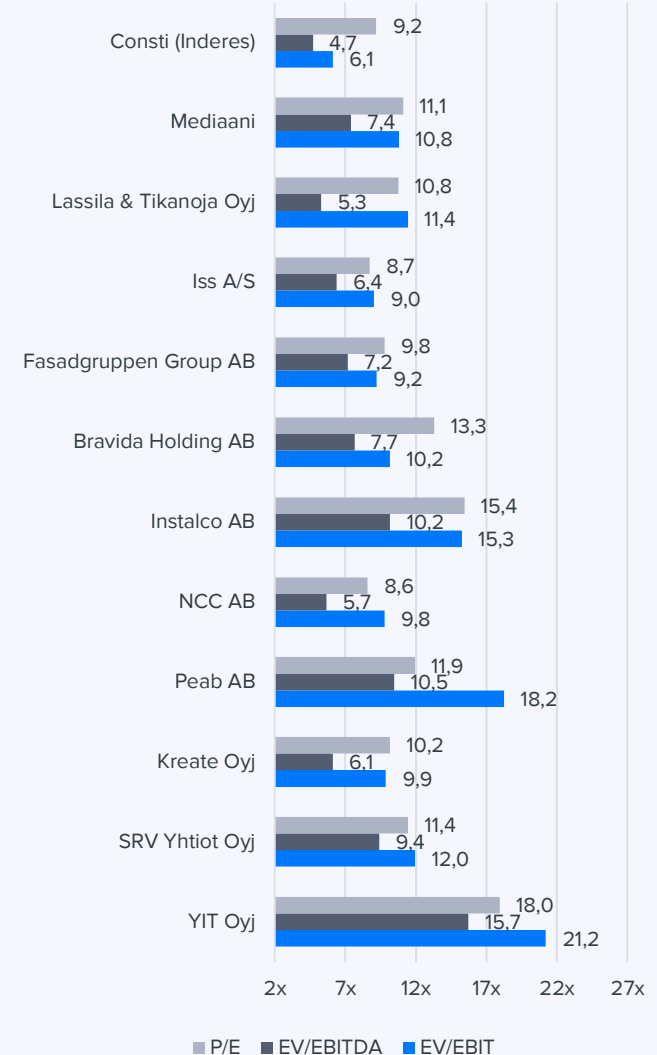
Consti on yllä olevilla arvostusmittareilla arvostettu noin 30 % alle verrokkien tason. Olemme

hyväksyneet Constille noin 10 % alhaisemmat kertoimet suhteellisessa arvostuksessa kuin verrokkit, mutta tässäkin olisi selkeää nousuvaraa.

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

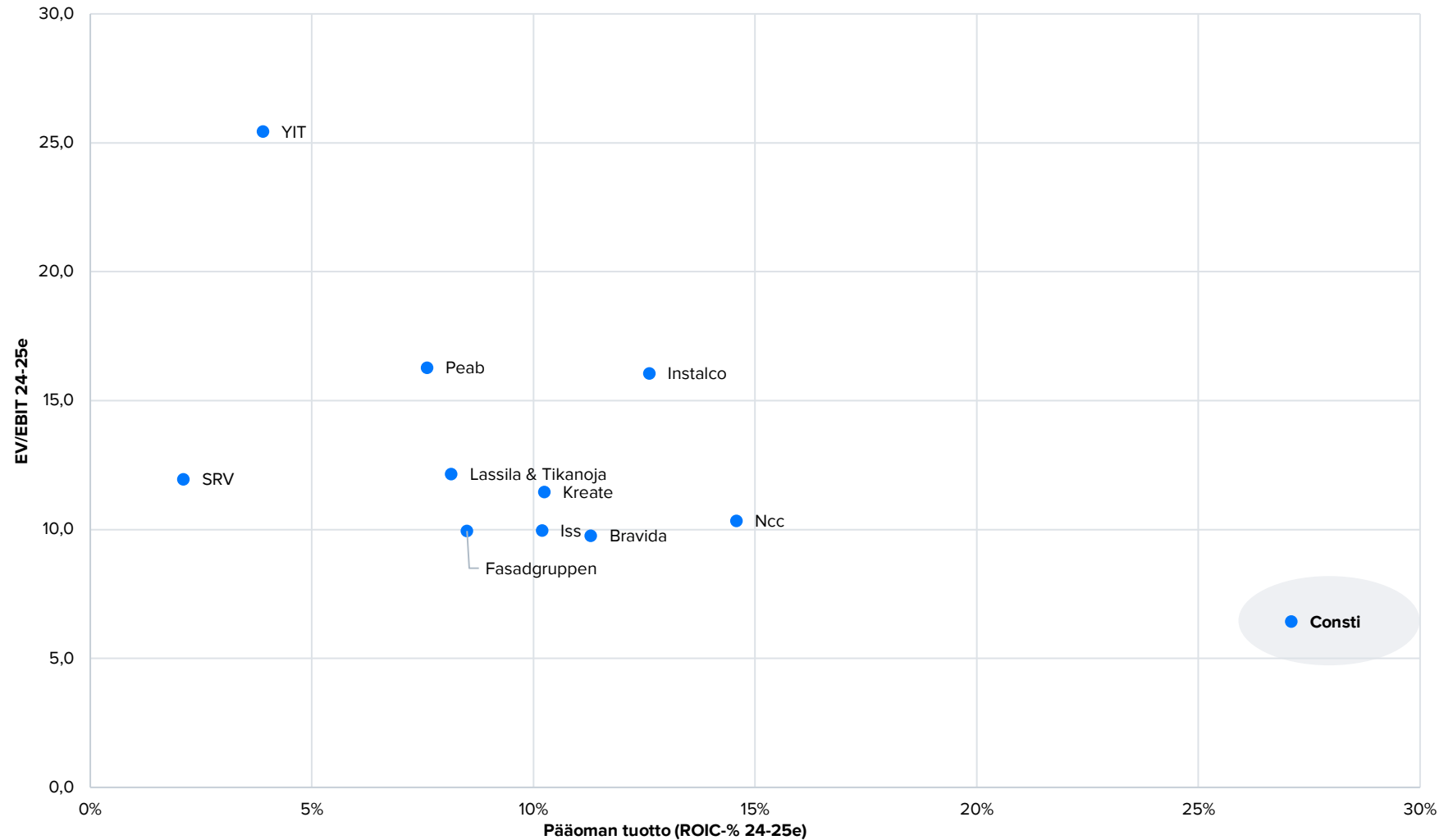
Kuitenkin Constin suoritus on viime vuosina parantunut selvästi, minkä tulisi myös näkyä erossa verrokkeihin. Seuraavan sivun kuviossa on esitetty Constin pääoman tuottoennuste (ROIC-%) vuosille 2023-2024 verrattuna valittuihin verrokkeihin. Kuvion ja datan perusteella näyttäisi, että Consti pystyy tällä hetkellä tekemään merkittävästi parempaa pääoman tuottoa kuin verrokkit pystyvät. Lisäksi y-akselilla kuvattu arvostus on EV/EBIT-mittarilla selkeästi alle verrokkien tason. Jos Constin suorittaminen jatkuu samankaltaisena ja pääoman tuotot pysyvät verrokkeja korkeammalla myös jatkossa, on Constin arvostaminen vähintään verrokkien tasolle mielestämme enemmän kuin oikeutettua.

## Verrokkien arvostus 2024e



# Constin pääoman tuotto parhaimmasta ja arvostus halvimmasta päästä

Constin pääoman tuotto ja arvostus vs. valitut verrokit



Lähde: Bloomberg, Inderes  
SRV, Kreate, Consti käytetty Inderesin ennusteita

# Arvonmääritys 4/4

## DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo Constin osakkeelle on noin 18,8 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. Kannattavuustaso on vielä alle yhtiön tavoitteiden ja omaa edelleen nousuvaraa, jos liiketoiminta etenee suunnitellusti. Yhtiö on tänäkin vuonna yltämässä jo ennusteillamme 3,6 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin, minkä vuoksi arvioimme terminaalikannattavuuden olevan kestäväällä tai jopa maltillisella tasolla.

Terminaali muodostaa noin 50 % DCF-laskelman arvosta, mikä on kohtuullisen normaali taso. Alkuperäisen isohkoa arvoa (+30 %) DCF-laskelmassa selittää Constin iso kassa. DCF-mallissamme käyttämämme oman pääoman kustannus on 11,4 % ja keskimääräinen pääoman kustannus (WACC-%) on 9,0 %. Niissä ei ole mielestämme laskuvaraa.

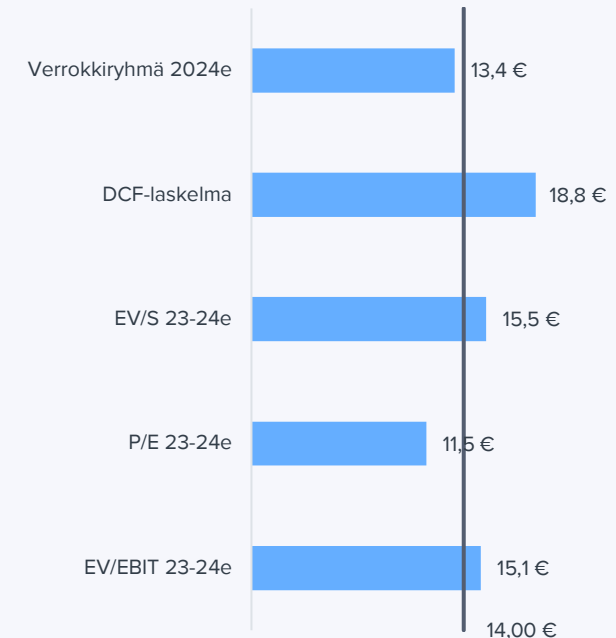
## Potentiaalia on riskejä enemmän

Nostamme Constin tavoitehinnan 14,00 euroon ja toistamme osta-suosituksemme. Mielestämme Constin liiketoiminnan potentiaalia ja nykytilaa ei hinnoitella oikein markkinoilla ja arvostuksessa on selvää nousuvaraa. Arvostuksen nousuvaran lisäksi osake tarjoaa lähivuotina noin 6 %:n osinkotuottoa, mikä nostaa tuotto-odotuksen noin 20-25 %:iin.

Constin kohtuullisen hyvä tuloskasvu (22-25e EPS-kasvu: +10 % CAGR-%) lähivuotien aikana tukee arvostusta yhdessä houkuttelevan liiketoimintaprofiilin (kassavirta sekä pääoman tuotto) kanssa. Consti toimii vakailla markkinoilla, jonka pitkän aikavälin kasvunäkymää tukevat hyvät markkinatrendit (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.

Osakkeen arvostus on näkemyksemme mukaan jäänyt Constin suorittamisesta jälkeen yhtiöstä riippuvista (projektiongelmät), mutta myös riippumattomista tekijöistä (taloussuhdanne, syklisen osakkeiden myyntipaine, korjausrakentamisen heikko maine). Näemme tämän korjaantuvan yhtiön suorituksen jatkaessa ennakoimallamme polulla.

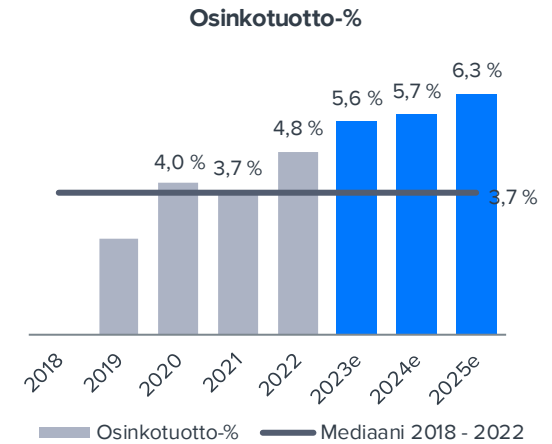
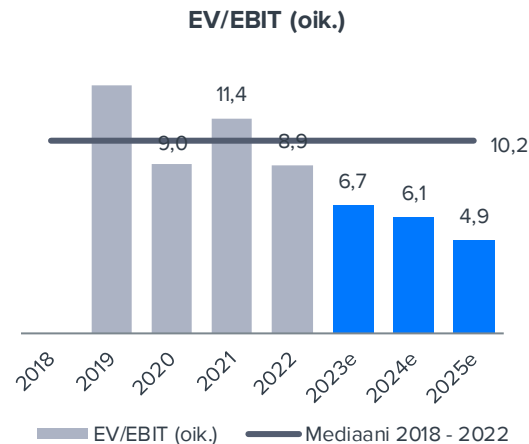
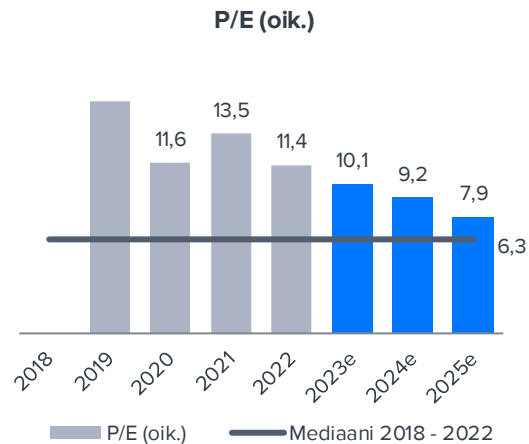
## Tavoitehinnan muodostuminen



# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,50	6,40	10,1	12,1	12,6	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>
Markkina-arvo	42	49	77	94	97	<b>86</b>	<b>86</b>	<b>86</b>	<b>86</b>
Yritysarvo (EV)	62	71	85	108	101	<b>81</b>	<b>77</b>	<b>71</b>	<b>65</b>
P/E (oik.)	neg.	15,8	11,6	13,5	11,4	<b>10,1</b>	<b>9,2</b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>
P/B	1,8	1,7	2,3	2,9	2,7	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/EBITDA (oik.)	neg.	8,7	7,4	11,7	6,8	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	13,1	9,0	11,4	8,9	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	53,0 %	57,0 %	96,4 %	54,4 %	<b>50,4 %</b>	<b>52,7 %</b>	<b>49,4 %</b>	<b>50,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	4,0 %	3,7 %	4,8 %	<b>5,6 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,8 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
YIT Oyj	416	1397	29,9	21,4	20,7	15,9	0,6	0,7	123,2	18,6	1,5	6,1	0,5
SRV Yhtiot Oyj	68	219		11,8	109,4	9,3	0,4	0,3		11,1	-	2,8	-
Kreate Oyj	66	99	13,4	10,2	7,4	6,3	0,3	0,3	16,1	10,6	4,8	5,5	1,6
Peab AB	1512	3347	14,4	18,3	9,3	10,5	0,6	0,7	8,4	12,0	4,8	4,8	1,1
NCC AB	1097	1517	11,1	10,0	5,5	5,8	0,3	0,3	8,1	8,8	5,4	5,7	1,5
Instalco AB	982	1370	16,9	15,3	10,9	10,2	1,1	1,0	17,2	15,5	1,9	2,0	3,2
Bravida Holding AB	1493	1551	9,8	10,7	7,5	8,0	0,6	0,6	12,8	14,0	4,2	4,1	2,0
Fasadgruppen Group AB	285	405	11,2	9,7	8,4	7,5	0,9	0,9	15,2	10,5	2,3	3,0	1,4
Iss A/S	3141	4985	11,0	9,2	7,5	6,5	0,5	0,5	11,2	8,9	2,4	3,4	2,1
Lassila & Tikanoja Oyj	374	549	13,0	11,5	5,5	5,3	0,7	0,7	11,7	10,9	5,1	5,3	1,6
<b>Consti (Inderes)</b>	<b>86</b>	<b>81</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>10,1</b>	<b>9,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>2,1</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>19,2</b>	<b>8,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>24,9</b>	<b>12,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>1,7</b>
<b>Mediaani</b>			<b>13,0</b>	<b>11,1</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>12,8</b>	<b>11,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>1,6</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-48 %</b>	<b>-45 %</b>	<b>-39 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>-60 %</b>	<b>-61 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>33 %</b>	<b>28 %</b>	<b>34 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-arvonmääritys

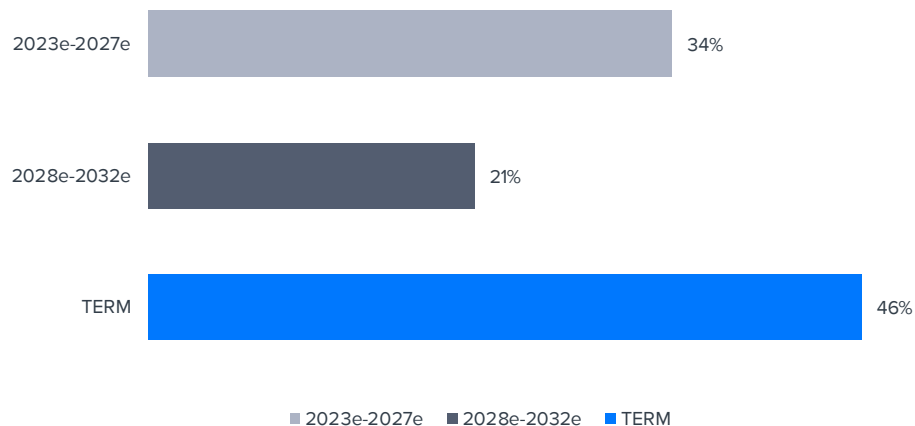
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,7 %	8,1 %	-3,7 %	3,2 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	3,7 %	3,9 %	4,0 %	4,4 %	4,6 %	4,3 %	4,2 %	3,9 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>11,4</b>	<b>13,0</b>	<b>12,6</b>	<b>14,5</b>	<b>15,5</b>	<b>14,9</b>	<b>15,0</b>	<b>14,2</b>	<b>13,1</b>	<b>13,4</b>	<b>13,6</b>	
+ Kokonaispoistot	3,5	3,6	3,8	3,5	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	
- Maksetut verot	-1,9	-2,4	-2,3	-2,7	-2,9	-2,8	-2,8	-2,7	-2,5	-2,5	-2,6	
- 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	5,1	2,9	-0,8	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>18,0</b>	<b>16,9</b>	<b>13,1</b>	<b>15,7</b>	<b>16,9</b>	<b>16,5</b>	<b>16,5</b>	<b>16,0</b>	<b>15,1</b>	<b>15,4</b>	<b>15,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,7	-2,2	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>15,4</b>	<b>14,7</b>	<b>9,1</b>	<b>11,7</b>	<b>12,8</b>	<b>12,5</b>	<b>12,4</b>	<b>11,9</b>	<b>11,0</b>	<b>11,3</b>	<b>11,2</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	15,4	14,7	9,1	11,7	12,8	12,5	12,4	11,9	11,0	11,3	11,2	152
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>14,7</b>	<b>8,3</b>	<b>9,8</b>	<b>9,9</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,2</b>	<b>70,1</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		154	139	131	121	111	102	94,1	87,0	81,0	75,3	70,1
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>154</b>										
- Korolliset velat		-24,8										
+ Rahavarat		20,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-4,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>145</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>18,8</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	274,6	288,8	305,2	<b>329,8</b>	<b>317,5</b>	EPS (raportoitu)	0,70	0,47	1,10	<b>1,23</b>	<b>1,21</b>
Käyttökate	11,4	9,2	14,9	<b>16,6</b>	<b>16,4</b>	EPS (oikaistu)	0,87	0,89	1,10	<b>1,10</b>	<b>1,21</b>
Liikevoitto	8,2	5,7	11,4	<b>13,0</b>	<b>12,6</b>	Operat. kassavirta / osake	2,40	0,59	2,33	<b>2,19</b>	<b>1,70</b>
Voitto ennen veroja	7,2	4,6	10,4	<b>11,9</b>	<b>11,7</b>	Vapaa kassavirta / osake	2,10	-0,43	1,99	<b>1,91</b>	<b>1,18</b>
Nettovoitto	5,4	3,6	8,5	<b>9,5</b>	<b>9,4</b>	Omapääoma / osake	4,39	4,13	4,68	<b>5,31</b>	<b>5,90</b>
Kertaluontoiset erät	-1,2	-3,8	0,0	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,40	0,45	0,60	<b>0,62</b>	<b>0,64</b>
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	128,6	119,0	123,3	<b>125,9</b>	<b>128,1</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-13 %	5 %	6 %	<b>8 %</b>	<b>-4 %</b>
Oma pääoma	33,6	31,9	36,2	<b>41,1</b>	<b>45,7</b>	Käyttökateen kasvu-%	41 %	-20 %	62 %	<b>11 %</b>	<b>-1 %</b>
Liikearvo	48,6	49,5	49,5	<b>48,7</b>	<b>48,7</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	74 %	0 %	20 %	<b>5 %</b>	<b>5 %</b>
Nettovelat	4,7	14,3	3,9	<b>-5,3</b>	<b>-8,9</b>	EPS oik. kasvu-%	114 %	3 %	23 %	<b>0 %</b>	<b>10 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	4,2 %	3,2 %	4,9 %	<b>5,0 %</b>	<b>5,2 %</b>
Käyttökate	11,4	9,2	14,9	<b>16,6</b>	<b>16,4</b>	Oik. Liikevoitto-%	3,5 %	3,3 %	3,7 %	<b>3,6 %</b>	<b>4,0 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	8,2	-3,6	5,1	<b>2,9</b>	<b>-0,8</b>	Liikevoitto-%	3,0 %	2,0 %	3,7 %	<b>3,9 %</b>	<b>4,0 %</b>
Operatiivinen kassavirta	18,3	4,6	18,0	<b>16,9</b>	<b>13,1</b>	ROE-%	17,1 %	11,0 %	25,0 %	<b>24,6 %</b>	<b>21,7 %</b>
Investoinnit	-2,0	-7,8	-2,7	<b>-2,2</b>	<b>-4,1</b>	ROI-%	13,6 %	9,0 %	18,3 %	<b>21,1 %</b>	<b>19,6 %</b>
Vapaa kassavirta	16,1	-3,3	15,4	<b>14,7</b>	<b>9,1</b>	Omavaraisuusaste	31,1 %	29,8 %	32,9 %	<b>36,7 %</b>	<b>40,2 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	14,1 %	44,7 %	10,7 %	<b>-13,0 %</b>	<b>-19,5 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>						
EV/EBITDA (oik.)	7,4	11,7	6,8	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>						
EV/EBIT (oik.)	9,0	11,4	8,9	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>						
P/E (oik.)	11,6	13,5	11,4	<b>10,1</b>	<b>9,2</b>						
P/B	2,3	2,9	2,7	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>						
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,7 %	4,8 %	<b>5,6 %</b>	<b>5,7 %</b>						

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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyttikon palkitseminen ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositushistoria (>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 €
6.2.2022	Lisää	13,50 €	11,95 €
2.5.2022	Osta	13,00 €	9,80 €
24.7.2022	Osta	13,00 €	9,96 €
28.10.2022	Osta	12,50 €	9,14 €
13.1.2023	Osta	13,00 €	10,70 €
6.2.2023	Lisää	14,20 €	12,30 €
28.4.2023	Lisää	14,20 €	11,85 €
24.7.2023	Osta	14,20 €	10,25 €
23.10.2023	Osta	13,80 €	9,76 €
30.10.2023	Osta	13,80 €	10,35 €
21.12.2023	Osta	14,00 €	11,35 €



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

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

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.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 Vijakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**