

Lehto

Laaja raportti

10.6.2022 06:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Strategiavaiheen alussa

Toistamme Lehdon tavoitehinnan 0,35 eurossa pitäen suosituksemme myy-tasolla. Lehdolla on ollut isoja haasteita projektien kustannusten kanssa ja tappiot jatkuvat myös vuonna 2022. Tappioiden myötä taloudellinen tilanne on myös heikentynyt selvästi ja yhtiö tekeekin useita järjestelyjä tilanteensa turvaamiseksi. Tämän vuoksi uudessa strategiassa keskitytään lähivuosina liiketoiminnan tervehdyttämiseen ja kasvu jää alhaiseksi. Arvostus on lähivuosille haastavalla tasolla ja riskit korkealla, minkä vuoksi emme näe osakkeen omistamista nyt houkuttelevana.

Ydinosaamiseen keskittyen

Lehto on suomalainen rakennusyhtiö, joka kehittää ja rakentaa asuntoja ja toimitiloja. Yhtiö on erottautunut muista etenkin panostamalla moduuli- ja elementtituotannon sekä valmiiden konseptien hyödyntämiseen rakennusprosesseissa. Yhtiön liiketoiminta jakautuu nykyisin kahteen palvelualueeseen: Toimitilat (34 % liikevaihdosta 2021) ja Asunnot (66 %). Näiden palvelualueiden sisällä yhtiö tekee myös edelleen rajatusti kouluja ja hoivataloja sekä osin myös korjausrakentamista. Yhtiön ydinosaaminen keskittyy näkemyksemme mukaan yksinkertaisiin, monistettaviin ja kohtuuhintaisiin asuntoihin sekä toimitiloihin. Strategiassa myös puurakentamisen osuuden nostaminen on tärkeässä osassa etenkin asuntorakentamisessa.

Mahdollisen potentiaalin realisoitumista saa vielä odottaa

Yhtiö on historiassaan kasvanut voimakkaasti ja pystynyt myös tuottamaan pääomille toimialan parhaimpia tuottoja. Nyt kuitenkin ongelmavuosien jälkeen yhtiö pyrkii korjaamaan operatiivisia haasteitaan. Lyhyellä aikavälillä haasteita riittää edelleen, sillä asunto- ja toimitilarakentamisen katerakenne on historiaan nähden heikentynyt eikä kaikkia ongelma-alueita ole saatu vielä täysin kuntoon. Samalla raaka-aine- ja materiaalikustannusten nousu aiheuttaa omia haasteitaan kannattavuuden nousulle. Myös volyymitasossa pitäisi nähdä nousua korkeammalle, jotta nykyiset kiinteät kulut saataisiin paremmin katettua. Vielä kasvun aika ei ole, sillä odotamme liikevaihdon laskevan vuonna 2022 noin 403 MEUR:oon. Myös tulos jää ohjeistuksen mukaisesti vielä tappiolle 15-20 MEUR (2021e EBIT: -17 MEUR). Ensi vuonna odotamme liikevaihdon tasaantuvan (2022e: +2 %) ja myös tulostason nousevan selvästi (EBIT: 8 MEUR, EBIT-%: 2,0 %) tervehdyttämistoimien, kustannuspaineiden hälventymisen ja heikkojen projektien päättymisen myötä. Kannattavuusparannuksen toimenpiteiden aikajänne on strategiankin mukaisesti 1-3 vuotta, joten nopeaa paluuta historiallisiin kannattavuuslukemiin on mielestämme liian optimistista olettaa.

Arvostus ei kompensoi riskejä

Lehdon arvostuksessa saamme hakea tukea vuodesta 2023, kun vuonna 2022 tulos ajautuu tappiolle. Vuodelle 2023 arvostus ei kuitenkaan ole mielestämme epävarmuuteen nähden houkuttelevalla tasolla (2023e: EV/EBIT: 18x, P/E: 10x). Verrokkeihin nähden yhtiö on selkeällä preemiolla, vaikka verrokkien käyttökelpoisuus on nyt heikko. Pidemmän aikavälin mahdolliseen potentiaaliin nojaaminen ei ole nyt relevanttia, sillä nykyarvostuksen taso ja projektiongelmien sekä markkinan riskit tekevät tuotto/riskisuhteesta mielestämme heikon.

Suositus

Myy

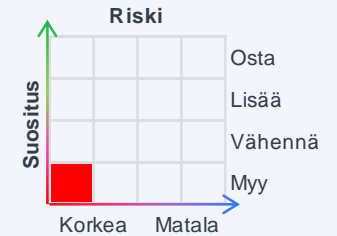
(aik. Myy)

0,35 EUR

(aik. 0,35 EUR)

Osakekurssi:

0,43



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	436	403	411	418
kasvu-%	-20 %	-8 %	2 %	2 %
EBIT oik.	-24,0	-17,3	8,1	12,4
EBIT-% oik.	-5,5 %	-4,3 %	2,0 %	3,0 %
Nettotulos	-25,7	-17,9	3,8	7,3
EPS (oik.)	-0,29	-0,20	0,04	0,08
P/E (oik.)	neg.	neg.	9,9	5,1
P/B	0,8	0,5	0,5	0,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	18,1	11,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	10,3	7,9
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4	0,3

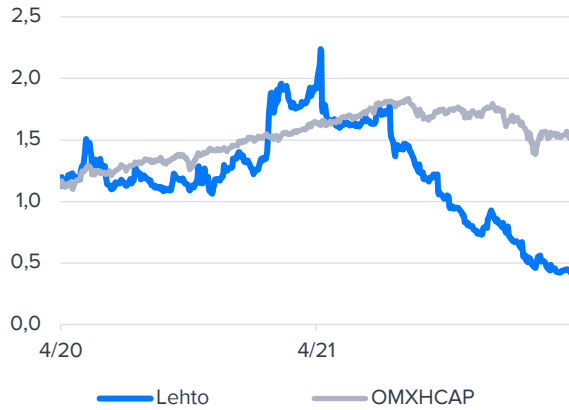
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

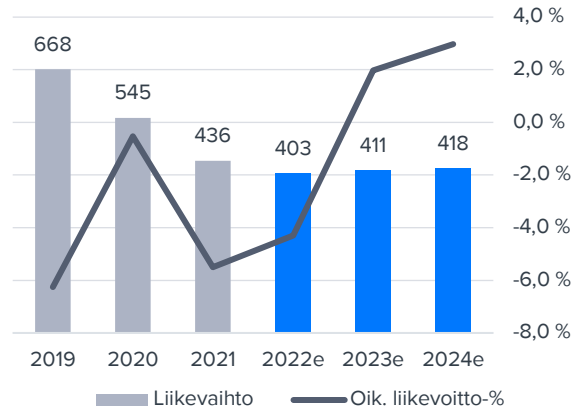
Vuoden 2022 liikevaihto jatkuvista liiketoiminnoista on hieman vuoden 2021 liikevaihtoa alhaisempi (2021: 404,1 MEUR) ja liiketulos jatkuvista toiminnoista on noin 15-20 MEUR tappiollinen.

Osakekurssi



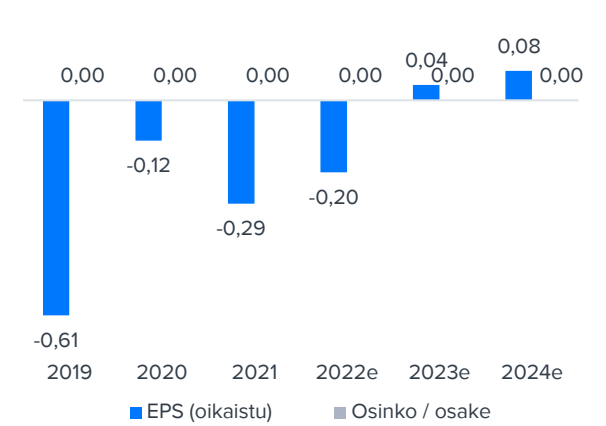
Lähde: Refinitiv

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Tappioiden jatkuminen
- Suhdannevaihtelut
- Projektihaasteiden jatkuminen
- Resurssiriskit
- Kustannuspaineet
- Kapasiteetin ja liiketoimintamallin joustavuus
- Kilpailuedun säilyttäminen muuttavassa markkinassa
- Rahoitusriskit

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,43	0,43	0,43
Osakemäärä, milj. kpl	87,2	87,2	87,2
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	147	147	141
P/E (oik.)	neg.	9,9	5,1
P/B	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	neg.	10,3	7,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	18,1	11,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Strategia	13-14
Markkinat	15-17
Taloudellinen tilanne	18-19
Ennusteet	20-24
Arvonmääritys	25-31
Vastuuvapauslauseke	32-

Lehto Group lyhyesti

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

2016

Listautumisvuosi

436 MEUR

Liikevaihto 2021*

-24 MEUR (-5,5 % lv:sta)

Liikevoitto 2021*

430 MEUR (+9 % v/v)

Tilaukanta Q1'22 lopussa

37 % (2020: 43 %)

Omavaraisuusaste 2021 (ilman IFRS 16)

14 % (2020: -20 %)

Nettovelkaantumisaste 2021 (ilman IFRS 16)

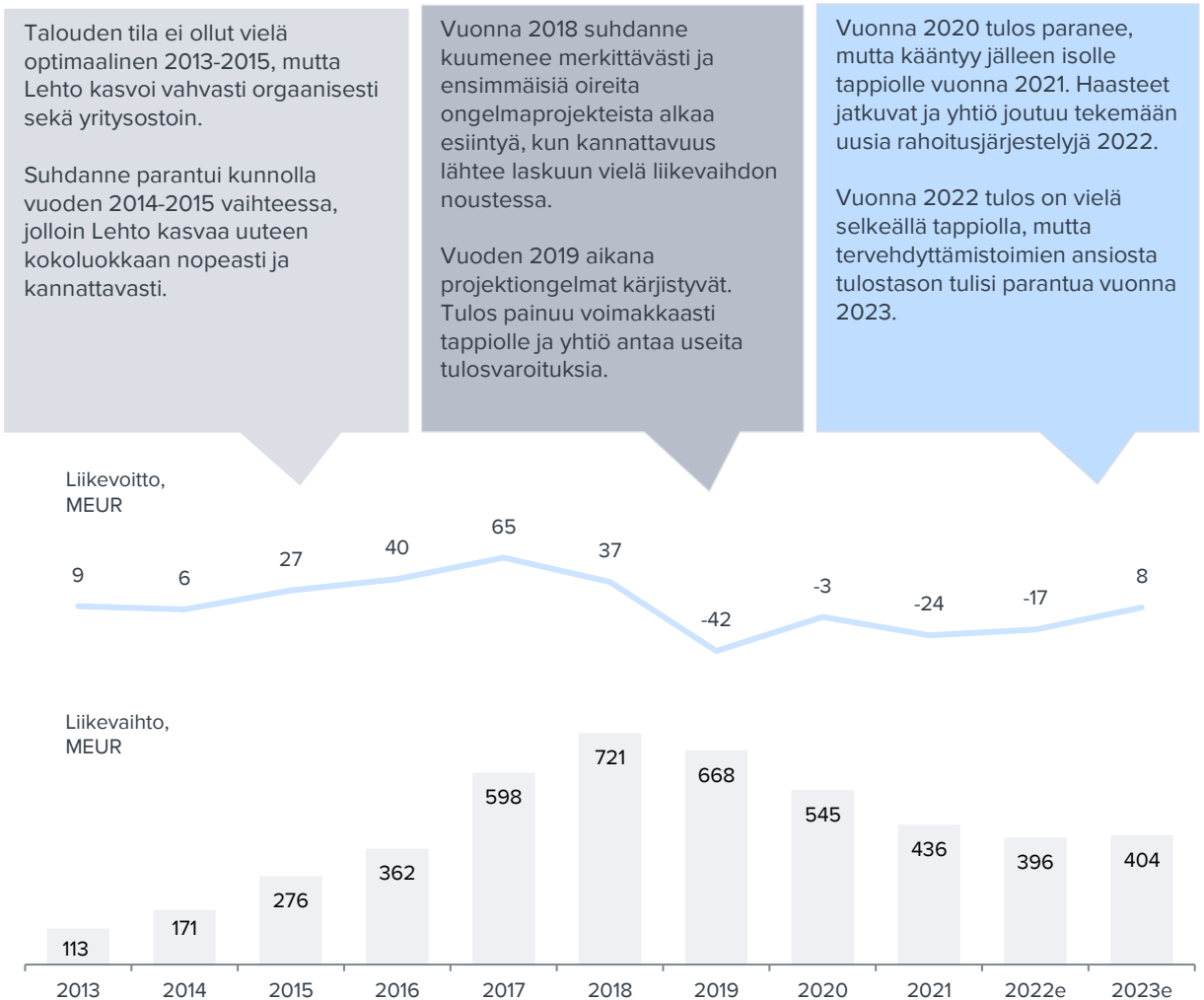
1042 (2020: 1034)

Henkilöstömäärä vuoden 2021 lopussa

Lähde: Lehto, Inderes

*Luvut sisältävät ei-jatkuvia liiketoimintoja täysien tietojen puuttumisen vuoksi

Lehto Groupin liikevaihdon ja liikevoiton kehitys 2013-2023e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Rakennusalan edelläkävijä

Lehto Group Oyj:n (myöhemmin Lehto) vanhin tytäryhtiö (Rakennuskartio Oy) on toiminut alalla jo vuodesta 1976 ja Rakennusliike Lehto Oy yli 25 vuotta. Yhtiö on kehittynyt rakennusalan suhdanteiden läpi nykyiseksi valtakunnalliseksi rakennuskonserniksi.

Yhtiön toiminta perustuu rakentamisen edistämiseen ja tuottavuuden parantamiseen olemalla rakentamisen edelläkävijä. Lehto pyrkii uudistamaan rakentamisen vanhoja tapoja ja missiona on rakennusalan uudistaminen. Tehdas- ja moduulituotannolla pyritään lisäämään rakennustyön laatua, tehostamaan toimintaa sekä vähentämään kustannuksia ja rakennusaikaa. Yhtiö kehittää ja rakentaa toimitiloja, asuntoja ja hyvinvointitiloja Suomessa pääosin kasvukeskuksien läheisyydessä. Ruotsin liiketoiminta lopetettiin ja putkiremontti-liiketoiminta myytiin vuoden 2022 aikana.

Yhtiö listautui pörssiin vuonna 2016 ja on kasvanut keskisuuresta toimijasta jo isoimpien rinnalle. Vuodesta 2013 Lehdon liikevaihto on kasvanut keskimäärin vuosittain noin 18 %:n vauhtia. Kova kasvu aiheutti kuitenkin merkittäviä ongelmia ja viimeiset vuodet tulos on ollut tappiolla ja liikevaihto laskusuunnassa.

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

suunnittelun ohjauksen lisäksi myös rahoituksesta sekä myynnistä. Etenkin asuntorakentamisessa yhtiö suosii omaperusteisia hankkeita, sillä niissä on lähtökohtaisesti parempi kannattavuus, mutta vastapuolella riskit ovat myös suuremmat. Huomioonotettavaa on myös, että myydyn hankkeen tuloutuminen tapahtuu vasta valmistumisen yhteydessä, joka sitoo huomattavasti pääomia sen rakennusaikana.

Viime aikoina yhtiön omaperusteiset hankkeet ovat vähentyneet, mutta näiden osuutta on tarkoitus nostaa yhtiön tervehdyttämistoimien jälkeen. Urakoinnissa Lehto suosii kokonaisvastuurakoita (KVR), missä Lehto vastaa koko rakennusurakan toteuttamisesta ja myös suunnittelusta. Tämä antaa mahdollisuuden Lehdolle vaikuttaa kustannuksiin jo aikaisessa vaiheessa sekä hyödyntämään omia konsepteja ja tehdastuotantoa paremmin.

Kovan kasvun myötä yhtiö on kasvattanut myös henkilöstöään ja omaa tehdaskapasiteettiaan. Tätä on huippuvuosista jouduttu tosin ajamaan alas. Oman työvoiman lisäksi yhtiö toteuttaa rakennustöitä aliurakoina ja lisäksi vuokratyövoimaa käytetään projektien alkuvaiheessa sekä kiireellisissä vaiheissa. Oma kapasiteetti on voimakas vara noususuhdanteessa, mutta laskusuhdanteessa sen työllistäminen voi johtaa epäedullisiin ratkaisuihin tai kapasiteetin leikkauksiin.



Markkinan muutos

Ennen

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

Nyt

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

Lehto Group



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintamalli

Rakentamisen uudistaminen

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

- Suunnittelun johtaminen
- Toistettavat vakioratkaisut
- Teollinen valmistus ja modulaarisuus

Suunnittelun johtaminen

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

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

Vakioidut ja monistettavat konseptit

Toistettavien vakioratkaisujen avulla Lehto pyrkii

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

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

Toimitiloissa mallistoon kuuluu erilaisia tuotanto-, myymälä-, logistiikka- ja liikuntatiloja. Mallistot toimivat yleensä pohjana lopulliselle suunnitelmalle. Hyvinvointitiloissa Lehto on kehittänyt hoivatilojen, koulujen ja päiväkotien mallistoja, mutta kaikkea ei kuitenkaan pysty rakentamaan valmiiden konseptien ja mallien mukaan. Tämä on myös aiheuttanut Lehdolle tarjous- ja rakentamisvaiheessa haasteita.

Teollinen esivalmistus

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

Asuntorakentamisessa seinäelementit, kokonaisten huoneistojen moduulit, kylpyhuonemoduulit, nousuelementit ja talotekniikkakeskusmoduulit ovat hyviä esimerkkejä yhtiön teollisen esivalmistuksen

tuotteista, jotka yhdessä monistettavien konseptien kanssa auttavat Lehtoa tekemään asuntoja nopeasti sekä kustannustehokkaasti.

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

Parhaiten esivalmistus näyttäisi toimivan asuntorakentamisessa, missä hankkeiden yksilöllisyys ja kysytyjen kohteiden vaatimukset ovat vaihteluiltaan pienimpiä. Lisäksi esivalmistus toimii arviomme mukaan hyvin hallityypisissä toimitiloissa ja esimerkiksi tietyn tyyppisissä hotelleissa. Hoivakotien kohdalla markkinakysyntä on muuttunut eikä Lehdon aikaisemmalle konseptille ole ollut enää vastaavanlaista kysyntää. Lehdon koulu- ja päiväkotihankkeet taasen eivät ole alkaneet jokaisessa kohteessa toivotulla tavalla eikä esivalmistuksesta tai mallistoista olla saatu samanlaista kilpailuetua kuin esimerkiksi asunnoissa. Tämän vuoksi entisen Hyvinvointitilojen liiketoiminta on supistunut merkittävästi huippuvuosistaan ja nykyään se on sulautettu kahteen muuhun palvelualueeseen.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Palvelualueet jakautuvat kahteen osaan

Lehto palvelee asiakkaitaan kahdessa eri palvelualueessa: Toimitilat ja Asunnot. Aikaisemmin raportoitu Korjausrakentaminen lakkautettiin vuoden 2019 aikana, mutta viime vuosina yhtiö on tehnyt hajanaisia hankkeita osana Toimitilat-palvelualueetta. Myös Hyvinvointitilojen liiketoimintoja on supistettu. Hoivakohteet raportoidaan jatkossa Asunnoissa ja mahdolliset koulu- sekä päiväkotihankkeet Toimitiloissa. Segmenttejä Lehdolla on vain yksi ja se raportoi palvelualueistaan vain liikevaihdon ja tilauskannan.

Toimitilat

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

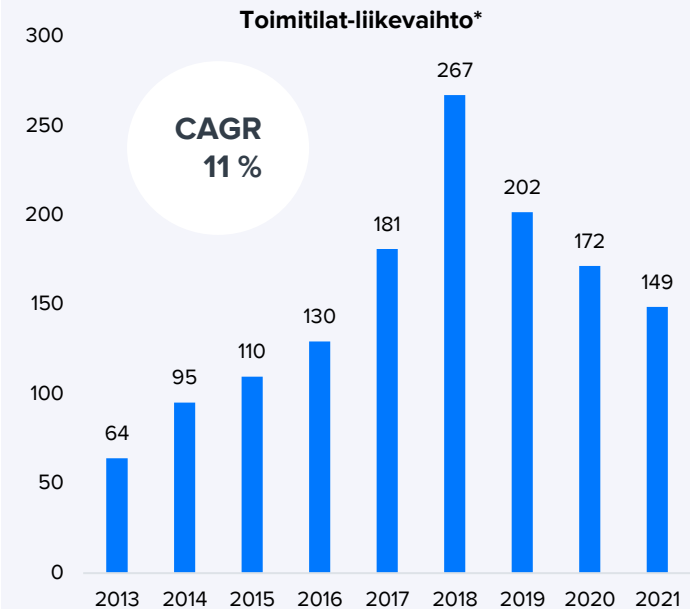
Toimitiloissa Lehto pyrkii hyödyntämään omia konseptejaan parhaalla mahdollisella tavalla tarjoamalla asiakkaille heidän omilla suunnitelmilla ja rakenne- sekä tilaratkaisuilla toteutettuja kohteita. Yhtiö välttää osallistumista urakkakilpailuihin muiden suunnitelmien perusteella, vaan pyrkii tarjoamaan asiakkaalle tehokkaamman ratkaisun omilla suunnitelmilla.

Suunnittelun ohjaus, valmiit mallistot ja modulaarisuus ovat luoneet Lehdolle tietyissä kohteissa mielestämme selvän etulyöntiaseman.

Lehto on keskittynyt pienempiin toimitilakohteisiin, joissa yksilöllisyys ja arkkitehtuuriset erikoisratkaisut eivät ole hankkeen kannalta olennaisia. Näemme Lehdon kilpailuedun palvelualueella olevan juuri helposti toistettavissa ratkaisuissa, kuten suurissa marketeissa, yksinkertaisissa liiketiloissa tai tuotanto-, varasto- ja logistiikkatiloissa, johon Lehdon valmis mallistokin keskittyy.

Toimitiloissa liikevaihto on kasvanut keskimäärin vuosittain noin 11 % vuodesta 2013 lähtien. Kasvu oli kovaa vuoden 2018 loppuun asti, mutta viime vuosina liikevaihto on laskenut voimakkaasti. Lehdon markkinat ja kysyntä palvelualueella on selvästi laskenut ja myös kovan kasvun ongelmat rajoittivat uusien hankkeiden käynnistämistä. Koronalla oli myös vuonna 2020 vaikutusta, kuten myös lakkautettujen palvelualueiden projektien päättymisillä.

Vuonna 2021 kuudesta toimitilahankkeesta aiheutui yhtiölle merkittäviä tappioita. Vuoden 2022 Q1:n päättyessä kolme näistä oli edelleen käynnissä ja niiden odotetaan valmistuvan tänä vuonna. Lehto on tehnyt toimia palvelualueen projektiriskien hallinnan parantamiseksi ja vie niitä käytäntöön palvelualueen uuden johtajan johdolla. Yhtiö tulee panostamaan etenkin hankkeiden sopivuuteen yhtiön resursseihin ja strategiaan nähden. Sen lisäksi yhtiö on tekemässä rakenteellisia ja toiminnallisia muutoksia kustannustason alentamiseksi.



Lähde: Lehto, Inderes

*Luvut eivät ole vertailukelpoisia historiaan, sillä lakkautetut palvelualueet ovat sisällytetty lukuihin käytettävissä olevan tiedon perusteella. Graafit eivät kuvaa konsernin kehitystä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Asumnot

Asumnot on Lehdon suurin (66 % liikevaihdosta vuonna 2021) ja näkemyksemme mukaan kannattavin palvelualue. Palvelualueella Lehto rakentaa pääosin uusia asuinkerrostaloja kasvukeskuksiin keskittyen pääkaupunkiseudulle. Pääosa Lehdon asuntorakentamisesta on ollut omaperusteista tuotantoa, jossa Lehto suunnittelee ja rakentaa kohteet omarahoitteisesti ja myy valmiit asunnot asiakkaille. Yhtiö rakentaa perinteisiä betonikerrostaloja, mutta myös puukerrostalot ovat yhtiön strategian ytimessä.

Yhtiön urakointi on hyvin pitkälti omaperusteisen tilauskannan riskien vähentämistä ja kapasiteetin hallintaa. Lehdon tapauksessa urakointi käsittää mm. isommille instituutioille toteutetut yhteistyöhankkeet (esim. DWS- ja Avara-yhteistyöt) tai omakehittiset hankkeet, jotka myydään myöhemmin kokonaisuutena sijoittajille. Urakoinnilla pystytään hallitsemaan kapasiteetin lisäksi sitoutuneita pääomia ja panostamaan tarpeen vaatiessa muihin kasvuhankkeisiin.

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

Asumnot-palvelualueen liikevaihto on noussut

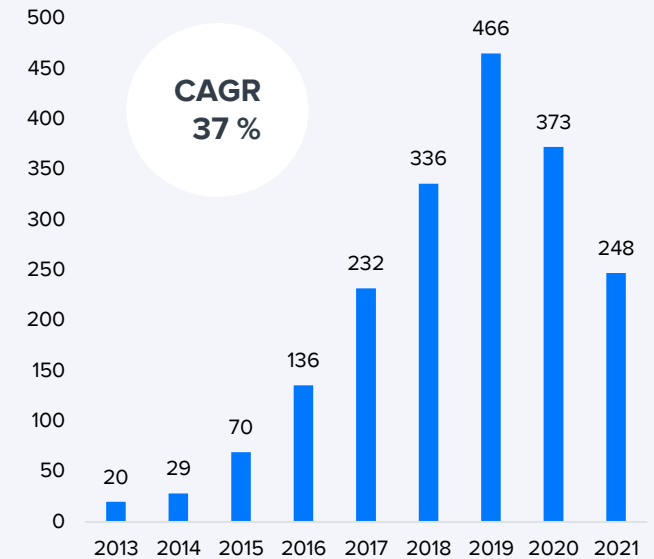
vuodesta 2013 asti jopa 37 %:n keskimääräistä vuosivauhtia, mutta myös aloitustaso on ollut vaatimaton. Vuonna 2019 valmistui ennätysmäärä omaperusteisia asuntoja, mutta sen jälkeen määrät ovat laskeneet merkittävästi yhtiön ongelmien ja markkinakysynnän hiipumisen vuoksi.

Tehdastuotanto

Lehdolla on tällä hetkellä tehdasyksiköitä Oulaisissa, Hartolassa, Siikajoella ja lissä, joiden yhteispinta-ala on noin 50 000 neliötä. Valmistettavia tuotteita ovat mm. kantavat suurkattoelementit, keittiö- ja pesuhuonemuodulit, huoneistoelementit, ikkunat ja nousuelementit. Kovan kysynnän aikaan tuotanto meni kokonaan sisäisille asiakkaille, mutta nyt sitä on myyty jo ulkopuolelle. Pisimmälle tuotteistettu teollisen rakentamisen kokonaisuus on Lehdon puukerrostalo, joka valmistuu tehtaalla aina valmiiksi huoneistoiksi asti. Valmiit tilaelementit valmistuvat sisustukset mukaan lukien tehtaalla, jonka jälkeen ne asennetaan työmaalla.

Kovan kysynnän aikaan yhtiö investoi hanakasti uuteen kapasiteettiin, kun se kohtasi kapasiteettiongelmia vuoden 2017 aikana, mutta sittemmin kapasiteettia on ajettu alas. Mainitsimme yhtenä isona riskinä aikaisemmin uuteen kapasiteettiin investoinnin, sillä sen joustamattomuus voi olla ongelma, kun laskusuhdanne koittaa. Lehdon tehtailla on ollut pääosin omat työntekijät, ja kun tuotantoa ei myyty ulospäin, johti kysynnän lasku kapasiteetin vähentämiseen.

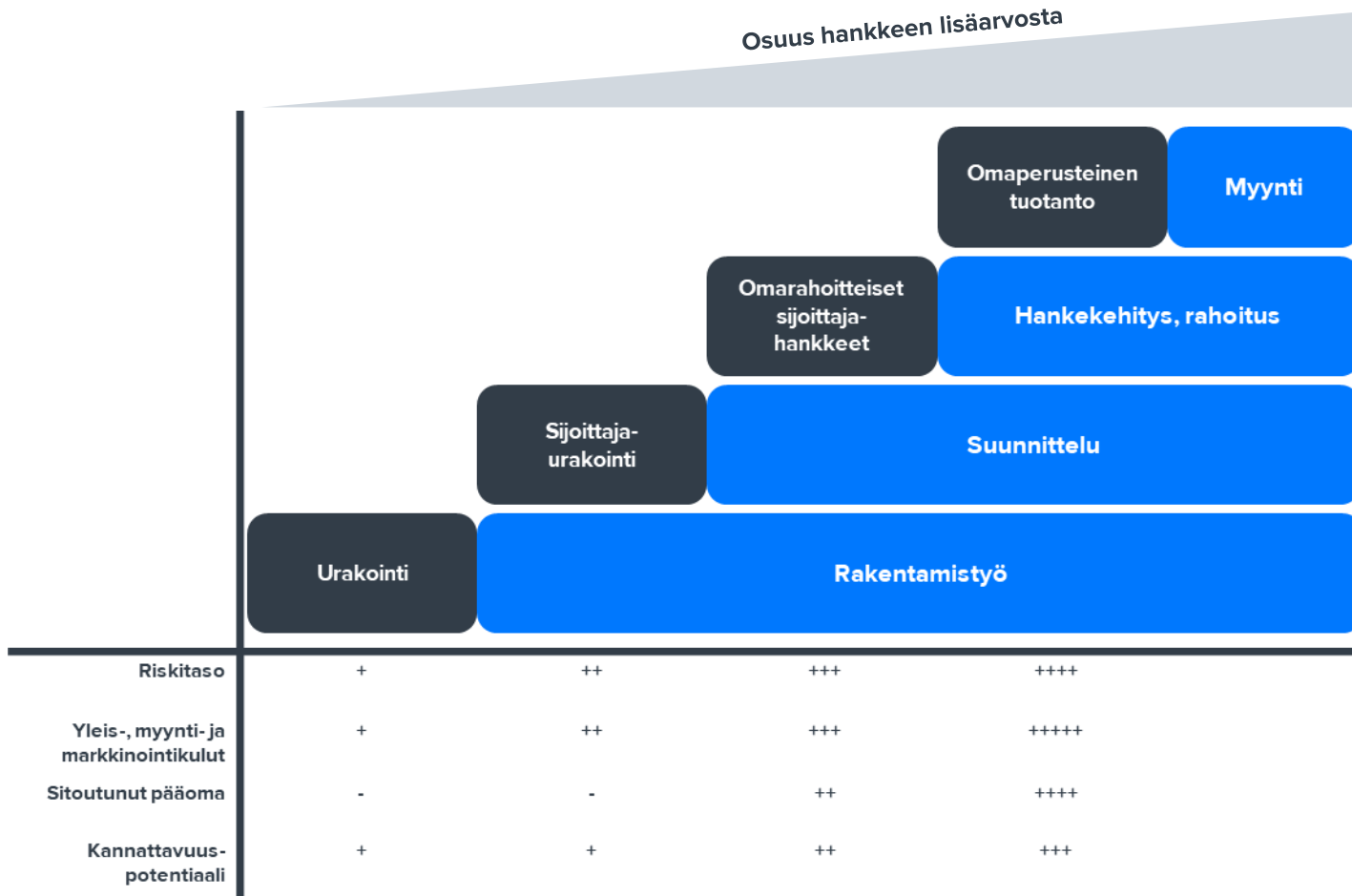
Asumnot-liikevaihto*



Lähde: Lehto, Inderes

*Luvut eivät ole vertailukelpoisia historiaan, sillä lakkautetut palvelualueet ovat sisällytetty lukuihin käytettävissä olevan tiedon perusteella. Graafit eivät kuvaa konsernin kehitystä.

Lehdon liiketoiminnan jakautuminen

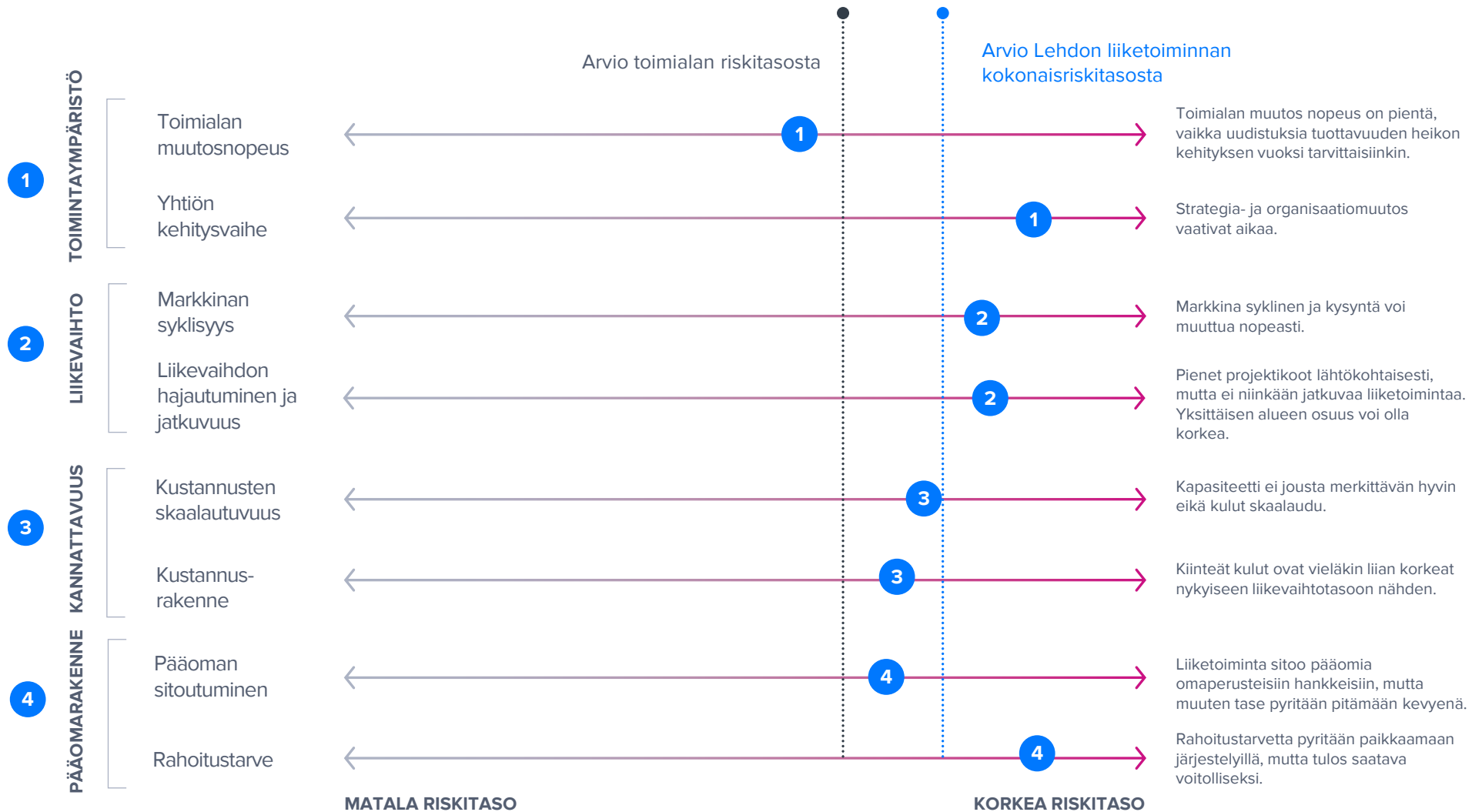


Omaperusteiset hankkeet: Yhtiö pyrkii pitkällä aikavälillä painottamaan liiketoiminnassaan omaperusteisia hankkeita, missä yhtiö hoitaa suunnittelun ja rakentamisen lisäksi myös hankekehityksen, rahoituksen sekä myynnin. Omaperusteisissa hankkeissa yhtiö kohtaa enemmän riskiä kuin urakoinnissa tai sijoittajahankkeissa,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

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

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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuuden korjaus

2.

Rakennusprosessin tuottavuuden nosto

3.

Hyvä tuottopotentialiaali

4.

Ongelmien jatkuminen

5.

Tase- ja rahoitusriskit

Potentiaali



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

Riskit



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

Strategia 1/2

Strategiakausi 2022-2026

Lehto päivitti strategiaansa vuoden 2022 alussa. Lehto keskittyy uuden strategiakautensa alkujaksolla operatiiviseen toimintaan ja kannattavuuden parantamiseen historian virheiden ja epävarman markkinatilanteen vuoksi. Strategiakaudella yhtiö toimii kahdella palvelualueella, Asunnoilla ja Toimitiloilla. Lehdon strategia keskittyy etenkin asiakaskokemukseen, kustannusjohtajuuteen ja kestävään kehitykseen.

Kaksi ydinpalvelualueetta

Asunnot-palvelualue rakentaa jatkossakin asuinkerrostaloja kotimaisiin kasvukeskuksiin puusta ja betonista. Betonirakentamisen osalta Lehto pyrkii parantamaan kustannustehokkuuttaan mm. kaava- ja suunnittelutehokkuudella, modulaarisuudella ja teollisella esivalmistuksella.

Erityisesti Lehto haluaa kasvattaa modulaarisen ja teollisesti valmistettavan puurakentamisen osuutta strategiakauden aikana. Tuote on kuitenkin vielä kehitysvaiheessa ja kasvua saataneen vasta myöhemmin. Puukerrostalojen kysyntä on yhtiön mukaan kuitenkin vahvasti kasvavaa, mutta se vaatii myös kehitystä kaavoituksen ja lupaprosessin suhteen.

Puutalojen rakentaminen on mielestämme Lehdon yksi kilpailuvaltti. Tuotetta on kuitenkin pyritty kehittämään jo useiden vuosien ajan ja vielä kaupallinen läpimurto antaa odottaa. Ruotsissa yhtiö lähti rakentamaan puukerrostalokonseptia, mutta kiinnostuneita kumppaneita ei ollut ja yhtiö lopetti toiminnot.

Rahoitusaseman parantamiseksi yhtiö ilmoitti myyvänsä putkiremontti-liiketoimintansa alkuvuonna. Putkiremonttien liiketoiminta on raportoitu viimeksi osana Asunnot-palvelualueetta ja se oli arviomme mukaan hyvin kannattava osa yhtiön liiketoimintaa.

Toimitilat-palvelualue keskittyy lyhyellä aikavälillä kannattavuuden parantamiseen, jonka odotetaan laskevan volyymeja. Liiketoimintoja pyritään selkeästi rajaamaan ja keskittymään ydinosoamiseen. Se tarkoittaa mm. elinkaariliiketoimintojen lopettamista. Koulu-, hotelli- ja toimistorakentamista tullaan tekemään rajatusti vain niissä hankkeissa, joissa yhtiö voi hyödyntää osaamistaan suunnittelu- ja toteutusratkaisuissa.

Toimitilat keskittyy jatkossa kasvaville markkinasektoreille, kuten teollisuuden sekä varastoinnin ja logistiikan tarpeisiin. Lisäksi palvelualue rakentaa hallimaisia liikerakennuksia sekä valikoidusti monitoimirakennuksia, jotka ovat arviomme mukaan juuri Lehdon ydinosoamista. Näin strategia näyttäisi tekevän oikeita asioita, mutta vielä tuloksia saataneen odottaa pitkälle, kuten taloudelliset tavoitteetkin maalaavat.

Molemmissa palvelualueissa on läsnä strategian kolme kehittämisen näkökulmaa: asiakaskokemus, kustannusjohtajuus ja kestävä kehitys. Hyvän asiakaskokemuksen ylläpito on äärimmäisen tärkeää, mutta kustannusjohtajuuden tavoitteluun on panostettava lähivuosina paljon, jotta liiketoiminta saadaan terveelle tasolle. Tässä kaikessa läsnä on pidettävä kestävä kehitys, jota mm. yhtiön puurakentamiseen panostaminen tukee.

Lehdon strategian kolme kehittämisen näkökulmaa

Asiakaskokemus

Kustannusjohtajuus

Kestävä kehitys

Strategia 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet keskittyvät kannattavuuden parantamiseen strategian alkupuoliskolla:

- **Liikevaihto:**
 - 2022-2024: 2021 tasolla, 2025-2026 kasvaa
- **Liikevoitto:**
 - Liikevoitto kasvaa ollen lopussa noin 10 % liikevaihdosta
- **Omavaraisuusaste:**
 - Vähintään 35 % (ilman IFRS-16)

Tavoitteiden perusteella kasvu jää lähivuosina saavuttamatta tai hyvinkin alhaiseksi. Odotammekin lähivuosien ajan hyvinkin maltillista liikevaihdon tasoa, josta strategiakauden loppua kohden vuonna 2025 Lehto lähtisi jälleen vahvemmin kasvamaan.

Liikevoittotavoite jäi kohtuullisen samalla tasolla kuin ennen alkuvuoden päivitystä (keskimäärin 10 %), mutta sen saavuttaminen nykyisillä näytöillä vaikuttaa epärealistiselta. Uskottavampaa markkinoiden näkökulmasta olisi, jos tavoite olisi matalammalla tasolla. Muutos tulee tapahtumaan hitaasti paremmalle tasolle, jonka aikana Lehdon pitää näyttää tuloskykynsä uudelleen. Strategiakauden lopussa (2025-2025) odotamme liikevoittomarginaalin olevan noin 4 %:n tasolla, mikä olisi jo erittäin hyvä suoritus viime vuodet huomioiden.

Lähivuosien ajan yhtiö keskittyy ensisijaisesti perusprosessiensa kehittämiseen ja kannattavuuden parantamiseen. Myös rakentamisen markkinan epävarmuudet ja laskeva kehitys aiheuttavat paineita kasvu- ja kannattavuusodotuksille. Tämän vuoksi strategiakauden alussa Lehto ei tavoittele liikevaihdon kasvua vaan keskittyy kannattavuuden parantamiseen.

Taloudelliset tavoitteet

Liikevaihto

Vuoteen 2024 asti vuoden 2021 tasolla. Vuosien 2025-2026 aikana haetaan kasvua

Kannattavuus

Liikevoiton tavoitellaan kasvavan ollen lopussa noin 10 % liikevaihdosta

Vakavaraisuus

Omavaraisuusaste vähintään 35 % (ilman IFRS 16)

Markkinat

Markkinahuolia riittää

Rakennusalan alkuvuosi on ollut markkinahuolien sävyttämä. Geopoliittisen tilanteen eskaloituminen on johtanut kustannuspaineiden vahvistumiseen, materiaalien saatavuuden heikentymiseen sekä epävarmaan taloudelliseen aktiviteettiin, mikä on näkynyt myös Lehdolla. Inflaatio taas on nostattanut korko-odotuksia ympäri maailman, minkä voi nähdä osin heikentävän kysyntää rakennusinvestoinneille niin kuluttajien kuin muidenkin toimesta.

Kuluvaa vuotta kuitenkin tukee vielä vahvat tilauskannat ja aloitetut sekä käynnissä olevat hankkeet. Volyymien odotetaan laskevan ensi vuonna, mutta asuntorakentamisen hiipumista korvaamaan saapuu koronan kuopissa ollut liike- ja toimistorakentaminen, kun samalla infra- ja korjausrakentamisen odotetaan jatkavan vakaata

kehitystään.

Rakennusteollisuus RT:n viimeisimmän päivityksen (keväät 2022) mukaan rakentamisen odotetaan kasvavan vuonna 2022 noin 2,0 %:lla, mutta lähtevän 2 %:n laskuun vuonna 2023.

Rakentamisen kasvua tänä vuonna ajaa etenkin asunto- ja toimitilarakentaminen, missä RT näkee rakentamisen määrän nousevan 3-4 %. Hyvinkin vahvana ollut asuntomarkkina tukee kasvunäkymiä yhdessä koronan pohjista kasvaneiden aloitusten kanssa. Toimitiloissa palaudutaan korona-anemiasta ja muutama vuosi kestäneestä heikommasta markkinajaksosta.

Vuonna 2023 RT näkee kuitenkin molempien rakentamisen alojen kääntyvän laskuun. Asuntorakentamisen volyymit laskisivat 7 %:lla ja toimitilarakentamisen 3 %:lla. Viime vuosien kovat asuntojen valmistusmäärät (noin 45 000 kpl)

laskevat alemmas kohti pidemmän aikavälin tarvetta (noin 35 000 asuntoa), mikä on kohtuullisen normaalia kehitystä parin hyvän vuoden jälkeen.

Kustannuspaineet ja taloustilanne luovat oman varjonsa näkymiin ja ennusteissa riski on alaspäin. Koholla olevat kustannuspaineet ja pula hyvistä tonteista osaltaan heikentää tarjontaa, kun kysyntäpuolella korkojen nousu ja talouskasvukuvan hiipuminen voi heikentää kysyntää. Toimitiloissa lähtötasot ovat matalia, mutta epävarmuus paistaa myös tähän rakentamisen alaan. Vielä toistaiseksi ainakin lupakehitys ja aloitusmäärät voisivat kasvuakin ensi vuodelle näyttää, mutta alkuvuoden geopoliittinen tilanne hidastanee tai ainakin jarruttaa hetkellisesti kehitystä tästä eteenpäin.

Rakentamisen volyymikehitys					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
Rakentamisen määrä yhteensä	-5,1 %	-4,1 %	1,5 %	2,0 %	-2,0 %
<i>Asuntorakentaminen</i>	-8,4 %	-6,9 %	10,7 %	3,0 %	-7,0 %
<i>Toimitilat</i>	3,2 %	-1,9 %	-1,0 %	4,0 %	-3,0 %
<i>Korjausrakentaminen</i>	-0,8 %	-0,4 %	1,2 %	1,5 %	2,0 %
<i>Maa- ja vesirakentaminen</i>	-0,7 %	-0,7 %	1,0 %	1,5 %	-2,0 %

Lähde: RT, Inderes

Asuntomarkkinoiden yleiskuva

Peruskysyntätekijät		<ul style="list-style-type: none"> - Väestönkasvu - Kaupungistuminen - Asuntokuntien keskikoko - Asuntotuotannon vaje 	
Kuluttajakysyntä		<ul style="list-style-type: none"> - Ansiotason kehitys - Korkojen kehitys - Kuluttajaluottamus - Rahoitus ja sääntely 	
Sijoittajakysyntä		<ul style="list-style-type: none"> - Vuokratuotto - Tuottovaatimus - Vajaakäyttöasteet - Rahoitustilanne 	
Tarjonta-ajurit		<ul style="list-style-type: none"> - Myyntivarastot - Tonttien hinnat ja saatavuus - Rakennuskustannukset - Rahoitus 	

Arvioiden mukaan tarve 30000-35000 asuntoa vuosittain. Nykyinen 45000 tuotantotaso ei kestäväällä pohjalla.

Ostovoimaa leikkaa inflaatio ja nousevat korkokulut. Tilantarve kasvussa. Koroissa ollut nousua.

Yksityissijoittajien kysyntä ollut heikommalla tasolla, mutta instituutiokysyntä pitänyt hyvin.

Tarjontaa uusista vähän. Varastot alhaiset. Hankerahoitus on kiristynyt. Kustannukset korkealla ja materiaalien saatavuus haasteellista.

Nykytila: = hyvin positiivinen = positiivinen
 = heikko = kohtuullinen

Trendi: = paranee = vakaa = heikkenee

Toimitilamarkkinoiden yleiskuva

Peruskysyntätekijät		<ul style="list-style-type: none"> - Väestönkasvu - Kaupungistuminen - Ostovoima - Investoinnit 	
Vuokramarkkina		<ul style="list-style-type: none"> - Vuokratasot - Vajaakäyttöasteet - Rahoitus ja sääntely - Talouden aktiivisuus 	
Tuottovaatimus		<ul style="list-style-type: none"> - Tuottovaateet - Korkojen kehitys - KV-sijoittajat - Likviditeetti 	
Tarjonta-ajurit		<ul style="list-style-type: none"> - Tonttien hinnat ja saatavuus - Rakennuskustannukset - Rahoitus - Kannattavuus 	

Ostovoiman kasvu ja kaupungistuminen lisää kysyntää hyvien liikenneyhteyksien varrella.

Korona laittanut vuokriin laskupaineita, mutta elpymistä. Talouden aktiivisuus palannut.

KV-sijoittajia ilmaantunut markkinoille, mutta tuottovaatimuksissa ei merkittävää laskunvaraa.

Tonttipula ja tonttikustannukset rajoittavat tarjontaa. Kustannuspaineet ja materiaalien saatavuus heikentää tarjontaa.

Nykytila: = hyvin positiivinen = positiivinen
 = heikko = kohtuullinen

Trendi: = paranee = vakaa = heikkenee

Taloudellinen tilanne

Taseasemassa tappiot näkyvät

Lehdon taseen loppusumma oli vuoden 2021 lopussa 367 MEUR (2020: 384 MEUR). Tase on liiketoiminnan ohella supistunut merkittävästi huippuvuosistaan. Etenkin vaihto-omaisuus on supistunut selvästi omaperusteisten asuntojen määrän laskiessa.

Varallisuuden puolella lyhytaikaiset varat olivat noin 318 MEUR ja noin 87 % taseen loppusummasta. Näin Lehdolla ei ole merkittävästi pitkäaikaista omaisuutta. Pitkäaikaisissa varoissa merkittävimmät erät liittyivät aineellisiin käyttöomaisuushyödykkeisiin. Siihen kuuluvat muun muassa omistuksessa olevat tehdaskiinteistöt ja koneet sekä kalusto. Lyhytaikaisissa varoissa suurin varallisuuserä oli vaihto-omaisuus, jonka osuus taseesta oli vuoden 2021 lopussa noin 53 % (2020: 35 %). Vaihto-omaisuudesta 87 MEUR oli IFRS 16 eriä.

Varastot kasvoivat vuosien varrella merkittävästi yhtiön kasvattaessa omaperusteisten asuntojen tuotantoa, mutta nyt kun nämä hankkeet ovat puuttuneet, on myös varaston osuus ja arvo laskenut. Lyhytaikaisissa varoissa lisäksi lyhyet saamiset olivat noin 90 MEUR. Rahavarat olivat 2021 lopussa tappioiden johdosta jälleen laskeneet 32 MEUR:oon (2020: 105 MEUR), minkä vuoksi yhtiö suunnittelee ja tekee selkeitä järjestelyjä tilanteen parantamiseksi. Q1'22 lopussa kassassa oli enää 9,5 MEUR, joten toimet tulevat tarpeeseen.

Vastuiden puolella oma pääoma oli vuoden 2021 lopussa 91 MEUR ja korolliset velat olivat kokonaisuudessaan noin 136 MEUR (IFRS 16 velat:

90 MEUR). Muuten vastattavaa puoli koostuu ostovelosta, projektien saaduista ennakosta ja muista korottomista veloista. Tase on kokonaisuudessaan aika kevyt ja pääomia sitoutuu oikeastaan vaan käynnissä olevaan tuotantoon ja muutamaan kiinteistöön.

Kokonaisuudessaan yhtiön tase- ja rahoitustilanne parantui rahoitusjärjestelyjen myötä vuoden 2020 aikana, mutta heikkeni jälleen vuoden 2021 aikana. Ilman IFRS 16 -vaikutuksia nettovelkaantumistaso oli vuoden 2021 lopussa 14 % (2020: -20 %) ja omavaraisuusaste oli 37 % (2020: 43 %). Taseen vakavaraisuusluvut eivät ole hälyttävällä tasolla, mutta maksuvalmius on kärsinyt tappioista. Parempi taseasema ja maksuvalmius on elinehto rakentajille, jotta he voivat käynnistää uusia hankkeita ja tätä kautta tervehdyttää liiketoimintaa.

Alkuvuonna tehty toimia liiketoiminnan tervehdyttämiseksi

Lehto julkisti uuden strategiansa yhteydessä valmistelewansa rahoituskokonaisuutta, jonka on tarkoitus muodostua putkiremontti-liiketoiminnan myynnistä, vaihtovelkakirjalainan liikkeeseenlaskusta, pankkirahoituksesta, tonttien ulkoistamisesta kumppaneille sekä operatiivisista toimenpiteistä.

Solmitun esisopimuksen mukaan uuden rahoitusratkaisun elementit ovat, 1) Putkiremontti-liiketoiminnan myynti (+29 MEUR rahavirtavaikutus), 2) uusi luottolimiitti (+13 MEUR), 3) pankeilta RS-rahoitus asuntohankkeisiin (+26 MEUR) ja 4) vaihtovelkakirjalaina (+15 MEUR). Uusi rahoitus korvaa nykyisen luottolimiitin ja lainat,

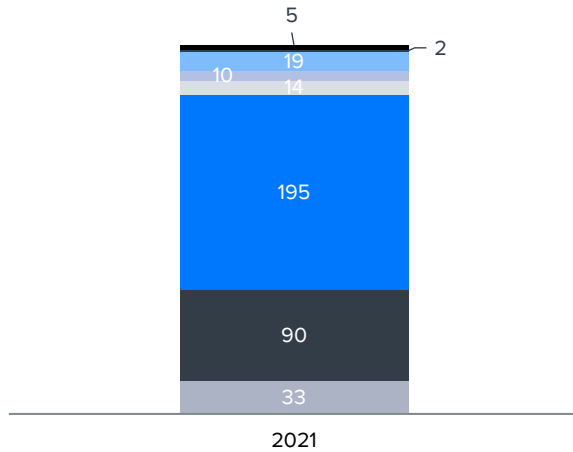
jotka maksetaan takaisin (noin -32 MEUR). Rahoituskokonaisuuden arvioidaan parantavan Lehdon kassavirtaa noin 50 MEUR:lla, josta valtaosan odotetaan toteutuvan vuoden 2022 aikana.

Putkiremontti-liiketoiminnan myynti tuo yhtiölle kassaan noin 29 MEUR ja parantaa omavaraisuusastetta arviolta noin 6-7 %. Arvioimme, että liiketoiminta on pitänyt myydä, jotta rahoituskokonaisuus saadaan maaliin. Toisena rahoitusosana on 15 MEUR:n vaihtovelkakirjalainan liikkeellelasku, jonka ehdot tarkentuvat vielä. Kolmantena osana rahoituskokonaisuutta on neuvoteltu pankkirahoitusta yksittäisten projektien rahoittamiseen, nykyisen RCF-luottolimiitin korvaavaan uuteen rahoitussopimukseen sekä rahoituksen vakuusjärjestelyihin. Lisäksi Lehto käy neuvotteluita joidenkin tonttiensa ulkoistamiseksi eli myymiseksi kumppaneille, millä on tarkoitus parantaa lyhyen aikavälin kassavirtaa. Liiketoiminnan tervehdyttämiseksi Lehto on saanut alkuvuonna päätökseen myös muutosneuvottelut henkilöstönsä kanssa. Tuloksena vuodelle 2022 tullaan saavuttamaan arviolta noin 3 MEUR:n kulusäästöt.

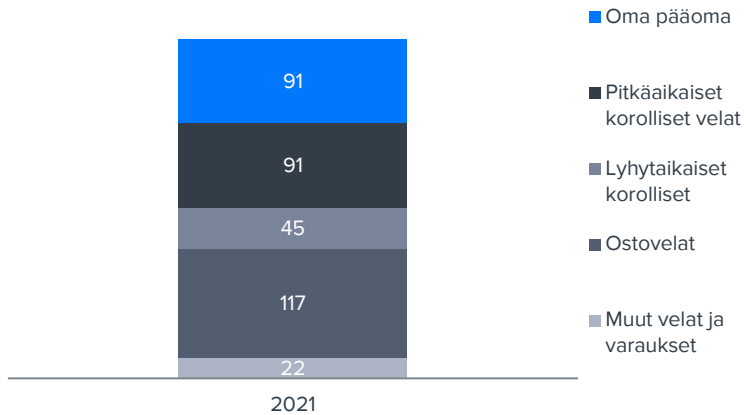
Rahoituskokonaisuus antaa Lehdolle hieman työrauhaa keskittyä omaan tekemiseensä, mutta vielä tekemistä operatiivisesti riittää. 50 MEUR:n kassavarat eivät riitä kovinkaan pitkälle, jos tulos ei pysyvästi käänny positiivisen puolelle. Rahoituspaketti vaatii vielä tiettyjen ehtojen täyttymistä (liiketoiminnan myynti ja vaihtovelkakirjalainan liikkeellelaskun toteutus), josta kuulemme vielä ennen 30.6.2022 eräpäivää.

Taseen avainluvut

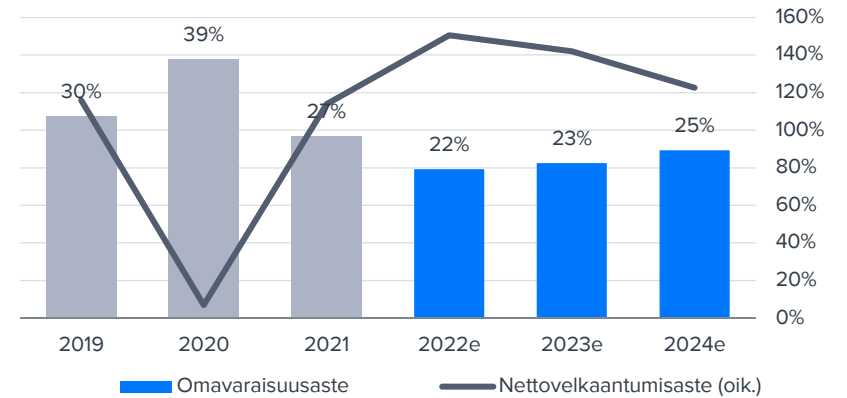
Vastaavaa



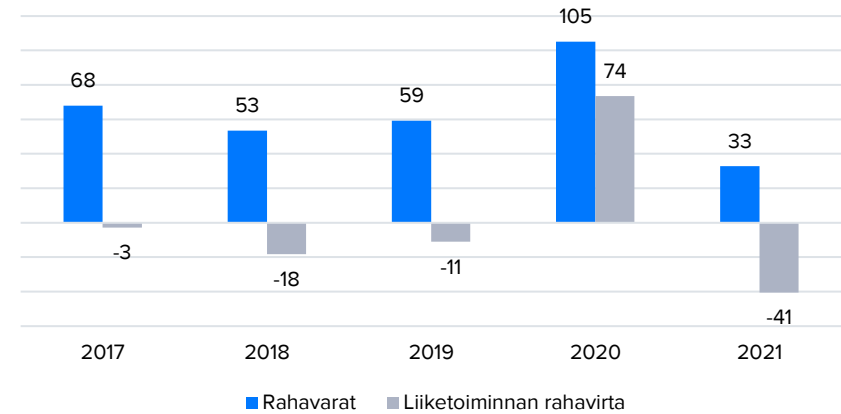
Vastattavaa



Taseen avainlukujen kehitys*



Liiketoiminnan rahavirta saatava käännettyä kestävästi positiiviseksi



Ennusteet 1/3

Ennusteiden perustelut

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

Vuonna 2022 korjataan kannattavuutta

Yhtiön kova kasvuvaihe päättyi vuonna 2019 liikevaihdon selvään laskuun ja isoihin tappioihin. Nyt kestävä pohjaa tulevaisuuden kasvulle lähdetään rakentamaan ennen kaikkea korjaamalla yhtiön haasteita sekä nostamalla kannattavuutta kestävämmälle tasolle osin liikevaihdon kustannuksella. Selkeästi parempaan tulostasoon yhtiöllä on mahdollisuudet yltää mielestämme kuitenkin vasta strategiakauden loppupuolella vuosina 2025-2026.

Lehto laski alkuvuonna ohjeistusta vuodelle 2022 pääosin putkiremontti-liiketoiminnan myynnin vaikutuksen vuoksi. Myynti vähentää yhtiön liikevaihtoa arviolta noin 36 MEUR:lla ja liikevoittoa noin 5 MEUR:lla.

Lehto arvioi ohjeistuksessaan, että vuoden 2022 liikevaihto jatkuvista liiketoiminnoista on hieman vuoden 2021 liikevaihtoa alhaisempi (404,1 miljoonaa euroa vuonna 2021) (aiemmin: edellisvuoden tasolla) ja että liiketulos jatkuvista

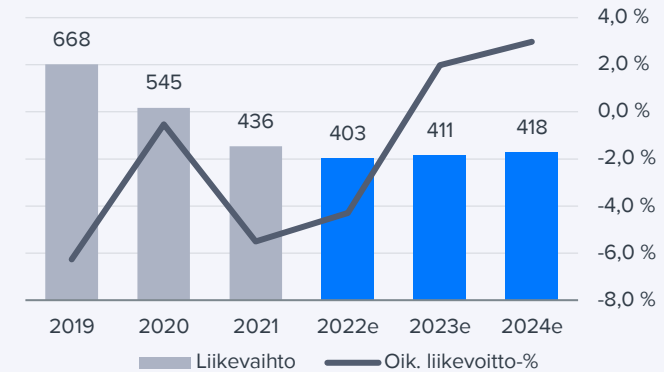
toiminnoista on noin 15-20 MEUR tappiollinen (aiemmin: 5-10 MEUR tappiollinen). Kuten luvuista näkee, myynti ei yksin selitä ohjeistuksen laskua, joten markkinatilanne tai muun Lehdon liiketoiminnan tilanne on edennyt heikompaan suuntaan.

Näemme ennusteissamme liikevaihdon laskevan noin 403 MEUR:oon. Liikevaihto laskee vielä näkemyksemme mukaan etenkin Asunnot-palvelualueella. Huomioonotettavaa on, että ennusteissamme on otettu huomioon vain jatkuvat toiminnot, kun vertailukauteen sisältyy vielä putkiremontti-liiketoiminta tarkkojen vertailukausitietojen puuttuessa.

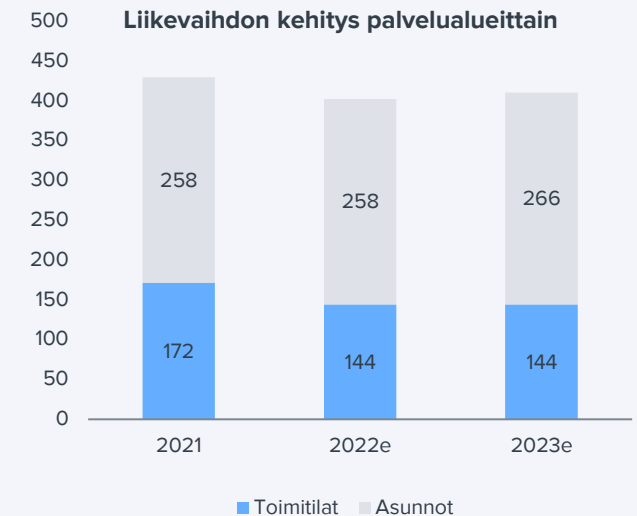
Ennustamme Asunnot-palvelualueen liikevaihdon jäävän 258 MEUR:oon. Asunnoissa näemme omaperusteisten asuntojen liikevaihdon olevan lähellä vertailukautta. Lehto ei itse erittele omaperusteisten asuntojen liikevaihtoa tai valmistumismääriä, joten ennusteet perustuvat omiin arvioihimme valmistuvista asunnoista. Urakoinnin ja sijoittajatuotannon liikevaihdon odotamme hieman nousevan tilauskannan mukana. Palvelualueeseen kuuluvat myös hoivatilat, mutta siellä odotamme volyymin olevan alhaiset.

Odotamme Toimitilat-palvelualueen liikevaihdon olevan hieman edellisvuoden alapuolella noin 144 MEUR:ssa (2021: 150 MEUR). Toimitiloissa tilauskanta on pienessä laskussa (Q1: -8 %) vertailukaudesta eikä yhtiön strateginen suunta rajoittaa uusien hankkeiden käynnistämisiä tue palvelualueen liikevaihdon kehitystä. Lisäksi materiaalien saatavuus heikentää hankkeiden etenemistä.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihdon kehitys palvelualueittain



Ennusteet 2/3

Tulos selkeästi tappiolla vuonna 2022

Odotamme yhtiön tuloksen olevan noin 17 MEUR tappiolla vuonna 2022 (ohjeistus: 15-20 MEUR tappiollinen). Kustannuspaineet, materiaalien saatavuus sekä epävarma markkinatilanne heikentävät yhtiön liiketoiminnan tulospotentiaalia vielä tänä vuonna. Lisäksi yhtiön omat ongelmat projektien hallinnassa ja johtamisessa aiheuttavat vielä tulokseen painetta.

Yhtiön strategisesti selkeämpi keskittyminen omaan osaamiseensa, tappiollisten hankkeiden päättäminen ja tehtävät tervehdyttämistoimet tulevat olemaan merkittävimmät kannattavuusparannukseen vievät toimet lähitulevaisuudessa. Samalla kuitenkin selvästi laskenut liikevaihto, heikommin kannattavan urakoinnin kasvanut osuus, palvelualueiden heikentyneet projektitkatteet sekä operatiivisen suoritukseen liittyvät riskit rajaavat vielä potentiaalia. Pelkona on edelleen, että kannattavuus jää heikkojen volyymitasojen ja mahdollisten operatiivisten haasteiden vuoksi ennusteistamme. Riskit kannattavuusparannuksen suhteen ovatkin edelleen korkealla.

Kannattavuudella potentiaali korkeammalla

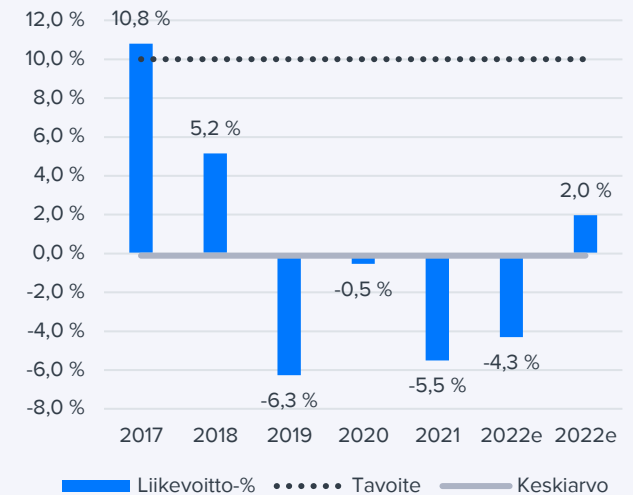
Lehto ei itse ilmoita palvelualueidensa kannattavuutta, mutta näkemyksemme mukaan isoimman vaikutuksen yhtiön kehitykseen tekee yhtiön Asumus-palvelualue. Arviomme perusteella Lehdon potentiaali palvelualueella voi olla parhaimmillaan yli 10 %:n liikevoittomarginaalissa, mutta kestävä taso jäänee 6-8 %:n välille. Nyt urakoinnin kasvanut määrä, kulutasoon nähden alhaiset volyymit sekä Lehdolla paikoin nähty

asuntojen hintojen lasku sekä aliurakoinnin korkea hinta vetovoimaisilla alueilla pitää liikevoittomarginaalin ennusteillamme noin 3-5 %:n välissä.

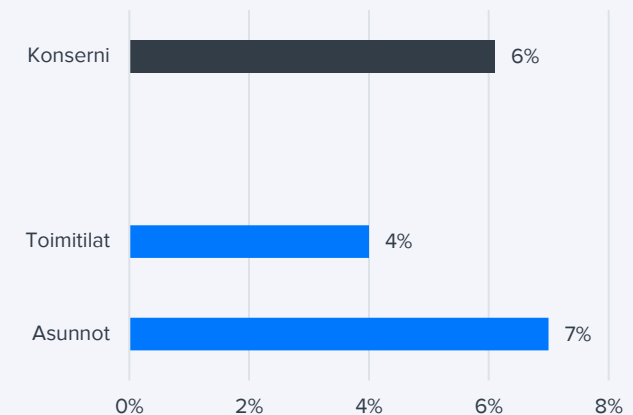
Toimitiloissa yhtiö urakoi asiakkaille kohteita ja niissä katteet ovat lähtökohtaisesti alhaisempia. Potentiaali toimitiloissa jää arviomme mukaan noin 3-5 %:n liikevoittomarginaaliin, mutta projektiongelmat sekä heikentyneet katteet myös muissa toimitilojen kohteissa jättävät ennusteissamme lähivuosien potentiaalin 0-2 %:n tasolle.

Palvelualueiden yli syklin kestävä potentiaalinen kannattavuustaso nykyisillä liikevaihtojen painolla tarkoittaisi konsernitilalle noin 5-7 %:n yli syklin liikevoittomarginaalin tasoa. Tämä on alle yhtiön historiassa saavuttaman tason sekä myös yhtiön pitkän aikavälin tavoitteen alapuolella, mutta mielestämme arvioimamme potentiaali on jo alaan nähden korkealla tasolla. Potentiaalitasolle nousuun tarvitaan kuitenkin vielä selkeää operatiivisen suorituksen sekä markkinaolosuhteiden parantumista.

Liikevoitto-% vs. tavoite vuosina 2017-2023e



Palvelualueiden ja konsernin kannattavuuspotentiaali (ka.)



Ennusteet 3/3

Vuonna 2023 kasvu jää maltilliseksi

Näemme vuoden 2023 olevan yhtiölle jo liikevaihdon osalta pieni kasvun vuosi. Yhtiö tarvitsee merkittävemmän kannattavuusparannuksen aikaansaantiin myös korkeampia volyymitasoja, mutta selkeämpää kasvua saa odottaa vuoteen 2025-2026.

Odotamme yhtiön liikevaihdon nousevan 2 %:lla noin 411 MEUR:oon. Näemme pientä kasvua asuntoliiketoiminnassa, kun omaperusteisia asuntoja aletaan hiljalleen lisäämään tuotannossa. Toimitiloissa näemme liikevaihdon olevan vertailukauden tasolla kohtuullisen markkinatilanteen tukiessa kysyntää. Toimitilat kärsivät koronasta pahoin ja nyt odotuksissa on, että hankkeita käynnistyy vuosien 2022-2023 aikana. Kustannuspaineet ja materiaalien saatavuus tosin jarruttaa tekemistä.

Kannattavuutta parantaa pieni volyymitason nousu, ja etenkin paremmat projektitatteen sekä yhtiön tervehdyttämistoimet. Odotamme liikevoiton parantuvan noin 8 MEUR:oon tarkoittaen noin 2,0 %:n liikevoittomarginaalia. Kannattavuus paranee, mutta on vielä epävarman tulosparannuksen ja riskien myötä selvästi pitkän aikavälin potentiaalinen alapuolella. Jos näemme, että yhtiön ongelmat eivät toistu uusissa projekteissa, voimme myös nojata seuraavien vuosien nousevaan tuloskehitykseen paremmalle luottamuksella. Tulos pysynee kuitenkin maltillisena vielä strategiakauden alkupuolella 2022-2024.

Pidemmällä aikavälillä näkyvyys heikkenee

Pidemmällä aikavälillä näemme yhtiön pääsevän kasvuun kiinni jälleen paremman suhdanteen ja omien toimien ansiosta. Vuosien 2024-2026 aikana ennustamme kasvu yhtiölle on keskimäärin noin 4 %. Pitkällä aikavälillä näemme terminaalikasvun olevan noin 1 %:ssa. Keskipitkällä aikavälillä näemme myös yhtiön kannattavuuden parantuvan noin 4,5 %:iin, jota käytämme myös pidemmällä aikavälillä. Pidemmän aikavälin tulevaisuuden ennusteisiin liittyy kuitenkin tässä vaiheessa vielä merkittäviä epävarmuustekijöitä ja näkyvyys liiketoiminnan kestävyteen on heikko.

Tuloskasvua merkittäväillä riskeillä

Ennusteidemme toteutuessa Lehdon osakekohtaisen tuloksen kasvu lähivuosille olisi tappiollisen lähtötason myötä hyvin vauhdikasta, mutta sen toteutuminen on vielä hyvin epävarmaa. Kestävästä paluusta kannattavalle uralle ei ole saatu vielä yhtään todisteita. Päinvastoin ongelmat ovat jatkuneet. Lisäksi yhtiö toimii hyvin syklisellä alalla, missä markkinoiden muutokset vaikuttavat yhtiön tuloksentelekykyyn voimakkaasti. Tämän vuoksi tuloskasvulle ei tule antaa samanlaista painoarvoa kuin esimerkiksi vakaalla ja defensiivisellä toimialalla toimivalle yhtiölle. Ennustettu tuloskasvu käännetyhtiöillä on lähes poikkeuksetta aina korkea, mutta siihen pääseminen on vielä Lehdon tapauksessa monen mutkan takana.

Luottamuksemme yhtiön kykyyn tehdä käännös on epävarmalla pohjalla, sillä käänne on edennyt selvästi aikaisempia odotuksiamme hitaammin.

Päällimmäisinä negatiivisina riskeinä näemme projektiongelmien jatkumisen, asuntokysynnän hidastumisen, toimitilojen ja asuntojen katteiden heikentymisen ja resurssihintojen selvästi odotuksia korkeamman tason. Näiden riskitekijöiden osittainen toteutuminen voisi johtaa selkeisiin ennustelaskuihin ja murentaa markkinoiden luottamusta yhtiöön entisestään.

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

Ennusteet

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	545	87,6	110	80,5	158	436	82	97	98	125	403	411	418
Toimitilat	172	35	39	41	36	150	33	38	39	34	144	144	146
Asunnot	373	53	71	40	122	286	49	59	60	91	258	266	272
Käyttökate	4,7	0,1	1,0	-5,4	-12,6	-17,0	-9,6	-3,1	-1,3	3,1	-10,8	14,2	17,8
Poistot ja arvonalennukset	-7,6	-1,9	-1,8	-1,9	-1,6	-7,0	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6	-6,5	-6,1	-5,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	-2,9	-1,8	-0,8	-7,3	-14,2	-24,0	-11,3	-4,7	-2,9	1,5	-17,3	8,1	12,4
Liikevoitto	-2,9	-1,8	-0,8	-7,3	-14,2	-24,0	-11,3	-4,7	-2,9	1,5	-17,3	8,1	12,4
Nettoraahoituskulut	-3,9	-1,0	-0,4	-0,6	-0,9	-2,9	-0,9	-0,8	-0,8	-1,0	-3,5	-3,3	-3,3
Tulos ennen veroja	-6,8	-2,8	-1,2	-7,9	-15,1	-26,9	-12,2	-5,5	-3,7	0,5	-20,8	4,7	9,1
Verot	-1,3	0,2	-0,6	1,3	0,3	1,2	1,4	0,9	0,6	0,0	2,9	-0,9	-1,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-8,2	-2,6	-1,8	-6,6	-14,8	-25,7	-10,8	-4,5	-3,0	0,5	-17,9	3,8	7,3
EPS (oikaistu)	-0,12	-0,03	-0,02	-0,08	-0,17	-0,29	-0,12	-0,05	-0,03	0,01	-0,20	0,04	0,08
EPS (raportoitu)	-0,12	-0,03	-0,02	-0,08	-0,17	-0,29	-0,12	-0,05	-0,03	0,01	-0,20	0,04	0,08

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-18,4 %	-26,6 %	-18,5 %	-33,2 %	-7,0 %	-20,0 %	-6,2 %	-11,9 %	22,2 %	-20,6 %	-7,6 %	1,9 %	1,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-93,1%	-49,2 %	-53,1%	178,5 %	-392,4 %	727,6 %	527,8 %	520,3 %	-60,7 %	-110,6 %	-27,9 %	-146,8 %	52,9 %
Käyttökate-%	0,9 %	0,1%	0,9 %	-6,7 %	-8,0 %	-3,9 %	-11,7 %	-3,1%	-1,3 %	2,5 %	-2,7 %	3,5 %	4,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,5 %	-2,1%	-0,7 %	-9,0 %	-9,0 %	-5,5 %	-13,7 %	-4,8 %	-2,9 %	1,2 %	-4,3 %	2,0 %	3,0 %
Nettotulos-%	-1,5 %	-3,0 %	-1,6 %	-8,2 %	-9,4 %	-5,9 %	-13,1 %	-4,7 %	-3,1 %	0,4 %	-4,4 %	0,9 %	1,7 %

Lähde: Inderes

Tase-ennusteet

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	63,3	49,2	46,2	44,1	42,7
Liikearvo	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Aineettomat hyödykkeet	4,5	2,0	2,0	1,6	1,3
Käyttöomaisuus	22,7	19,2	16,2	14,5	13,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	16,1	9,6	9,6	9,6	9,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	15,4	13,8	13,8	13,8	13,8
Vaihtuvat vastaavat	321	318	282	287	292
Vaihto-omaisuus	136	195	181	185	188
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	79,7	90,1	76,5	78,0	79,3
Likvidit varat	105	32,8	24,2	24,6	25,1
Taseen loppusumma	384	367	328	331	335

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	124	90,9	73,0	76,8	84,1
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	35,1	2,4	-15,5	-11,7	-4,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Muu oma pääoma	88,7	88,7	88,7	88,7	88,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	54,4	114	101	98,5	95,2
Laskennalliset verovelat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	12,5	22,0	20,0	18,0	18,0
Lainat rahoituslaitoksilta	41,5	91,3	80,5	80,2	76,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	206	162	154	156	156
Lainat rahoituslaitoksilta	72,2	45,0	53,6	53,5	51,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	134	117	101	103	104
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	384	367	328	331	335

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen lähtökohdat

Käytämme Lehdon arvonmäärityksessä hyväksemme pääsääntöisesti arvostuskertoimia ja vertailua suhteelliseen hyvään vertailuryhmään. Olemme myös pyrkineet määrittämään yhtiön käypää arvoa hieman pidemmän aikavälin näkemyksellä. Yhtiön heikko viimeaikainen suoritus ja käänteen riskit rajaavat kuitenkin täysin pidemmän aikavälin potentiaaliin nojaamista.

Hinnoittellemme Lehdon osaketta pääosin tulos pohjaisilla kertoimilla. Tase pohjaiset kertoimet soveltuvat mielestämme Lehdolle heikosti, sillä taseessa ei ole merkittäviä varoja ja se koostuu lähinnä vaihto-omaisuuden asunnoista, joka voi johtaa taseen merkittäviin heilahteluihinkin. Käytämme tulos pohjaisista kertoimista ensisijaisesti EV/EBIT- ja P/E-kerrointa.

Hyväksyttävä arvostustaso

Korona muiden sektorien tavoin heilautti arvostuskertoimia rakennussektorilla. Hieman pidemmällä aikavälillä kertoimet ovat tulleet alas viimeisimmän suhdannehuipun tasoilta. Nyt arvostus on laskenut pitkän aikavälin keskiarvon alapuolelle. Oikealla näkyvässä pitkän aikavälin graafeissa näkyy Suomen rakennussektorin yhtiöiden arvostuksen kehitys 2010-luvulta eteenpäin. Kuviot loppuvat vuoteen 2021, mutta antavat hyvän kuvan pitkän aikavälin yli syklin arvostuksesta. Geopoliittinen tilanne ja markkinan epävarmuus on kuitenkin alkuvuonna laskenut arvostuksia lisää.

Rakentamisen toimialalla on mielestämme hyvä

katsoa syklin yli katsovia pidemmän aikavälin kertoimia, kun määritetään yrityksen arvo. Lehdolle olemme määritelleet yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa muiden rakennussektorin yhtiöiden perusteella käyttäen eteenpäin katsovia (Forward) arvostuskertoimia.

Pidämme normaalitilanteessa hyväksyttävänä arvostushaarakkana Lehdolle noin 10-14x P/E-kertoimia ja noin 10-14x EV/EBIT-kertoimia. Tämä on mielestämme 2010-luvun sektorin kertoimiin nähden hyvin linjassa (EV/EBIT: 13x, P/E: 13x).

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

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

Sektorin FW EV/EBIT



Sektorin FW P/E



Arvonmääritys 2/4

Absoluuttinen arvostus

Tappiollisesta tuloksesta johtuen Lehdon osakkeen kuluvaan vuoden absoluuttinen arvostus on negatiivinen. Vuodelle 2023 osakkeen arvostus laskee (23e: P/E: 10x, EV/EBIT: 18x), mutta omaa selkeää laskuvaraa hyväksymäämme arvostushaarukkaan nähden. Lisäksi arvostuksessa on huomioitavaa, että ennusteissamme ei ole vielä otettu huomioon tulevaa rahoituspakettia ja sen vaikutuksia. Rahoituspaketti voi osin laskea nettovelkoja, mutta toisaalta sen vaikutuksia osakemääriin on vielä vaikea arvioida.

Käytämme arvonmäärityksessämme ensi vuoden kertoimia katsoaksemme jälleen yhden väli vuoden yli, mutta nojaamme haarukkamme alalaitaan. Riskit tulostuskäänteelle ovat korkeat niin yhtiökohtaisista kuin markkinakohtaisista haasteista johtuen. Tuloksen odotetaan kuitenkin nousevan ennusteillamme jo vahvasti, mikä puoltaa mielestämme varovaisuutta arvostuksessa. Hyväksymämme arvostushaarukan (P/E: 10-14x, EV/EBIT: 10-14x) alarajalla ja vuoden 2023 kertoimilla yhtiön osakkeen arvoksi muodostuisi noin 0,33 euroa.

Lehdon arvostuskertoimet tulevat viestimään näkemyksemme mukaan toiveikkuutta yhtiön tulostason käänteeseen ja nojaavat hyvin pitkälti markkinoiden luottamukseen yhtiön suorittamiseen. Markkinoiden luottamus ei ole nyt merkittävän vahva, emmekä vielä itsekään ole tarpeeksi vakuuttuneita käänteestä, jotta voisimme hyväksyä merkittävästi korkeammat kertoimet nykytasoilta. Parannuksen olisi mielestämme tultava ennemmin paremmista

tuloskasvunäkymistä.

Osinko ei ole merkittävä ajuri osakkeelle

Odotamme Lehdon jatkavan osingonmaksujaan nykyisillä ennusteillamme vasta mahdollisesti vuonna 2026. Osinko ei ole tällä hetkellä kuitenkaan merkittävä ajuri yhtiön osakkeelle eikä tarjoa tukea ennen kuin tuloskehitys on saatu vakautettua.

Pidemmän aikavälin potentiaaliin nojaaminen vaatii luottamuksen parantumista

Yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalia mietittäessä tulee ottaa huomioon, että mihin yhtiö realistisesti voisi nykytilanteessa tuloksellisesti yltää. Mielestämme yhtiölle suhteellisen realistinen yli syklin liikevoittotaso nykyiseen suoritukseen peilaten on noin 20-25 MEUR:n tasolla pitkällä aikavälillä. Tämä tekisi pitkän aikavälin liikevaihdon ennusteella (noin 464 MEUR) 4-5 %:n liikevoittomarginaalin, joka on suhteellisen hyvin linjassa nykyisen potentiaalin kanssa.

Tällä liikevoitolla ja yli syklin hyväksyttävällä 12x EV/EBIT-kertoimella sekä arvioiduilla pitkän aikavälin nettoveloilla muodostuisi osakkeen potentiaaliseksi arvoksi noin 0,9 euroa (ka.). Arvo on selvästi nykyistä korkeammalla ja kuvaa osakkeessa olevaa potentiaalia, jos yhtiön tulostaso kääntyy selkeästi oikeaan suuntaan. Potentiaaliin nojaaminen tarvitsee kuitenkin yhtiöltä vielä selkeitä näyttöjä kasvusta, operatiivisten haasteiden selvittämisestä sekä paremmasta tulostasosta.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,43	0,43	0,43
Osakemäärä, milj. kpl	87,2	87,2	87,2
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	147	147	141
P/E (oik.)	neg.	9,9	5,1
P/B	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	neg.	10,3	7,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	18,1	11,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Pitkän aikavälin potentiaali yli syklin

Tulostaso	
Liikevaihto	464
EBIT-%	4,8 %
EBIT	22,5
Hyväksytty arvostustaso	
EV/EBIT	12
Osakekannan arvo	
Yritysarvo	186
Nettovelka	110
Markkina-arvo	76
Osakkeen arvo	0,9 €

Arvonmääritys 3/4

Verrokkiryhmä

Lehdolle löytyy mielestämme suhteellisen hyvä rakennusyhtiöiden verrokkiryhmä, sillä Pohjoismaissa ja Suomessa on paljon perinteisiä rakennusyhtiöitä. Olemme valinneet verrokkiryhmäämme suomalaisia uudis- ja korjausrakentamisen yhtiöitä ja pohjoismaisia isoja kansainvälisiä rakennusyhtiöitä (Skanska, NCC, Peab). Lisäksi olemme lisänneet yhtiöihin selkeästi pienempiä mm. asuntorakentamiseen erityisesti keskittyneitä yhtiöitä (mm. JM ja Bonava).

Suomesta verrokeiksi on valittu SRV, YIT ja Consti. YIT toimii muissa Pohjoismaissa, Baltiassa ja Keski-Euroopassa, kun taas esimerkiksi SRV:llä pääomarakenne ja liiketoimintamalli on erilainen. Consti taas edustaa korjausrakentamista, mutta se on kuitenkin hyvä verrokki rakennussektorilta.

Verrokkianalyysi

Käytämme verrokkianalysissa tulospohjaisia kertoimia, joista EV/EBIT-kerroin on erilaisten taserakenteiden vuoksi mielestämme P/E-kerrointa parempi mittari. Lehdon verrokkiryhmän 2023e keskimääräinen (mediaani) EV/EBIT-kerroin on 10x ja P/E-kerroin noin 9x. Näihin nähden Lehto on nyt noin 40 %:n preemiolla hinnoiteltu. Vuodelle 2023 hyväksymällämme 10 %:n alennuksella saamme osakkeelle noin 0,18 euron arvon.

Mielestämme Lehdolle tulisi antaa selkeä diskontto (-10 %) kansainväliseen verrokkiryhmään normaalilla tulostasolla. Yhtiön riskit ovat vielä merkittävät eikä viimeaikainen suoritus tue korkeampaa suhteellista arvostusta. Huomioitavaa

on kuitenkin, että myös verrokkien arvostus on varsin maltillinen ja kärsinyt geopolittisen tilanteen aiheuttamista haasteista. Tämän vuoksi verrokkien käyttökelpoisuus on heikentynyt.

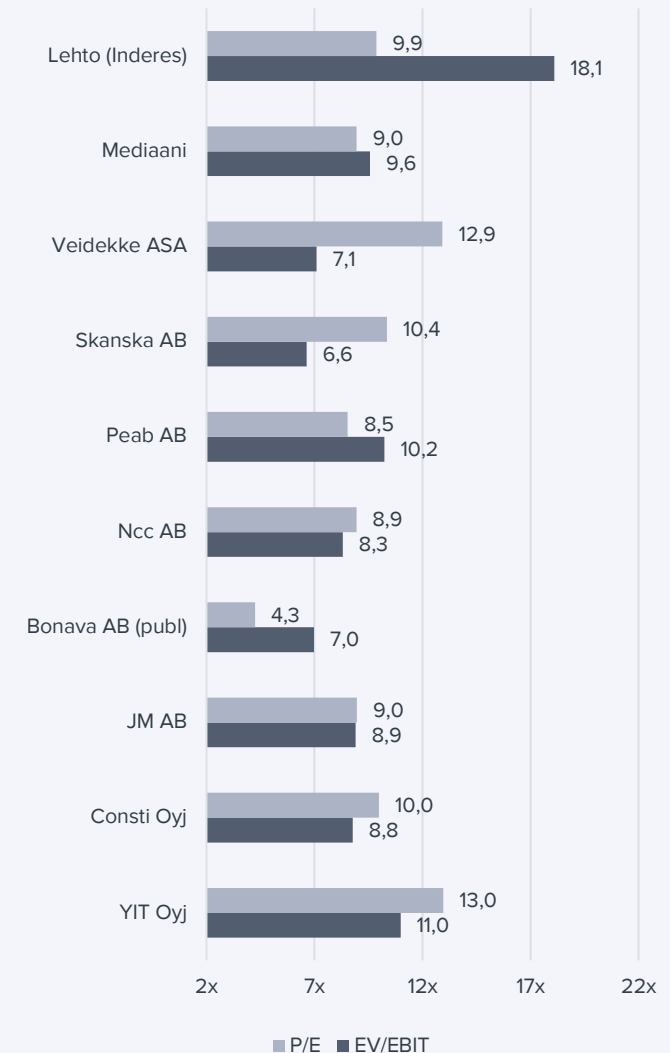
Lehdon tulos ei myöskään ole normaalilla tasolla ja Lehdon arvostus tulee heilumaan merkittävästi tuloskäänteiden edetessä. Sen vertaaminen nykyisellään suoraan verrokkeihin voikin johtaa harhaan. Näiden tekijöiden vuoksi verrokkien painoarvo on alhainen arvonnäilyksessämme.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo Lehdon osakkeelle on 0,45 euroa osakkeelta. Parametrien ja kassavirtojen heikon ennustettavuuden takia nojaamme siihen kuitenkin vähemmän kuin muihin menetelmiin. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaaliyksellä 1,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 4,5 %:iin liikevaihdosta ollen lähellä sektorin pitkän aikavälin kannattavuustasoa. Mallissa terminaaliyksön painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on yli 60 % korostaen pitkän aikavälin kestävän tulostason määrittämistä osakkeen DCF-arvonmäärityksessä.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus on (WACC) on 9,1 % ja oman pääoman kustannus 11,1 %. Yhtiön riskitaso on vielä korkealla eikä diskonttoarvoissa ole mielestämme merkittävää laskuvaraa. Ne ovat myös sektoriin nähden suhteellisen linjassa.

Verrokkiryhmä 2023e



Arvonmääritys 4/4

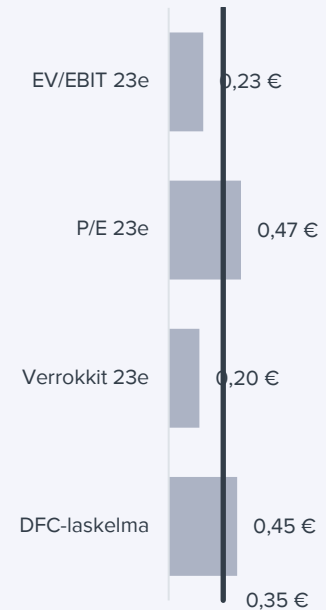
Riskit korkeat potentiaaliin nähden

Toistamme Lehdon myy-suosituksen ja tavoitehintamme 0,35 eurossa laajan raportin päivityksen yhteydessä. Tavoitehintamme perustuu eri arvonmäärityksille antamiemme painoarvojen mukaiseen arvoon. Annamme selvästi isoimman painoarvon (80 %) absoluuttisille arvostuskertoimille. Pienemmälle painolle jää verrokkianalyysi sekä DCF-laskelma.

Yhtiön kuluvan vuoden arvostus on negatiivinen ja joudumme turvautumaan ensi vuoteen, johon näkyvyys on vielä hyvin heikko. Odotuksissa olevan merkittävän tulosparannuksen riskit ovat vielä korkealla, kun huomioi myös yhtiön tase- ja rahoitustilanteen. Tämän vuoksi olemme lyhyellä aikavälillä vielä varovaisia osakkeen suhteen.

Yhtiön yltäessä ennusteisiimme pitkällä aikavälillä, on yhtiössä selvääkin nousupotentiaalia. Haluamme kuitenkin nähdä selkeästi, että tulos saadaan kestävästi paremmalle tasolle ennen kuin voimme isolla luotolla nojata pitkän aikavälin potentiaaliin. Kovan tuottopotentiaalin käänttöpuolella on, että pahimmassa tapauksessa tulos jatkaa tappiolla. Tappioiden jatkuminen heikentäisi yhtiön toimintamahdollisuuksia entisestään, sillä rahoittajien ja omistajien luottamus voisi kokea korjaamattoman kolauksen.

Tavoitehinnan muodostuminen

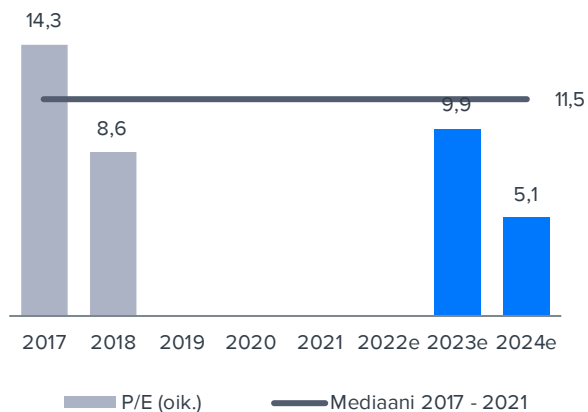


Arvostus yhteenveto

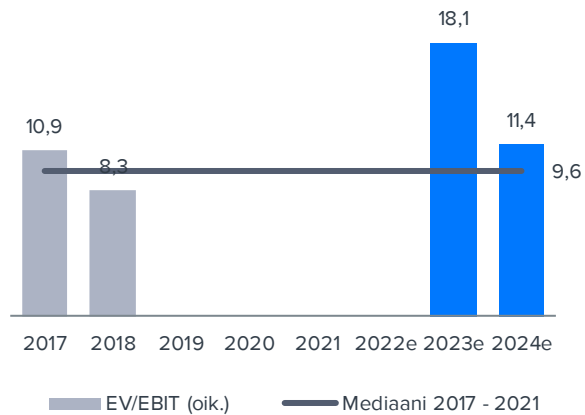
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	12,7	4,25	2,35	1,35	0,86	0,43	0,43	0,43	0,43
Osakemäärä, milj. kpl	58,3	58,3	58,3	71,0	87,2	87,2	87,2	87,2	87,2
Markkina-arvo	737	248	137	118	75	37	37	37	37
Yritysarvo (EV)	706	310	267	126	178	147	147	141	140
P/E (oik.)	14,3	8,6	neg.	neg.	neg.	neg.	9,9	5,1	3,8
P/B	4,9	1,5	1,2	1,0	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	10,4	7,6	neg.	26,8	neg.	neg.	10,3	7,9	6,8
EV/EBIT (oik.)	10,9	8,3	neg.	neg.	neg.	neg.	18,1	11,4	9,0
Osinkotuotto-%	2,7 %	5,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

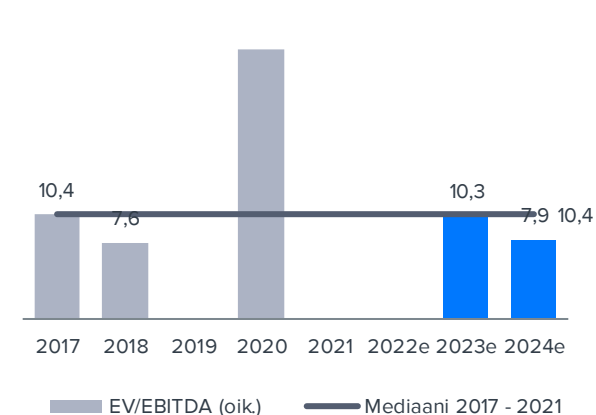
P/E (oik.)



EV/EBIT (oik.)



EV/EBITDA



Verrokkitaulukko

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
SRV Yhtiöt Oyj	0,18	113	311	40,5		20,7		0,3	0,4					0,5
YIT Oyj	3,86	814	1228	10,4	11,0	8,4	8,6	0,4	0,5	11,9	13,0	4,3	4,5	0,8
Consti Oyj	9,72	74	91	15,1	8,8	9,4	6,6	0,3	0,3	14,6	10,0	4,3	5,2	2,4
JM AB	207,00	1351	1744	8,5	8,9	8,2	8,9	1,2	1,1	8,5	9,0	6,4	6,7	1,7
Bonava AB (publ)	37,30	383	878	8,0	7,0	7,8	6,6	0,6	0,6	5,1	4,3	8,3	11,8	0,5
Ncc AB	122,40	1277	1440	8,2	8,3	4,7	4,8	0,3	0,3	9,0	8,9	5,2	6,5	2,6
Peab AB	73,75	1848	3093	11,6	10,2	7,8	7,1	0,6	0,5	9,8	8,5	6,2	7,0	1,6
Skanska AB	169,65	6514	5302	6,1	6,6	5,1	5,0	0,4	0,4	9,4	10,4	4,3	5,7	1,7
Veidekke ASA	96,90	1296	970	7,2	7,1	4,3	4,3	0,3	0,3	13,2	12,9	6,4	7,7	4,1
SERNEKE Group AB (publ)	41,40	94	192	10,1	12,7	8,3	9,9	0,2	0,2	4,1	8,2		4,3	0,5
Besqab AB (publ)	133,00	196	505	18,4	16,9	125,9	23,1	2,6	1,6	16,9	8,0	2,6	3,4	1,2
Wallenstam AB	50,30	2822	5466	38,4	34,8	38,0	34,4	24,7	22,8	25,9	21,9	1,6	1,4	1,1
Lehto (Inderes)	0,43	37	147	-8,5	18,1	-13,6	10,3	0,4	0,4	-2,1	9,9	0,0	0,0	0,5
Keskiarvo				15,2	12,4	20,7	11,5	4,0	2,9	14,3	10,1	5,0	5,8	1,6
Mediaani				10,2	9,6	8,2	7,9	0,4	0,5	10,9	9,0	4,8	5,7	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				-183 %	89 %	-266 %	32 %	-17 %	-26 %	-119 %	10 %	-100 %	-100 %	-63 %

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

DCF-laskelma

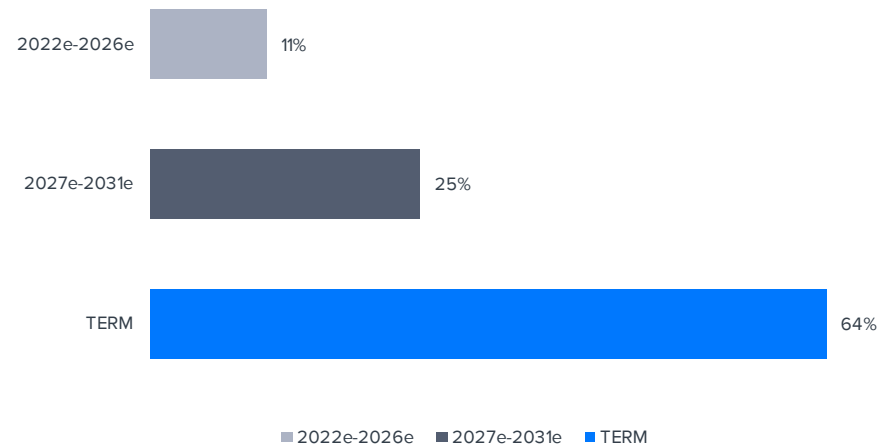
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	-24,0	-17,3	8,1	12,4	15,5	20,9	21,6	22,1	22,6	23,0	23,2	
+ Kokonaispoistot	7,0	6,5	6,1	5,4	5,0	4,7	4,5	4,3	4,2	4,2	4,1	
- Maksetut verot	2,7	2,9	-0,9	-1,8	-2,5	-3,5	-3,7	-3,8	-3,9	-4,1	-4,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	
+ 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	-85,7	10,5	-3,0	-2,7	-10,1	-7,8	-6,3	-4,7	-3,8	-3,9	-2,0	
Operatiivinen kassavirta	-100,1	2,1	9,5	12,6	7,3	13,6	15,4	17,3	18,4	18,7	20,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	9,5	-2,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	5,5	-3,5	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-3,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-85,1	-3,4	3,5	8,6	3,3	9,6	11,4	13,3	14,4	14,7	16,9	
+/- Muut	-6,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-92,0	-3,4	3,5	8,6	3,3	9,6	11,4	13,3	14,4	14,7	16,9	210
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,2	3,1	6,8	2,4	6,4	7,0	7,5	7,5	6,9	7,3	90,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		143	146	143	136	133	127	120	112	105	98,1	90,8
Velaton arvo DCF		143										
- Korolliset velat		-136,3										
+ Rahavarat		32,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		39,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,45										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,5
Markkinoiden riski-preemio	4,8 %
Likviditeettipreemio	2,0 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



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 ei 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 käytettävä neuvonantaja. 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 suosituksiin 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, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 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 analyytiikoilla 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista 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 Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.10.2018	Osta	9,50 €	7,73 €
22.10.2018	Vähennä	5,50 €	5,33 €
5.11.2018	Vähennä	5,50 €	5,25 €
12.12.2018	Lisää	5,00 €	4,42 €
9.1.2019	Vähennä	5,00 €	5,25 €
13.2.2019	Lisää	4,70 €	4,32 €
10.5.2019	Vähennä	2,90 €	3,03 €
29.5.2019	Vähennä	2,45 €	2,31 €
7.8.2019	Vähennä	1,90 €	1,97 €
16.8.2019	Vähennä	1,90 €	1,97 €
4.11.2019	Myy	1,50 €	2,02 €
8.11.2019	Vähennä	2,00 €	2,07 €
8.1.2020	Myy	1,90 €	2,34 €
4.2.2020	Vähennä	2,05 €	2,16 €
21.2.2020	Vähennä	2,20 €	2,29 €
8.3.2020	Vähennä	1,90 €	1,87 €
31.3.2020	Vähennä	1,45 €	1,38 €
15.5.2020	Vähennä	1,55 €	1,49 €
14.8.2020	Vähennä	1,50 €	1,53 €
13.11.2020	Vähennä	1,45 €	1,39 €
19.11.2020	Vähennä	1,20 €	1,47 €
19.2.2021	Vähennä	1,50 €	1,57 €
7.5.2021	Vähennä	1,60 €	1,77 €
11.5.2021	Vähennä	1,60 €	1,79 €
13.8.2021	Vähennä	1,60 €	1,58 €
11.10.2021	Lisää	1,30 €	1,19 €
19.10.2021	Vähennä	1,30 €	1,22 €
5.11.2021	Vähennä	1,00 €	0,96 €
31.1.2022	Vähennä	0,70 €	0,72 €
18.2.2022	Myy	0,50 €	0,61 €
29.4.2022	Myy	0,35 €	0,40 €
10.6.2022	Myy	0,35 €	0,43 €

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

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

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

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

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 Viljakainen
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.**