

Lehto Group Oyj

Seurannan aloitus

10/2018

**inde
res.**

Laatuyhtiö syklisellä toimialalla

Aloitamme Lehto Groupin seurannan osta-suosituksella ja 9,5 euron tavoitehinnalla. Yhtiö on lyhyen pörssihistoriansa aikana kasvanut liiketoimintamallinsa ansiosta toimialaa selvästi vahvemmin ja kannattavammin syklisillä rakennusmarkkinoilla. Viime vuosien rakennusmarkkinoiden noususuhdanteen ansiosta yhtiö on nyt kuitenkin alkanut kärsimään muiden rakennusyhtiöiden tavoin kannattavuusongelmista ja kasvukivuista. Yhtiön osakkeeseen ladatut kovat odotukset kohtasivat rakennussuhdanteen epävarmuuden ja nyt luottamuksen palauttamiseksi yhtiön on pystyttävä todistamaan omien kilpailuujensa toimivuus markkinoille uudestaan.

Kohtuuhintaista ja tehokasta rakentamista

Lehto on suomalainen rakennusyhtiö, joka kehittää, rakentaa ja korjaa asuntoja, toimittiloja sekä hyvinvointitiloja. Yhtiö eroaa muista rakennusyhtiöistä panostamalla selvästi enemmän omaan suunnitelmiin perustuvaan rakentamiseen ja moduuli- ja elementtituotannon lisäämiseen rakennusprosesseissa, sekä kevyemmän liiketoimintarakenteensa ansiosta. Yhtiön liiketoiminta jakautuu neljään palvelualueeseen: Toimitilat (30 % liikevaihdosta 2017), Asunnot (39 %), Hyvinvointitilat (18 %) ja Korjausrakentaminen (13 %). Yhtiön tärkeimmäksi ja näkemyksemme mukaan kannattavimmaksi noussut palvelualue on Asunnot, jossa yhtiö panostaa parempikatteiseen omaperustaiseen asuntotuotantoon kohtuuhintaisuus kilpailuvaltinaan.

Kannattava ja kasvava rakennusalan uudistaja

Yhtiö hakee voimakasta kasvua syklisellä markkinalla tavoitteenaan saavuttaa strategiakaudella 2016-2020 keskimäärin noin 10-20 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvuvauhti ja keskimäärin noin 10 %:n liikevoittomarginaali. Vuodesta 2009 yhtiö on kasvanut keskimäärin 60 % vuosittain ja liikevoittomarginaali on viimeisen kahden vuoden aikana ollut keskimäärin 11 %. Odotamme yhtiön pääsevän selvästi liikevaihdon kasvutavoitteisiinsa, mutta jäävän kannattavuuden osalta tavoitteistaan rakennussuhdanteen aiheuttamien kustannuspaineiden ja kasvukipujen vuoksi. Kuluvana vuonna odotamme yhtiön yltävän 745 MEUR:n liikevaihtoon (+24,7% vs. 2017) ja noin 8,7 %:n EBIT-marginaaliin (2017: 10,8 %) yhtiön itse ohjeistaessa 20-30 %:n liikevaihdon kasvua ja 8-9 %:n liikevoittomarginaalia.

Epävarmuus rakennussuhdanteesta ja yhtiön kannattavuudesta näkyy arvostustasossa

Ennusteillamme Lehdon osakkeen lähivuosien arvostustaso (2019-2020e: EV/EBIT 6x, P/E 8x, EV/Liikevaihto 0,5x ja P/B 2x) hinnoittelee osakkeeseen selvää tuloksen ja kasvun laskua sekä rakennussuhdanteen käännettä. Tulokertoimet ja EV/Liikevaihto-kerroin ovat Lehdon kaltaiselle kasvuyhtiölle mielestämme alhaisella tasolla ja tasepohjainen P/B-kerroin on näkemyksemme mukaan 30 %:n oman pääoman tuottoa tuottavalle yhtiölle selvästi alihinnoiteltu. Tavoitehintamme perustuu eri arvonmäärittelyksille antamiemme painoarvojen mukaiseen käypään arvoon, joista suurimman painoarvon saa vuoden 2019e arvostuskertoimet. Yhtiön yltäessä osin pessimistisiin ennusteisiimme, on tämän hetken tuotto/riskisuhde mielestämme osakkeessa todella houkutteleva.

Analytytikot

Olli Koponen
+358 442749560
olli.koponen@inderes.fi



Petri Aho
+358 503402986
petri.aho@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Osta

Edellinen: -

9,5 EUR

Edellinen: -

Osakekurssi: 7,73 EUR

Potentiaali: 23 %



Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	598	745	814	860
- kasvu-%	65 %	25 %	9 %	6 %
Liikevoitto	64,6	65,1	68,4	70,2
- Liikevoitto-%	10,8 %	8,7 %	8,4 %	8,2 %
Tulos ennen veroja	64,2	64,4	67,1	69,0
Nettotulos	51,6	51,7	53,7	55,2
EPS (oikaistu)	0,89	0,89	0,92	0,95
Osinko	0,34	0,36	0,37	0,38
- Osinkosuhde-%	38 %	40 %	40 %	40 %
P/E (oikaistu)	14,3	8,7	8,4	8,2
P/B	4,9	2,5	2,1	1,8
Osinkotuotto-%	2,7 %	4,6 %	4,8 %	4,9 %
EV/EBIT	10,9	6,7	6,3	6,2
EV/EBITDA	10,4	6,4	6,0	5,9
EV/Liikevaihto	1,2	0,6	0,5	0,5

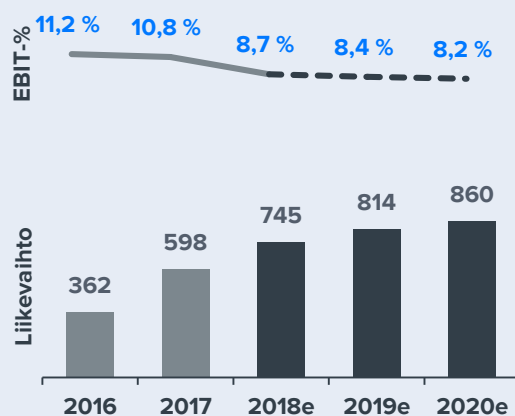
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

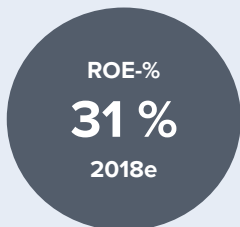
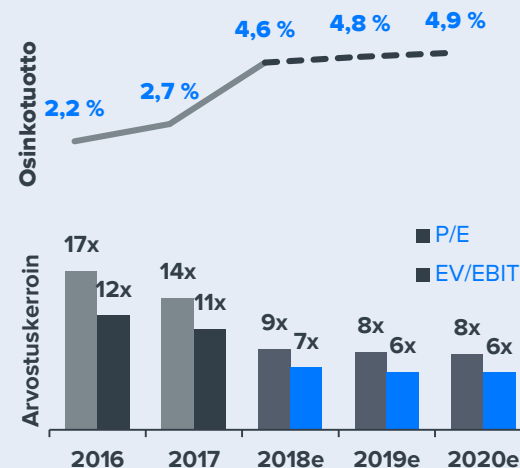


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus ja osinkotuotto



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kova liikevaihdon ja markkinaosuuden kasvu
- Rakennusmarkkinan heikkeneviin näkyimiin reagointi ja ketteryys
- Toimialaa parempi kannattavuus ja pääoman tuotto
- Kevyt taserakenne
- Tehdasvalmistuksen lisääntyminen
- Rakennusprosessin tuottavuuden nosto



Riskitekijät

- Suhdannevaihtelut
- Resurssiriskit
- Kapasiteetin ja liiketoimintamallin jousto
- Kilpailuedun säilyttäminen
- Kansainvälistymisen epäonnistuminen
- Suurempien projektien epäonnistuminen



Arvostus

- Sektorin arvostustasot matalalla, kertoimissa suhdanteeseen liittyvää epävarmuutta
- Lehdon arvostuskertoimet hyvin alhaiset
- Kasvunopeus, kannattavuus ja pääoman tuotto oikeuttavat korkeampaan arvostukseen
- Näemme nousuvaraa yhtiön osuessa ennusteisiimme

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-10
Palvelualueiden kehitys	s. 11-15
Kilpailutilanne	s. 16-19
Sijoitusprofiili	s. 20-23
Strategia	s. 24-26
Markkinakatsaus	s. 27-37
Historiallinen kehitys	s. 38-41
Ennusteet	s. 42-46
Arvonmääritys	s. 47-51
Taulukot	s. 52-55
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 56-

Lehto lyhyesti

Lehto on talousohjattuun rakentamiseen keskittyvä rakennus- ja kiinteistöalan yhtiö, joka hyödyntää rakennusprosessissaan toistettavia konsepteja sekä omaa moduulituotantoaan luodakseen taloudellista lisäarvoa asiakkailleen.

2008

PERUSTAMISVUOSI
(Päätoimija Oy)

37 %

Toimitusjohtajan
omistusosuus

#4 markkina-osuus

SUOMEN RAKENNUSMARKKINOILLA

* Liikevaihto 2017

598 MEUR (+65 % vs. 2016)

LIIKEVAIHTO 2017

64,6 MEUR (10,8 % lv:sta)

LIIKEVOITTO 2017 (+60 % v/v)

665 MEUR

TILAUSKANTA H1'18
LOPUSSA (+33% v/v)

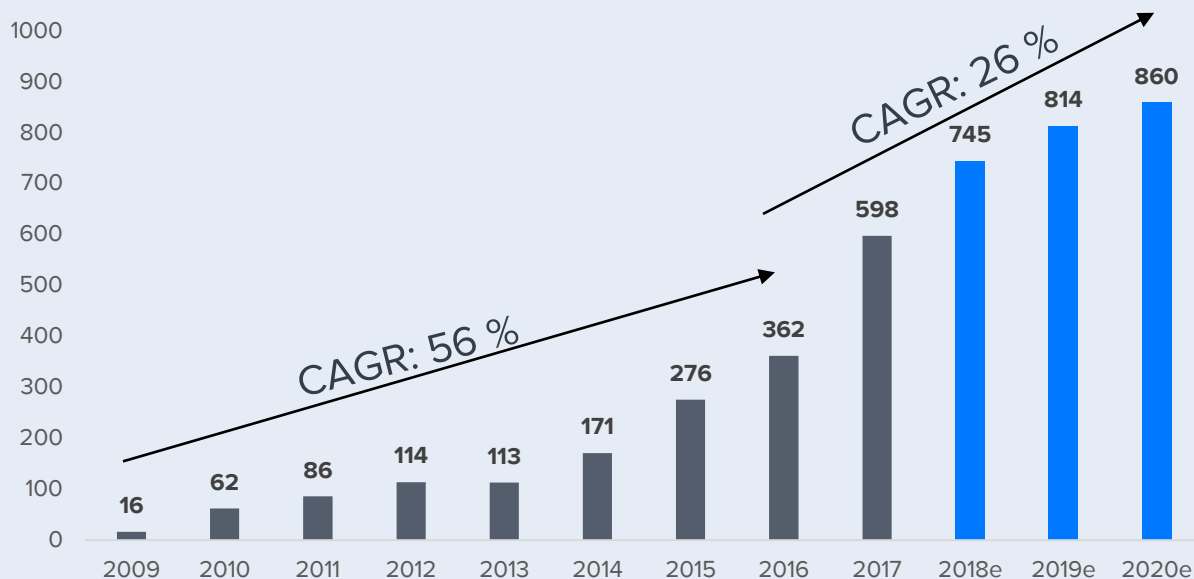
1184

HENKILÖSTÖ 2017
LOPUSSA (+60% v/v)

Päätoimija Oy osti Lehto Oy:n ja edullisen rakennustavan kehitys alkoi tehdastuotannon käynnistymisellä. Kasvua sekä yritysostoin että orgaanisesti.

Kohtuuhintaisuus nostaa kysyntää ja kasvua jokaisella palvelualueella. Brändi muutettiin Lehdoksi ja listauduttiin pörssiin.

Kovaa kasvua ja kapasiteetin lisäystä. Ensimmäiset askeleet Ruotsiin. Suhdanne- ja kasvukipuja.



Yhtiökuvaus 1/3

Rakennusalan uudistaja

Lehto Group Oyj:n (myöhemmin Lehto) tarina on saanut alkunsa 1976 Rakennuskartio Oy:n toiminnasta ja on kehittynyt viimeisen 40 vuoden aikana rakennusalan suhdanteiden läpi nykyiseksi valtakunnalliseksi rakennuskonserniksi, joka keskittyy talousohjatun rakentamisen toimintamalliin. Talousohjattuun rakentamiseen liittyy suunnittelun ja toteutuksen integrointi kustannushyötyjen saavuttamiseksi. 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 toimittiloja, asuntoja ja hyvinvointitiloja sekä harjoittaa korjausrakentamista pääosin Suomessa kasvukeskusten läheisyydessä. Lisäksi yhtiöllä on käynnistyvää toimintaa Ruotsissa, missä ensimmäinen päiväkotihanke on jo rakenteilla.

Lehdon vuoden 2017 liikevaihto oli 598 MEUR, millä mitattuna yhtiö oli Inderesin tietojen mukaan neljänneksi suurin rakennusyhtiö Suomen markkinalla. Vuodesta 2009 Lehdon liikevaihto on kasvanut keskimäärin vuosittain yli 50 % ja yhtiö on pystynyt tekemään sen kannattavasti yleisesti hieman huonommassakin suhdanteessa. Yhtiö listautui pörssiin vuonna 2016 ja on kasvanut keskisuuresta toimijasta jo isoimpien rinnalle.

Yhtiö toimii markkinoilla sekä omaperusteisena rakentajana että urakoitsijana. Suurin osa asuntoliiketoiminnasta on paremmin kannattavaa omaperusteista liiketoimintaa, missä yhtiö pystyy hyödyntämään omaa kasvavaa tehdaskapasiteettiaan. Pääosa Lehdon urakoista

on kokonaisvastuu-urakoita (KVR), missä Lehto vastaa koko rakennusurakan toteuttamisesta ja myös suunnittelusta. Tämä antaa mahdollisuuden Lehdolle vaikuttaa kustannuksiin jo aikaisessa vaiheessa ja hyödyntämään hyväksi havaitsemiaan konsepteja.

Yhtiön henkilöstöstä hieman alle puolet (46 %) on työmaalla tai hallinnossa työskenteleviä toimihenkilöitä. Työmaatyöntekijöitä yhtiön henkilöstöstä on 28 % ja tehdastyöntekijöitä noin 26 %. Työmailla yhtiö toteuttaa rakennustöitä aliurakoina ja lisäksi vuokratyövoimaa käytetään projektien alkuvaiheessa sekä kiireellisissä vaiheissa. Kokonaisuudessaan oman työvoiman osuus työmailla on noin 50 %. Oma työvoima tai muu kapasiteetti on voimakas varaus suhdanteissa, mutta voi vaikuttaa negatiivisesti laskusuhdanteissa. Kapasiteetti on pystyttävä työllistämään, joka voi ajaa osin kannattamattomiin ratkaisuihin. Lehdon tehdastyöntekijä- ja automatisaation lisääntyminen kuitenkin rajoittaa tarvetta suurelle määrälle työmaahenkilöstöä, kun suurin osa työstä voidaan tehdä tehtaassa suoraviivaistuvilla prosesseilla. Rekrytointi on ollut vauhdikasta, kun vuonna 2017 henkilöstö kasvoi 59 % edellisvuodesta. Etuna on ollut tehdastyön suoraviivaisuus ja koulutettavuus, joka on mahdollistanut eri koulustaustaisten henkilöiden palkkauksen.

Yhtiön missiona on olla rakennusalan innovatiivinen uudistaja ja viedä konseptiaan vahvemmin myös toimitila- ja korjausrakentamiseen. Yhtiön toimintaperiaatteena on yksi sopimus, jossa on asiakkaille selkeä kiinteä hinta, sovittu muuttopäivä ja kohteen valmistuessa sovittu sekä laadukas sisältö.



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



- Tehdas- ja moduulirakentaminen
- Painopisteenä kohtuuhintaiset asunnot
- Toimivat konseptit
- Suunnittelun parempi integrointi
- Kaavoituksen ja lupaprosessin kehittäminen
- Kevyt organisaatorakenne
- Suoraviivaiset prosessit

Lehto liiketoimintarakenne



Liiketoimintamalli 2/3

Talousohjattu rakentaminen

Lehdon talousohjatun rakentamisen liiketoimintamalli koostuu kolmesta osasta:

1. Suunnittelun ohjaus
2. Toistettavat vakioratkaisut
3. Moduuli- ja elementtituotanto

Suunnittelun ohjaus

Suunnittelun ja toteuttamisen integrointi on rakennushankkeen haastavimpia kohtia, missä myös suurin osa kustannuksista syntyy. Kustannustietoinen suunnitteluosaaminen ja rakentamisen aikainen suunnittelun ohjaus mahdollistavat tehokkaamman rakennusprojektin. Suunnittelun avulla pystytään myös eniten vaikuttamaan koko projektin kokonaiskustannuksiin, kun materiaaleja tai ratkaisuja mietitään. Tekniikan lisääntyessä suunnittelun yhteentoimivuus korostuu entisestään ja tuomalla saman pöydän ympärille samanaikaisesti itse rakentaja ja suunnittelijat voidaan välttää monta rakentamisen hidastavaa askelta. Kun suunnittelijat ja rakentajat toimivat saman yhtiön alla, voidaan kummankin osan alueen työnlaadusta olla myös varmempia eikä ristiriitoja pääse syntymään esimerkiksi suunnittelujen myöhästymisestä.

Vakioidut ja monistettavat konseptit

Toistettavien vakioratkaisujen avulla Lehto pyrkii nopeuttamaan suunnitteluprosesseja ja työmaan valmistumista. Samalla laatu pysyy tasaisena ja kustannusten hallinta on huomattavasti helpompaa. Vakioratkaisuja ollaan käytetty hyväksi esimerkiksi Lehdon Asunnot-palvelualueella, missä asuntoportfolioon kuuluu

neljä erilaista mallia. Nero on kohtuuhintainen kaupunkikoti, Optimi panostaa yksilöllisiin ratkaisuihin perhe keskiössä, Deco on puutalokoti isoilla ikkunoilla ja Cosmos arvokohde kaupungin parhailla alueilla. Vakiokonseptit tuovat selvää etua yksilöllisiä kerrostaloja rakentaviin rakennusyhtiöihin nähden, kun rakennusvaiheita pystytään monistamaan kerta toisensa jälkeen ja vaiheissa kehitytään jatkuvasti eikä virheitä oletettavasti toisteta montaa kertaa.

Toimitiloissa mallistoon kuuluu tällä hetkellä erilaisia tuotanto-, myymälä-, logistiikka- ja liikuntatiloja. Mallisto toimii yleensä pohjana lopulliselle suunnitelmalle ja hankkeiden tyypillinen koko vaihtelee pienistä alle 1 MEUR:n noin 80 MEUR:n kohteisiin. Yhtiön mukaan se pystyy viemään mallintonsa mukaisia toimitilahankkeita läpi 10-30 % alemmilla kustannuksilla ja markkinoiden nopeimmalla läpimenoajalla, jos yhtiö toteuttaa kohteen alusta asti itse. Muun muassa Liikuntakeskus Zemppi, jossa yhdistyy liikuntatilat, hotellit ja ravintola-alue, valmistui noin 10 kuukaudessa Kempeleen alueelle.

Hyvinvointitiloissa Lehto on panostanut hoivatilojen, koulujen ja päiväkotien mallistojen kehittämiseen. 450 oppilaalle suunnitellussa Lehto-kouluissa yhtiön mukaan tilaaja voi saada käyttövalmiin koulun jopa 10 kuukautta normaalia nopeammin ja selvästi halvemmalla, mutta kuitenkin hankkeet eivät todellisuudessa ole todennäköisesti aina täysin konseptin mukaisia. Esimerkkinä konseptista voidaan mainita noin 450 oppilaan Ojanperänkankaan koulu, jonka rakentaminen kesti noin 1,5 vuotta.

Vakioituja ratkaisuja

Myymälät, tuotanto- ja varastotilat



Nero



Deco



Optimi



Cosmos



Lehto-Koulu



Liiketoimintamalli 3/3

Moduuli- ja elementtituotanto

Lehto on suuremmista rakennusyhtiöistä Suomessa ensimmäisten joukossa, jotka ovat päättäneet keskittää tehdas- ja moduulituotannon mallia liiketoiminnan keskiönsä ja vienyt sitä tuottavasti eteenpäin kerrostalo- ja hoivakotirakentamisessa. Lisäksi yritys kehittää moduulin käyttöä toimitiloissa erityisesti hotelli- ja toimistohankkeisiin liittyen ja uskoo niiden tuovan selvää kilpailuetua tulevaisuuden hankkeissa. Hyvinvointitiloissa hoivakoteja pystytään jo valmistamaan pitkälle tehdasolosuhteissa ja yritys kehittää myös päiväkotijä ja kouluhankkeita varten modulaarisia mallistoja kaupallistamista varten. Korjausrakentamisessa kehitetään lisäkerrosrakentamiseen liittyviä konsepteja, joita on tarkoitus kaupallistaa markkinoille vuoden 2019 aikana. Vuonna 2017 Lehto sai myös VTT:ltä sertifikaatin omalle Tekniikkastudio-moduulilleen, missä yhdistetään keittiön ja kylpyhuoneen kalusteet kaksipuoliseen älyseinään.

Tehdasrakentamisen avulla tuotetut innovaatiot ovat keskittyneet paljon asuntorakentamiseen. **Keittiö- ja pesuhuonemoduuleja** käytetään Asunnoissa ja Hyvinvointitiloissa. Märkien tilojen osalta kosteudenhallinta ja vesieristäminen on tärkeässä osassa ja tehdasoloissa niiden laadunvalvonta ja tekeminen tehostuu.

Huoneistoelementit ovat tehtaassa valmistettuja täysin valmiita huoneistoja, jotka asennetaan työmaalla suoraan perustusten päälle. Elementit takaa kuivaketjun jatkuvuuden ja pienentää rakentamisaikaa huomattavasti perinteiseen malliin verrattuna. Elementeistä voidaan rakentaa 2-4 kerroksisia pienkerrostaloja.

Suurkattoelementtien avulla Lehto pystyy asentamaan noin 1500 m² valmista kattoalaa päivässä. Niissä on valmiina mm. sprinklerijärjestelmän ja muun talotekniikan tarvittavat linjat ja johdotukset toiveiden mukaisesti. **Talotekniikkakeskukset** sisältävät valmiin IV-konehuoneen, jossa on tarvittavat talotekniikkaan liittyvät laitteet ja pääkeskukset. Se voidaan liittää sellaisenaan rakennukseen kytkemällä moduulin järjestelmät olemassa oleviin putkistoihin. Talotekniikkakeskuksen rakennusvaihe on yksi haastavimmista rakennustyövaiheista, jossa yhdistää monta eri työvaihetta limittäin. Yksittäisten koneiden nostaminen ja putkistojen tekeminen voi viedä kuukausia samalla kun katon rakennus odottaa valmistumista, että sisätyöt pääsisivät alkamaan ajoissa ja kuivissa olosuhteissa. **Nousuelementit** nopeuttavat mm putkiremontin tekemistä merkittävästi. Elementit sisältävät uudet lämpö-, vesi-, viemäri- ja sähkönousut kerroksista toisiin.

Teollinen
valmistus

Keittiö- ja
pesuhuone-
moduulit



Huoneisto-
elementit



Suurkatto-
elementit



Talotekniik-
kakeskukset



Nousu-
elementit



Lehto liiketoimintamalli



Palvelualueiden kehitys 1/5

Palvelualueet jakautuu neljään osaan

Lehto palvelee asiakkaitaan neljässä eri palvelualueessa: Toimitilat, Asunnot, Hyvinvointitilat ja Korjausrakentaminen. Yhtiön liikevaihto on keskittynyt eniten toimitilojen ja asuntojen uudisrakentamiseen, jonka osuus vuoden 2017 liikevaihdosta yhdistettynä oli noin 70 %. Näkemyksemme mukaan suurin osa liikevoitosta syntyy asuntojen omaperusteisesta tuotannosta, jossa yhtiö pystyy hyödyntämään omaa konseptiaan parhaalla mahdollisella tavalla. 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 (kokonaisvastuu), missä Lehto kantaa kokonaisvastuun suunnittelusta ja rakentamisesta.

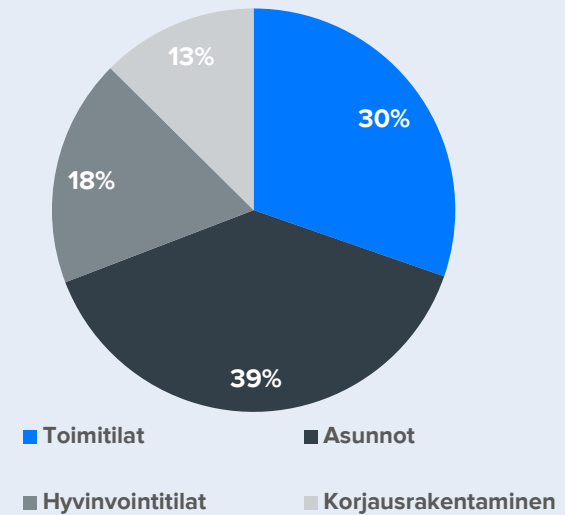
Toimitiloissa Lehto pyrkii hyödyntämään omia konseptejaan parhaalla mahdollisella tavalla tarjoamalla asiakkaille heidän omilla suunnitelmilla ja rakenne- sekä tilaratkaisuilla toteutettuja kohteita. Yhtiö välttää osallistumista urakkakilpailuihin muiden suunnitelmien perusteella, vaan pyrkii tarjoamaan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

mutta uskomme sen vaikeutuvan syklin kääntyessä ja kilpailun kiristyessä hankkeista. Odotamme Lehdon muita matalamman hintatason ja yksinkertaisten ratkaisujen houkuttelevan asiakkaita kuitenkin myös heikommassa markkinassa.

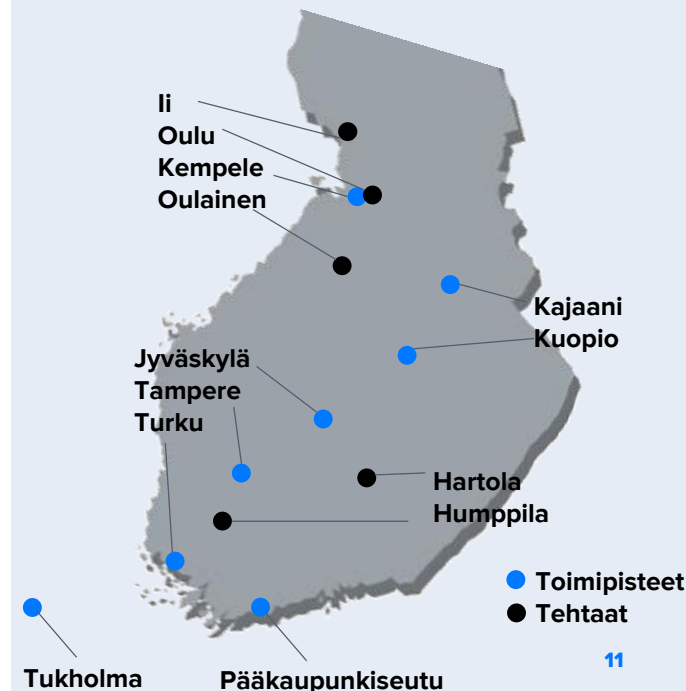
Suunnittelun ohjaus ja sen kyvykkyys ovat luoneet Lehdolle tietyissä kohteissa selvän etulyöntiaseman ja moduuli- ja tehdasratkaisusta etenkin talotekniikkamoduulit ja suurkanvooelementit ovat tuoneet etua kilpailijoihin nähden. Lehto on keskittynyt pienempiin toimitilakohteisiin, joissa yksilöllisyys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

Toimitilarakentamisen liikevaihto oli vuonna 2017 noin 181 MEUR, jossa kasvua edellisvuodesta oli 40 % (2016: 129,5 MEUR). Vuoden 2013 liikevaihto oli 64 MEUR, josta seuraavien vuosien keskimääräinen vuosittainen kasvu on ollut vahva 30 %.

Liikevaihdon jakauma palvelualueittain



Toiminta-alueet



Palvelualueiden kehitys 2/5

Vuoden 2018 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana liikevaihto kasvoi 50 % vertailukaudesta 109 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun taustalla on ollut tilauskannan merkittävä vahvistuminen. Vuoden 2015 58 MEUR:n tilauskanta on H1'18 mennessä melkein kolminkertaistunut 163 MEUR:oon. Tilauskantaan saatiin kesäkuussa 63 MEUR:n Ideapark-kauppakeskus ja odotettavissa on vielä Lippulaiva- ja Hippos2020-hankkeiden tulovirta lähitulevaisuudessa. Lippulaiva on myöhästynyt alkuperäisestä aikataulusta yhtiön mukaan suunnitelmiin ja hankekehitykseen liittyvien haasteiden takia, mutta pidämme hankkeen toteutumista kuitenkin hyvin todennäköisenä. Lehto törmäsi hankkeessa mielestämme osittain omaan malliinsa, kun Lehdon ratkaisut eivät loppujen lopuksi olleetkaan tilaajalle optimaaliset. Tilaajan lisäämät yksityiskohdat taas vievät Lehdon pois omalta osaamisalueeltaan, joka vie kustannustason asiakkaalle liian korkealle tasolle. Myönteistä asiassa on, että Lehto kuitenkin tiedostaa oman kustannustasonsa ja rajoitteensa eikä projekteihin lähdetä liian kevyin perustein.

Hippos2020-hanke on Jyväskylään suunnitella oleva 140 000 bruttoneliömetrin hyvinvoinnin ja liikuntatilojen keskittymä. Lehto toimii hankkeessa rakentajana ja hankekehittäjänä yhdessä sijoittajakonsortion kanssa. Kohde on vielä alun kehitysvaiheessa ja on mahdollista, että hanke ei toteudu suunnitelmien mukaisesti tai esimerkiksi rahoitusta ei saada varmistettua hankkeeseen.

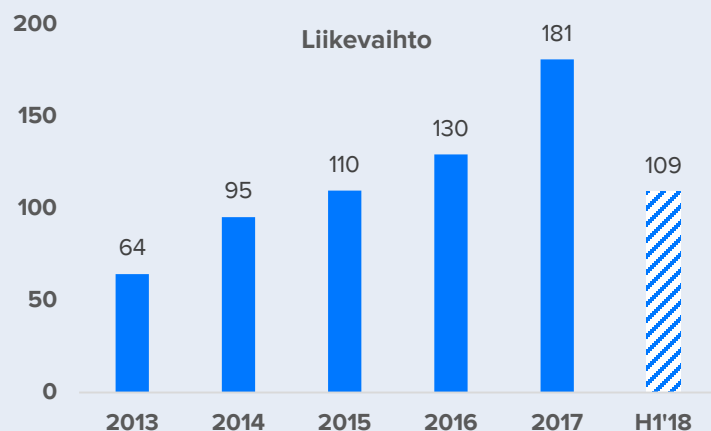
Asunnot

Asunnot on Lehdon suurin (40 % liikevaihdosta vuonna 2017) ja näkemyksemme mukaan kannattavin palvelualue. Palvelualueella Lehto rakentaa uusia asuinkerros-, luhti- ja rivitaloja sekä erillistaloja kasvukeskuksiin, erityisesti keskittyen pääkaupunkiseudulle. Pääosa Lehdon asuntorakentamisesta on omaperusteista tuotantoa, jossa Lehto suunnittelee ja rakentaa kohteet hankkimilleen maa-alueille ja myy valmiit asunnot asiakkaille.

Yhtiö hankkii tontit muista rakennusyhtiöistä poiketen yleensä suoraan tarpeeseen eikä

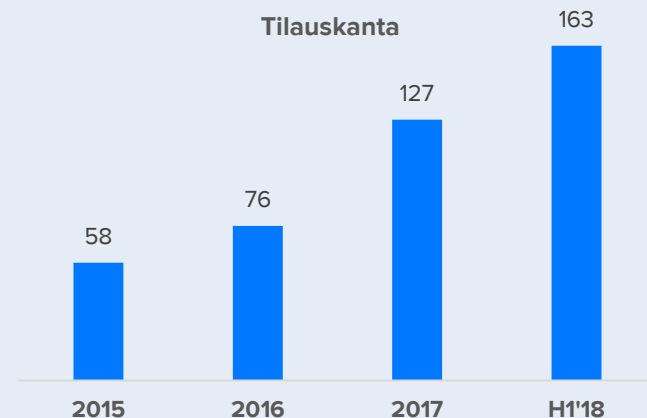
yhtiöllä ole ollut suoranaista kaavakehitystä tai suuria määriä pitkäaikaista tonttiomaisuutta taseessaan. Tämä on pitänyt taserakenteen verrattain kevyenä muihin isompiin rakennusyhtiöiden nähden.

Yhtiön urakointi on hyvin pitkälti omaperusteisen tilauskannan riskien vähentämistä. Yhtiö myy osan tuotannostaan sijoittajille eikä yhtiö suoranaisesti harjoita urakointiliiketoimintaa, missä tilaaja toimisi hankkeen kehittäjänä tai suunnittelijana. Lehto pyrkii itse aina hankkimaan tontin sekä suunnittelemaan hankkeen, ja tilanteen mukaan myy sen joko sijoittajille tai kuluttajille. Näin pystytään myös hallitsemaan sitoutuneita pääomia ja panostamaan tarpeen vaatiessa muihin kasvuhankkeisiin. Lehto keskittyy enemmän keskustojen reuna-alueille eikä ole lähtenyt tavoittelemaan lähtökohtaisesti kaupungin paraatipaikkoja. Noin puolet rakentamisesta suuntautuu pääkaupunkiseudulle ja loput muuttovoimaltaan kasvaviin yliopistokaupunkeihin sekä niiden lähialueille.



Toimitilat

CAGR
30 %



CAGR
42 %

Palvelualueiden kehitys 3/5

Lehdon liiketoiminta Asunnot-palvelualueella on hyvin pitkälti heidän omien konseptien ja suunnitelmien mukaan rakentamista. Tehdas- ja moduulirakentaminen on suuressa osassa kaikissa Lehdon asuntohankkeissa ja etenkin konehuonemuodulit ja pesuhuone-keittiömoduulit vähentävät rakentamiseen tarvittavaa aikaa, tuottaa parempaa laatua sekä kustannussäästöjä. Nämä yhdistettynä Lehdon omiin asutuskonsepteihin (Nero, Optimi, Deco, Cosmos) luovat suunnittelun ohjauksen kautta Lehdolle mahdollisuuden tarjota asiakkailleen asuntoja markkinoita alhaisemmilla hinnoilla. Palvelualueella Lehto on edennyt hinta-asema edellä, mutta samalla pystynyt tuottamaan hyvää kannattavuutta, joka on näkemyksemme mukaan ollut seurausta rakennusprosessin tuottavuuden parantumisesta.

Asuntorakentamisen liikevaihto oli vuonna 2017 noin 232 MEUR, jossa kasvua edellisvuodesta oli 71 % (2016: 136 MEUR). Vuoden 2013 liikevaihto oli 20 MEUR, josta seuraavien vuosien keskimääräinen vuosittainen kasvu vuoteen 2017 mennessä on ollut todella vahva

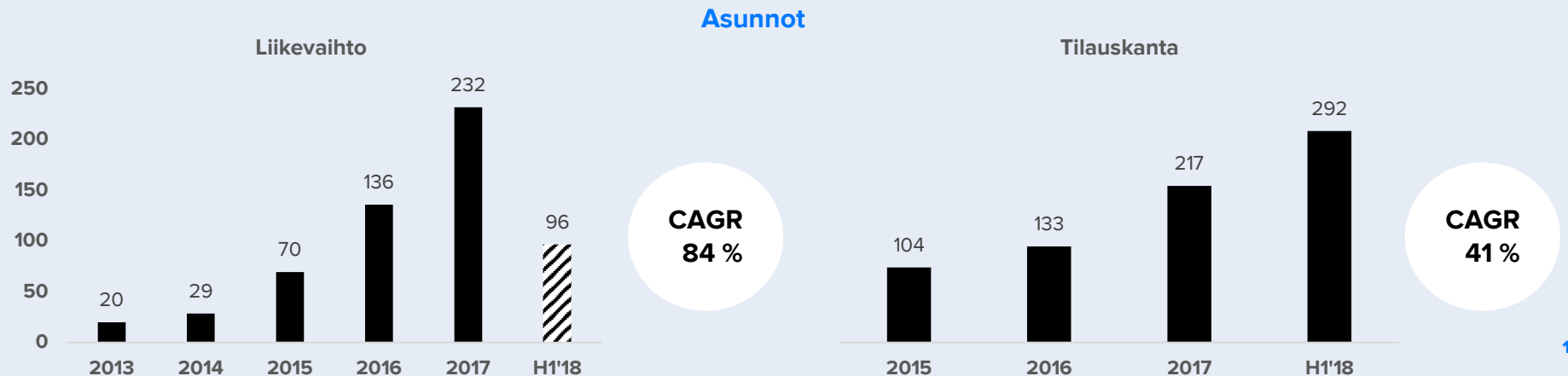
yli 80 %. Vuoden 2018 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana liikevaihto kasvoi 30% vertailukaudesta 96 MEUR:oon. Asuntojen tilauskanta nousi H1'18 292 MEUR:oon vertailukauden lopun 235 MEUR:sta (+24 % YoY). Rakenteilla yhtiöllä oli asuntoja yhteensä 2576 kappaletta, joka on noin 57 % enemmän kuin vuosi sitten vastaavaan aikaan.

Hyvinvointitilat

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

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

etulyöntiasema oman tehdastuotantonsa ja konseptiensä kautta. Nykyisin yhä enemmän hankkeet ovat muuttuneet monimuotoisemmiksi ja yksilöllisempiä ratkaisuja haetaan aktiivisemmin. Hoivakoteja tai palvelukoteja suunnitellaan lähemmäksi keskustoja sekä palveluja, jotka aiheuttavat haasteita kaavankehitykselle ja sallituille rakenteille. Tämä on johtanut muun muassa betonirakenteisten kohteiden lisääntymiseen eikä Lehto ole pystynyt hyödyntämään vanhoja ratkaisujaan kaikissa kohteissa, mikä on näkynyt heikentyneinä projektikatteina vuoden 2018 alkupuolella. Hoivatilojen markkinan ja kysynnän muuttuessa Lehto on kuitenkin laajentanut projektikantaansa kehittämällä päiväkotia- ja koulukonseptejaan kaupalliseen vaiheeseen ja ensimmäiset tilaelementein valmistuvat hankkeet ovat jo valmisteilla Ruotsiin ja Helsinkiin. Palvelualueella on rakenteilla tällä hetkellä 22 kohdetta, joista 17 on hoivakotia, 2 päiväkotia ja 3 koulua.



Palvelualueiden kehitys 4/5

Hoivakodit ovat yleisesti pienempiä hankkeita ja koulut sekä päiväkodit suuruudeltaan isompia. Strateginen fokus yhtiöllä on näkemyksemme mukaan suuntautunut enemmän kohti kouluja ja päiväkoteja, kun kilpailu hoivakodeille alkaa kiristyä palveluoperaattoreiden yhä enenevässä määrin myös rakennuttaessa kohteita pelkän vuokrauksen sijasta.

Hyvinvointitilojen liikevaihto oli vuonna 2017 noin 109 MEUR, jossa kasvua edellisvuodesta oli 76 % (2016: 62 MEUR). Vuoden 2013 liikevaihto oli 3 MEUR, josta seuraavien vuosien keskimääräinen vuosittainen kasvu vuoteen 2017 mennessä on ollut 140 %. Vuoden 2018 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana liikevaihto kasvoi 66 % vertailukaudesta 57 MEUR:oon. Tilaukanta nousi H1'18 92 MEUR:oon vertailukauden lopun 46 MEUR:sta (+97 % YoY).

Korjausrakentaminen

Korjausrakentaminen koostuu linjasaneeraus- ja peruskorjaushankkeista ja omaperustaisista käyttötarkoituksen muutoksista, jossa Lehto ostaa vanhan kiinteistön, saneeraa sen uuteen

käyttötarkoitukseen ja myy kohteen asiakkaille. Lisäksi Lehto kehittää ja toteuttaa rakennusten korotushankkeita, missä olemassa olevan rakennuksen päälle voidaan rakentaa lisäkerroksia. Lisäkerroksien avulla kiinteistön omistajat voivat esimerkiksi rahoittaa tulevaisuuden remonteja myymällä korotusoikeuden Lehdolle.

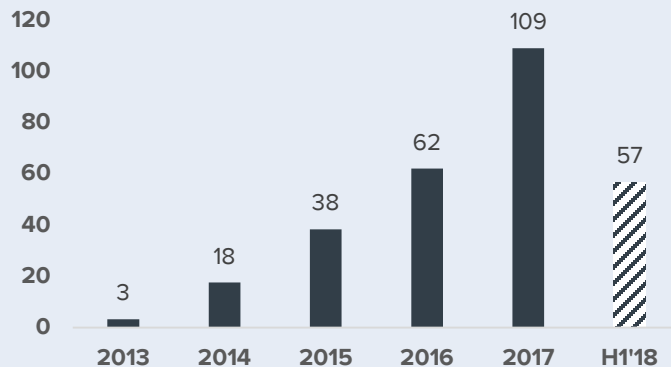
Kokonaisuudessaan korjausrakentamisessa Lehdolla on mielestämme pienemmät edut omasta konsepteihin ja tehdastuotantoon perustuvasta mallista ja kehitys palvelualueella on ollut kaksijakoista myös sen suhteen. Linjasaneerauksessa Lehto on pärjännyt ja siihen on pystytty luomaan myös prosessissa hyödynnettäviä nousuelementtejä nopeuttamaan hankkeen läpimenoaikaa. Lisäkerrosrakentamiseen konseptit tuovat tehokkuutta ja Lehto voi hoitaa esimerkiksi putkiremontin kerrosrakentamisen yhteydessä. Lisäkerrosrakentamisen ensimmäinen elementteihin perustuva ratkaisu on tarkoitus kaupallistaa ensi vuoden puolella.

Peruskorjaushankkeissa valmiiden konseptien

tai elementtituotannon hyödyntäminen on kuitenkin haastavampaa, kun hankkeet ovat kaikki erilaisia. Peruskorjaushankkeissa yleensä vielä esiintyy jotain yllättävää eikä alkuperäiset suunnitelmat ole koskaan täydellisiä. Peruskorjaushankkeissa Lehto kärsii lisäksi nousseista resurssien hinnoista, kun suurin osa työstä tehdään aliurakkana. Näkemyksemme mukaan peruskorjaushankkeissa Lehdon kilpailuetu on kaikista pienin ja ongelmat ovat alkaneet realisoitua alkuvuoden aikana, kun projektikatteet ovat olleet selvästi ennakoituja heikompia.

Korjausrakentamisen liikevaihto oli vuonna 2017 noin 75 MEUR, jossa kasvua edellisvuodesta oli 120 % (2016: 34 MEUR). Kovaan kasvuun kiihdytti Warecon yritysosto ja omaperusteisten hankkeiden tuloutuminen. Kovasta suhteellisesta kasvusta huolimatta palvelualue on Lehdon pienin noin 13 % osuudellaan vuoden 2017 liikevaihdosta. Vuoden 2013 liikevaihto oli 26 MEUR, josta seuraavien vuosien keskimääräinen vuosittainen kasvu vuoteen 2017 mennessä on ollut 31 %.

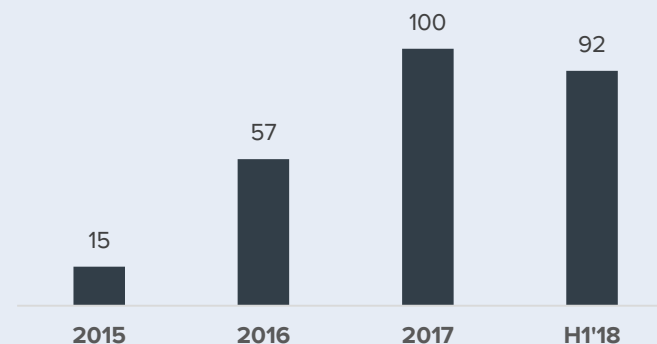
Liikevaihto



Hyvinvointitilat

CAGR
140 %

Tilaukanta



CAGR
82 %

Palvelualueiden kehitys 5/5

Vuoden 2018 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana liikevaihto kasvoi 10 % vertailukaudesta 29,5 MEUR:oon. Tilaukanta nousi H1'18 118 MEUR:oon vertailukauden lopun 100 MEUR:sta (+18 % YoY).

Tehdastuotanto

Lehdolla on tällä hetkellä tehtaita Hartolassa, Oulaisissa, Humppilassa, Oulussa ja lissä. Tehdaskapasiteettia lisättiin vuoden 2017 lopussa Oulaisissa ja maaliskuussa 2018 yhtiö osti Hartolasta tehdastoiminnot puuelementtien ja -moduulien valmistamiseen. Tehtailla tuotantovauhti on yhtiön mukaan suurin piirtein kaksinkertaistunut tuotannon aloituksesta, mikä kertoo kysynnän ja kapasiteetin kovasta kasvusta. Tuotanto menee kokonaan sisäisille asiakkaille eikä Lehto ainakaan vielä myy tuotantoaan ulkopuolelle.

Yhtiö kohtasi pieniä kapasiteettiongelmia vuoden 2017 aikana, mutta on pystynyt investoimaan tehdaskapasiteetin laajennukseen eikä sen pitäisi muodostua yhtiön kommenttien mukaan ongelmaksi lähitulevaisuudessa.

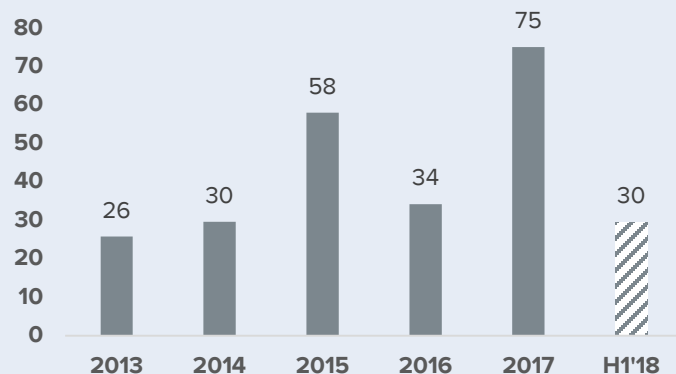
Kapasiteettiin investointi on tarpeen noususuhdanteessa, mutta sen joustamattomuus voi olla ongelma laskusuhdanteessa. Yhtiöllä on tehtailla pääosin omat työntekijät ja näemme kapasiteetin muodostuvan pienoiseksi haasteeksi volyymien mahdollisesti lähtiessä kunnolla laskuun. Kapasiteetin joustamattomuus johtaa työntekijöiden pakkotyöllistämiseen, joka voi ajaa myös huonoihin projektivalintoihin, joissa riskit voivat muodostua etua suuremmiksi.

Ruotsin toiminnot

Yhtiön yksi strategian painopisteistä on toiminnan laajentaminen Ruotsiin. Yhtiö perusti vuonna 2017 Ruotsiin tytäryhtiön, Lehto Sverige AB:n, josta se omistaa 88 %. Ruotsin liiketoimintojen piti lähteä käyntiin asuntomarkkinoilla ja ensimmäinen hanke oli suunnitteilla Tukholman läheisyyteen, mutta Ruotsin asuntomarkkinoiden äkillinen jäähtyminen viivästytti suunnitelmia. Nykyisin Ruotsissa on rakenteilla yksi toimitilaprojekti ja yksi päiväkotiprojekti Botkyrkan kuntaan. Lehto on itse kommentoinut markkinan kehityksen

olleen hitaampaa kuin mitä alun perin ajateltiin. Rakentaminen on lisäksi Lehdon tähyämällä markkinoilla suhteellisen paikallista ja paikallisen osaamisen ja viranomaisverkostojen luominen on vaatinut aikaa. Yhtiö fokusoituu Ruotsissa Hyvinvointitilat- ja Asunnot-palvelualueen hankkeisiin, jossa se näkee markkinan olevan valmis Lehdon kaltaisille ratkaisuille. Toimitiloissa mahdollisuudet eivät ole niin selkeitä ja Lehto keskittyy niissä vain pienempiin kohteisiin. Pidämme lähestymistä lähtökohtaisesti järkevänä, sillä Lehdon kilpailuetu on mielestämme juuri Asunnot- ja Hyvinvointitilat-palvelualueen kohteissa, joissa se pystyy hyödyntämään omia konseptejaan. Ruotsin toimintojen merkitys Lehdolle on tässä vaiheessa vielä huomattavan pieni ja sen tulevaisuus on hyvin paljon riippuvainen Ruotsin asuntomarkkinoiden tilanteen kehityksestä. Odotamme selkeämpiä tavoitteita yhtiöltä ja askelia kansainvälistymisen suhteen emmekä anna Ruotsin toiminnoille suurta painoarvoa tällä hetkellä.

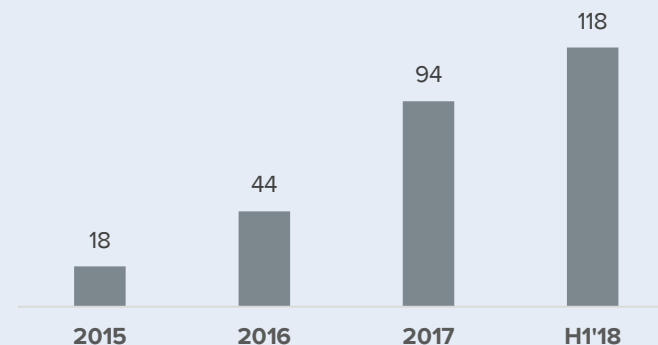
Liikevaihto



Korjausrakentaminen

CAGR
31 %

Tilaukanta



CAGR
86 %

Kilpailutilanne 1/2

Kilpailukentässä pieniä, keskisuuria ja isoja toimijoita

Lehdon kilpailijat ovat Suomen ja Ruotsin uudisrakentajat, korjausrakentajat ja osittain myös rakennuttajat. Yhtiö kohtaa kilpailua pienemmiltä paikallisilta toimijoilta, joilla kilpailuetuna toimii paikalliset osaajat, suhteet ja luodut verkostot. Nämä ovat toimijoita, jotka eivät hae välttämättä kovaa kasvua vaan haluavat säilyttää oman asemansa markkinassa. Keskisuuret toimijat ovat samankaltaisessa asemassa kuin Lehto ja ovat ketteryuden sekä innovaatioiden avulla pystyneet haastamaan isoja toimijoita. Näihin kuuluu muun muassa: Lujatalo, Hartela, Pohjola, Jatke, Lapti Group ja Fira. Isoista toimijoista Lehto kilpailee suurten pohjoismaisten ja suomalaisten rakennusyhtiöiden kesken. Näihin kuuluu muun muassa: YIT, SRV, Skanska, NCC ja PEAB.

Korjausrakentamisessa yhtiö kilpailee hyvin pitkälti pienten toimijoiden kesken linjasaneerauskohteissa ja isommissa peruskorjaushankkeissa suurempien toimijoiden kanssa, joista yhtenä esimerkkinä Consti. Hyvinvointitiloissa kilpailutilanne on muuttunut viimeisten vuosien aikana kireämmäksi uusien toimijoiden astuessa alalle. Kilpailijat yleisesti ovat pienempiä ja myös operaattorit ovat alkaneet kehittämään kohteita itselleen. Tämä tarkoittaa, että aikaisemmin vuokralaiseksi Lehdon rakentamiin kohteisiin lähteneet hoivakotioperaattorit ovat nykyään lähteneet myös itse kehittämään hankkeitaan toimien näin kohteissa rakennuttajana. Lehto silti pystyy toimimaan näissä kohteissa rakentajana, mutta kate on näissä urakkahankkeissa

omaperustaista matalampi. Rakennuttajakisassa hyvänä esimerkkinä toimii myös Suomen Hoivatilat. Tärkeintä Lehdolle on kohteiden rakentaminen, eikä rakennuttamisen vähentyminen välttämättä aiheuta merkittävää kannattavuuden laskua, jos yhtiö pystyy pitämään kiinni omista suunnitelmistaan ja konsepteistaan.

Selkeitä eroja kilpailijoihin

Lehto eroaa kilpailijoista ensinnäkin sen liiketoimintamallin ansiosta, missä se keskittyy suunnittelun ohjaukseen, moduulirakentamiseen ja omaan teolliseen valmistukseen. Lehto käyttää hankkeiden jokaisessa työvaiheessa omia suunnittelijoita, jos tämä vain on mahdollista. Yleisesti alalla talotekniikkaan, arkkitehtuuriin ja rakenneratkaisuihin liittyvät suunnitelmat haetaan erillisiltä toimijoilta ja näiden yhteensovittaminen vie aikaa ja tuo ylimääräisiä kustannuksia. Moduulirakentamista harjoittavat myös muut toimijat, mutta usein alihankintana, eikä niiden avulla pystytä luomaan selkeitä toistettavia konsepteja. Omien tehtaiden ja teollisen valmistuksen avulla Lehto pystyy muodostamaan prosesseista tehokkaita ja laadukkaita useiden iteraatioiden avulla, eikä elementit tai moduulit ole niin alttiita virheille. Perinteisessä sopimusperusteisessa elementti- tai moduulirakentamisessa mallit ja muotit tehdään tarpeeseen, jolloin ne ei välttämättä ole kustannustehokkaita ja laatuvirheet korostuvat entisestään. Tehdas- ja moduulivalmistuksen ansiosta näemme Lehdon olevan nopeampi ja tehokkaampi ratkaisu myös asiakkaalle ja rakennusajan olevan tietyissä kohteissa alle markkinoiden keskitason.

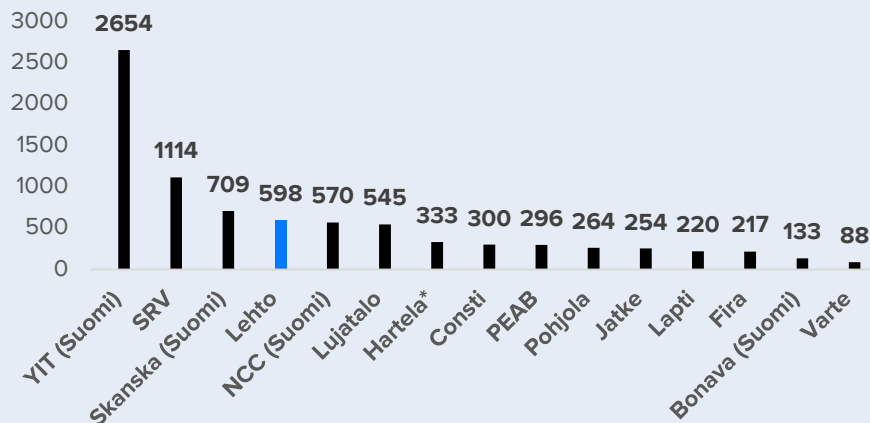
Yhtiöllä on myös ollut kevyt organisaatorakenne muihin verrattuna. Henkilöstökulut ovat olleet noin 10 % liikevaihdosta, kun yleisesti alalla on nähty noin 15-20 %:n tasoa. H1'18 henkilöstökulut kuitenkin nousivat 14 %:iin liikevaihdosta kasvukipujen vaikuttaessa myös hallintoon ja markkinointiin. Lehto ei ole näkemyksemme mukaan joutunut panostamaan asuntojen myyntiin tai markkinointiin juurikaan markkinoita alhaisempien hintojen vuoksi, mutta suhdanteen kiristyessä ja asuntojen tarjonnan kasvaessa myös näiden kulujen odotetaan hieman kasvavan. Osin juuri kevyen organisaation ja kustannusrakenteen vuoksi Lehto on näkemyksemme mukaan pystynyt tarjoamaan kohtuuhintaisia asuntoja ja mielestämme kovan kasvun takia myös yhtiön organisaatorakenne ja kustannustaso tulee liikkumaan lähemmäksi toimialan tasoa.

Lehdolla on isoihin toimijoihin nähden pieniä projekteja ja yhtiö on tietoisesti jäänyt pois suurista hankkeista vähentääkseen sitoutunutta pääomaa ja konsernin riskitasoa. Näin ollen Lehdolla ei ole suurta hanketta, jonka riskien realisoituessa yhtiön koko konsernin tuloskehitys olisi merkittävässä vaarassa.

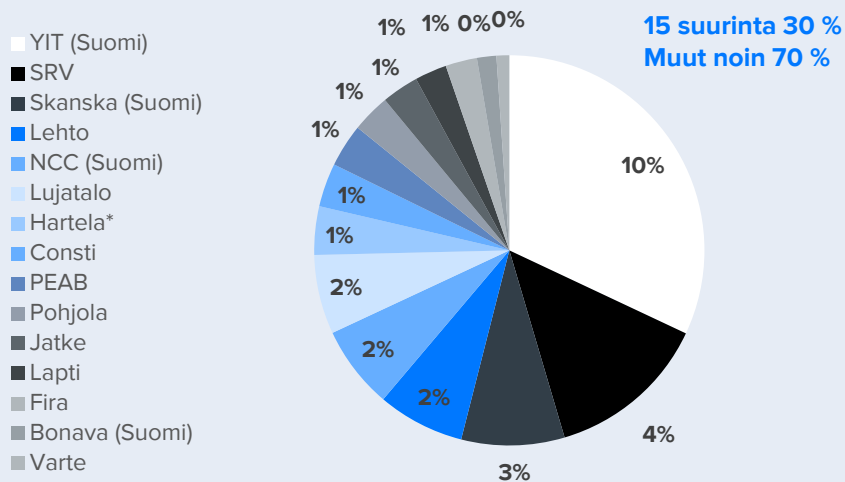
Lehto panostaa myös enemmän muita rakentajia omaperustaiseen tuotantoon ja näin ollen projektimix (omaperusta vs. urakointi) ja osaltaan myös myyntimix (kuluttaja vs. sijoittaja) on Lehdolla mielestämme muita rakentajia parempi. Esimerkiksi asuntorakentamisesta pääosa on omaperustaista tuotantoa, vaikka osa myydään sijoittajille riskien ja sitoutuneen pääoman vähentämiseksi.

Kilpailukenttä

Rakennusyritysten liikevaihto 2017



Markkinaosuudet



Lähde: Inderes, yhtiöt, *yhdistetyt tytäryhtiöt

Kilpailukenttä

Muutamia

Suuret ja monialaiset



Kymmeniä

Keskisuuret



Tuhansia

Pienet ja erikoistujat

Pienet toimijat, "Isä, poika ja perävaunu" -toimijat, erikoistujat (ei suoranaisesti kilpaile Lehdon kanssa)

Kilpailutilanne 2/2

Ketterä malli vallannut markkinaosuuksia

2010-luku on ollut rakennusmarkkinoilla keskisuurien toimijoiden esiinmarssia. Markkinaosuuksia on jaettu uudestaan, kun ketterät ja suoraviivaiset prosessit omaavat toimijat ovat vallanneet alaa osittain jäykiksi ja byrokraattisiksi miellettyiltä toimijoilta. Aika suunnittelusta toteuttamiseen on vienyt jäykissä organisaatioissa huomattavasti enemmän aikaa. Ketteryytensä ansiosta pienemmät toimijat ovat pystyneet toimimaan nopeasti suhdanteen piristyessä, kun samalla rahoituksen saatavuus ja rakennusprojektien vakuuksien hankinta on helpottunut.

Yleinen suuntaus viime vuosina on ollut kohti projektinjohtomallin käyttöä missä pyritään vastaamaan työmaan johdosta ja ulkoistamaan urakat pienempiin osiin muille rakentajille välttämällä oman työvoiman palkkaamista ja käyttöä, kun Lehdolla liiketoimintamalliin olennaisesti liittyy omien työntekijöiden käyttö tehtäillä ja työmailla. Projektinjohtourakointi eroaa Lehdon paljon käyttämästä KVR-urakoinnista hieman, sillä siinä vastuu on koko rakennusprojektista suunnittelusta lähtien ja yleensä projektit toimitetaan avaimet käteen -periaatteella, kun taas projektinjohtourakoinnissa tilaajalla voi olla merkittävä osa esimerkiksi suunnittelussa. Projektinjohtomalli pyrkii limittämään suunnittelu- ja rakennusprosessin toisiinsa eri osapuolien yhteistyön kautta ja siinä käytetään yleensä alihankkijoita jokaisessa rakennusprosessissa. Mallin tulisi joustaa suhdanteen mukaan paremmin verrattuna paljon omaa väkeä ja kapasiteettia käyttäviin yhtiöihin nähden, mutta valuvikoja on alkanut näkyä varsinkin noususuhdanteen loppuvaiheessa.

Tarjoushinnat ovat nousseet vuonna 2017 kymmeniä prosentteja etenkin pääkaupunkiseudulla. Kohonneet tarjous- ja aliurakointihinnat vievät neuvotteluaseman isoilta pääurakoitsijoilta ylityöllistetyille pienurakoitsijoille, jotka pystyvät hinnoittelemaan itsensä kovan kysynnän mukaan. Materiaalihintojen samalla noustessa ja toimitusaikojen venyessä, alkaa ongelmia muodostua muista riippuvaisille toimijoille. Resurssipulan myötä myös kilpailu työntekijöistä on ollut kovaa ja moni pienempi toimija on pystynyt houkuttelemaan työntekijöitä leiviinsä mm. osakkuuden tai muiden etujen avulla. Lehdon tehtäillä vuokratyövoiman käyttö on vähäistä, mutta työmailla aliurakointi ja vuokratyövoiman käyttö tuo joustavuutta eikä kapasiteetista synny niin suurta taakkaa. Oma konekalusto, työvoima ja tehdaskapasiteetti on etu noususuhdanteessa, mutta taakka laskussa. Kalusto ja henkilöstö on työllistettävä, mikä voi ajaa epäedullisiin ratkaisuihin, joka Lehdon mallissa on otettava huomioon.

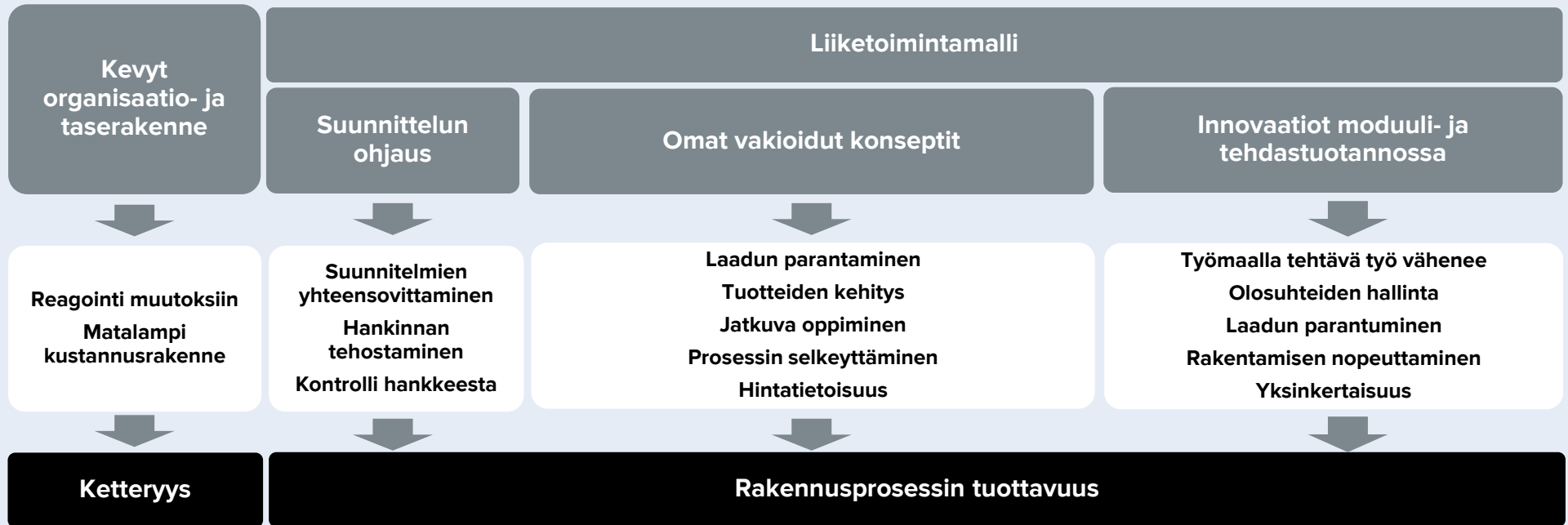
Lehto on myös ollut etujoukoissa muuntamassa kerrostalorakentamista vähemmän pääomavaltaiseksi toiminnaksi. Aiemmin isot toimijat pystyivät valtavien taseidensa avulla hallitsemaan kerrostalojen rakentamista, kun rakennusten tontit omistettiin ja pidettiin rakennusyhtiöiden taseissa. Nykyään myös kevyemmällä taseella operoiva toimija voi osallistua isoihinkin aluekehityshankkeisiin. Tonttia ei välttämättä tarvitse omistaa, vaan sen voi hankkia tonttirahastolta, jolloin se ei sido pääomia vaan ne voidaan käyttää kasvuun. Myös isot toimijat ovat viime aikoina viestineet lisäävänsä tonttirahastojen käyttöä projekteissaan ja perustaneet niitä myös itse.

Mallista kilpailuedun lähteet

Lehdon liiketoimintamalli, missä Lehto vastaa koko rakentamisen ketjusta suunnittelusta, rakentamisesta, teollisesta valmistuksesta ja talotekniikasta lähtien, on herättänyt paljon kiinnostusta. Lehto on pystynyt kasvamaan vastavirtaan panostamalla prosessien suoraviivaistamiseen ja tehdastuotannon kasvattamiseen. Varsinkin tehdasvalmisteisen tuotannon osuuden kasvu rakennusprosessissa on mahdollistanut Lehdon eriytymisen selvästi muista toimijoista. Talousohjatun rakentamisen malli on antanut Lehdolle mahdollisuudet toimia kustannustehokkaasti ja näin ollen tarjoamaan asuntoja markkinoita jopa 15 % alhaisemmillä hinnoilla. Jos olet pystynyt operoimaan Suomen rakennusmarkkinoilla yli 10 %:n liikevoittomarginaalilla useimpien jäädessä parhaimmassakin suhdanteessa yksinumeroisiin lukuihin ja samanaikaisesti tarjoamaan markkinoihin nähden kustannustehokkaampia ratkaisuja asiakkaalle, olet jonkinasteisen kilpailuedun lähteillä.

Kolmen kohdan yhtäaikainen yhdistäminen on näkemyksemme mukaan toiminut kilpailuedun ajurina. Suunnittelun ohjausta tekevät muutkin toimijat ja kilpailijoista selvemmin Lehto erottuu omiin konsepteihin liittyvän tuotekehityksen ja tehdastuotannon roolin myötä. Tehtaat ja niihin sisältyvä innovaatiokehitys ovat arvokkaita kilpailuedun lähteitä Lehdolla, mutta ajan myötä ne voivat myös hävitä. Muutkin toimijat ovat alkaneet panostaa enemmän tehdastuotantoon ja yritysostoin kehitys voi olla nopeasti kurottu kiinni. Tehdastuotanto ei kuitenkaan ole suora tie onneen ja sen on perustuttava selkeisiin monistettaviin malleihin, joiden suunnittelussa ja innovaatiossa Lehto on näkemyksemme mukaan muita rakennusyhtiöitä edellä.

Kilpailuedun muodostuminen



- = lähteet
- = kilpailuetu
- = seuraus

Kohtuuhintaisuus, laatutason parannus ja rakentamisaian lyhentymisen

Sijoitusprofiili 1/2

Innovatiivinen ja kannattava kasvuyhtiö

Lehto on innovatiivinen rakennusala omalta osaltaan uudistava kasvuyhtiö, mutta kasvun lisäksi yhtiö on ollut historiassaan myös hyvin kannattava. Yhtiön kasvu on ollut keskimäärin noin 50 % vuosittain vuosien 2013-2017 välillä, kun liikevoittomarginaali on keskimäärin ollut 8,7 %. Talonrakennusala on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut vuosien 2013-2017 välissä keskimäärin vuosittain noin 5 % ja liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 4,5 % Rakennusteollisuuden kannattavuus selvityksen perusteella. Uskomme kasvun hidastuvan lähivuosina kohti yhtiön pitkän aikavälin tavoitteita (10-20 % vuosittainen kasvu) ja kannattavuuden pysyttelevän pitkällä aikavälillä noin 8 %:ssa, ollen näin kuitenkin vielä molempien lukujen osalta toimialan keskimääräistä tasoa selvästi vahvempaa.

Liiketoiminnan profiili poikkeaa isoista verrokeista

Lehdon liiketoiminnan riskiprofiili poikkeaa muista Suomen listatuista rakennussektorin yhtiöistä erityisesti tilauskannan projektikoon ja toimialafokuksen myötä sekä vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallin kautta.

Yhtiön tilauskanta koostuu pääosin projekteista, missä rakennusajat vaihtelee yleisesti yhdestä kahteen vuoteen eikä yksittäisten projektien riskit ole niin suuria kuin esimerkiksi YIT:llä (Tripla) tai SRV:llä (REDI). Isojen hankkeiden puute myös vähentää sitoutuneen pääoman määrää ja vapauttaa sitä nopeammin uusiin kasvuhankkeisiin. Suuntauksena toimialalla on tosin ollut vähentää oman pääoman käyttöä käynnistämällä hankkeita yhdessä sijoittajakonsortioiden kanssa näin samalla vähentäen hankkeen kehitysrisiä tai mahdollista

kehityskatetta yksittäiselle osapuolelle. Lehto ei ole tarkoituksellisesti lähtenyt suuriin monia vuosia kestäviin hankkeisiin osin osaamisen ja kapasiteetin puutteen vuoksi, mutta myös toimialafokuksen ollessa enemmän suuntautunut asuntohankkeisiin. Lehto on kasvun ja kapasiteetin kasvun ansiosta myös valikoiden aloittanut muutamia isompia kehityshankkeita, kuten Hippos2020 ja Lippulaiva. Lippulaivan kehitys ei ole alkanut toivotulla tavalla, mutta esimerkiksi Hippos2020-hankkeessa Lehto saa näkemyksemme mukaan etua kokemuksestaan liikuntatilojen rakentamisesta ja liikuntahallien konsepteistaan.

Lehdon liikevaihdosta suurin osa tulee vielä asunto- ja toimitilarakentamisesta (2017: 70 % liikevaihdosta) ja pääosin Suomen rakennusmarkkinoilta, mikä tekee Lehdosta isosti riippuvaisen Suomen rakennussyklin kestävydestä. Kysynnän vaihtelut ovat tyypillisesti uudisrakentamisessa asunto ja toimitiloissa suuria, mutta näkemyksemme mukaan maltillisempia hyvinvointitiloissa ja etenkin korjausrakentamisessa, mikä madaltaa Lehdon riskiprofiilia hieman.

Pääoman tuotto omalla tasolla

Lehdon pääoman tuottoprosentit ovat olleet historiassa selvästi muita rakennusyhtiöitä ja koko Suomen pörssiinkin verrattaessa hyvin korkealla tasolla. Usein pääomaintensiiviseksi mielletty rakennusala on Lehdon ja muiden ketterimpien rakennusyritysten kautta muuttunut vähemmän pääoma-alttiiksi, kun kannattavuus ja tulos haetaan ennemmin rakentamisen tuottavuuden noususta kuin tonttien arvonnoususta.

Lehdon oman pääoman tuotto (ROE-%) ja sijoitetun pääoman tuotto (ROI-%) ovat

pörssihistorian aikana olleet omaa luokkaansa. ROE-% oli vuonna 2016 noin 43 % ja ROI-% noin 44 %, josta molemmat ovat laskeneet noin 4 %-yksikköä 40 %:iin. Inderesin seuraamien yhtiöiden keskimääräinen ROI-% oli vuonna 2017 noin 10 % ja ROE-% oli noin 9 %. SRV:n, YIT:n ja Constin keskimääräinen ROI-% oli vuonna 2017 heikohko 2 % ja ROI-% on viidessä vuodessa ollut keskimäärin 3-5 %. Kaikilla kolmella on kuitenkin ollut myös yhtiökohtaisia ongelmia, mikä antaa liian pessimistisen kuvan rakennusalan tuottopotentialista. Näkemyksemme mukaan Lehdon tuottoluvut laskevat tänä vuonna (ROE-% enn. noin 30 %) pääoman sitoutumisen ja tuloskasvun heikentymisen johdosta, mutta ovat selvästi vielä rakennusalan ja pörssin keskimääräisiä pääomatuottoja korkeammalla.

Laatuyhtiö syklisellä toimialalla

Edellisten kohtien yhdistelmänä Lehdosta kuoriutuu mielestämme sykliselle toimialalle harvinainen laatuyhtiö. Sijoittajien pitää kuitenkin huomioida, että laatuyhtiökään ei aina tarkoita hyvää sijoituskohdetta. Etenkin syklisten yhtiöiden kohdalla tulee huomioida myös nykyisen hyvän tai huonon tulostason kestävyys. Lehdossa on myös huomioitava suhteellisen lyhyt pörssihistoria, ja vaikka johto on toiminut omistaja-arvoa luoden, voi laatuyhtiön leiman myös menettää varsin nopeasti. Alalla varsinaiset pitkän aikavälin kilpailuedut ovat vähissä, mutta näkemyksemme mukaan Lehto omaa oman liiketoimintamallinsa ansiosta muutaman kilpailuedun lähteen. Talousohjattu rakentaminen parantaa rakentamisen tuottavuutta niin, että Lehto pystyy tarjoamaan asiakkailleen kannattavamman investoinnin, mikä tuottaa lisäarvoa molemmille osapuolille ja ruokkii näin ollen kysyntää edelleen.

Sijoitusprofiili 1/2

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Lehdon keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Vahva orgaaninen kasvu:** Lehdon vahvistunut markkina-asema ja tunnettuus, laaja tuotetarjooma sekä muuttovoittoisiin kasvukeskuksiin keskittyminen antaa edelleen hyvät edellytykset toimialaa nopeampaan kasvuun. Uskomme Lehdon pystyvän valtaamaan markkinaosuutta muilta toimijoilta, vaikka markkinan kasvu ei olisikaan edellisten vuosien kaltaista. Lisäksi näemme kansainvälisyydessä mahdollisuuden myös tukemaan kasvua ja uskomme myös Ruotsissa olevan tilausta kohtuuhintaisuudelle.
- **Toimialaa parempi kannattavuus:** Lehdon kannattavuus on ollut selvästi toimialaa keskiarvoa parempaa ja uskomme yhtiön pystyvän myös jatkossa hyvään, vaikkakin edellisvuosia hieman alhaisempaan, kannattavuuteen.
- **Uusien konseptien kaupallistaminen:** Lehdolla on meneillään monta konsepti- ja kehityshanketta, missä haetaan kilpailuetua korjaus-, päiväkoti-, koulu- ja toimitilahankkeisiin. Käyttötarkoituksen muutostyöt ja lisäkerrosrakentaminen luo uusia kasvumahdollisuuksia markkinalle, jossa teollisen valmistuksen osuus on vielä vähäistä. Koulujen ja päiväkotien korjaustarve ja sisäilmaongelmat sekä kuntien huono taloustilanne luovat tarvetta kustannustehokkaille ratkaisuille myös Hyvinvointitiloissa.
- **Tehdasvalmistuksen lisääntyminen:** Uskomme tehdasvalmistuksen ja modulaarisuuden lisääntyvän rakentamisessa

edelleen tulevaisuudessa, kun tehdasvalmistaminen tulee kustannustehokkaammaksi tuotannon automatisaation kautta. Tämä voi luoda Lehdolle mahdollisuuksia myös myydä kapasiteettiaan muille oman tarpeen niin salliessa.

- **Kevyt ja vahva tase antaa liikkumavaraa:** Lehdolla on hyvin kevyt tase ja yhtiö on ollut nettovelaton viimeisien vuosien ajan (2017 gearing-%: -20 %). Toiminta on pyritty pitämään joustavana hankkimalla rakentamisen tontit vasta tarpeeseen ja myymällä osa omaperusteisesta tuotannosta sijoittajille vähentäen näen käyttöpääoman kerääntymistä. Tase antaa mahdollisuuksia lisätä velkaantuneisuutta, mutta myös turvaa Lehdon mahdollisuuksia jakaa kestävää osinkovirtaa.

Riskit

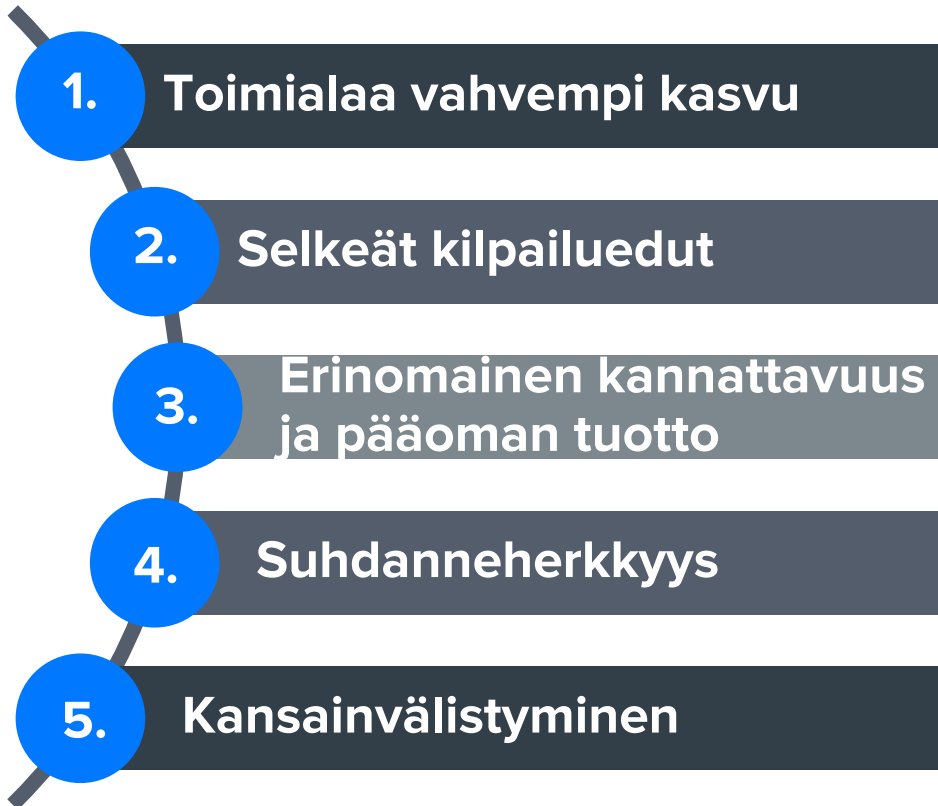
Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkina- ja toimialariskit:** Rakentamisen kysyntä vaihtelee voimakkaasti yleisen talouskehityksen mukaan. Olemme nauttineet hyvästä suhdannevaiheesta muutaman vuoden ja nyt talouskasvun ennustetaan hiipuvan, kun rahoitusolot ovat Euroopassa samalla kiristymään päin. Rahahanojen mennessä kiinni tai taloustilanteen heikentyessä, voi kysyntä rakentamiselle hiipua voimakkaasti. Rakentamisen tarjontapuoli sopeutuu sen sijaan pitkistä kehitys- ja rakennusajoista johtuen hitaasti kysyntään, mikä voimistaa tulostason vaihteluita.
- **Resurssiriskit:** Lehdon liiketoiminta ja kasvu on hyvin riippuvaista henkilöstön,

materiaalien ja muiden resurssien saatavuudesta ja työntekijöiden osaamisesta. Toimialalle on tyypillistä, että resurssista syntyy pulaa silloin, kun kysyntätilanne on vahva. Materiaalihinnat lähtevät nousuun, aliurakointihinnat nousevat, vapaiden työntekijöiden määrä vähenee ja näin ollen kasvu hidastuu ja kannattavuus heikkenee.

- **Kapasiteetin jousto:** Lehdon liiketoimintamallissa tehtaissa käytetään pääosin omaa työvoimaa ja työmailla tietyissä työvaiheissa aliurakointia ja tarpeen vaatiessa vuokratyövoimaa. Lehdon kapasiteetti on näin ollen osittain joustavaa ja yhtiö voi hyötyä myös hieman rakennussuhdanteen jäähtymisestä, kun urakkahinnat laskevat. Tehtaan kapasiteettia voi näkemyksemme mukaan olla kuitenkin vaikea työllistää ilman, että projekteissa otetaan ylimääräistä riskiä tai, että tuotantoa myydään muille.
- **Hankekehitysriskit:** Rakennus- ja kiinteistöhankeiden hankekehitykseen liittyy mm. kaavoitukseen, rahoitukseen, kaupallistamiseen, toteutus- ja myyntiaikatauluihin, yhteistyökumppaneihin ja kohdetyyppiin sisältyviä riskejä. Hankekehitysriskit ovat läsnä muun muassa Hippos2020-hankkeessa.
- **Ruotsin rakennusmarkkina:** Lehto on strategiassaan maininnut kansainvälistymisen yhdeksi painopistealueekseen. Ruotsin toiminnot edustavat tällä hetkellä hyvin pientä osaa Lehdosta, mutta ottaen huomioon Ruotsin asuntomarkkinoiden hieman ylikuumentuneen tilanteen, voi yksittäisetkin projektit tuottaa yllättäviä riskejä varsinkin, kun toiminta on vasta aloitusvaiheessa eikä kokemusta markkinoilta ole.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Orgaaninen kasvupotentiaali
- Kevyt tase
- Kannattavuus
- Uudet konseptit
- Teollisen valmistuksen lisääntyminen

Riskit

- Suhdannevaihtelut
- Resurssiriskit
- Kapasiteetin jousto
- Oman kilpailuedun unohtaminen
- Ruotsin asunto- ja rakennusmarkkinat

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso Korkea riskitaso



Inderesin arvio Lehdon liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Arviomme rakennusektorin yleisestä riskitasosta

Strategia

Strategiakausi 2016-2020

Digitaalisen rakennusprosessin kehitys

Lehdon kasvun kulmakivenä on ollut yhtiön strategia panostaa digitaalisen rakennusprosessin kehittämiseen, johon talousohjattu liiketoimintamalli ohjaa. Digitaalisen rakennusprosessin ideana on tuottavuuskehityksen kasvattaminen uudistamalla toimintatapoja, joilla rakentamisen arvoketjua hallitaan. Tietomallintaminen tuo lisäarvoa kaikille osapuolille ja esimerkiksi prosessien monistaminen tai rakennusosien tulostaminen tuo lisäarvoa kaikille osapuolille. Hankkeen aikana tuotettua tietoa voidaan hyödyntää edelleen ja oppia seuraaviin projekteihin. Digitalisaation avulla toiminta tehostuu, kustannukset laskevat, rakentamisaika pienenee ja kohteen laatu sekä käytettävyys kasvaa.

Strategiset painopisteet

Strategiassa on neljä oleellista painopistealuetta:

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

Vakioituihin konsepteihin perustuvan toimintamallin avulla Lehto pyrkii kehittämään suunnittelua ja rakennustuotantoa siten, että mahdollisimman iso osa konsernin tuotannosta perustuu vakioituihin ratkaisuihin. Vakioituja ratkaisuja pyritään myös käyttämään vaihtelevassa korjausrakentamisessa, missä

lisäkerrosrakentamiseen liittyvä konseptin on tarkoitus tulla kaupalliseen vaiheeseen vuonna 2019.

Tehdastuotannon roolin kasvattamisen tavoitteena on moduulipohjaisten ratkaisujen jatkuva kehittäminen ja nykyisten ratkaisujen osuuden kasvattaminen rakennusprosessissa. Toimitilat-palvelualueella, missä moduulien käyttö on vielä vähäistä, panostetaan etenkin hotelli- ja toimistohankkeiden tehdastuotannon lisäämiseen. Hyvinvointitiloissa tarvetta on väliaikaisille ja pysyville tilaratkaisuille mitä varten kehitteillä on erilaisia tilaelementtejä. Tehdastuotanto on kasvanut Lehdon investointien myötä ja viimeksi maaliskuussa 2018 yhtiö osti Hartolan kunnasta noin 20 000 neliön tuotantotilat puuelementtien ja -moduulien valmistukseen.

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

Kansainvälistymisen tavoitteena on laajentaa toimintaa edelleen Pohjoismaihin, josta päänavaus on tehty Ruotsiin. Toiminta Ruotsissa on vielä vähäistä, mutta ensimmäinen päiväkotihanke on jo käynnissä. Lehto pystyy hyödyntämään Suomen tehdaskapasiteettiaan hyvin myös Ruotsissa, kun tehtaat sijaitsevat lähellä länsirannikkoa. Lisäksi Ruotsissa on aloitettu ensimmäinen toimitilaprojekti ja ensimmäinen asuntorakentamiskohde on käynnistysvaiheessa. Lehdolla oli

käynnistymässä asuntohanke Tukholman seudulle vuonna 2017, mutta hanke vesittyi Ruotsin jyrkän asuntomarkkinoiden laskun takia. Ruotsin tilanne on lähivuosille hyvin epävarma ja pidämme varovaista lähestymistä tällä hetkellä järkevänä. Toiminta on kuitenkin niin pientä eikä sillä ole merkittävää vaikutusta Lehdon tulokseen eikä näin aiheuta merkittäviä riskejä.

Taloudelliset tavoitteet 2016-2020

Lehto tavoittelee kannattavaa kasvua jokaisella palvelualueellaan ja samalla pyrkii säilyttämään vahvan taloudellisen aseman. Yhtiön taloudelliset tavoitteet jakautuvat kasvuun, kannattavuuteen, pääomarakenteeseen ja osingonjakopoliittikkaan:

Kasvu: keskimäärin noin 10-20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua kaudella 2016-2020

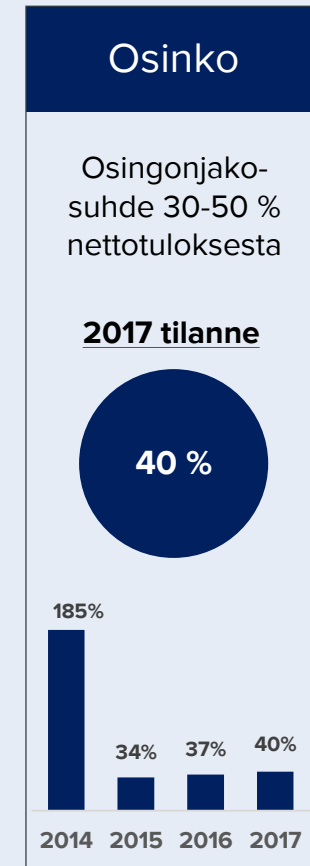
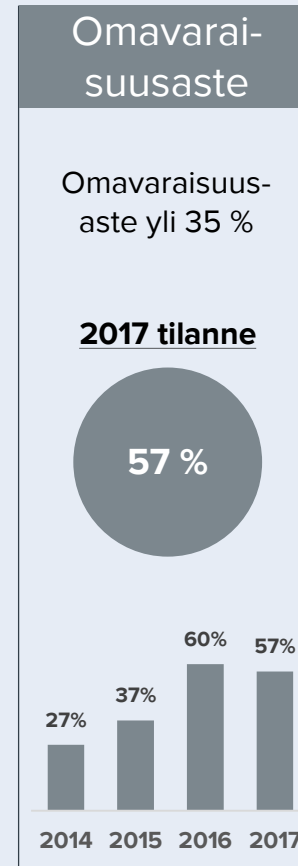
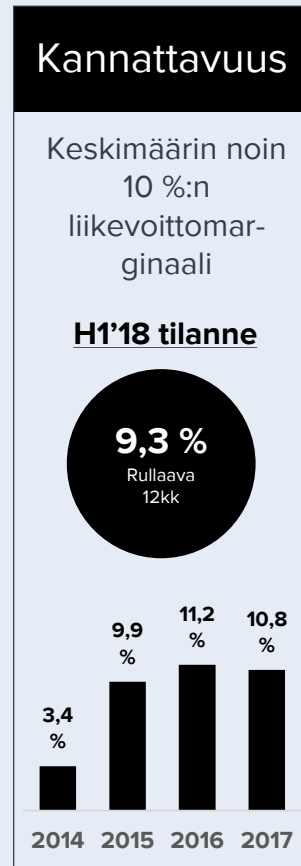
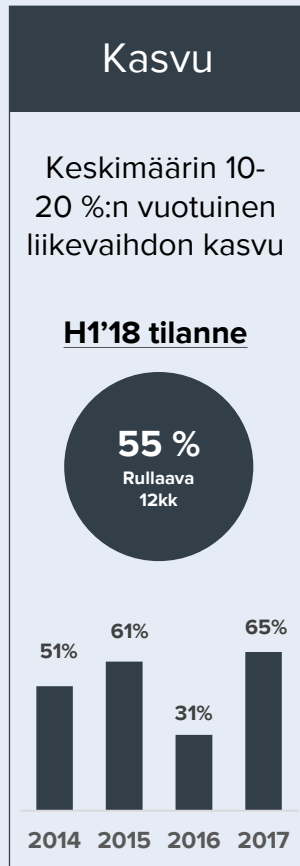
Kannattavuus: noin 10 %:n liikevoittomarginaali

Pääomarakenne: vähintään 35 %:n omavaraisuusaste

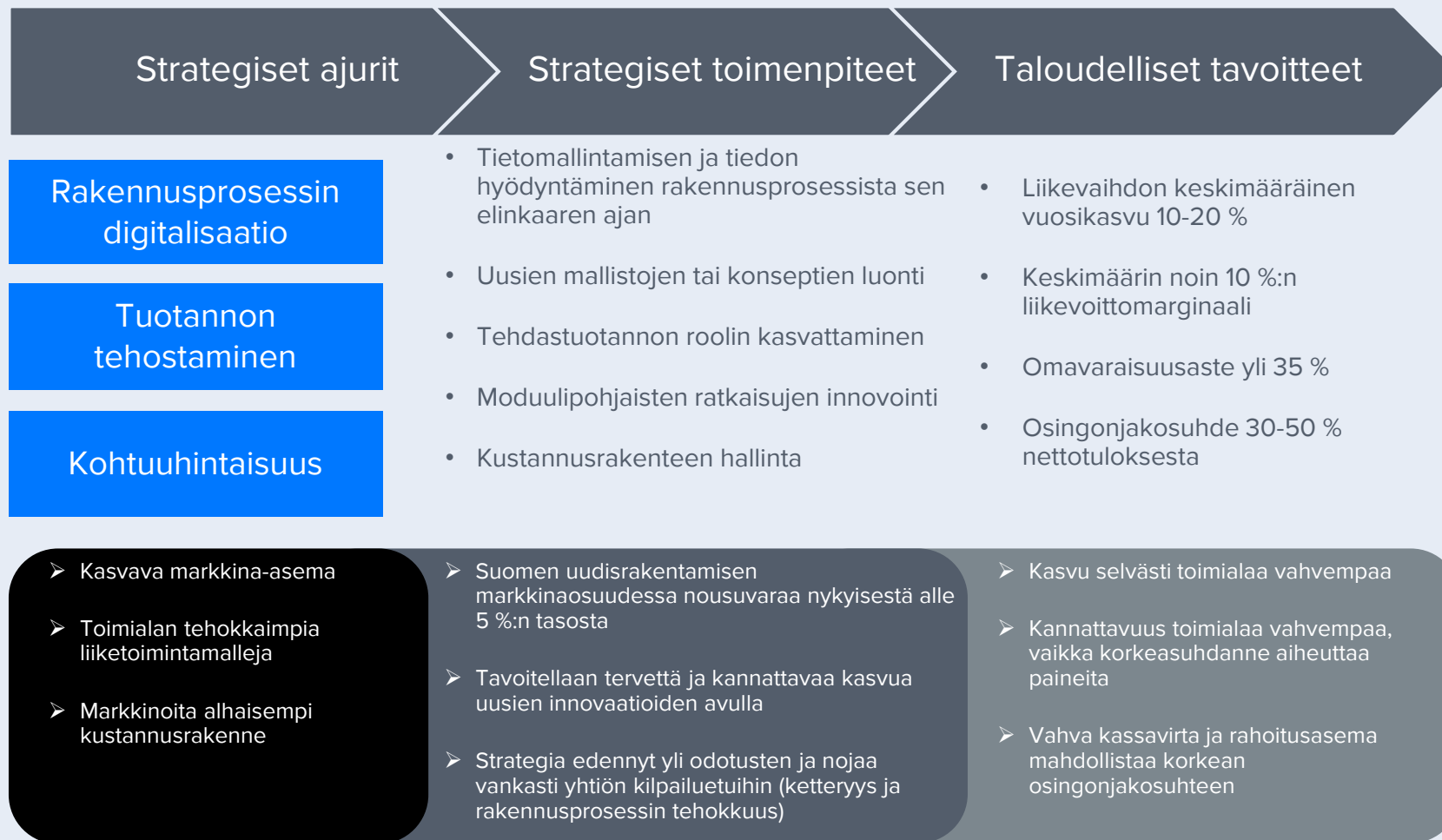
Osinkopoliittikka: vakaa osingonjako ja 30-50 osingonjakosuhte nettotuloksesta

Kasvun on ollut selvästi tavoitteita vahvempaa (2016: +31 % ja 2017: +65 %) ja EBIT-marginaali on ollut yli 10 % (2016: 11,2 % ja 2017: 10,8 %). Omavaraisuusaste on pysynyt vahvana (2017: 56 %) ja osinkoa on pystytty jakamaan omistajille tavoitteiden mukaisesti. Uskomme yhtiön pystyvän jatkossakin pysymään tavoitteissaan kannattavuus poislukien. Viime vuosien yli 10 %:n liikevoittomarginaali on näkemyksemme mukaan haastava saavuttaa ja ennusteissamme olemme pessimistisempiä.

Taloudelliset tavoitteet 2016-2020



Lehto strategia yhteenveto



Markkinakatsaus 1/8

Suomen asuntorakennusmarkkinat

Suomen talousnäkymät

Kokonaisuutena Suomen talousnäkymät ovat tällä hetkellä mielestämme positiiviset, mutta hidastumaan päin. Ennustetun talouskehityksen pitäisi arviomme mukaan lievästi tukea lähivuosien rakentamisen kysyntää, mutta seuraten talouden asteittaista hiipumista. Finanssialan Keskusliiton kokoaman rahoituslaitosten ennusteiden mukaan Suomen BKT:n ennustetaan kasvavan kuluvana vuonna 2,5-3,0 % ja työttömyysasteen ennustetaan laskevan 0,4-1,1 %-yksikköä. Inflaation odotetaan olevan 0,8-1,5 %.

BKT:n muutos	2018e	2019e
S-Pankki	3,0 %	2,3 %
Aktia	2,6 %	2,2 %
Nordea	3,0 %	2,5 %
OP Ryhmä	2,8 %	2,3 %
Handelsbanken	2,5 %	1,9 %
Hypo	3,0 %	2,0 %
Danske Bank	2,7 %	2,0 %

Lähde : Finanssialan ry

Luottamus talouteen vahvaa

Talouden piristymistä on tukenut kuluttajien kohentunut tilanne, kun matalat korot ja selvästi parantunut työllisyystilanne ovat tukeneet kotimaista ostovoimaa. Tilastokeskuksen kuluttajabarometrin mukaan kuluttajaluottamus oli elokuussa 21,5, joka oli pitkän aikavälin keskiarvoa korkeampi (12,6), mutta jääden hieman viime vuoden lukemasta (23,5). Suunta indikaattorilla on alaspäin, kun heinäkuussa lukema oli 22,0 ja kesäkuussa vastaavasti 23,0. Luottamusindikaattorin osatekijöistä kuluttajien odotukset säästämismahdollisuuksista paranivat

elokuussa. Arviot omasta ja Suomen taloudesta heikkenivät elokuussa kuitenkin hieman heinäkuusta. EK:n julkaisemassa rakennussektorin luottamusindikaattorissa ollaan noustu tasaisesti ja saavutettu vuoden 2011 taso. Elokuussa luottamus nousi +13 pisteeseen heinäkuun -3 pisteen notkahduksesta ja oli selvästi yli pitkän aikavälin keskiarvon (-7 pistettä). Kasvuodotukset näkyvät myös tilauskannan indikaattorissa, joka on noussut nollan yläpuolelle.

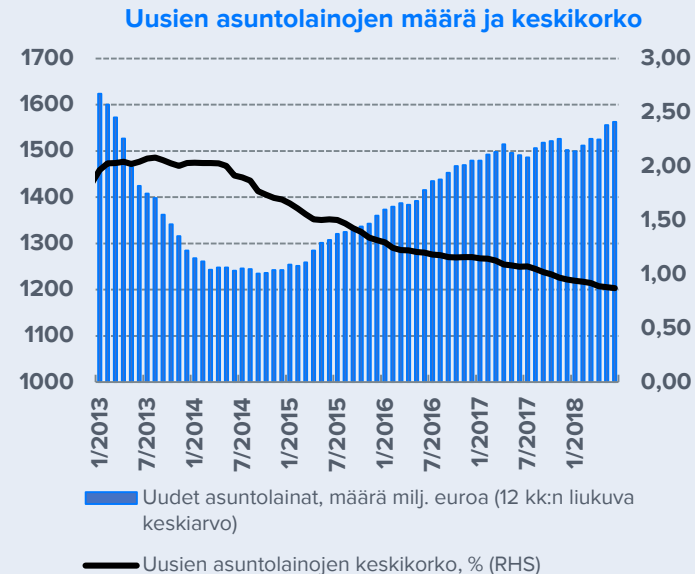
Pidämme Suomen pidemmän aikavälin talouskasvunäkymiä kohtuullisina, mutta ottaen huomioon talouden pitkän aikavälin rakenteelliset haasteet ja globaalin taloussyklin suhteellisen kypsän vaiheen, odotamme parhaan talouskasvun vaiheen olevan toistaiseksi takana.

Ohjauskorot pysyvät edelleen matalina

Asunto- ja kiinteistömarkkinoita tukevat tällä hetkellä EKP:n elvytystoimet ja historiallisen alhainen korkotaso, joiden myötä asuntolainojen keskiporkotaso on laskenut Suomessa jo alle 1 %:n. Samalla uusien asuntolainojen määrä on noussut hieman tai pysynyt tasaisena. Suomen pankin mukaan kotitaloudet nostivat kesäkuussa 2018 uusia asuntolainoja 1,8 mrd euron edestä ja uusien asuntolainojen keskiporko oli 0,87 % ja laskennallinen marginaali 0,85 %. Nykyinen historiallisen matala korkotaso tukee osaltaan rakennusyhtiöitä pitäen kuluttajien ja sijoittajien korkokulut pieninä. Euroopan keskuspankki laski vuonna 2016 ohjauskorkonsa ennätysalhaalle 0,0 %:iin ja aloitti määrällisen elvytyksen tukeakseen euroalueen elpymistä ja torjuakseen deflaatiota. Tuoreimpien tietojen mukaan EKP:n arvopapereiden osto-ohjelman on tarkoitus päättyä vuoden 2018 lopussa ja korkojen lähtevän nousuun vasta vuoden 2019 toisella vuosipuoliskolla.



Lähde: Elinkeinoelämän keskusliitto, Tilastokeskus



Lähde: Suomen Pankki

Markkinakatsaus 2/8

Muuttoliike kaupunkeihin voimistuu

Kaupungistumisen megatrendi on jatkunut Suomessa vahvana ihmisten muuttaessa työpaikkojen ja palveluiden perässä maaseudulta kaupunkiin. Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkeihin, josta kertoo esimerkiksi pääkaupunkiseudun asukasmäärän kasvu vuonna 2017 noin 16500 asukkaalla eli noin 1,4 %:lla. Odotamme tämän kehityksen jatkuvan, sillä Suomen kaupungistumisaste on selvästi muita teollistuneita maita ja esimerkiksi Ruotsia jäljessä. VTT:n vuoden 2015 kaupungistumisskenaarion ennusteen perusteella yli 620 000 henkilöä voi Suomessa muuttaa edelleen kaupunkiseuduille vuoteen 2040 mennessä. Viime vuosina piristynyt talouskasvu, kuluttajien sekä yritysten luottamuksen kohentuminen ja muuttoliikkeen voimistuminen kasvukeskuksiin on vahvistanut kysyntää asuntomarkkinoilla ja tätä kautta piristänyt rakennussuhdanteen näkymiä viimeisinä vuosina.

Väestön ja aluerakenteen muutokset ohjaavat tällä hetkellä asuntomarkkinoiden kehitystä Suomessa, mikä näkyy erityisesti uudisasuntotuotannossa. Rakennusyhtiöiden uudet tilasuunnitteluun liittyvät asutuskonseptit ja moduulirakentamisen kasvu tekee asumisesta tulevaisuudessa kohtuuhintaisempaa ja tilan tarpeesta ollaan valmiita joustamaan matalampien kustannusten vuoksi. Kaupunkien kehitys ja laajeneminen voi suuntautua myös ylöspäin, kun kaavamuuтокsin voidaan jo elämässä olevan infrastruktuurin päälle rakentaa uusia asuntoja esimerkiksi lisäkerrosrakentamisen avulla.

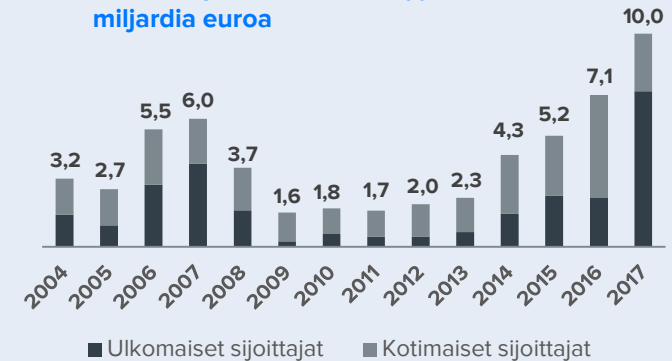
Uudisrakentaminen painottuu hyvin voimakkaasti tällä hetkellä kasvukeskuksiin, kun samalla haasteet kasvavat maakunnissa, missä väestönkehitys on kääntynyt negatiiviseksi.

Uusista asunnoista suurin osa rakennetaan isoihin kasvaviin kaupunkeihin ja niiden lähistölle. Suurimpien kaupunkien ja niiden lähistöjen asuntotarve on VTT:n ennusteen mukaan vuosittain 25 000–30 000 asuntoa. Vaikka suurin muuttoliike tapahtuu isoihin kasvukeskuksiin, myös pienemmät kuntakeskukset tulevat kohtaamaan voimistuvaa kysyntää ikääntyvän väestön muuttaessa reuna-alueilta lähemmäksi tarvittavia palveluita. Eliniän-odotteen ennustetaan nousevan tulevaisuudessa ja yhä useampi vanhus pystyy huolehtimaan itsestään tukihoidon avulla. Vanhat asunnot paikkaavat osin kysyntää, mutta esteettömyys ja seniorikodin palveluiden tarve tukevat myös uudisrakentamista.

Ulkomainen raha löytää Suomeen

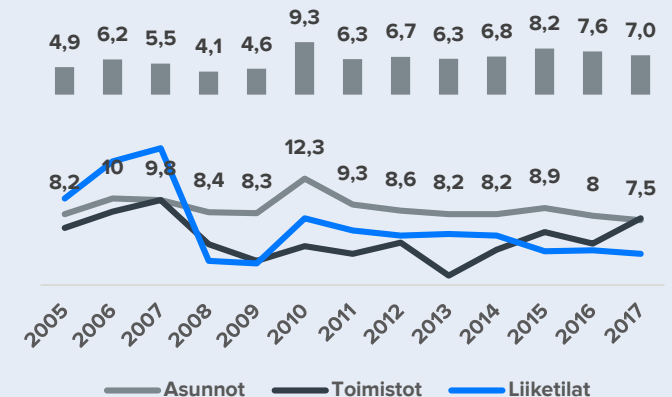
Suomeen on virrannut viime vuosina yhä enemmän ulkomaista sijoituspääomaa ja Catellan tietojen mukaan viime vuonna kiinteistöjen transaktiovolyymista 73 % oli ulkomaisilta sijoittajilta. Sijoittajakysynnän kannalta olennaista on, että asuntokiinteistöt ovat olleet viime vuosina kokonaistuottovertailussa muita kiinteistötyyppejä korkeammalla, jota on ajanut ennen kaikkea hyvä arvonkehitys. KTI:n kiinteistöindeksi mukaan vuonna 2017 asunnoille kirjattiin 7,5 %:n kokonaistuotto ja viimeisen 5-10 vuoden aikajaksolla asunnot ovat tuottaneet noin 3,5-4 % yksikköä enemmän kuin muut kiinteistötyypit. Kansainväliset sijoittajat ovat heränneet Suomen asuntomarkkinoille talouden lähdettyä nousuun jopa muuta euroaluetta ripeämmin, joka näkyy muun muassa viime aikoina ulkomaalaisille asuntorahastoille toteutetuissa suurissa asuntokaupoissa. Odotamme kiinnostuksen olevan vahvaa myös lähitulevaisuudessa talouskasvun ollessa Euroopan kärkitasoa ja tuottovaatimusten ollessa vielä suhteellisen korkeita muihin Pohjoismaihin nähden.

Kiinteistöjen transaktiovolyymi Suomessa, miljardia euroa



Lähde: Catella

Tuottoero: Asunnot - 10v Suomen valtion jvk



Lähde: KTI kiinteistöindeksi, Suomen Pankki, Inderes

Markkinakatsaus 3/8

Suomen rakennusmarkkinat

Suomen rakennusmarkkinoiden määrän kasvu on ollut poikkeuksellisen vahvaa viime vuodet, kun se ajoittain on kasvanut jopa kokonaistuotannon määrää nopeammin. Vuoden 2016 noin 5 %:n kasvu hidastui kuitenkin vuonna 2017 noin 3 %:iin ja sen ennakoitaan hidastuvan lähivuosina lisää. Rakennusteollisuuden (RT) lokakuinen ennuste povaa vuodelle 2018 noin 3 %:n määrän kasvua, josta se hidastuisi 0 %:n kasvuun vuonna 2019. Foreconin ennuste odottaa rakentamisen määrän kasvavan vielä vuonna 2018 noin 3,5 %, mutta kääntyvän 1,5 %:n laskuun vuonna 2019.

Rakentamisen pikkuhiljaa hiipuvaa kasvua ajaa näkemyksemme mukaan yksityisen kulutuksen ja ostovoiman lievä kasvu, parantunut luottamus ja työllisyystilanne, matala korkotasoa, vahvat pitkän aikavälin peruskysyntätekijät, korkealla tasolla pysyvä sijoittajakysyntä, useat suuret samanaikaisesti käynnissä olevat liike-, teollisuus- ja julkisen sektorin rakennushankkeet sekä tasaisesti rakennuskannan ikääntymisen myötä lisääntyvä korjaustarve. Lisäksi kasvua on tukenut vuosien 2012-2015 matalien rakennusvolyyymien myötä syntynyt patoutunut kysyntä.

RT:n ennusteiden mukaan kasvu on rakentamisen segmentteittäin katsottuna laaja-alaista, kun sekä asuntojen ja muun uudisrakentamisen että korjausrakentamisen odotetaan kasvavan kuluvana vuonna. Infrarakentamisen odotetaan pysyvän vakaana, mutta lähtevän ensi vuonna laskuun jopa 3 %: laskuun. Vahvinta kasvua ennustetaan asuntojen uudisrakentamiseen, jossa rakentamisen määrän odotetaan kasvavan 10 % kuluvana vuonna asuinrakentamisen aloitusmäärien myötä. Muun uudisrakentamisen määrän odotetaan kasvavan 3 % ja korjausrakentamisen noin 1,5 %.

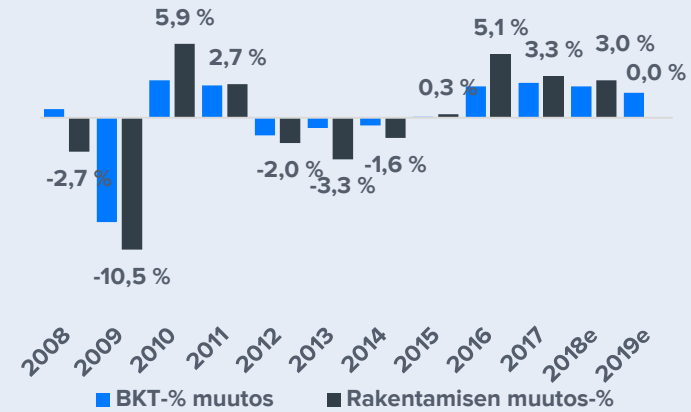
Maantieteellisesti katsottuna kasvu keskittyy yhä kasvukeskuksiin ja erityisesti PK-seudulle, jossa rakentamisen peruskysyntätekijät ovat kaikkein vahvimmat muun muassa muuttoliikkeen ja asumistarpeiden muutosten myötä.

Asuntorakentamisen näkymät

Suomen asuntorakentamisen näkymät vuodelle 2018 ovat edellisvuoden korkeista aloitusmääristä johtuen vahvat. Parin viime vuoden vahvan asuntorakentamisen kehityksen taustalla on nähdäksemme useiden keskeisten asuntojen kysyntäajureiden pitkään jatkunut positiivinen kehitys sekä useiden vuosien aikana kasvukeskuksiin muodostunut patoutunut tarve asunnoille.

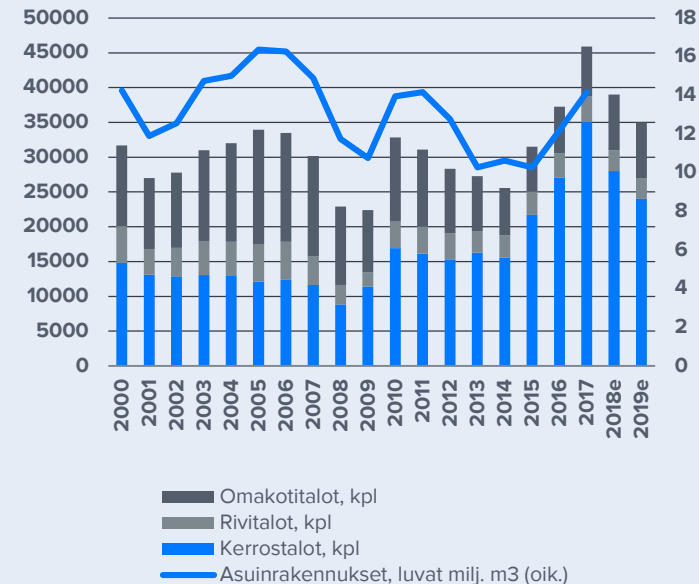
Näkemyksemme mukaan vuodesta 2018 tulee vielä asuntojen uudisrakentamisessa hyvä vuosi, mutta vuodesta 2019 eteenpäin kasvu kääntyy laskun puolelle. Ennustelaitoksista Forecon odottaa vuoden 2019 asuntojen uudisrakentamisen laskevan Suomessa jopa 6 %. Edellisvuosien vahvoin asuintaloihin odotetaan merkittävää laskua jo vuonna 2018 ja edelleen vuonna 2019, mutta viimeisimpien tilastojen perusteella emme pitäisi noin 40000-45000 kappalemääriä kuluvana vuonna yllätyksenä. Vuonna 2017 Suomessa aloitettiin noin 46 000 asuntoa ja Foreconin mukaan aloitusten ennustetaan laskevan vuonna 2018 noin 39 000 ja vuonna 2019 noin 35 000 kappaleeseen. Arvioiden mukaan asuntotuotantotarve olisi noin 30 000 asuntoa per vuosi, joten tuotantomäärät eivät ole kestävällä tasolla ja se on lisännyt riskejä ylitarjonnasta varsinkin pääkaupunkiseudulla sekä suurimmissa kasvukeskuksissa.

Kokonaistuotannon ja rakentamisen määrän kehitys



Lähde: RT, Tilastokeskus

Asuinrakennusten aloitukset ja myönnettyt luvat



Lähde: Forecon, Tilastokeskus

Markkinakatsaus 4/8

Asuntojen peruskysyntäajurit pysyneet vahvoina

Asuntokysyntää ja -hintoja määrittää pitkällä aikavälillä peruskysynnän (väestönkasvu, muuttoliike, asumisväljyys), ansiotason ja työllisyyden kehitys. Lyhyellä aikavälillä kysyntää ohjaa voimakkaasti myös korkotason, kuluttajaluottamuksen, rahoituksen saatavuuden ja sijoittajien tuottovaatimuksen muutokset. Asuntojen hinnat ovat jatkaneet maltillista nousua myös vuoden 2018 puolella, eikä Suomessa ole nähty muun euroalueen tai Pohjoismaiden kaltaista nopeaa hinnannousua mikä altistaisi markkinat nopealle hinnan laskulle. Lisäksi asuntojen hinnat suhteessa tuloihin ovat viime vuosina olleet jatkuvassa laskutrendissä, mikä kertoo mielestämme asuntomarkkinoiden terveemmästä kehityksestä finanssikriisin jälkeen. Hinnat ovat kuitenkin eriytyneet ja vahva hintakasvu on pääkaupunkiseudulla myös aiheuttanut isomman notkahduksen uusien asuntojen hinnoissa. Yhä useampi ihminen kuitenkin muuttaa kaupunkeihin, joka voi lisätä eriytymistä entisestään.

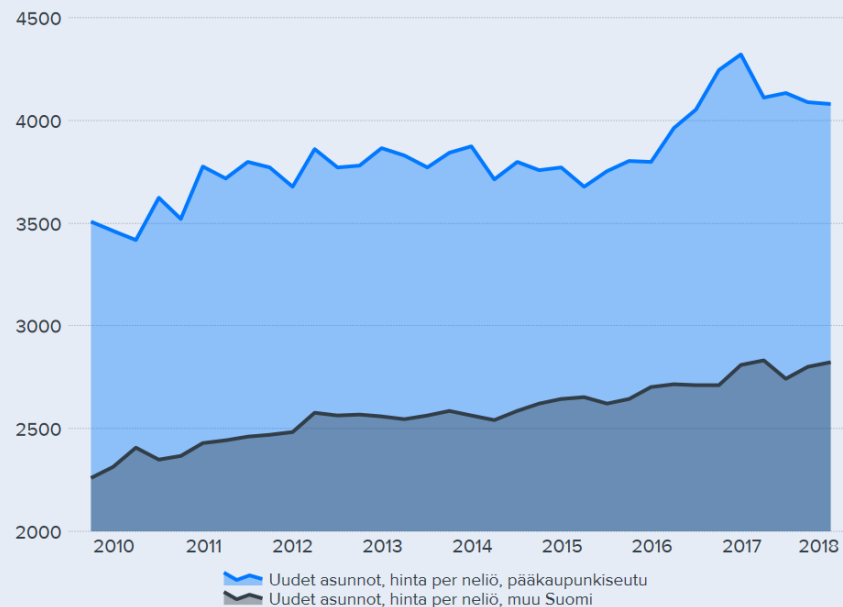
Näkemyksemme mukaan asuntojen peruskysyntätekijät ovat hyvin positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkeihin ja asutuskuntien koko pienenee. Kuluttajien asunnonostokyvyssä ei ole nähdäksemme tapahtunut merkittäviä muutoksia, mutta trendi on ollut lievästi positiivinen johtuen ansiotason hienoisesta kasvusta, korkotason laskusta ja asuntohintojen maltillisesta kehityksestä.

Asuntojen hinnat suhteessa tuloihin, indeksi = 100



Lähde: Thomson Reuters

Uusien asuntojen neliöhinnat



Lähde: Thomson Reuters

Asuntomarkkinoiden yleiskuva





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

Arvioiden mukaan tarve 25000-30000 asuntoa vuosittain. Nykyinen tuotantotaso ei kestäväällä pohjalla

Kuluttajat luottavat vahvasti talouden positiiviseen kehitykseen ja kuluttajaluottamus korkealla tasolla

Sijoittajien kysyntä hyvällä tasolla, mutta rahoitusolojen kiristyminen ja tuottovaatimusten nousu edessä

Rakentajat hyötyvät laaja-alaisesta kysynnästä, kuluttajamyynnin pirstumisesta ja kohtuullisesta kustannuskehityksestä.

Nykytila:  = hyvin positiivinen  = positiivinen
 = heikko  = kohtuullinen

Trendi:  = paranee  = vakaa  = heikkenee

Markkinakatsaus 5/8

Korjausrakentamisessa tasaista kasvua

Korjausrakentamisen osuus Suomen noin 27,0 mrd. euron arvoisesta talonrakentamisen markkinasta oli vuonna 2017 noin 49 %. Korjausrakentamisen määrä kasvoi noin 2 % edellisvuodesta 13,1 mrd. euroon jääden muun rakentamisen kasvusta. Korjausrakentamisen volyymi on kuitenkin kasvanut viimeisen vuosikymmenen ajan hyvin vakaasti, keskimäärin noin 2,1 % vuodessa, kun taas talonrakentamisen uudistuotannon volyymikasvu on heitellyt voimakkaasti suhdanteiden mukaan.

Rakennusteollisuus RT ennustaa Suomen korjausrakentamisen keskimääräiseksi vuosikasvuksi 2,0 % vuosina 2018-2019 ja Forecon vastaavasti noin 1,6 % vuosille 2018-2019. Korjausrakentamisen kasvua ajaa rakennuskannan keski-ikäen nousu ja tyypilliseen peruskorjausikään tulevien (n. 50-vuoden käyttöikä) vanhojen rakennuksien osuuden kasvu rakennuskannasta. Euroconstructin mukaan suurien rakennusvolyyymien vuodet tukevat asuinrakennusten korjaustarpeita 2020-luvulle asti ja muiden rakennusten osalta 2030-luvulle asti. Nyt peruskorjauksiä olevien 60-luvun rakennusten osuus Suomen rakennuskannasta on noin 11 %, kun 2020- ja 2030-luvulla korjausikään tulevien 1970- ja 1980-luvun rakennusten osuus on noin 17 % ja 18 %. Muiden rakennuksien kasvava korjausvelan määrä tukee Lehdon käyttötarkoituksen muutostöitä ja näkemysemme mukaan markkina tulee olemaan siinä otollisempi isommille toimijoille kuin asuinrakennusten peruskorjauksissa. Toimistojen vajaakäyttöaste on noussut pääkaupunkiseudulla 14,2 %:iin viimeisen vuoden viimeisellä neljänneksellä vuoden 2015 noin 13 %:sta. Hyville paikoille rakennetaan uusia tiloja, mutta yhä useampi

toimisto jää samalla käyttämättä huonoimmilla sijainneilla.

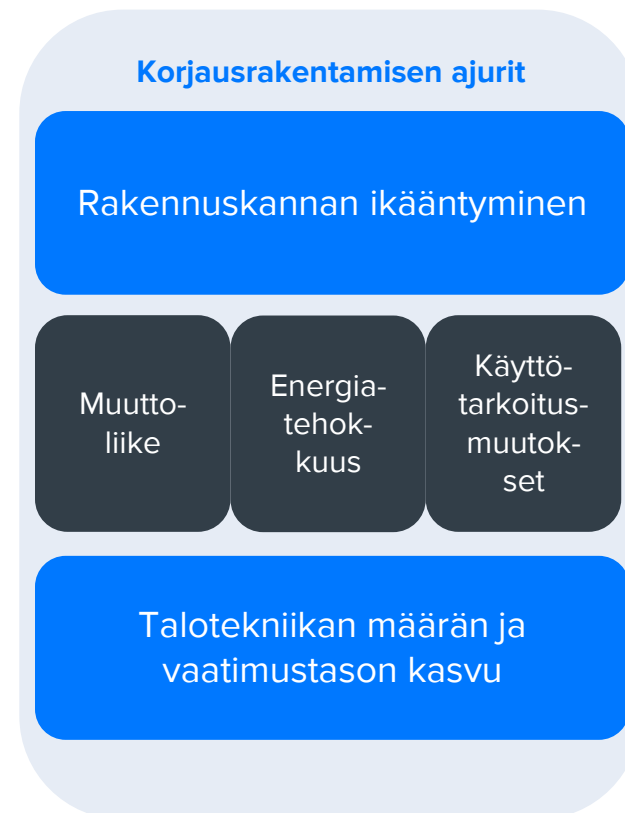
Lisäksi korjausrakentamisen kasvua tukee mm. nousevat energiakustannukset ja -tehokkuusvaatimukset, väestön ikääntymisen myötä kasvavat esteettömyysvaatimukset, sekä talotekniikan määrän ja vaatimustason kasvu. Korjausrakentamisen kasvua hidastaa tällä hetkellä puolestaan erityisesti ammattitaitoisen työvoiman saanti, kun korjausrakentamisessa lisävolyymit syntyvät pääosin uusien käsiparien kautta.

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. Arvioimme kasvukeskuksissa korjausrakentamisen kasvuvauhdin olevan lähivuosina selvästi nopeampaa verrattuna koko markkinan keskimääräiseen kasvuvauhtiin. Tällä hetkellä isoimpien kaupunkiseutujen osuus korjausrakentamisen markkinasta on noin 60 %. Kasvukeskuksien ulkopuolella korjausrakentamisen kasvun arvioimme sen sijaan olevan selvästi markkinakeskiarvoa vaisumpaa, koska kiinteistöjen korjaaminen tulee olemaan näillä alueilla muuttoliikkeen ja alhaisemman hintatason vuoksi entistä useammin taloudellisesti kannattamatonta. Karkeasti arvioituna pääkaupunkiseudulla putkien uusiminen maksaa noin 800-850 €/m² ja muualla maassa noin 400-450 €/m².

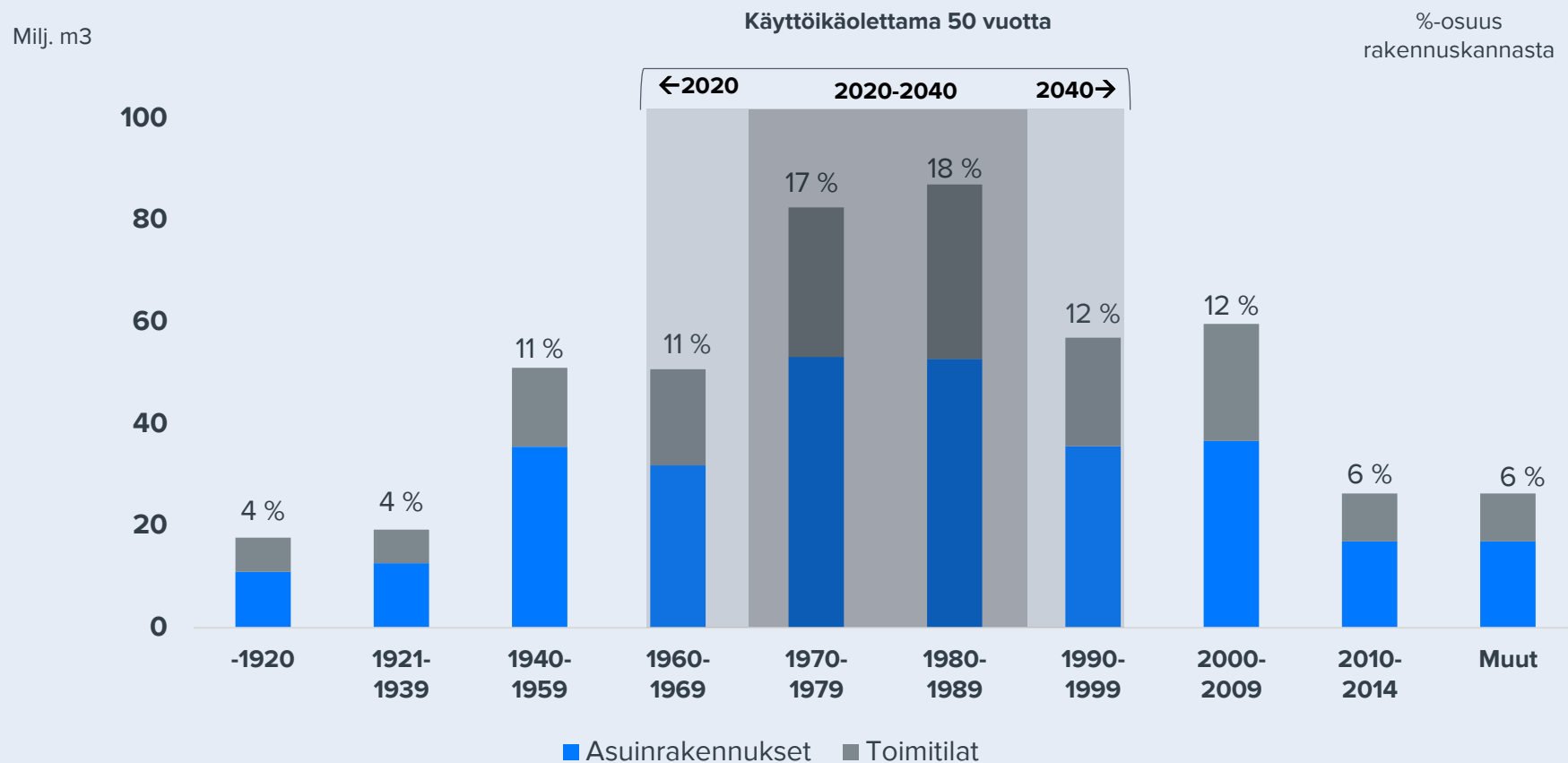
Korjausmarkkinan projektien keskikoko on uudisrakentamiseen verrattuna hyvin matala. Yli

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



Markkinakatsaus

Suomen rakennuskannan ikäjakama



Markkinakatsaus 6/8

Toimitilarakentamisen näkymät

Odotamme Suomen toimitilarakentamisen volyymikasvuun pienoista hidastumista vuonna 2018 vahvan viime vuoden jälkeen, jota tuki useat suuret liike-, teollisuus- ja julkisen puolen rakennushankkeet. Vastaavaa määrää uusia suurhankkeita ei ole lähiaikoina näköpiirissä.

Rakentaminen on keskittynyt suuriin kasvukeskuksiin ja etenkin isot raidehankkeet Tampereella ja Helsingissä ovat siivittäneet kysyntää liike- ja toimistotiloille liikenteen solmukohdissa. Teollisuusrakentaminen on vetänyt hyvin viennin kehityksen ansiosta ja isot sairaalahankkeet ovat lisänneet julkisten tilojen kysyntää. Viime vuonna muun kuin asuinrakentamisen aloitukset ylsivät 26,4 miljoonaan kuutiioon ja niiden ennustetaan tänä vuonna laskevan 1,5 miljoonalla kuutiolla. Aloituksien odotetaan laskevan jokaisessa pääkäyttötarkoituksessa.

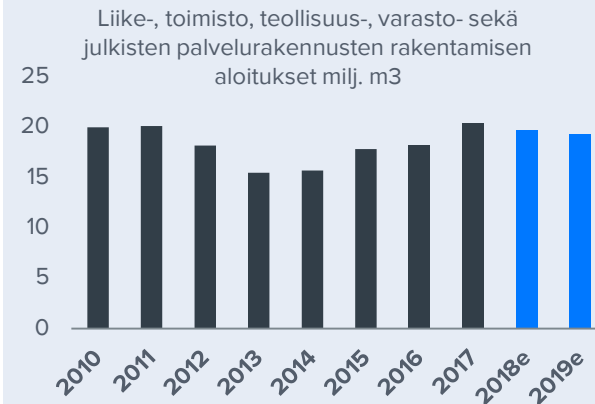
Pitkällä aikavälillä toimitilarakentamisen määrää ajaa peruskysyntätekijöiden, kuten ostovoiman kehityksen, tilantarpeiden muutokset, väestönkasvu ja muuttoliike. Lyhyellä aikavälillä kysyntään vaikuttaa muutokset kiinteistöjen vajaakäyttöasteissa, vuokratuotossa, rahoituksen saatavuudessa, korkotasossa ja tuottovaatimuksissa. Seuraavalla sivulla näkyvässä graafissa olemme listanneet näkemyksemme toimitilarakentamisen keskeisten ajureiden tilanteesta (nuolen väri) ja arviomme kehitystrendistä (nuolen suunta).

Näkemyksemme mukaan toimitilamarkkinoiden kysyntäajurit ovat tällä hetkellä kokonaisuutena kohtuullisen positiiviset, mutta emme näe

ajureiden olevan merkittävästi positiivisempia lähivuosina. Kuten asuntorakentamisen kohdalla, myös toimitilarakentamisessa peruskysyntätekijät ovat kehittymässä positiiviseen suuntaan muuttoliikkeen, väestönkasvun ja kaupungistumisen myötä. Ostovoiman ja talouskehityksen lievä elpyminen ovat lisäksi kasvattaneet yksityistä kulutusta ja investointeja.

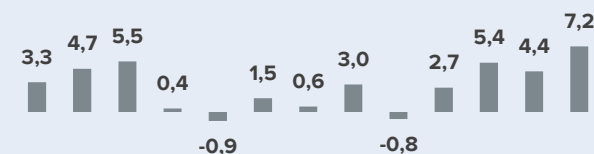
Toimitilakiinteistöjen vuokrat ovat säilyneet paikoin korkeista vajaakäyttöasteista huolimatta hyvällä tasolla ja prime-kohteiden tuottovaatimukset ovat laskeneet. Yhdessä matalan korkotason kanssa tämä on johtanut kiinteistökauppamarkkinan aktivoitumiseen ja volyymien merkittävään kasvuun. Kiinteistöjen transaktiovolyymi Suomessa nousi viime vuonna jo 10 miljardiin euroon, mikä ylittää vuosien 2006-2007 kiinteistöbuumin tason selvästi. Merkittävä osa viime vuosien transaktiosta on kuitenkin ollut asuntokiinteistöjen portfoliokauppoja ja se näkyy myös ulkomaisten sijoittajien aktivoitumisena. Nykyisten ennusteiden valossa tuottovaatimukset tulevat lyhyellä aikavälillä edelleen laskemaan hieman lähemmäs muiden Pohjoismaiden tasoa mikä tukee toimitilarakentamista.

Toimitilarakentamisen aloitukset (milj. m³)

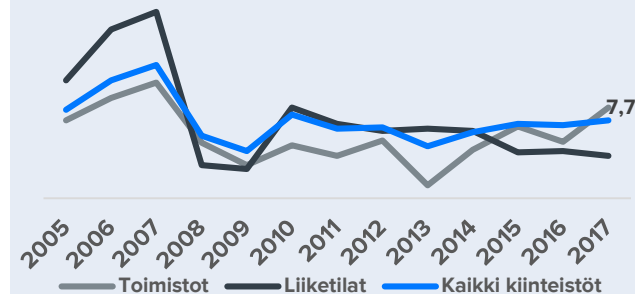


Lähde: RT, Tilastokeskus

Tuottoero: Toimistot- 10v Suomen valtion jvk



Toimitilasijoitusten kokonaistuottoja %



Lähde: Inderes, KTI, Catella

Toimitilamarkkinoiden yleiskuva

Peruskysyntätekijät	<ul style="list-style-type: none"> - Ostovoima - Kaupungistuminen - Rakenteellinen kysyntä - Investoinnit 	<ul style="list-style-type: none"> ↖ ➤ ➤ ➤ 	Ostovoiman kasvu ja kaupungistuminen lisää kysyntää hyvien liikenneyhteyksien varrella
Vuokramarkkina	<ul style="list-style-type: none"> - Vuokratasot - Vajaakäyttöasteet - Rahoitus ja sääntely 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ ↖ ↙ 	Prime-kohteiden vuokriin odotetaan pientä nousua, mutta erot alueittain kasvavat
Tuottovaatimus	<ul style="list-style-type: none"> - Tuottovaateet - Korkojen kehitys - KV-sijoittajien kysyntä 	<ul style="list-style-type: none"> ↖ ➤ ↖ 	KV-sijoittajia ilmaantunut markkinoille ja tuottovaatimukseen odotettavissa pientä laskua
Tarjonta-ajurit	<ul style="list-style-type: none"> - Tonttien hinnat ja saatavuus - Rakennuskustannukset - Kannattavuus 	<ul style="list-style-type: none"> ↙ ↖ ↖ 	Tonttipula ja tonttikustannukset rajoittavat tarjontaa, kun samalla myös muut rakentamisen kustannukset nousevat

Nykytila: ● = hyvin positiivinen ● = positiivinen
 ● = heikko ● = kohtuullinen

Trendi: ↖ = paranee ➤ = vakaa ↙ = heikkenee

Markkinakatsaus 7/8

Hyvinvointitilojen näkymät

Hoivakodit

Suomen väestö ikääntyy nopeasti ja yli 75-vuotiaiden osuuden odotetaan nousevan merkittävästi vuoteen 2030 mennessä. Väestön ikääntyessä hoivapalveluiden menojen odotetaan kasvavan. Ikääntyneiden laitos- ja asumispalveluja sai THL:n mukaan Suomessa vuoden 2016 lopussa noin 21 prosenttia 75 vuotta täyttäneistä eli noin 106 000 henkilöä.

Väestön ikääntymisen takia kunnilla on tällä hetkellä voimakas tarve lisätä hoivapaikkojen määrää ja odotamme yksityisten hoivakotien kysynnän kasvavan lähivuosikymmeninä merkittävästi. Voimistuva kysyntä luo myös kasvavaa kilpailua ja Lehdon on pystyttävä muuntautumaan markkinan kysynnän mukaan. Myös Lehto on kommentoinut markkinan kysyntätilanteen muuttuneen eikä perinteisiin 1-2 kerroksisille hoivatiloille tunnu riittävän entiseen malliin kysyntää. Tilat ovat monimutkaistuneet ja vaativat enemmän suunnittelua sekä työtä, mikä on aiheuttanut katteiden laskua projekteissa. Lähivuosina alueelliset ylitarjontatilanteet ovat mahdollisia ja tämä saattaa myös hetkellisesti vaikeuttaa Lehdon kasvuun hoivatilojen kohdalla.

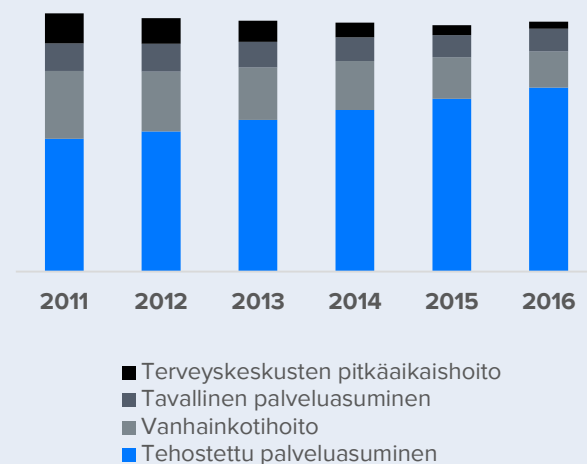
Päivähoitomarkkina

Päiväkotitoiminta on Suomessa kuntien lakisääteinen velvoite. Siihen käytetään karkeasti noin 3 miljardia euroa vuosittain, josta yksityisten päiväkotien osuus on noin 14 % Touhulan Päiväkodin mukaan. Tilastokeskus ennustaa lasten määrän Suomessa laskevan

vuoteen 2020 asti. Sen sijaan päivähoidossa olevien lasten suhteellinen osuus on noussut jatkuvasti vuoden 2000 noin 59 prosentista noin 68 prosenttiin vuoteen 2016 mennessä. Odotamme tämän osuuden edelleen kasvavan, sillä muissa Pohjoismaissa päivähoidossa olevien lasten määrä on selvästi korkeampi. Esimerkiksi Ruotsissa päivähoidossa olevien lasten osuus oli vuonna 2014 noin 71 % ja Norjassa noin 76 %. Touhula Päiväkodit ennustaa päivähoidossa olevien lasten osuuden kasvavan Suomessa noin 70 %:iin ja yksityisten päiväkotien penetraatioasteen 21 %:iin vuoteen 2020 mennessä. Nämä ennusteet ovat mielestämme realistisia huomioiden historiallinen kehitys ja ne tarkoittaisivat toteutuessaan yli 10 %:n vuotuista keskimääräistä vuosikasvua vuosina 2016-2020.

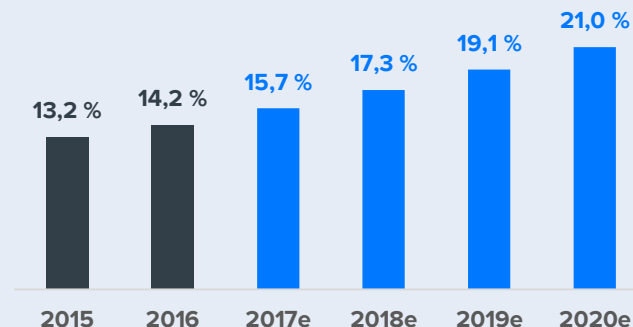
Odotamme yksityisten päiväkotien yleistyvän merkittävästi lähivuosikymmeninä, sillä yksityisten päiväkotien penetraatioaste on Suomessa suhteellisen pieni ja ala tarjoaa siksi merkittäviä kasvumahdollisuuksia suurille hoiva-alan yrityksille. Suomessa on myös kasvava tarve uusille päiväkodeille kaupungistumiskehityksen ja julkisen sektorin velkaantumisen takia. Markkinassa toimivat hoiva-alan yritykset eli ns. hoivaoperaattorit ovat asiakkaita Lehdolle, koska ne tyypillisesti eivät halua sitoa pääomaa kiinteistöihin, vaan tulevat mieluummin vuokralaisiksi. Lehto rakentaa heille kohteen ja myy kohteen sijoittajalle eteenpäin joko ennen rakentamista tai sen jälkeen.

Hoivapalveluiden rakenne Suomessa (yli 75-vuotiaiden määrä)



Lähde: THL, Tilastokeskus

Yksityisten päiväkotien penetraatioaste-%



Lähde: Tilastokeskus, Touhula Päiväkodit

Markkinakatsaus 8/8

Yksityinen päivähoito on usein myös kunnalle houkuttelevaa, koska siitä ei aiheudu erillisiä investointikustannuksia eikä se sido pääomaa päiväkotitiloihin. Edelleen yksityiset päiväkodit ovat keskimäärin kunnallisia päiväkoteja kustannustehokkaampia. Suomen kuuden suurimman kaupungin selvityksen perusteella yksityiset toimijat pystyivät järjestämään päivähoiton 15-30 % halvemmalla kuin kunta itse.

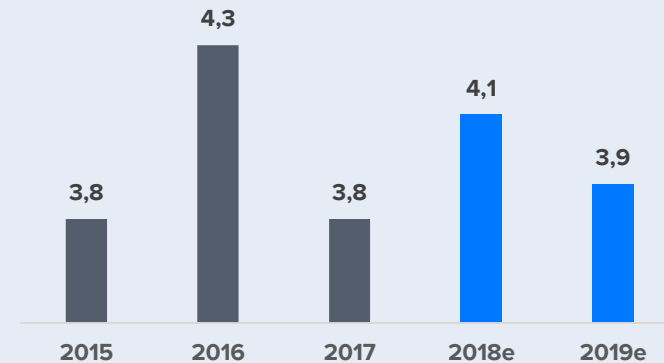
Koulut

Kouluissa ja päiväkodeissa on arviomme mukaan Lehdolle paremmat mahdollisuudet kasvaa kuin perinteisissä hoivatoissa. Suomessa oli Tilastokeskuksen mukaan vuoden 2016 lopussa 3395 oppilaitosta ja kuntaliiton tutkimuksen mukaan 12-18 % päiväkodeista ja kouluista kärsii merkittävästä kosteus- ja homevaurioista. Koulujen osalta lukema voi olla vielä suurempi, sillä vuonna 2012 tehdyn tutkimuksen perusteella 24 % koulurakennuksista löytyi kosteus- ja homevaurioita. Edelleen OAJ:n 2012 kyselytutkimuksen perusteella jonkinlaisia sisäilmaongelmia tuli esiin 2/3 kouluista.

Yksittäiset koulukiinteistöhankeet voivat Suomessa olla noin 10 MEUR:n suuruisia ja ne ovat siten investointiarvoltaan selvästi hoiva- ja päiväkotihankkeita suurempia (usein investointiarvoltaan luokkaa 2-4 MEUR). Koulujen rakentaminen ja rakennuttaminen kiinnostaa siten arviomme mukaan myös suurempia rakennusliikkeitä ja siten kilpailu koulujen rakentamisessa on todennäköisesti kireämpää kuin hoivakodeissa ja päiväkodeissa. Esimerkiksi YIT ja SRV tarjoaa Lehdon tavoin

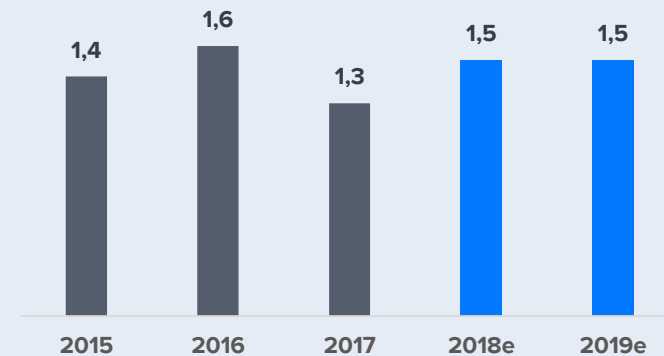
urakoita ja elinkaarimalleja kouluja varten. Lisäksi markkinoilla on erikseen rakennuttamiseen erikoistuneita toimijoita, kuten Suomen Hoivatilat, jotka vievät hankkeista kehityskatteen, joka yleisesti jää Lehdolle sen omaperusteisissa hankkeissa.

Julkisten palvelurakennusten käynnistyminen, milj. m³



Lähde: Tilastokeskus, Rakennusteollisuus RT

Opetusrakennusten käynnistyminen, milj. m³



Lähde: Tilastokeskus, Rakennusteollisuus RT

Historiallinen kehitys 1/3

Tilaukanta 2,5 kertaistunut 2,5 vuodessa

Lehdon tilaukannan kehitys on ollut erittäin vahvaa vuodesta 2015 lähtien. Tilaukanta on noussut vuoden 2015 noin 195 MEUR:sta vuoden 2017 lopun 538 MEUR:oon, joka tarkoittaa noin 175 %:n kasvua. H1'18 tilaukanta on jatkanut vahvaa kasvuaan ja se nousi 33 % noin 665 MEUR:oon viime vuoden vastaavan ajanjakson 498 MEUR:sta. Tilaukanta on kasvanut voimakkaasti jokaisella palvelualueella, mutta tilaukannan kasvua eniten absoluuttisesti on tuonut Asunnot-palvelualue, jossa tilaukanta on noussut noin 100 MEUR:sta melkein 300 MEUR:oon vuoden 2017 lopussa.

Tilaukannan nousuun viime vuosina on myös vaikuttanut projektien keskikoon pienoinen kasvaminen Toimitiloissa ja Asunnot-palvelualueen hyvä veto. Tilaukannan keskikoko on näkemyksemme mukaan kuitenkin suhteellisen pientä, eikä yksittäisen projektin osuus ole vielä merkittävä riski yhtiölle. Alkuvuonna 2018 saatiin tilauskirjoihin kuitenkin 65 MEUR:n Seinäjoen Ideapark-kauppakeskushanke, joka on noin 10 % koko tilaukannasta, mutta kohteen riskisyyttä pienentää Lehdon aikaisempi kokemus Ideaparkin rakentamisesta Ouluun. Markkinan hidastuminen ei mielestämme rajaa tilaukannan kasvua, sillä uskomme Lehdon pystyvän jatkossakin voittamaan markkinaosuuksia kilpailukykyisillä hinnoillaan.

Nopeaa kasvua kannattavasti

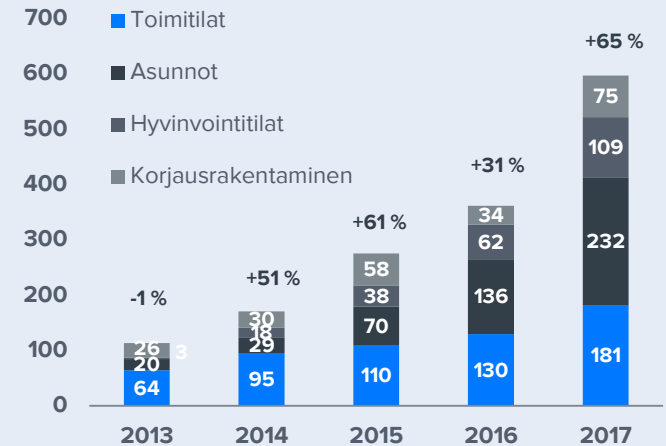
Lehdon liikevaihdon kehitys on ollut hyvin nousujohteista vuodesta 2009 tähän päivään saakka. Vuoden 2009 noin 16 MEUR:n liikevaihdosta yhtiö on kasvanut viime vuoden loppuun mennessä 598 MEUR:oon, mikä

tarkoittaa lähes 60 %:n keskimääräistä vuotuista liikevaihdon kasvua.

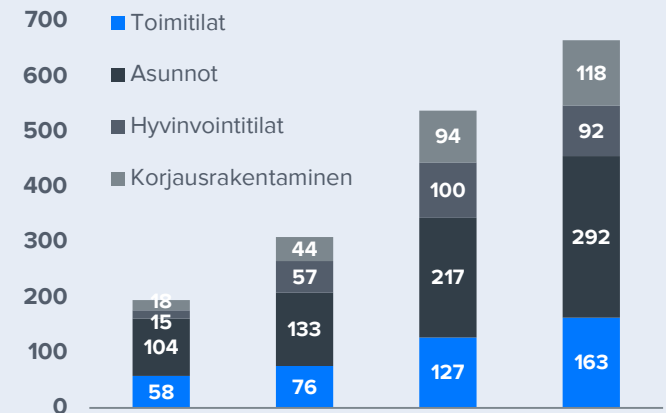
Vuosi 2013 on ainoa vuosi, jolloin liikevaihto laski (-1 %) epäsuotuisan markkinan ja edellisvuonna toteutuneiden isojen projektien myötä (Matkus Shopping Center), mutta lähti voimakkaaseen kasvuun moduuli- ja elementtituotannon kehityksen vetämänä. Viimeisimpinä vuosina kasvu on keskittynyt vahvaan orgaaniseen kasvuun, joka on seurausta markkinan piristymisestä sekä Lehdon strategiasta panostaa teollisen tuotannon lisäämiseen, kohtuuhintaisuuteen ja tuottavuuden kasvattamiseen.

Suurin osa kasvusta on syntynyt orgaanisesti, mutta Korjausrakentaminen-palvelualueella myös pienen yritysoston kautta. Lehto toteutti vuoden 2016 lokakuussa Wareco Oy:n koko osakekannan hankinnan noin 2,6 MEUR:n hinnalla. Warecon vuoden 2015 liikevaihto oli noin 28,7 MEUR ja tulos 0,7 MEUR. Vuoden 2015 tulostiedoilla kaupan arvostuskertoimet olivat kohtuulliset. P/S oli noin 0,1x ja P/E noin 3,7x. Yhtiön liikevaihto on kasvanut viime vuosina korjausrakentamisen kehitykseen nähden hyvin ja oli Inderesin tietojen mukaan vuonna 2017 noin 32 MEUR:n tasolla (+ 12 % v/v). Kasvu on kuitenkin vaatinut tulostasolta paljon joustoa. Vielä vuonna 2016 yhtiö teki noin 0,9 MEUR tuloksen, mutta vuonna 2017 tulos kääntyi yli 1 MEUR tappiolle. Pidämme alkuperäistä kauppahintaa kohtuullisena yhtiön kasvuun nähden, mutta vuoden 2017 tulosotkahdus ja 2018 alkuvuoden projektikatteiden heikentymiset korjausrakentamisen palvelualueella nostavat riskiä siitä onko kasvu syntynyt liian riskisten projektien kautta, jossa kova kasvu alkaa nyt kostautua.

Liikevaihto



Tilaukanta



Historiallinen kehitys 2/3

Lehdon kannattavuus on ollut vuosina 2013-2017 alan huippuluokkaa. Yhtiön keskimääräinen liikevoittomarginaali on viimeisen viiden vuoden aikana ollut noin 8,7 %. Ainoa heikompi vuosi osui vuodelle 2014, jolloin yhtiön kannattavuus laski 3,4 %:iin kovan kasvun ja rakennusalan heikon suhdanteen vuoksi. Vuonna 2016 yhtiö ylsi jopa 11,2 %:n liikevoittomarginaaliin, josta kannattavuus hieman aleni vuonna 2017 10,8 %:iin. Hyvän kannattavuuden taustalla on ollut yhtiön liiketoimintamallin ja konseptien tehokkuus sekä omaperustaisten hankkeiden lisääntyminen.

Osakekohtainen tulos ja osinko

Lehdon osakekohtainen tulos on ollut kovassa kasvussa vuosien 2013-2017 aikana. Vuonna 2013 osakekohtainen tulos oli 0,34 euroa, josta se on noussut viimevuoden lopun 0,89 euroon, joka tarkoittaa noin 28 % vuotuista keskimääräistä tuloskasvua. Vaikka vuoden 2014 aikana osakekohtainen tulos heikkeni selvästi, on yhtiön track-record ollut kokonaisuudessaan hyvin vakuuttava. Yhtiön pörssihistorian aikana vuosien 2016-2017 aikana osakekohtainen tulos on noussut vuoden 2015 0,52 eurosta noin 70 %.

Kovan tuloksentekokykynsä ansiosta on Lehto pystynyt maksamaan vakaata osinkoa omistajilleen. Yhtiö on maksanut tuloksestaan ulos omistajilleen 30-40 % pois lukien vuosi 2014, jolloin osingonjakosuhte oli noin 185 %. Vuodesta 2015 osinko/osake on kasvanut 0,18 eurosta noin 0,34 euroon.

Alkuvuonna kannattavuus heikkeni

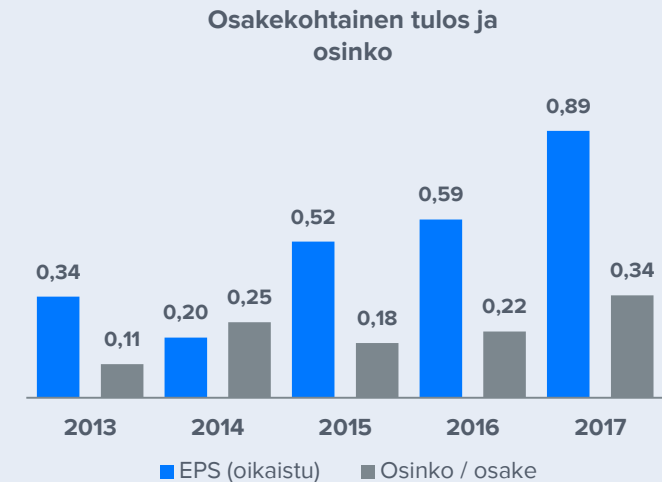
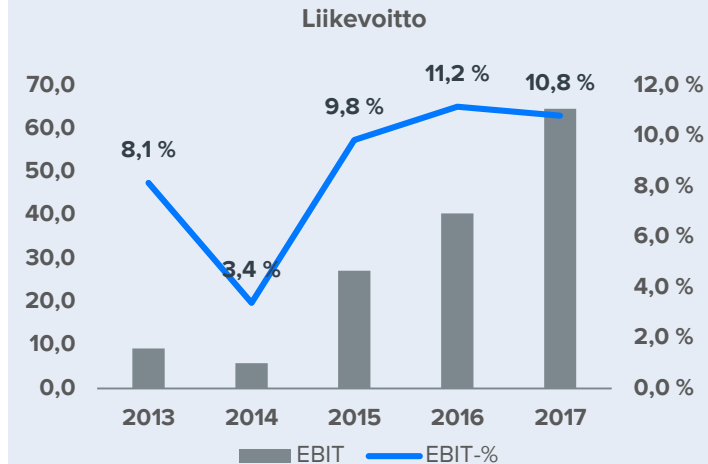
Alkuvuonna 2018 suuntaus oli kannattavuuden osalta odotettua heikompi. Liikevaihto kasvoi H1'18 36,4 % vertailukaudesta 292 MEUR:oon (H1'17 214 MEUR). Kasvua ajoi etenkin Toimitilat-

ja Hyvinvointitilat-palvelualueet, joissa liikevaihdot kasvoivat 50 ja 66 %-yksikköä vertailukaudesta. Korjausrakentamisen palvelualueella liikevaihto laski 10 %, kun katsauskaudella ei valmistunut yhtään omaperusteista hanketta toisin kuin vertailukaudella.

Kannattavuus heikkeni 13,7 MEUR:oon vertailukauden 15,4 MEUR:sta ja liikevoittomarginaali laski 4,7 %:iin (H1'17 EBIT-%: 7,2 %). Alhaisempaa liikevoittoa selittää Hyvinvointitilojen ja Korjausrakentamisen alkuperäistä korkeammat kustannukset ja sitä kautta heikentyneet projektikatteet. Hyvinvointitiloissa ongelmat ovat pääosin johtuneet siitä, että ollaan siirrytty vakioiduista konsepteista monimutkaisiin yksilöllisiin ratkaisuihin. Korjausrakentamisessa isot peruskorjaushankkeet, joissa voi olla paljon rakenteellisia yllätyksiä ovat aiheuttaneet ongelmia, eikä niiden kustannuksia ole pystytty täysin ennakoimaan. Työtä on mennyt ennakoitua enemmän projekteihin ja materiaali- sekä alihankintakustannukset ovat kasvaneet noususuhdanteelle oletettavalla tavalla. Samalla Lehto on panostanut digitaalisuuden lisäämiseen rakennusprosesseissa ja tehdastuotannon ylösajoon, joka on aiheuttanut kustannuksia yhtiölle.

Tulosvaroitusta lisäsi epävarmuutta

Kannattavuuden odotettua suuremman heikentymisen johdosta yhtiö joutui antamaan negatiivisen tulosvaroituksen elokuussa 2018. Yhtiö odottaa nyt liikevoiton olevan 8-9 % liikevaihdosta, kun aikaisemmin odotuksissa oli, että liikevoitto on yli 10 % liikevaihdosta vuonna 2018. Liikevaihdon ohjeistus pysyi ennallaan, missä yhtiö odottaa kasvua olevan 20-30 % viime vuodesta (2017: 597,6 MEUR).



Historiallinen kehitys 3/3

Liikevoittomarginaalin heikentyminen muutamalla prosenttiyksiköllä voi vaikuttaa nopeasti pieneltä, mutta sen vaikutus alimmalle tulosriville on selvästi negatiivinen. Oletetaan, että odotuksissa on ollut 20 % liikevaihdon kasvu sekä 10 % liikevoittomarginaali ja liikevoittomarginaali lasketaan ohjeistuksen puoleenväliin 8,5 %:iin, laskee osakekohtainen tulos muiden tekijöiden pysyessä ennallaan noin 20 %.

Yhtiön mukaan kannattavuuden heikkeneminen oli myös osaltaan seurausta huonoista projektivalinnoista. Yhtiö on valinnut projekteja, joissa sillä ei ole selkeää etua muihin nähden, eikä se pysty käyttämään omia konseptejään tehokkaasti. Kannattavuutta pyritään parantamaan pysymällä tiukemmin kiinni omassa erikoisosaamisessa, eikä lähdetä tekemään liian uniikkeja ratkaisuja täysin muiden ehdoilla. Suunnittelun ohjaus on yksi Lehdon kannattavan kasvun kulmakivistä, jota on pystyttävä hyödyntämään projekteissa, sillä suurin vaikutus kustannuksiin saadaan aikaan suunnittelupöydällä. Oma suunnittelu taas luo aseman, jossa Lehto pystyy hyödyntämään omia konseptejään ja moduulirakentamisen osaamistaan.

Pääomantuotto omalla tasolla

Lehdon pääoman tuotto on ollut erinomaisella tasolla pitkään. Vuosina 2013-2017 yhtiön oman pääoman tuotto oli keskimäärin noin 50 % ja sijoitetun pääoman tuotto yli 40 %. Vahva kehitys on johtunut vahvasta tuloskehityksestä ja verrattain kevyemmästä taseesta, johon on sitoutunut vähemmän pääomia kuin perinteisellä rakennusyhtiöillä. Vuonna 2017 oman pääoman tuotto oli noin 39 % ja sijoitetun pääoman tuotto

40 %. Pääoman tuotto on kuitenkin ollut laskusuunnassa ja odotamme myös suuntauksen jatkuvan. Vuoden 2018 ensimmäisellä vuosipuoliskolla sijoitetun pääoman tuotto laski 7,0 %:iin viime vuoden vastaavan aikajakson 15,5 %:sta. Yhtiöllä on sitoutunut alkuvuoden aikana paljon pääomia käyttöpääomaan liiketoiminnan kasvun myötä, joka on heikentänyt pääoman tuottoa tuloksen samaan aikaan laskiessa. Odotamme sitoutuneen pääoman jatkavan pientä kasvua, sillä kova kasvu vaatii tässä vaiheessa kovia investointeja kapasiteettiin. Odotamme pääomien tuottojen laskevan hieman tänä vuonna noin 31 %:iin, mutta olevan selvästi vielä muita rakennusalan pörssiyrityksiä korkeammalla.

Tase ja rahoitusasema

Lehdon taseen loppusumma oli vuoden 2017 lopussa 337 MEUR (2016: 259 MEUR), missä varallisuudesta vaihtuvat vastaavat olivat noin 93 %, joten Lehdolla ei ole merkittävästi pitkäaikaista omaisuutta. Pitkäaikaisesta omaisuudesta käyttöomaisuuteen on sitoutunut noin 11 MEUR, jossa on koneita, kalustoa ja muun muassa Lehdon omat tehtaat. Vaihtuvissa vastaavissa suurin varallisuuserä oli vaihto-omaisuus, jonka osuus taseesta oli vuoden 2017 lopussa noin 39 %. Vaihto-omaisuudesta 88 % muodostui keskeneräisestä työstä ja noin 9 % valmiiden myymättömien kohteiden osakkeista. Taseen toiseksi suurin varallisuuserä oli 33 %:n osuudella myyntisaamiset ja kolmanneksi 22 %:n osuudellaan Lehdon suurehkot kassavarat.

Lehdon oma pääoma oli vuoden 2017 lopussa 151 MEUR. Lehdon korolliset velat olivat vuoden 2017 lopussa 37 MEUR, josta oli pitkäaikaista velkaa 30 %. Ostovelat ja muut velat olivat 57

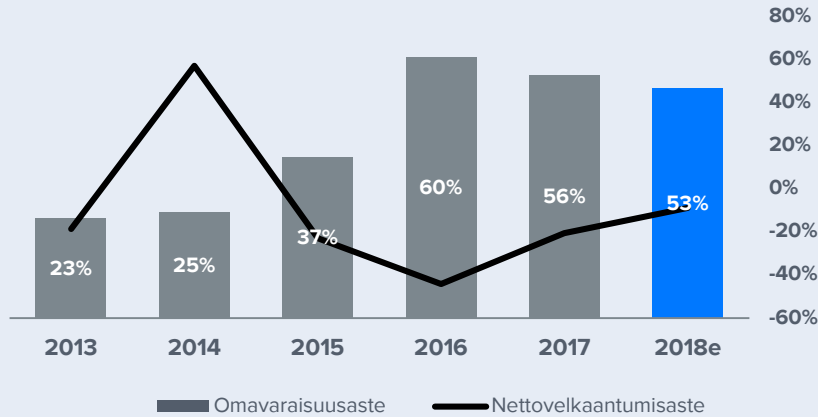
MEUR, eli noin 17 % taseen loppusummasta.

Lehdon omavaraisuusaste oli vuoden 2017 lopussa hyvä 56 % (2016: 60 %) ja nettovelkaantumisaste oli 21 % negatiivinen (2016: -44 %). Odotamme yhtiön omavaraisuusasteen laskevan hieman vuonna 2018 noin 53 %:iin ja osaltaan taas nettovelkaantumisasteen hieman nousevan noin -8 %:iin alkuvuoden kehityksen perusteella.

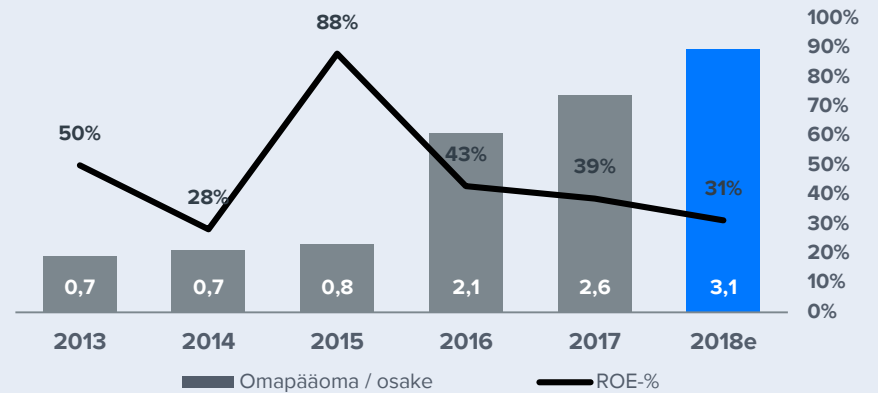
Yhtiön tase on ollut listautumisen jäljiltä ylikapitalisoitunut ja se on näkynyt myös isoissa kassavaroissa. Alkuvuodesta kasvun jäljet alkoivat näkyä ja kassavarat laskivat 13 MEUR:oon vuoden lopun 68 MEUR:sta käyttöpääoman kasvun taustalla olleiden investointien vuoksi. Yhtiö muun muassa investoi tontti- ja maa-alueisiin turvataksaan lähivuosien kasvun. Korollisten velkojen määrä kasvoi samalla 60 MEUR viime vuoden lopun tilanteesta ja velkaantumisaste nousi 16,5 %:iin. Rahoitusasema ja taseen tilanne heittelee vuoden aikana kuitenkin huomattavasti, kun suurin osa kassavirrasta ja tuloksesta tehdään loppuvuoden aikana. Tämän vuoksi emme anna suurta painoarvoa tase-aseman pienelle heikentymiselle vaan odotamme tilanteen kehittymistä vuoden loppuun mentäessä. Kasvukipuja on alkanut kuitenkin näkyä myös Lehdon luvuissa, eikä se ole myöskään immuuni rakentamisen suhdanteiden vaihteluille, mikä sijoittajien on hyvä huomioida. Pääomaa on alkanut sitoutumaan enemmän, kun hankekoot ovat kasvaneet hieman. Tämä näkyy ennen kaikkea vaihto-omaisuuden ja saamisten kasvuna, kun rahan takaisinsaantiajat pitenee.

Taloudellinen tilanne

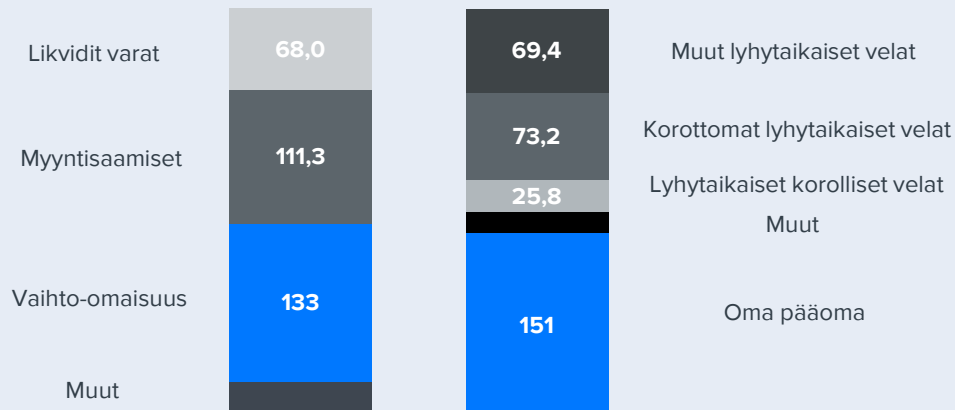
Taseen avainlukujen kehitys



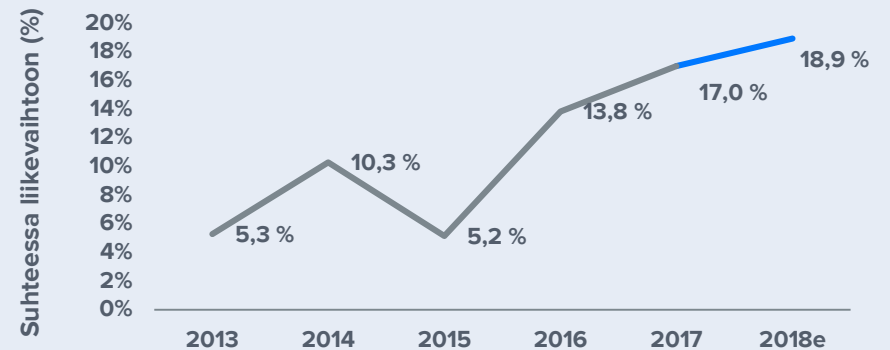
Omapääoma/osake, ROE-% ja ROI-%



Taseen varallisuus ja velat vuoden 2017 lopussa



Käyttöpääoman kehitys



Ennusteet 1/3

Ennusteiden perustelut

Isossa kuvassa ennustemme muodostuvat odottamastamme uudisrakentamisen markkinoiden hidastuvasta kasvusta, joka kääntyy ensi ja sitä seuraavina vuosina laskuun. Toimitiloissa luvat kuutioissa ovat lähellä pitkän aikavälin keskiarvoja ja odotamme aloitusten seuraavaan perässä. Luvat ja aloitukset olivat vuoden 2008 kiinteistöbuumin aikaan selvästi yli kysynnän, jonka ansiosta uskomme kestävän tason olevan hieman matalampi kuin historiallinen keskiarvo antaa ymmärtää. Asuinkerrostaloissa luvat sekä aloitukset ovat selvästi yli keskiarvojen ja näemme niiden lähestyvän kohti pitkän aikavälin keskiarvoja vauhdilla. Korjausrakentamisen odotamme jatkavan vakaata kasvua noin 2 %:n tietämällä ja hyvinvointitiloilla hyvä kasvu jatkuu, mutta uskomme kasvun hidastuvan kilpailun myötä.

Vuonna 2018 kasvu jatkuu kovana

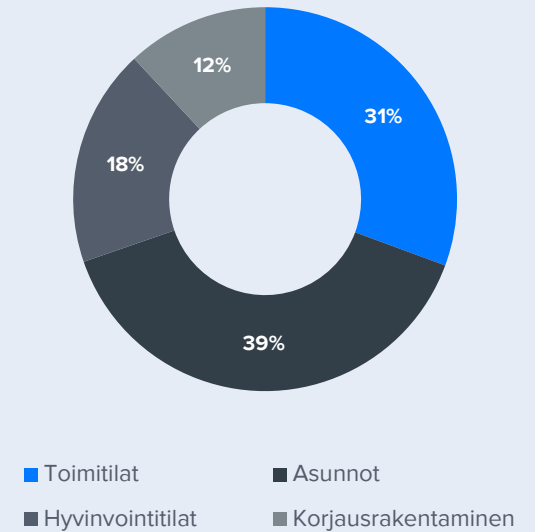
Ennustamme Lehdon yltävän vahvaa kasvuun vuonna 2018, mutta kannattavuuden heikentyvän viime vuodesta. Odotamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna kokonaisuudessaan 24,7 % noin 745 MEUR:oon viime vuoden 598 MEUR:sta. Kasvu hidastuu viime vuodesta (+65 % vs 2016) resurssipulan ja kasvurajoitteiden vuoksi, mutta on yhtiön pitkän aikavälin tavoitteita korkeampi ja muita rakennusalan pörssi-yhtiöitä vahvempaa.

Vahvaa kasvua ajaa jokaisen palvelualueen selkeä tilauskannan vahvistuminen. Vahvimmin kasvua tuo Asunnot-palvelualueen 25,5 %:n kasvu viime vuodesta noin 291 MEUR:oon (2017: 232 MEUR) rakenteilla olevien asuntojen (+57 % v/v) ja tilauskannan (+24 % v/v) voimakkaan kasvun seurauksena. Ennustamme Hyvinvointitilat-palvelualueen kasvavan myös yli

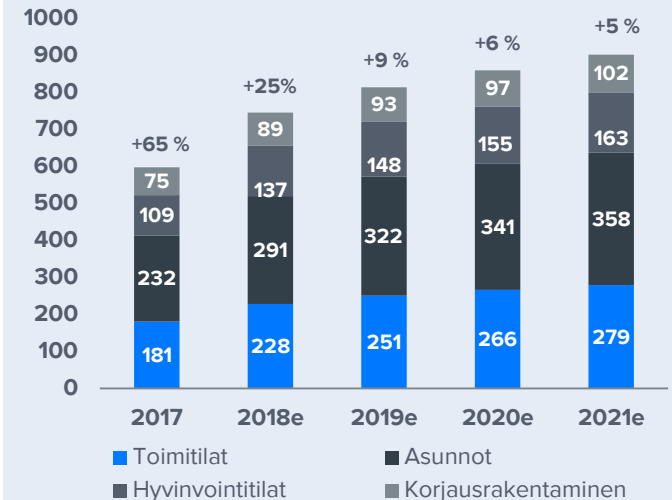
25 % noin 137 MEUR:oon viime vuoden 109 MEUR:sta kasvavan markkinan, uusien konseptien (päiväkotit) ja tilauskannan kasvun (+97 % v/v) myötä. Toimitiloissa kasvu jatkuu 26 %:n vauhtia 228 MEUR:oon (2017: 181 MEUR) myös vahvan tilauskannan myötä (+95 % v/v), mutta hidastuvan hieman alkuvuodesta, kun tilauskannasta noin kolmasosa on vasta käynnistynyt. Korjausrakentamisen-palvelualueella näemme kasvun olevan hieman muita palvelualueita maltillisempaa ja hidastuvan 18,5 %:iin viime vuoden Wareco-yrityskaupan vauhdittamasta 120 %:n kasvusta. Kasvua ajaa muutama omaperusteinen kohde ja lukuisa rakenteilla oleva linjasaneerauskohde. Alkuvuonna ei valmistunut yhtään omaperustaista kohdetta ja uskomme isompien käyttötarkoituksuuksien valmistumisen nostavan loppuvuonna liikevaihtoa. Asuntojen ja omaperusteisten kohteiden myynti voi sisältää kuitenkin kovia riskejä käyttötarkoituksuuksien lisäkerroskohteissa. Yhtiöllä on muun muassa vielä myymättä 16 asuntoa (Q2'18 tilanne) Helsingin Myllypuroon joulukuussa 2017 valmistuneita asuntoja, joita rakennettiin olemassa olevan kerrostalon päälle. Asuntojen myynti aiheuttaisi noin 4 MEUR:n vaikutuksen yhtiön liikevaihtoon.

Strategiakaudella, vuodesta 2016 lähtien, yhtiö on kasvanut keskimäärin vuosittain lähes 30 %, kun yhtiö alkuperäisesti tavoittelevansa keskimäärin 10-15 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua, jota nostettiin vuoden 2017 alussa 10-20 %:n vaihteluväliin. Tänä vuonna yhtiö uskoo pääsevänsä noin 20-30 %:n kasvuun ja pidämme tätä todennäköisenä ottaen huomioon yhtiön tilauskannan kasvun ja hyvänä jatkuneen markkinatilanteen.

Liikevaihto-osuus 2018e



Liikevaihdon kehitys palvelualueittain



Ennusteet 2/3

Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön liikevoiton olevan 65,1 MEUR ja liikevoittomarginaalin laskevan tänä vuonna 8,7 %:iin viime vuoden vahvasta 10,8 %:sta. Yhtiö itse odottaa liikevoiton asettuvan tänä vuonna 8-9 %:n väliin ja olemme ennusteissamme haarukan yläpäässä. Näkemyksemme mukaan Lehdolla on hyvä näkyvyys jo tässä vaiheessa vuotta oman loppuvuoden valmistumisiin ja katekehitykseen ja pitäisimme alle 8 %:n jäävää liikevoittomarginaalia pettymyksenä. Yhtiön H2'17 tuotti yhtiölle 49,2 MEUR:n liikevoiton ja mikäli yhtiö pystyy edellisvuoden suoritukseen, yltäisi yhtiö noin 8,4 %:n liikevoittoon. Yhtiöllä valmistuu ja sitä myötä tuloutuu tänä vuonna mukaan enemmän asuntoja kuin viime vuonna ja Toimitilojen-palvelualueella projektit ovat menneet suunnitelmien mukaan, jonka ennustamme pystyvän paikkaamaan kateheikennykset Hoivatila- ja Korjausrakennus-palvelualueilla.

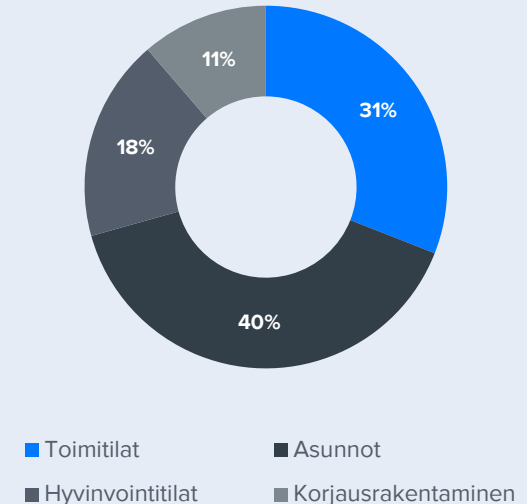
Rahoituskulujen odotamme kasvavan noin 0,7 MEUR:oon viime vuoden 0,4 MEUR:sta kasvaneen lyhytaikaisen rahoituksen myötä. Yhtiön kassavarojen laskiessa yhtiö on nostanut hieman edellisvuotta enemmän lyhytaikaista rahoitusta. Verotusasteen odotamme pysyvän viime vuoden 20 %:n tasolla.

Alentuneen kannattavuuden ja hieman kasvaneiden rahoituskulujen myötä osakekohtainen tulos pysyy edellisvuoden tasolla vaikka liikevaihto kasvaakin selvästi. Ennustamme osakekohtaisen tuloksen olevan vuonna 2018 0,89 euroa (2017: 0,89 euroa) ja osingon nousevan 0,36 euroon viime vuoden 0,34 eurosta.

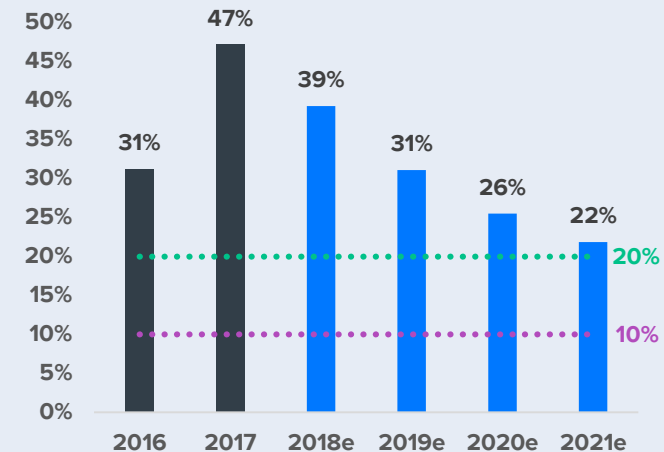
2019-2020 kasvu hidastuu

Vuosien 2019 ja 2020 aikana uskomme kasvun hiipuvan entisestään rakennussuhdanteen osoittaessa normalisoitumisen merkkejä. Yhtiön tavoitteleva 10-20 % vuotuinen kasvutavoite täyttyy kuitenkin, kun vuonna 2019 liikevaihto kasvaa 9,2 % 814 MEUR:oon ja edelleen vuonna 2020 noin 5,6 % 860 MEUR:oon. Tämä tarkoittaa strategiakaudelle (2016-2020) noin 26 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua. Olemme ennusteissamme suhteellisen varovaisia lähivuosien liikevaihdon kasvun suhteen, emmekä näe Lehdon yltävän viime vuosien kaltaiseen kaksinumeroiseen kasvuun ellei uhrauksia tehdä merkittävästi yhtiön kannattavuuden puolella. Yhtiö on todennut tavoittelevansa ”tervettä kasvua” ja emme usko tämän sisältävän markkinaosuuksien valtaamista hinnalla millä hyvänsä. Lehdon tärkeimpien uudisrakentamisen markkinoiden odotetaan eri ennustelaitoksien mukaan laskevan viimeistään vuonna 2020, mutta näemme Lehdon kilpailuetujen ja kohtuuhintaisuuden aseena markkinaosuuksien voittamiseen ja kasvuun. Yhtiön markkina-asema uudisrakentamisen markkinoista oli Suomessa vuonna 2014 arvioimme mukaan noin 1-1,5 %, josta se on noussut vuonna 2017 noin 4 %:iin. Odotamme vuoden 2020 lähestyessä markkinaosuuden nousevan lähemmäksi 6 %. Korjausrakentamisessa arvioimme Lehdon pystyvän pitämään markkinaosuuksiansa, mutta emme usko samanlaiseen kasvuun kuin uudisrakentamisen markkinoilla. Lehdon tilauskannan hyvä kehitys antaa seuraaville vuosille suhteellisen hyvän näkymän, emmekä usko ennustamamme kasvun olevan suuri haaste.

Liikevaihto-osuus 2020e



Liikevaihdon kumulatiivinen CAGR vs tavoite 2016-2020



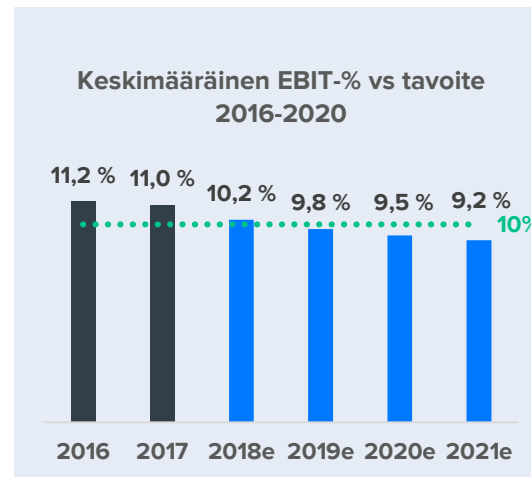
Ennusteet 3/3

Palvelualueista ennustamme suurimman kasvun syntyvän juuri uudisrakentamisen Asunnot-, Toimitilat- ja Hyvinvointitilat-palvelualueista. Asunnoissa ensi vuoden kasvu syntyy jo hyvin pitkälti rakenteille olevien asuntojen perusteella ja näkyvyys ensi vuodelle on suhteellisen selvä. Riskinä näemme asuntojen myynnin hidastumisen tai sijoittajakysynnän hiipumisen, mutta ennustamme Lehdon asunnoille riittävän kysyntää suhdanteen vaiheesta riippumatta. Näemme laskusuhdanteen ja talouden epävarmuuden olevan jopa myönteinen asia Lehdon kohtuuhintaisuudelle. Toimitiloissa odotamme kasvua vielä tilauskannasta uupuvien isojen hankkeiden (Kauppakeskus Lippulaiva ja Hippos2020) vetämänä. Pidämme kohteiden käynnistymistä lähes varmana, mutta hankkeiden kokoluokkaan liittyvä näkemysmme mukaan epävarmuutta. Hyvinvointitiloissa odotamme kasvun hidastuvan, kun projekteja valikoidaan jatkossa tarkemmin ja markkinan kilpailu kiristyy entisestään. Päiväkoti- ja koulumarkkinoilla tarve uusille tiloille on kuitenkin suuri ja näemme tämän paikkaavan hieman kiristyvää kilpailua hoivatilojen markkinoilla. Samaan tapaan haasteet Korjausrakentamisen-palvelualueella tulevat vaikuttamaan seuraavien vuosien aikana projektien valintaan ja tätä kautta hidastaa kasvua. Yhtiöllä ei ole selkeää etua peruskorjaushankkeissa, joka on näkynyt yhtiön tuloksessa tänä vuonna. Uskomme kuitenkin Lehdon konseptien ja kehitteillä olevien moduuli-innovaatioiden tuovan myös näiden palvelualueiden prosesseihin lisää tuottavuutta, joka auttaa heitä kasvamaan myös jatkossa.

Suhdanne kuitenkin hidastaa tuloskasvua

Kuten seuraavan sivun kuviosta näkee, yhtiön osakekohtainen tulos on kasvanut vuosien 2013-

2017 hurjaa noin 28 %:n keskimääräistä vuositahtia, minkä näemme kuitenkin hidastuvan selvästi tulevina vuosina. Yhtiön liikevoittomarginaalit laskevat ennusteissamme vuonna 2019 8,4 %:iin ja vuonna 2020 noin 8,2 %:iin. Yhtiön kannattavuuden heikentymisen taustalla on esiin tulleet noususuhdanteen haasteet ja kasvukivut. Odotamme materiaali- ja työkustannusten nousun ja resurssipulan sekä muiden kulujen (digitalisaatio, hallinto, markkinointi) kasvun johtavan alempaan kannattavuuteen. Kasvun myötä yhtiön absoluuttinen liikevoitto kuitenkin nousee ensi vuonna noin 68 MEUR:oon ja vuonna 2020 noin 70 MEUR:oon. Yhtiön tavoitteleva keskimäärin noin 10 %:n liikevoittomarginaali on näkemysmme mukaan liian toiveikas ja odotamme yhtiön jäävän siitä strategiakauden viimeisien vuosien ansiosta.



Lähde: Inderes, Lehto Group

Osakekohtainen tulos jatkaa vielä nousuaan, mutta hitaammin kuin aikaisemmin.

Strategiakaudelle ennustettu vuotuinen tuloskasvu on noin 13 %, kun vuonna 2019 osakekohtainen tulos nousee 0,92 euroon ja vuonna 2020 0,95 euroon. Osinko jatkaa ennusteissa tavoitteiden mukaan kasvua ja nousee vuonna 2019 0,37 euroon ja siitä edelleen sentillä 0,38 euroon vuonna 2020.

Vuoden 2020 jälkeen

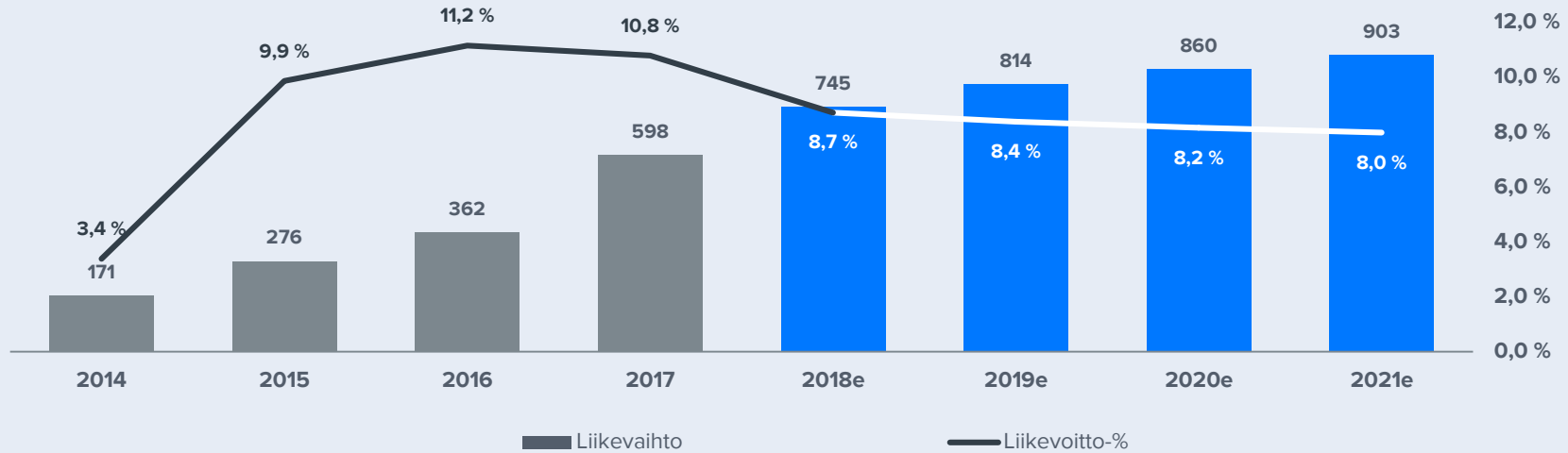
Strategiakauden jälkeen vuodesta 2021 alkaen näemme yhtiölle realistisena kasvuna 5-10 %:n vuotuisen kasvun. Ennusteissamme odotamme noin 5 %:n kasvua vuonna 2021, josta se hieman hidastuu 4 %:iin vuonna 2023 ja pitkällä aikavälillä näemme terminaalikasvun olevan 2,5 %. Kannattavuuden osalta ennustamme yhtiön pystyvän varjelemaan 8 %:n liikevoittomarginaalia myös tulevaisuudessa, mutta pääsy entisen tasoisille marginaaleille on mielestämme haastavaa, kun kilpailu kiristyy ja uudisrakentamisen markkinat eivät käy samoilla kierroksilla.

Markkinan käänne lisää epävarmuutta

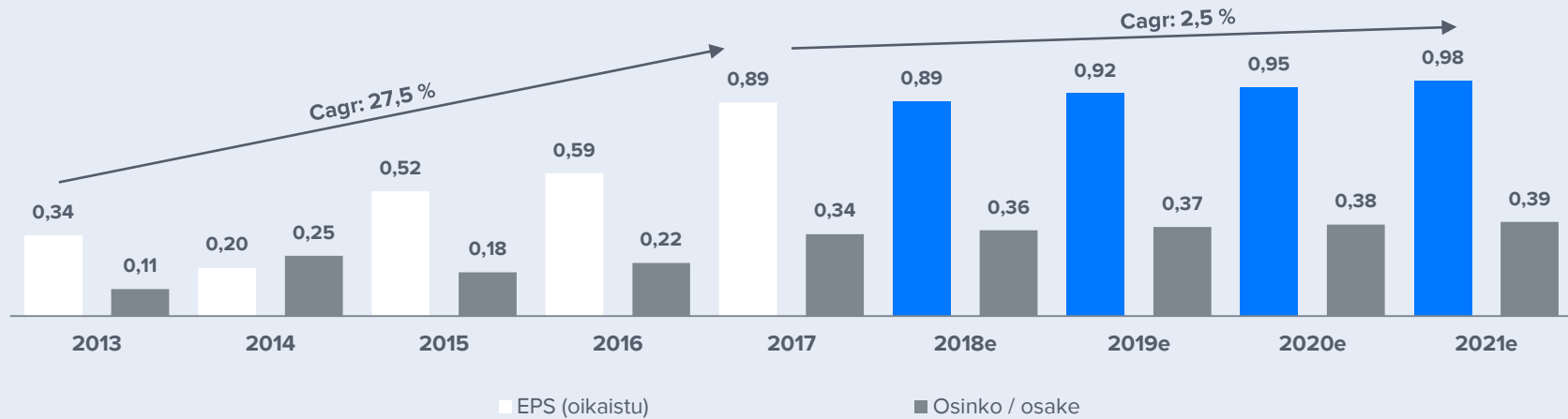
Olemme kokonaisuudessaan ennusteissamme varovaisia epävarman markkinatilanteen ja Lehdon liiketoimintamallin nuoren iän myötä. Lehto ei ole pörssihistoriansa aikana kohdannut selvää markkinasuhdanteen heikentymistä ja on vielä epävarmaa miten yhtiön kannattavuus tai volyymit kärsisivät suhdanteen heikentyessä. Olemme kuitenkin luottavaisia yhtiön kykyyn suoriutua vaikeastakin markkinasta ja, jos yhtiö todistaa paremman kasvun ja kannattavuuden jatkuvan muun markkinan laskeissa, voimme nähdä ennusteissamme selkeää nousuvaraa. Suurimpana riskinä ennusteillemme on, että projektiriskit kostautuvat selkeästi ja yhtiön kannattavuus laskee ennusteitamme selvästi enemmän.

Ennusteet

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko

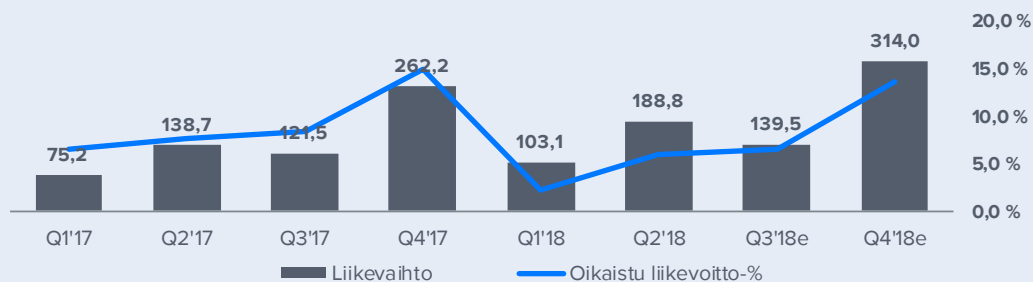


Ennusteet

Tuloslaskelma	2015	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	276	362	75,2	139	122	262	598	103	189	140	314	745	814	860	903
<i>Toimitilat</i>	110	130	34,2	38,4	35,4	73,2	181	47,7	61,5	37,0	82,0	228	251	266	279
<i>Asunnot</i>	69,5	136	10,7	63,7	54,5	103	232	27,7	68,7	64,0	131	291	322	341	358
<i>Hyvinvointitilat</i>	38,4	62,1	13,8	20,5	14,3	60,5	109	15,0	41,8	18,0	62,0	137	148	155	163
<i>Korjausrakentaminen</i>	58,0	34,2	16,5	16,1	17,3	25,2	75,1	12,7	16,8	20,5	39,0	89,0	93,5	97,2	102
Käyttökate	28,7	42,6	5,7	11,3	10,9	39,9	67,8	3,0	12,0	9,9	43,2	68,1	72,1	73,5	75,7
Poistot ja arvonalennukset	-1,4	-2,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-3,0	-3,7	-3,3	-3,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	27,3	40,4	4,9	10,5	10,1	39,1	64,6	2,3	11,3	9,1	42,4	65,1	68,4	70,2	72,2
Liikevoitto	27,3	40,4	4,9	10,5	10,1	39,1	64,6	2,3	11,3	9,1	42,4	65,1	68,4	70,2	72,2
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,7	-1,2	-1,2	-1,2
Tulos ennen veroja	26,9	40,2	4,8	10,4	10,0	39,0	64,2	2,0	11,3	8,9	42,2	64,4	67,1	69,0	71,0
Verot	-5,6	-8,2	0,0	0,0	0,0	-12,6	-12,6	-1,6	-0,9	-1,8	-8,4	-12,6	-13,4	-13,8	-14,2
Nettotulos	21,3	32,0	4,8	10,4	10,0	26,4	51,6	0,4	10,4	7,1	33,8	51,7	53,7	55,2	56,8
EPS (oikaistu)	0,52	0,59	0,09	0,18	0,17	0,45	0,89	0,01	0,18	0,12	0,58	0,89	0,92	0,95	0,98
EPS (raportoitu)	0,52	0,59	0,09	0,18	0,17	0,45	0,89	0,01	0,18	0,12	0,58	0,89	0,92	0,95	0,98
Tunnusluvut	2015														
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	61,1 %	31,2 %	20,9 %	76,9 %	32,8 %	102 %	65,2 %	37,1 %	36,1 %	14,8 %	19,8 %	24,7 %	9,2 %	5,6 %	5,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>		48,3 %	22,2 %	5,0 %	-2,9 %	144 %	59,9 %	-52,9 %	7,6 %	-10,2 %	8,4 %	0,7 %	5,1 %	2,7 %	2,9 %
<i>Käyttökate-%</i>	10,4 %	11,8 %	7,6 %	8,1 %	9,0 %	15,2 %	11,3 %	2,9 %	6,4 %	7,1 %	13,8 %	9,1 %	8,9 %	8,5 %	8,4 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	9,9 %	11,2 %	6,5 %	7,6 %	8,3 %	14,9 %	10,8 %	2,2 %	6,0 %	6,5 %	13,5 %	8,7 %	8,4 %	8,2 %	8,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	7,7 %	8,8 %	6,4 %	7,5 %	8,2 %	10,1 %	8,6 %	0,4 %	5,5 %	5,1 %	10,8 %	6,9 %	6,6 %	6,4 %	6,3 %

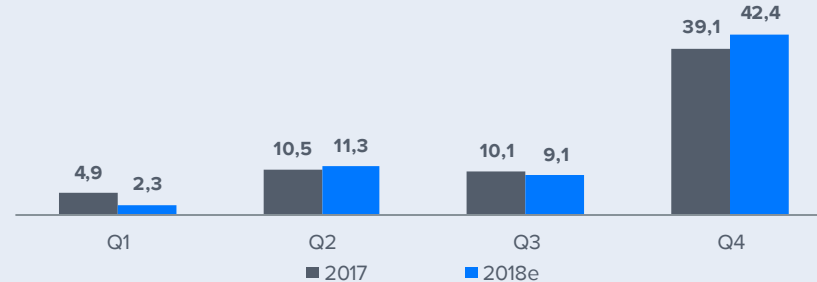
Lähde: Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Arvonmääritys 1/5

Arvostuksen perustelut

Käytämme Lehdon arvonnäärityksessä hyväksenne pääsääntöisesti arvostuskertoimia ja vertailua suhteelliseen hyvään vertailuryhmään. Hinnoittelemme Lehdon osaketta sekä tulospohjaisilla että volyymipohjaisilla kertoimilla. Tasepohjaiset kertoimet soveltuvat sinänsä huonosti Lehdon kaltaiselle kevyellä taseella operoivalle toimijalle, koska sillä ei ole merkittäviä varoja taseessaan, joita se voisi myydä. P/B-luku voi siksi vaihdella hyvinkin voimakkaasti. Käytämme tulospohjaisista kertoimista ensisijaisesti EV/EBIT-kerrointa tuloskasvuodotuksen arvonnääritykseen. Volyymipohjaisista kertoimista käytämme EV/Liikevaihto-kerrointa. Rakentamisen toimialalla on hyvä katsoa myös syklin yli katsovia pidemmän aikavälin kertoimia, mutta niitä ei Lehdolta voi suoraan käyttää, joten käytämme siihen laajemman Suomen rakennussektorin kertoimia. Käytämme lisäksi mieluummin yritysarvoa (EV) markkina-arvon sijaan, koska se ottaa myös huomioon Lehdon nettovelattoman taseen ja on parempi vertaillaessa kertoimia velkaisempiin verrokkeihin.

Lehdon osake nousi voimakkaasti vuoden 2016 listautumisesta vuoden 2017 puoleen väliin, josta nähtiin vielä viimeinen nousu kohti huippulukemia vuoden 2018 alussa. Yhtiön kertoimet olivat venytetty korkeahkolla tasolla, mutta ansaitusti myös hyvän odotetun tuloskehityksen myötä. Vuoden alkupuoliskolta nähdyiltä huippulukemilta yhtiön osake on kuitenkin laskenut tänä vuonna yli 40 % tuloskasvun hiipuessa ja marginaalipaineiden kasvaessa rakennussuhdanteen käänteen lähestyessä. Osakkeen negatiiviseen sentimenttiin on myös vaikuttanut yhtiön ylimpään johtoon kuuluvien henkilöiden helmikuussa tapahtuneet osakemyynnit, mikä ei vahvistanut luottamusta yhtiön omiin näkymiin liiketoiminnan kehityksestä. Sittemmin henkilöt ovat vaihtuneet johtoportaan, mutta Lehdolla on vielä tekemistä sijoittajien luottamuksen palauttamiseksi entisille tasolle. Osakekurssin laskun myötä Lehdon kertoimet ovat laskeneet mielestämme verrokkeihin sekä tulostasoon nähden hyvin alhaiselle tasolle ja näemme niissä selvää nousuvaraa.

Lehdon arvostukseen liittyviä tekijöitä

Lehdon arvostuksessa on otettava ainakin seuraavat asiat huomioon:

- Suurin osa Lehdon liikevaihdosta tulee Suomesta ja yhtiö on toistaiseksi vahvasti riippuvainen Suomen talouden ja rakennussuhdanteen kestävydestä
- Osa tässä esitetyistä verrokeista on markkina-arvoltaan ja liikevaihdoltaan suurempia ja liiketoiminta on hajautetumpaa, jonka myötä niiden riskiprofiili on pienempi
- Lehdon tulos- ja kasvukehitys on ollut selvästi parempaa kuin suomalaisilla verrokkiyhtiöillä, joka tukee hyväksyttävää arvostustasoa
- Yhtiöiden taserakenteet eroavat toisistaan ja vähentää vertailukelpoisuutta tasepohjaisilla luvuilla samalla tehden yritysten riskiprofiileista erilaiset
- Lehdossa on suhteellisen hyvä likviditeetti, mutta vahva omistamisen keskittyminen lisäävät omistukseen ja arvonnmuodostumiseen liittyviä riskejä

FW EV/Liikevaihto



FW EV/EBIT



Arvonmääritys 2/5

Lehdon vertailuryhmä

Lehdolle löytyy mielestämme suhteellisen hyvä rakennusyhtiöiden verrokkiryhmä, sillä Pohjoismaissa ja Suomessa on paljon perinteisiä rakennusyhtiöitä. Suurien perinteisten rakennusyhtiöiden prosessit, tuotantotapa, taserakenteet sekä liiketoiminta-alueet voivat erota kuitenkin hieman Lehdosta, eikä välttämättä anna hyvää vertailupohjaa suoraan. Moduulirakentamista painottavia yrityksiä löytyy ulkomailta, mutta yritysten ja markkinoiden koko sekä markkinan syklin vaiheet ovat mielestämme niin erilaisia, että niiden vertailu ei ole mielekäästä.

Olemme valinneet verrokkiryhmäämme suomalaisia uudis- ja korjausrakentamisen yhtiöitä sekä Ruotsista muutaman asuntorakentamiseen erikoistuneen yhtiön (JM, Bonava). Lehdon Ruotsin toiminnot ovat vielä pienet ja lähes merkityksettömät, mutta yhtiö on keskittymässä asuntorakentamiseen myös Ruotsissa ja yhtiöt ovat liiketoimintaportfolioiltaan Lehdolle sopivampia. Suomesta verrokeiksi on valittu SRV, YIT ja Consti. SRV ja YIT ovat hieman isompia liikevaihdoltaan kuin Lehto, mutta YIT eroaa Lehdosta myös paljon liiketoiminnoiltaan sekä maantieteellisesti. SRV:llä taas pääomarakenne on erilainen sekä sen myötä riskisyys on mielestämme korkeampi kuin muilla rakentajilla. Consti taas edustaa tasaisesti kasvavaa korjausrakentamista.

Lehdon verrokkien arvostus

Käytämme verrokkianalyyseissä pääosin volyyymi- ja tulospohjaisia kertoimia. Lehdon verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) EV/EBIT 18-19e kerroin on 10-8x ja

EV/Liikevaihto -kerroin on 0,5x. Tasepohjainen P/B-luku on tälle vuodelle mediaanitasolla noin 2x, mutta sen vertailuarvo Lehtoon on verrattain pieni. Vuodelle 2018 Lehto on arvostettu tulospohjaisesti noin 30 % alle verrokkiryhmän ja volyymipohjaisesti noin 10 % yli verrokkiryhmän. Vuoden 2018 tuloksen ollessa jo suhteellisen selkeä, on yhtiöiden hinnoittelu pääsääntöisesti jo seuraavien vuosien kertoimissa. Vuoden 2019e kerroimiin nähden Lehto on arvostettu tulospohjaisesti noin 25 % alennuksella ja volyymipohjaisesti noin 15 %:n preemiolla.

Sektorin pitkän aikavälin kertoimet

Lehdon omien arvostuskertoimien vertailu historiaan on haastavaa varsinkin, kun yhtiön pörssihistoria on ajoittunut rakennussuhdanteen huipulle. Voimme kuitenkin vertailla Lehtoa sektorin pitkän aikavälin kerroimiin, jotta saisimme hieman käsitystä siitä mikä yhtiölle voisi olla kestävä taso varsinkin liikevaihtopohjaisen kertoimen osalta. Yli syklin kestävä mediaani EV/EBIT on Suomen rakennussektorilla ollut noin 11,5x ja EV/Liikevaihto noin 0,65x. Näihin nähden Lehdon arvostuskertoimissa on selvää nousuvaraa ja mielestämme yhtiö tulisi laatunsa ansiosta arvostaa vähintään samaan kuin sektori keskimäärin. EV/EBIT-kerroin vaihtelee hyvin paljon sektorin yleisen arvostustason muuttuessa, mutta näemme, että noin 0,7x tasoinen liikevaihtokerroin antaa Lehdolle yli syklin kestävä arvostuksen. Ottaen huomioon Lehdon nuoren pörssihistorian ja hidastuvan tulos- sekä volyymikasvun pidämme verrokkeihin nähden preemion alhaisena, mutta yhtiön todistaessa kestävää kannattavuutta ja kasvua läpi syklin näemme preemiossa ja arvostuksessa selvää nousuvaraa.

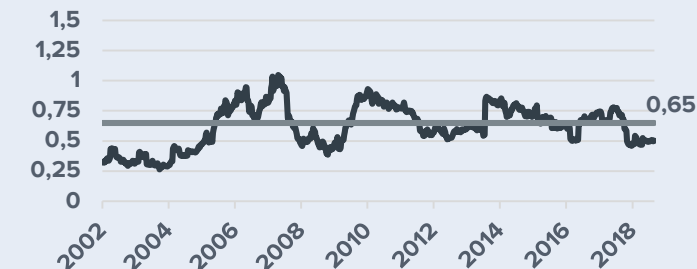
Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2019e)

	EV/EBIT	EV/Liikevaihto	P/E
SRV	11,5	0,5	6,2
YIT	8,3	0,5	8,2
CONSTI	8,1	0,2	9,1
JM	4,8	0,6	9,5
Bonava	10,5	1,1	11,0
Mediaani	8,3	0,5	9,1
Lehto (Inderes)	6,3	0,5	8,4
Alennus/preemio	-24,6 %	14,2 %	-7,4 %

Sektorin FW EV/EBIT



Sektorin FW EV/Liikevaihto



Arvonmääritys 3/5

Arvostuskertoimet viestivät epävarmuutta

Kuluvan vuoden kertoimilla Lehto on hinnoiteltu näkemyksemme mukaan selvästi alle sen käyvän arvon. EV/EBIT-kerroin on 7x, P/E-kerroin 9x ja vastaavasti EV/Liikevaihto-kerroin on 0,6x. Tulokertoimet ja EV/Liikevaihto-kerroin ovat Lehdon kaltaiselle kasvuyhtiölle mielestämme alhaisella tasolla ja tasepohjainen P/B-kerroin on näkemyksemme mukaan 30 %:n oman pääoman tuottoa tuottavalle yhtiölle selvästi alihinnoiteltu.

Vuosille 2019 ja 2020 yhtiön arvostuskertoimet eivät merkittävästi laske, koska emme näe yhtiön yltävän samankaltaiseen tuloskasvuun kuin aikaisempina vuosina resurssipulan haitatessa kasvua ja kustannusten nousun heikentäessä kannattavuutta rakennussuhdanteen käännekohtassa. Vuoden 2019-2020 EV/EBIT laskee hieman 6,3-6,2x ja samoin P/E 8,4-8,2x tasolle EV/Liikevaihdon ollessa noin 0,5x tasoilla.

Tulevaisuuden kertoimet viestivät näkemyksemme mukaan samaa kuin kuluvankin vuoden kertoimet: yhtiön tulostason kestävyyyteen ei markkinoilla uskota ja kertoimissa näkyy jo selkeä tuloskäänteen sekä rakennussuhdanteen hiipumisen hinnoittelu. Yhtiön verrokkeja arvostetaan tällä hetkellä 10x mediaanilla EV/EBIT kertoimella vuodelle 2018, ja jos olettaisi Lehdon olevan vähintään verrokkien kaltainen yhtiö, odottaa markkina Lehdolta tälle vuodelle noin 6 %:n liikevoittomarginaalia, joka on selvästi alle yhtiön ohjeistuksen (8-9 %). Ottaen huomioon, että olemme ennusteissamme myös selvästi alle edellisvuosien kannattavuuden ja kasvun tason, näemme luottamuksen yhtiön syklin

kestävyyteen tai kannattavuustasoon olevan näkemyksemme mukaan liian pessimistinen.

Odotamme Lehdon jatkavan osingonmaksulinjaansa ja ennustamme osingon kasvavan lähivuosina. Osingon kestävyys ei mielestämme tule olemaan yhtiölle ongelma, mutta mikäli yhtiön tulos jää lähivuosina ennustamastamme kehityksestä, niin voi osingonjakosuhte nosta väliaikaisesti korkeammaksi. Ennusteillamme lähivuosien ennustettu osinkotuotto nousee viime vuoden 2,7 %:sta jo kohtuulliselle 4,8-4,9 %:n tasolle, mutta emme näe sitä merkittävänä ajurina tai tukena osakkeen arvolle tällä hetkellä.

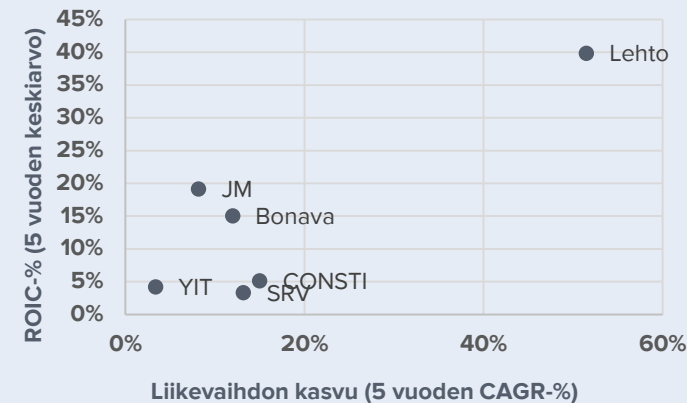
Lehto ansaitsee mielestämme tällä hetkellä verrokkiryhmää korkeammat kertoimet volyymipohjaisesti kovan liikevaihdon kasvunsa ansiosta ja tasepohjaisesti kovan pääoman tuottonsa sekä kevyemmän taserakenteen myötä. Tulospohjaisesti näemme Lehdon pystyvän toimialaa parempaan kannattavuuteen, mutta yhtiön odotettu tuloskasvu ennusteillamme on joitain verrokkeja selvästi hitaampaa, mikä oikeuttaa verrokkeja hieman alhaisemman hinnoittelun tulospohjaisesti. Kuitenkaan emme pidä yhtiölle tällä hetkellä annettua alennusta perusteltuna, kun muidenkin yhtiöiden odotuksissa oleva tuloskasvu on vielä näkemyksemme mukaan suhteellisen epävarmaa. Tällä hetkellä Lehto tulisi näkemyksemme hinnoitella verrokkien tasolle tai hieman alle tulospohjaisesti. Volyymipohjaisesti näemme sektorin tai verrokkien yli syklin huomioon ottavat pitkän aikavälin kertoimet Lehdolle sopivana lähtökohtana arvostukselle.

Lehdon arvostuskertoimet

	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	7,73	7,73	7,73
Osakemäärä, milj. kpl	58,3	58,3	58,3
Markkina-arvo	450	450	450
Yritysarvo (EV)	438	429	434
P/E (oik.)	8,7	8,4	8,2
P/E	8,7	8,4	8,2
P/Kassavirta	33,6	14,7	26,2
P/B	2,5	2,1	1,8
P/S	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	6,4	6,0	5,9
EV/EBIT (oik.)	6,7	6,3	6,2
Osinko/tulos (%)	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	4,8 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän kasvu ja pääoman tuotto



Lähde: Inderes, Thomson Reuters

Arvonmääritys 4/5

Kannattavuus ja kasvu epäilyttää markkinoilla

Lehdon lähivuosien kasvuun ja kannattavuuden tasoon liittyy markkinoilla suurta epävarmuutta. Olemme tästä syystä havainnollistaneet Lehdon osakkeen arvostusta matriisissa, jossa yhtiön 2020 EBIT-% vaihtelee 6-10 prosentin välillä. Matriisin oletuksena on EV/EBIT-arvostustaso 6-10x, mikä on mielestämme hyväksyttävä haarukka rakennusyhtiöiden nykyisen arvostustason perusteella Lehdolle vuodelle 2020. Lisäksi käytimme EV/Liikevaihto -kerrointa havainnollistaaksemme eri kasvuskenaarioita vuodelle 2020 hyväksymällämme noin 0,7x EV/Liikevaihto-kertoimella, joka on lähellä sektorin yli syklin katsovia pitkän aikavälin kertoimia.

Osakkeen käypä arvo matriisin perusteella liikkuu 8-12 euron välillä liikevoittomarginaalin ollessa 7,5-8,5 % (2020e: EBIT-% 8,2 %) muiden tekijöiden pysyessä ennallaan. Arvostuskertoimien osalta olemme pitäneet

osakkeelle 7-9x EV/EBIT-kertoimia vuodelle 2020 käypää arvoa heijastavina ottaen huomioon sektorin nykyisen arvostustason.

Osakkeen hinnanmuutos marginaalin parantuessa tai heikentyessä on suuri. Esimerkiksi marginaalin noustessa 1 %:n 8,5 %:iin nousee osakkeen arvo keskimäärin yli 10 %:lla. Emme usko yhtiön pääsevän edellisvuosien marginaaleihin vielä lähivuosina, mutta 10-12 %:n marginaali ei ole yhtiölle mielestämme epärealistista, jolloin osakkeen arvostuksessa olisi merkittävästi nousuvaraa.

Volyympipohjaisesti tarkastelussa laskimme yhtiölle kolme eri skenaariota: pessimisti, normaali ja optimisti. Normaali on ennustamamme 860 MEUR:n liikevaihdon taso ja optimisti on siitä noin 25 % enemmän. Pessimistisessä skenaariossa liikevaihto jäisi tai palaisi vuoden 2017 vuoden tasolle. Nykyisen vallitsevan sektorin alakuloisen arvostustason vallitessa pidämme Lehdolle vuodelle 2020 noin

0,7x EV/Liikevaihto-kerrointa hyväksyttävänä. Pidämme normaalia tilannetta kaikista todennäköisempänä ja se antaa osakkeelle noin 10,7 euron arvon. Liikevaihtopohjaisesti arvioituna Lehdon osakkeessa olisi nousuvaraa yhtiön yltäessä ennusteisiimme. Yhtiön jäädessä selvästi ennusteistamme olisi vuoteen 2020 mennessä vuoden 2017 tasolla, olisi yhtiön nykyinen arvostus suurinpiirtein neutraali liikevaihtopohjaisesti arvioituna. Pidämme tätä hyvin epärealistisena, kun yhtiön kasvuohjeistus tälle vuodelle on jo 20-30 % vuoden 2017 tasosta. Optimistitaso taas kuvaa tilannetta, missä tilauskanta jatkaa edellisvuosien tasoista kasvua ja rakennussuhdanne ei koe ennustamaamme hidastumista lähestyttäessä vuosikymmenen vaihdetta. Tämä kasvu voi olla myös mahdollista, mutta on huomioitava myös Suomen talouskasvun realiteetit, ihmisten ja yritysten investointihalukkuus sekä kilpailijoiden toimet.

EV/EBIT-matriisi

EV/EBIT	6	7	8	9	10
6,0 %	5,6	6,5	7,4	8,2	9,1
6,5 %	6,0	7,0	7,9	8,9	9,9
7,0 %	6,5	7,5	8,5	9,6	10,6
7,5 %	6,9	8,0	9,1	10,2	11,3
8,0 %	7,4	8,5	9,7	10,9	12,1
8,5 %	7,8	9,1	10,3	11,6	12,8
9,0 %	8,2	9,6	10,9	12,2	13,6
9,5 %	8,7	10,1	11,5	12,9	14,3
10,0 %	9,1	10,6	12,1	13,6	15,0

Liikevaihtoskenaariot

EV/SALES	0,7x	Liikevaihto	EV	Markkina-arvo	Arvo/osake
SALES	Pessimisti	598	419	440	7,5
	Normaali	860	602	623	10,7
	Optimisti	1075	753	774	13,3

Arvonmääritys 5/5

DCF-arvonmääritys

DCF-mallin arvo, 14 euroa, antaa myös tukea osakkeen suunnalle, mutta emme anna sille painoa arvonmäärityksessämme kassavirtojen heikon ennustettavuuden vuoksi ja terminaalijakson suuren painotuksen vuoksi. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksiköllä 2,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 8 %:iin liikevaihdosta. Mallissa lähivuosien painoarvo kassavirtojen arvosta on suhteellisen pieni johtuen tuloskasvun hidastumisesta lähivuosina. Kassavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,6 % ja oman pääoman kustannus on 9,7 %. 8,6 %:n taso heijastelee yhtiön markkinaa ja kannattavuuteen liittyviä riskejä, mutta emme näe siinä laskuvaraa ennen kuin näkyvyys paranee. Verrattaessa YIT:n ja SRV:n tasoon, on Lehto näiden kahden yhtiön välissä.

Tavoitehintaa ja suositus

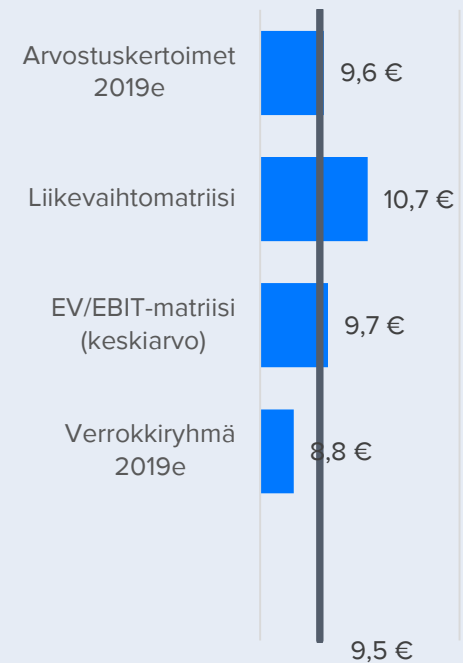
Aloitamme Lehdon seurannan 9,5 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Mielestämme Lehdon osakkeen arvostustaso on historiallisesti, verrokkeihin nähden ja yhtiön tasoon nähden alhainen ja osakkeen tuotto/riski-profiili on tällä hetkellä mielestämme houkutteleva. Tavoitehintamme perustuu eri arvonmäärityksille antamiemme painoarvojen mukaiseen käypään arvoon. Annamme selvästi isoimman painoarvon arvostuskertoimille ja toiseksi suurimman verrokkiryhmälle. Sektorin nykyiseen arvostustasoon peilattu hyväksyttävän arvostustason mukainen osakkeen käypä arvo perustuu noin 8x EV/EBIT-kertoimeen, jota tukee 10x P/E-kerroin, noin 0,7x EV/Liikevaihto ja alle 3x P/B-luku. Vuoden 2020

liikevaihtoskenaariossa hyväksymäämme yli syklin katsovaan 0,7x EV/Liikevaihto-kertoimeen nähden arvostustaso on myös verrattain matalalla. Verrokkeihin nähden arvostus on tulospohjaisesti tavoitehinnallamme noin 10 % alle verrokkien, mutta volyyymi- ja tasepohjaisesti preemiolla arvostettuna paremman liikevaihdon kasvun ja pääoman tuoton myötä. Olemme ennusteissamme ja arvostuksessamme suhteellisen maltillisia, mutta yhtiön lyhyen pörssihistoriaan, markkinavaiheeseen ja hidastuvaan tuloskasvuun nähden maltillisuus on mielestämme oikeutettua.

Osakkeen arvostustaso voisi näkemyksemme mukaan laskea yhtiön pettäessä odotuksemme selkeästi kannattavuuden osalta tai rakennusmarkkinan yllättävän muutoksen myötä. Kannattavuuden jäädessä ennusteistamme laskee myös samalla tavalla yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso ennusteiden mukana, jolloin osakkeessa voi olla merkittäväkin laskuvaraa emmekä näe osinkotuoton (2019-2020e: 4,9 %) toimivan siinä vaiheessa osakkeen tukena. Taseperusteinen arvostus ei luultavimmin myöskään ole kovinkaan hyvä tuki osakkeelle, koska yhtiöllä ei ole suuria varallisuuseriä taseessaan.

Osakkeen käypä hinta tai arvostustaso voisi mielestämme nousta, jos yhtiö pääsisi selvästi meidän ennusteita parempaan kannattavuuteen tai liikevaihdon kasvuun tai rakennusalan yleinen arvostustaso lähtisi nousuun. Selkeästi korkeammat arvostuskertoimet vaatisivat mielestämme taasen talouskasvun jatkumista selvästi odotettua vahvempaan, joka johtaisi myös rakennussuhdanteen vakaampaan kehitykseen näkemyksemme mukaan.

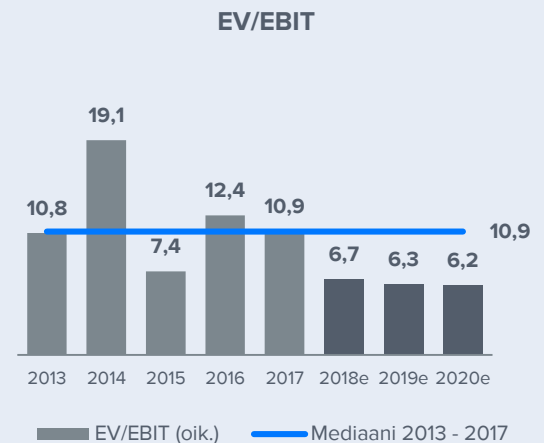
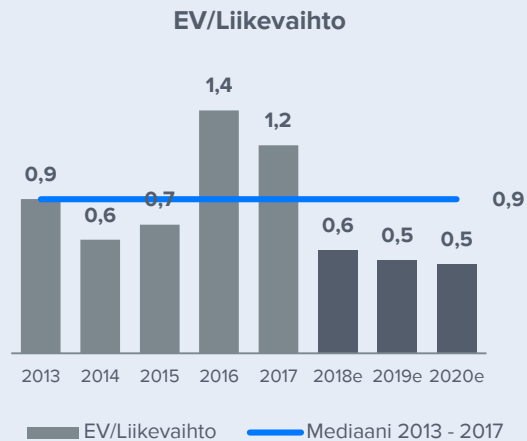
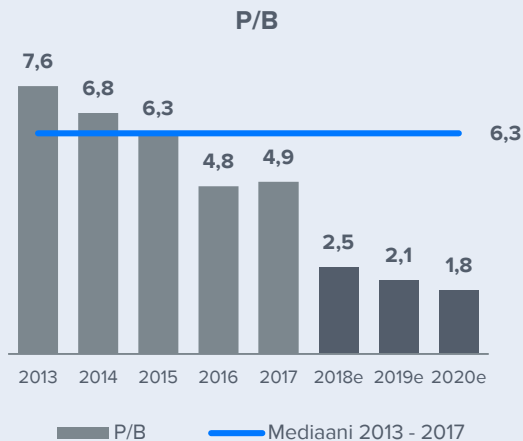
Arvonmäärityksen yhteenveto



Arvostus yhteenveto

	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	5,10	5,10	5,10	10,2	12,7	7,73	7,73	7,73
Osakemäärä, milj. kpl	20,0	20,0	41,1	54,1	58,3	58,3	58,3	58,3
Markkina-arvo	102	102	209	551	737	450	450	450
Yritysarvo (EV)	100	111	202	500	706	438	429	434
P/E (oik.)	15,2	25,5	9,9	17,2	14,3	8,7	8,4	8,2
P/E	15,2	25,5	9,9	17,2	14,3	8,7	8,4	8,2
P/Kassavirta	14,7	neg.	>100	59,5	31,9	33,6	14,7	26,2
P/B	7,6	6,8	6,3	4,8	4,9	2,5	2,1	1,8
P/S	0,9	0,6	0,8	1,5	1,2	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,9	0,6	0,7	1,4	1,2	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	10,4	17,3	7,0	11,7	10,4	6,4	6,0	5,9
EV/EBIT (oik.)	10,8	19,1	7,4	12,4	10,9	6,7	6,3	6,2
Osinko/tulos (%)	33,4 %	125,0 %	35,0 %	37,2 %	38,4 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	4,9 %	3,5 %	2,2 %	2,7 %	4,6 %	4,8 %	4,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
SRV	2,48	150	504	Neg.	11,5	Neg.	10,5	0,5	0,5	Neg.	6,2	Neg.	4,6	0,6
YIT	5,77	1217	2000	15,0	8,3	10,4	6,8	0,5	0,5	17,0	8,2	4,7	5,2	1,1
CONSTI	8,48	67	85	10,3	8,1	7,5	7,0	0,2	0,2	10,9	9,1	4,1	6,8	2,1
JM	174,05	1160	1264	4,5	4,8	4,5	4,8	0,6	0,6	8,1	9,5	6,1	6,3	1,8
Bonava	122,50	1275	1818	9,9	10,5	10,0	10,1	1,2	1,1	10,4	11,0	4,3	4,4	1,8
Lehto (Inderes)	7,73	450	438	6,7	6,3	6,4	6,0	0,6	0,5	8,7	8,4	4,6	4,8	2,5
Keskiarvo				9,9	8,6	8,1	7,8	0,6	0,6	11,6	8,8	4,8	5,5	1,5
Mediaani				10,1	8,3	8,7	7,0	0,5	0,5	10,7	9,1	4,5	5,2	1,8
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				-33 %	-25 %	-26 %	-15 %	11 %	14 %	-18 %	-7 %	2 %	-9 %	40 %

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

Yhtiö	Markkina-arvo	Liikevaihdon kasvu-%	EBIT-%	ROIC-%
	MEUR	5-vuoden CAGR	5-vuoden keskiarvo	5-vuoden keskiarvo
SRV	153	13,2 %	3,1 %	3 %
YIT	1208	3,4 %	4,3 %	4 %
CONSTI	68	15,0 %	2,8 %	5 %
JM	1231	8,2 %	12,9 %	19 %
Bonava	1343	12,0 %	10,3 %	15 %
Lehto Oyj (Inderes)	478	51,5 %	8,7 %	40 %
Keskiarvo	747	17,2 %	7,0 %	9 %
Mediaani	843	12,6 %	4,3 %	5 %
Erotus-% vrt. mediaani	-43 %	309 %	102 %	680 %

DCF-kassavirtalaskelma

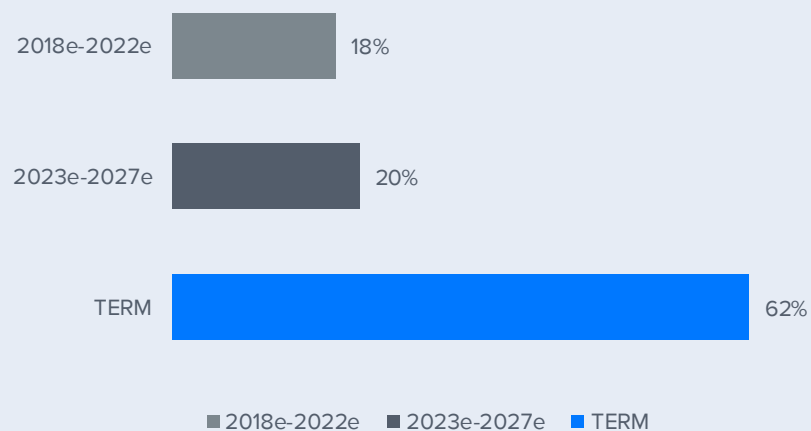
	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	64,6	65,1	68,4	70,2	72,2	75,8	78,9	82,0	84,5	87,0	89,2	
+ Kokonaispoistot	3,2	3,0	3,7	3,3	3,4	4,5	5,7	4,9	5,1	5,3	5,4	
- Maksetut verot	0,0	0,0	-13,4	-13,8	-14,2	-15,0	-15,6	-16,2	-16,7	-17,2	-17,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-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	-51,5	-39,6	-26,1	-37,8	3,3	5,9	-10,2	-10,6	-8,3	-8,6	-7,3	
Operatiivinen kassavirta	16,2	28,4	32,3	21,6	64,5	71,0	58,5	59,9	64,4	66,3	69,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninwestoinnit	-4,5	-12,9	-1,7	-4,4	-9,0	-10,6	-2,1	-6,1	-6,0	-6,2	-6,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	11,6	13,4	30,6	17,2	55,5	60,4	56,5	53,8	58,4	60,1	63,2	
+/- Muut	11,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	23,1	13,4	30,6	17,2	55,5	60,4	56,5	53,8	58,4	60,1	63,2	1061
Diskontattu vapaa kassavirta		13,1	27,6	14,3	42,5	42,6	36,7	32,2	32,1	30,5	29,5	495
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		796	783	755	741	699	656	619	587	555	525	495
Velaton arvo DCF		796										
- Korolliset velat		-36,9										
+ Rahavarat		68,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-19,8										
Oman pääoman arvo DCF		807										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,9										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksittain



Tuloslaskelma ja tase

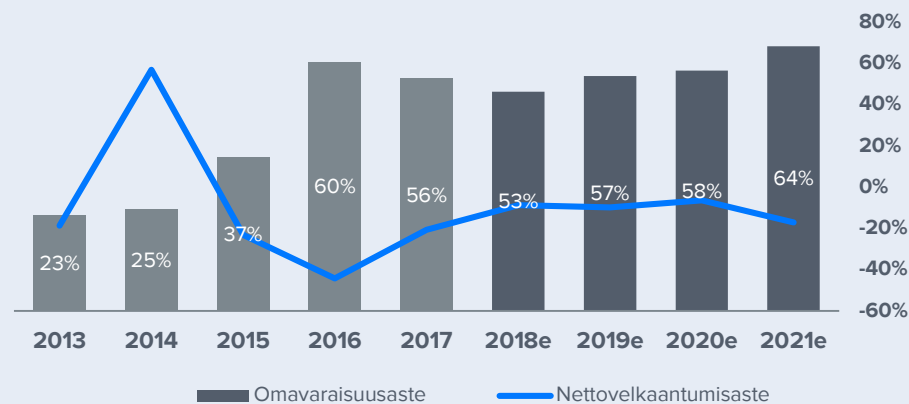
Tuloslaskelma	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	598	745	814
Toimitilat	181	228	251
Asunnot	232	291	322
Hyvinvointitilat	109	137	148
Korjausrakentaminen	75,1	89,0	93,5
Käyttökate	67,8	68,1	72,1
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-3,0	-3,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	64,6	65,1	68,4
Liikevoitto	64,6	65,1	68,4
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,7	-1,2
Tulos ennen veroja	64,2	64,4	67,1
Verot	-12,6	-12,6	-13,4
Nettotulos	51,6	51,7	53,7
EPS (oikaistu)	0,89	0,89	0,92
EPS (raportoitu)	0,89	0,89	0,92

Vastaavaa (MEUR)	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	25,0	34,0	32,0
Liikearvo	4,6	4,6	4,6
Aineettomat hyödykkeet	2,1	3,7	4,1
Käyttöomaisuus	10,6	18,6	16,3
Muut sijoitukset	2,8	3,0	3,0
Laskennalliset verosaamiset	4,9	4,0	4,0
Vaihtuvat vastaavat	312	388	423
Vaihto-omaisuus	133	179	204
Myyntisaamiset	111,3	142	155
Likvidit varat	68,0	67,1	65,1
Taseen loppusumma	337	422	455

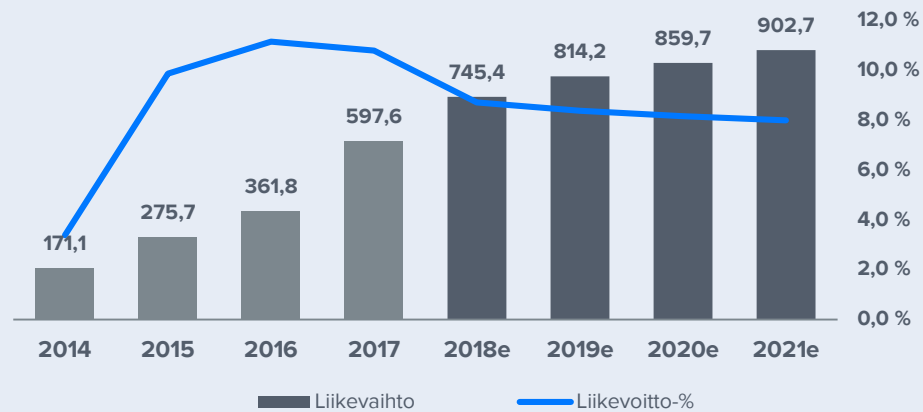
Lähde: Inderes

Vastattavaa (MEUR)	2018e	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	182	215	249	284
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	113	146	180	215
Muu oma pääoma	69,0	69,0	69,0	69,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	15,3	12,0	14,7	6,9
Laskennalliset verovelat	0,4	0,4	0,4	0,4
Varaukset	2,0	2,0	2,0	2,0
Lainat rahoituslaitoksilta	10,4	7,1	9,8	2,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,5	2,5	2,5	2,5
Lyhytaikaiset velat	224	228	234	211
Lainat rahoituslaitoksilta	44,5	36,9	43,2	25,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	104	114	120	126
Muut lyhytaikaiset velat	75,0	77,0	70,0	60,0
Taseen loppusumma	422	455	497	502

Taseen avainlukujen kehitys



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suosituksihistoria (vähintään viimeiset 12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.10.2018	Osta	9,50 €	7,73 €

Inderes Oy



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi