

Caverion

Laaja raportti

4.6.2021



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Palveluilla kohti tavoitteita ja kasvua

Toistamme Caverionin 7,0 euron tavoitehinnan pitäen suosituksemme lisää-tasolla laajan raportin päivityksen yhteydessä. Caverionin on pystynyt strategiansa mukaisesti parantamaan kannattavuuttaan historian ongelmavuosista. Matka tavoitetasolle on kuitenkin kestänyt odotuksiamme pidempään niin markkina- kuin yhtiökohtaisista haasteista johtuen. Palveluliiketoiminnan kasvava osuus, projektien kannattavuushaasteiden selättäminen ja virkoava markkina antavat nyt myötätuulta purjeisiin. Tulostason nostossa tärkeänä ajurina on myös vahvistuva kasvu niin orgaanisesti kuin yritysostoin. Riskejä nostaa heikko historiallinen suoritus ja epävarma projektimarkkina, mutta osakkeen arvostus on näihin sekä potentiaalin nähden mielestämme edelleen houkutteleva.

Kiinteistöjen ja teollisuuden elinkaaren kumppani

Caverion on kiinteistöjen ja teollisuuden teknisiin projekteihin sekä palveluihin erikoistunut yhtiö. Yhtiö toimii 11 maassa Pohjois- ja Keski-Euroopassa tavoitteenaan kiinteistöjen koko elinkaaren hallinta käsittäen teknisten järjestelmien suunnittelun, asentamisen ja ylläpidon. Yhtiön tavoitteena on siirtyä projektivetoisesta (Projektit: 37 % liikevaihdosta vuonna 2020) liiketoiminnasta kohti jatkuvampaa, vähempiriskistä ja kannattavampaa palveluliiketoimintaa (Palvelut: 63 % liikevaihdosta vuonna 2020). Kaupungistuminen, korjausvelka, kiinteistökoneiden kasvava määrä, teknisten vaatimuksien kasvu, energiatehokkuus sekä ympäristötietoisuus ja -lainsäädäntö toimivat pitkän aikavälin kysyntäajureina.

Keskittyminen vielä kannattavuuden parannuksessa

Yhtiön vuodesta 2018 alkanut Kunnossa kasvuun -strategia on siirtynyt osittain jo kasvuvaiheen puolelle, vaikka kannattavuus onkin parantunut hieman odotuksiamme hitaammin. Kuntoon-vaiheen osalta Projekti-yksikön kannattavuus on vielä tavoitetasojen alapuolella, mutta Palveluissa parantunut jo hyvälle tasolle arviomme mukaan. Yhtiö tavoittelee (mid term) yli 5,5 %:n oikaistua EBITA-marginaalia ja yli syklin 4 %:n orgaanista liikevaihdon kasvua. Kasvun osalta tavoite on mielestämme realistinen ja kannattavuuden osalta potentiaalia yhtiöllä on merkittävästi korkeammallakin. Vuoden 2020 tasosta (oik. EBITA-%: 2,8 %) parannus tavoitetasolle syntyy Palvelut-liiketoiminnan kasvavasta osuudesta (2021e: 65 %) ja Projekti-liiketoiminnan kannattavuuden noususta. Yli tavoitetason kannattavuuteen eväitä antaa kasvun, palveluiden edelleen kasvavan osuuden ja skaalautuvien digitaalisten palveluiden yhdistelmä.

Arvostus houkutteleva tuloskasvunäkymiin nähden

Caverionin muutos kohti palveluyhtiötä yhdistettynä yhtiön vähän pääomaa sitovaan liiketoimintamalliin ja kevyeen taseeseen mahdollistaa vahvan kassavirran ja hyvän pääoman tuoton tehden yhtiöstä mielenkiintoisen sijoituskohteen. Tähän ja vahvaan tuloskasvunäkymään (20-23e EPS GACR-%: 135 %) nähden osakkeen lähivuosien arvostus (21-22e: EV/EBITDA 7x, P/E 18x ja EV/EBIT 14x) on edelleen houkuttelevalla tasolla. Näkyvyyden parannuttua alkuvuonna nojaamme myös jo vuoteen 2022, vaikka riskit tuloskäänteen osalta ovatkin vielä koholla. Käyttäen vuosien 2021-2022 arvostusta ja hyväksymämme arvostushaarukan keskitasoa (P/E: 16x, EV/EBIT 14x ja EV/EBITDA 8x), on osakkeessa selkeää (9 %) nousuvaraa. Ydinverrokkeihin nähden yhtiö on lähivuosille arvostettu mielestämme suhteellisen neutraalisti (-6 %) historian suoritus huomioiden. DCF-mallimme arvo (8,0 euroa) on selvästi nykykurssia korkeammalla kertoen yhtiön potentiaalista tuloskäänteen edetessä.

Suositus

Lisää

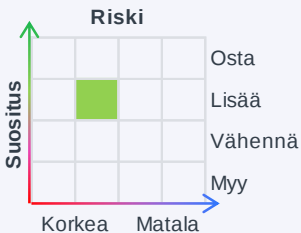
(aik. Lisää)

7,00 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi:

6,70 EUR



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	2155	2151	2258	2373
kasvu-%	2 %	0 %	5 %	5 %
EBITA (oik.)	60,6	78,0	105,1	126,2
EBITA-% (oik.)	2,8 %	3,6 %	4,7 %	5,3 %
Nettotulos	8,6	41,1	64,4	81,4
EPS (oik.)	0,16	0,31	0,47	0,59

P/E (oik.)	35,3	21,8	14,3	11,3
P/B	4,0	4,3	3,6	3,4
Osinkotuotto-%	3,4 %	2,2 %	3,0 %	3,7 %
EV/EBIT (oik.)	21,0	16,3	10,6	8,3
EV/EBITDA	9,2	7,7	6,0	5,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,4	0,4

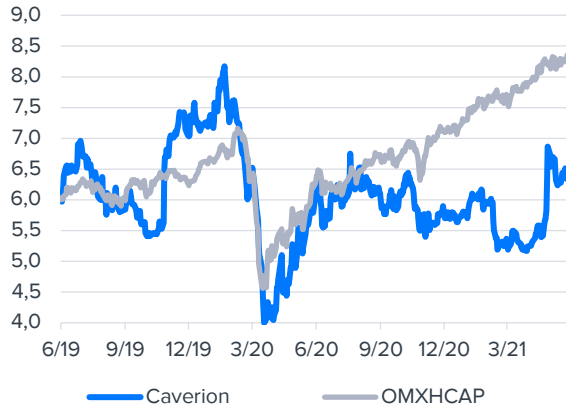
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

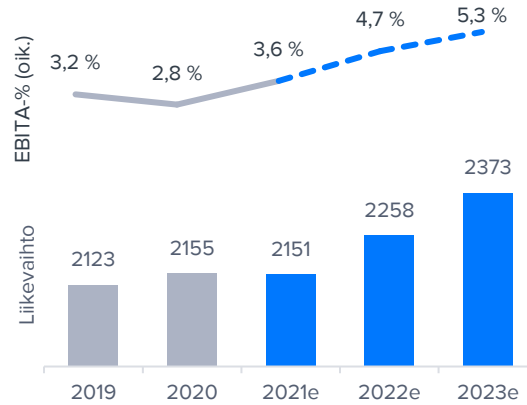
Vuonna 2021 Caverionin oikaistu EBITA kasvaa vuoteen 2020 verrattuna (2020: 60,6 MEUR).

Osakekurssi

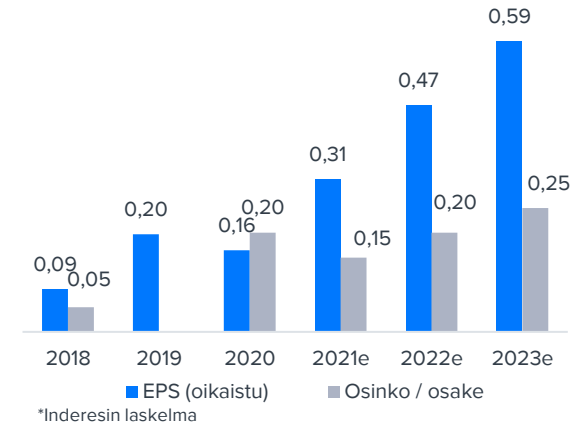


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja EBITA-% (oik.)



Osakekohtainen tulos (oik.)* ja osinko



Arvoajurit

- Kannattavuuden tervehdyttäminen
- Kasvuvaiheen aloittaminen
- Käänneyhtiön tunnusmerkkejä
- Vahvistuva kasvu jatkuvissa ja kannattavimmissa palveluissa
- Tekniikan ja automatisoinnin lisääntyminen kiinteistöissä ja laitteissa tukee markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymiä
- Energiatohokkuus ja ympäristötietoisuus sekä -lainsäädäntö tukevat yhtiön liiketoiminnan kysyntänäkymiä



Riskitekijät

- Toimiala syklistä ja palveluliiketoiminnan kasvu osin riippuvaista projektien kasvusta
- Projektiliiketoiminnassa riskit ovat jatkuvia liiketoimintoja suurempia
- Projektien hallinta
- Kestävän kannattavuuden ylläpito
- Matalat alalietulon esteet
- Henkilöstövaltainen ala
- Resurssien joustavuus
- Hintakilpailun kiristyminen



Arvostus

- Vuoden 2021 arvostus jo käännettä hinnoittelee
- Vuodelle 2022 arvostus laskee ja kuvaa yhtiössä olevaa potentiaalia
- Näkyvyys parantunut ja riskitaso laskenut alkuvuonna
- Sektoriin nähden suhteellisen neutraali arvostus
- Arvostuksella edelleen nousuvaraa, jos yhtiö suoriutuu odotuksia paremmin ja näkyvyys paranee

MCAP
900
MEUR

EV
1000
MEUR

EV/EBITDA (oik.)
6x
2022e

P/E (oik.)
14x
2022e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Sijoitusprofiili	12-14
Toimiala ja markkina	15-16
Strategia	17-21
Taloudellinen tilanne	22-24
Ennusteet	25-27
Arvonmääritys	28-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36-38

Caverion lyhyesti

Caverion on Euroopan johtavia kiinteistöjen, rakennetun infrastruktuurin ja teollisuuden teknisten projektien ja palveluiden tuottajia.

2013

Irtautuminen YIT:stä itsenäiseksi pörssiyhtiöksi

2155 MEUR (1,5 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

60,6 MEUR (2,8 % lv:sta)

Oikaistu EBITA 2020

63 % / 37 %

Palvelut / Projektit (osuus liikevaihdosta 2020)

159 %

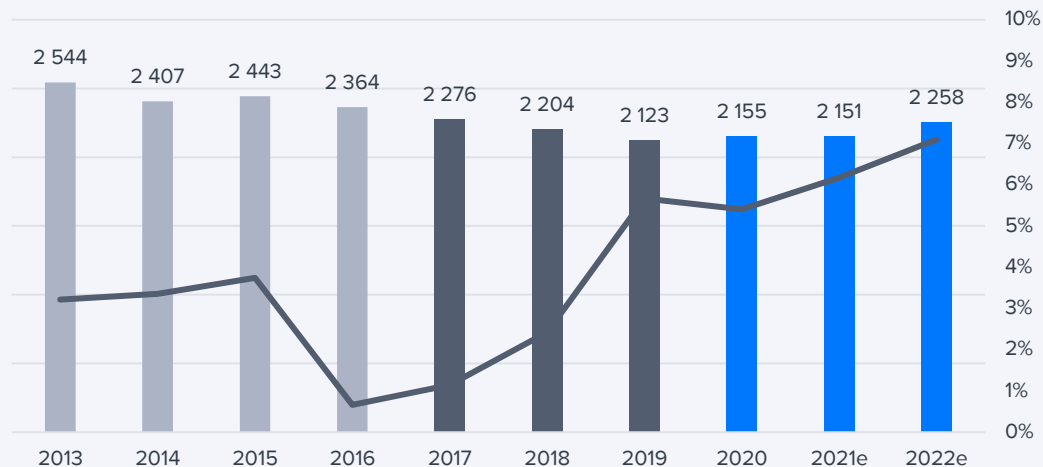
Kassakonversio (Operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja / käyttökate (rullaava 12kk luvut)) vuoden 2020 lopussa

Noin 15 000

Henkilöstö 2020 lopussa

Liikevaihdon ja oikaistun käyttökatemarginaalin kehitys*

- Vuonna 2013 yhtiö irtautuu YIT:stä 2014-2016 strategian fokuksena kannattavuuden parannus - Terve kasvu kannattavuuden parantamisen jälkeen - Kannattavuus nousi vuoteen 2015 asti 2016 alkoi näkymään ongelmia projekteissa - Saneeraustoimet ja alaskirjaukset rasittivat tulosta	- Yhtiö uusiutui 2017 julkistettiin uusi strategia vuosille 2018-2020 - Fokuksena kannattavuuden tervehdyttäminen ja kasvu valituilla alueilla 2018-2019 kannattavuus nousee ja liikevaihto laskee odotetusti 2019 strategia päivitettiin kasvuvaiheeseen	2020 on koronan sävyttämä vuosi 2021e tulostaso paranee - Strategian kasvuvaihe myös käynnissä 2022e orgaaninen kasvu vahvistuu - Palvelut nostavat osuuttaan - Kannattavuus nousee kohti tavoitteita
--	---	--



* 2016: Käyttökateprosentti ilman uudelleenjärjestelykuluja; 2013-2015: Käyttökateprosentti IFRS 16 Vuokrasopimukset -standardi voimaan 1.1.2019 alkaen. Vertailutietoja voimaantulopäivää edeltäviltä kausilta ei ole oikaistu.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Kiinteistötekniikkaa ja teollisuuden palveluja

Caverion on vuonna 2013 rakennusyhtiö YIT:stä irtautunut kiinteistöjen, teollisuuden ja infrastruktuurin teknisiin palveluihin ja projekteihin keskittynyt yritys. Tarjoamallaan yhtiö pyrkii luomaan rakennettavasta ja rakennetusta ympäristöstä älykästä sekä kestävää.

Yhtiön osaaminen jakaantuu laajalle rakennusten, infran sekä teollisuuden ja teollisten prosessien koko elinkaaren varrelle käsittäen muun muassa hankekehityksen, projektin toteutuksen, teknisen huollon ja kunnossapidon, kiinteistöjohtamisen ja asiantuntijapalveluita.

Kestävä kehitys, energiatehokkuuden parantaminen, ympäristöarvojen merkityksen kasvu, teknologian ja automatisoinnin sekä digitaalisuuden lisääntyminen rakennuksissa ja ympäristössä luovat pohjaa tulevaisuuden kasvulle.

Euroopan johtavia toimijoita

Caverion toimii Pohjois-, Keski- ja Itä-Euroopassa yhteensä 11 maassa. Caverionin vuoden 2020 liikevaihto oli 2155 MEUR nousten vuoden 2019 tasosta noin 1,5 %:lla. Kannattavuus säilyi markkinatilanteeseen nähden kohtuullisella tasolla ja oikaistu EBITA-marginaali oli 2,8 %:ssa (2019: 3,2 %). Yhtiö on strategiansa mukaisesti panostanut kannattavuutensa kuntoon laittamiseen. Hiljalleen alkaa olla aika strategian kasvuvaiheelle. Palvelut-liiketoiminnassa tavoitteena on tehostaa kannattavaa kasvua. Projektit-liiketoiminnassa jatketaan valikoivampaa lähestymistapaa ja parantuva kehitys avaa

vähitellen kannattavia kasvumahdollisuuksia.

Yhtiön palveluita käytetään muun muassa toimistoissa, liikekiinteistöissä, asunnoissa, julkisissa rakennuksissa, infrastruktuurissa sekä teollisuuslaitoksissa. Caverionilla on noin 15000 työntekijää, joista iso osa Suomessa ja Ruotsissa. Yhtiön toiminta on paljon keskittynyt Pohjoismaihin, mutta esimerkiksi Saksan ja Itävallan alue on yhtiölle myös tärkeä.

Muuntautumassa palveluyhtiöksi

Caverionilla on kaksi liiketoimintayksikköä, Projektit ja Palvelut, joista Palveluiden osuutta on tarkoitus kasvattaa tulevaisuudessa. Caverionin pääliiketoiminta on vanhojen tai uusien kiinteistöjen taloteknisten palveluiden tarjoaminen. Tämä tarkoittaa esimerkiksi uuden toimistotalon sähkö-, vesi-, ilma-, automaatio-, tietoverkkopalveluiden tarjoamista. Lisäksi yhtiön on tarkoitus näiden projektiluonteisten hankkeiden lisäksi tarjota kiinteistöjen ylläpitoa ja huoltoa koko elinkaaren ajan.

Huollosta, ylläpidosta ja kiinteistöjen johtamisesta onkin tullut yhä tärkeämpi strateginen fokus, kun yhtiö hakee siirtymistä projektivetoisesta yhtiöstä enemmän jatkuvia palveluita tuottavaksi yhtiöksi. Usein projektina tuotettavat talotekniset järjestelmät pyritäänkin yhdistämään jatkuvaa liikevaihtoa tuottaviin palveluihin ja tästä hyvänä esimerkkinä ovat paljon yleistyneet elinkaarihankkeet, missä tarkoituksena on hoitaa kiinteistöä sen koko elinkaaren ajan. Sopimukset ylläpidosta ja huollosta voivat olla monia kymmeniä vuosia, mikä vie alaa ja Caverionia enemmän kohti jatkuvaa - sykleistä riippumatonta - liiketoimintaa.

Caverion



**Koko kiinteistön ja
infrastruktuurin elinkaari**



**Teollisuuslaitosten ja
teollisten prosessien
elinkaari**

Kumppani koko elinkaarelle

BUILD:
RAKENTAMINEN JA
PROJEKTIT

MAINTAIN:
TEKNINEN HUOLTO
JA KUNNOSSAPITO

SMART:
ÄLYKKÄÄT
RATKAISUT

PARTNER:
SYVÄT KUMPPA-
NUUDET

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintarakenne

Caverionin liiketoiminta perustuu nykyään kahteen liiketoimintayksikköön:

- **Projektit (37 % 2020 liikevaihdosta)**
- **Palvelut (63 % 2020 liikevaihdosta)**

Yhtiöllä on pitkän aikavälin strategisena tavoitteena nostaa palveluiden osuus yli 2/3 liikevaihdosta vähentäen näin yhtiön syklisyyttä ja lisätä liiketoiminnan jatkuvuutta. Osuus nousee arviomme mukaan jo noin 65 %:n tasolle vuonna 2021.

Palvelut

Caverionin Palvelut-liiketoimintayksikkö edustaa yhtiön tulevaisuuden suuntaa, kun yhtiö näyttäytyy enemmän palveluyhtiönä, eikä yksittäisten projektien riskit saa niin suurta painoarvoa yhtiön liiketoiminnassa.

Palvelut-liiketoiminnan liikevaihto vuonna 2020 oli noin 1365 MEUR nousten vertailukaudesta noin 7 %:lla. Yhtiön Palvelut voidaan jakaa karkeasti pienempiin huolto- ja kunnossapitotöihin, teollisuuden kunnossapitoon ja kiinteistöjohtamisen palveluihin.

Pienemmät teknisen huollon ja kunnossapidon työt käsittävät ennakoivan huollon, tarpeen mukaisen huollon ja muut pienet huoltoprojektit. Lisäksi Caverion on kehittänyt digitaalisia palveluja eri asiakasryhmille, joiden avulla kasvua pystyttäisiin skaalaamaan (IoTFlex teollisuudelle, ServiFlex+ kiinteistöjen asiakkaille ja MP

Intelligence -diagnosointi teollisuuteen). Digitaalisten palveluiden avulla pyritään yleisesti parantamaan asiakkaiden tuottavuutta, energiatehokkuutta, kustannustehokkuutta tai prosesseja. Lisäksi palvelut mahdollistavat esimerkiksi teollisuudelle monen työvaiheen etävalvonnan tai automatisoinnin.

Kiinteistöjohtaminen on pidemmälle vietyä asiakkaille tarpeiden mukaan räätälöityä palvelua kiinteistöjen hoitoon ja ylläpitoon liittyen. Tähän liittyy lisäksi erilaiset asiantuntijapalvelut (energiakonsultointi, digitaaliset palvelut, tekniset due diligence -palvelut) ja kiinteistöjen elinkaariratkaisut. Digitaalisista palveluista kiinteistöjohtamisen puolella esimerkkinä on Caverion Smart View, jolla kiinteistön omistaja/sijoittaja tai manageri voi helpottaa kiinteistön hallintaa. Smart Viewin avulla voi seurata ja hallita reaaliaikaisesti useaa eri kiinteistöä ja hyödyntää kiinteistöstä sovellukseen tulevaa dataa.

Palveluihin liittyy myös yhtiön teollisuuden kunnossapito. Yhtiö teki vuonna 2019 tähän liittyen yritystalon, kun Maintpartnerin Viron, Suomen ja Puolan toiminnot ostettiin. Tämä hajauttaa yhtiön liiketoimintaa rakentamisen ulkopuolelle ja luo yhtiöstä yhden johtavista toimijoista Suomessa.

Projektit

Projektit-liiketoimintayksikköön kuuluu niin isoja kuin pieniäkin talotekniikan ja kunnossapidon projekteja. Yksikön liikevaihto vuonna 2020 oli noin 790 MEUR, joka oli noin 7 % vertailukauden

alapuolella. Pääasiassa projektit ovat joko kilpailu-urakoita (tilaaja suunnittelee ja pyytää tarjouksia Caverionilta ja sen kilpailijoilta) tai suunnittelun ja toteutuksen sisältäviä Design & Build -projekteja.

Projektit ovat yleensä talotekniikan toimituksia uusiin tai korjattaviin kiinteistöihin tai isoja teollisuuden projektitoimituksia. Vuoden 2018 putkistoliiketoiminnan myynnin jälkeen teollisuuden projektit kuitenkin vähenivät huomattavasti. Projektien osuus liikevaihdosta on tätä myötä laskenut, kun yhtiö luopuu kannattamattomista yksiköistä. Samalla Caverion pyrkii valitsemaan entistä tarkempien kriteerien perusteella, että mihin hankkeisiin sen on taloudellisesti järkevää osallistua.

Näkemyksemme mukaan yhtiön etu kilpailijoihin nähden yksikössä liittyy mahdollisuuden tarjota suurien järjestelmien elinkaaritöitä. Yhtiöllä on myös osaamista vaativissa erikoiskohteissa, kuten puhdastiloissa, tunnelijärjestelmissä, telematiikassa ja liikenteenohjausjärjestelmissä.

Käsityksemme mukaan projektit koostuvat nykyään pääosin suuresta määrästä pienempiä projekteja, joiden arvo on tyypillisesti muutaman miljoonan euron kokoluokassa. Yhtiöllä on ollut suurimmat kohteet Saksassa, missä myös isoja ongelmia projektihallinnassa on syntynyt, mutta nyt ne ovat pääosin valmiita.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Liiketoimintamalli

Projekteista palveluihin

Yhtiön liiketoiminta on hyvin pitkälti asiantuntijoihin pohjautuvaa asennus- ja huoltotyötä. Alaa leimaavat pieni kannattavuus, kustannusylitykset, suhdannevaihteluille altis kasvu ja lukuisat pienemmät toimijat.

Caverionin liiketoiminta on ollut hyvinkin projektiluonteista ja jatkuvan palveluliiketoiminnan osuus on ollut osittain riippuvainen saaduista projekteista. Vaikka yhtiö hakeekin palveluiden lisäämistä liiketoiminnassaan, on projektiluonteisuus vahvasti läsnä yhtiön liiketoiminnassa. Merkittävä osa yhtiön jatkuvista palvelusopimuksista syntyy juuri projektien päätteeksi, kun yhtiö jää ylläpitämään omia toimittamiaan järjestelmiä tai vastaamaan kiinteistön tekniikan kunnossapidosta tehdyn urakan jälkeen. Näin ollen liiketoiminta on näkemyksemme mukaan syklistä ja alttiina etenkin yrityksen investointi- ja laajennuspäätöksille sekä rakennusmarkkinoille.

Rakennusmarkkinoilla yhtiön painopisteenä ovat liike- ja toimistotilojen markkinat, mutta myös isot infrastruktuurihankkeet ja teollisuuden investoinnit vaikuttavat yhtiön liiketoimintaan. Yhtiön liiketoiminta on tosin jälkisyklistä, kun taloteknisten järjestelmien asennukset ovat yleensä rakennusprosessien viimeisimpiä vaiheita ja kestävät aina vähintään luovutukseen asti. Lisäksi, kun rakennussuhdanne käy kuumana ja kiinteistöjä valmistuu tai korjataan paljon, saa yhtiö myös hyvin solmittua ylläpito- ja huoltosopimuksia. Nämä kantavat pitkälle vielä

rakennussuhdanteen yli.

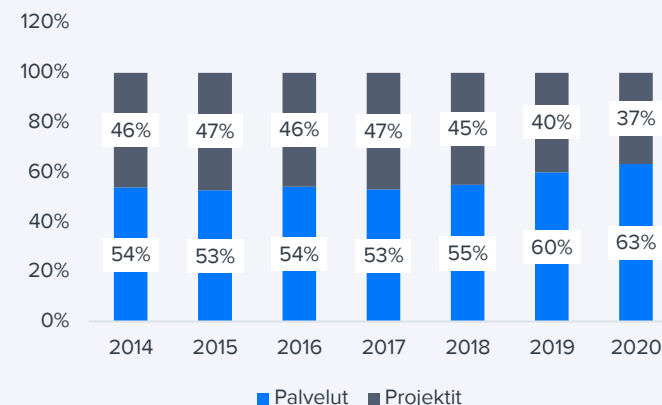
Suhdanteen hiljentyessä isojen projektien määrä vähenee, mutta palvelusopimuksien kesto ulottuu arviomme mukaan noin 2-3 vuoden sykleihin. Pidämme sopimusten uusimista hyvin todennäköisenä, mutta teknologinen kehitys ja varsinkin pienemmissä kiinteistöissä matalat alalletulon esteet vaikeuttavat toiminnan jatkuvuuden arviointia. Palveluista on kuitenkin tulossa yhtiölle entistä tärkeämpi osa liiketoimintaa, kun projektiliiketoimintaa vähennetään liian suurien riskien vuoksi ja tilauskantaan valikoidaan projektit entistä tiukempien kriteerien perusteella.

Näkemyksemme mukaan tämä on liiketoiminnan kannalta järkevä ratkaisu, sillä palveluissa voidaan saavuttaa isompi kannattavuus pienemmällä riskillä. Uskomme kuitenkin, että yhtiön on myös jatkossa otettava riskejä projekteissa ja muutos palveluyhtiöksi vie aikaa ja ongelmaprojekteja tulee myös jatkossa olemaan. Isojen riskien minimointi on ensisijaisen tärkeää.

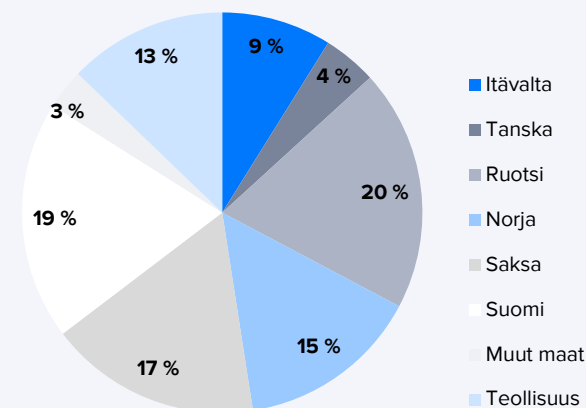
Liikevaihto laajalle hajautunut

Liikevaihdon jakautuminen on maantieteellisesti ja asiakkaan perusteella laajaa. Yhtiö jaottelee toimintansa 7 eri divisioonaan ja se toimii 11 eri maassa. Yhtiön liikevaihtoa ei hallitse mikään yksittäinen maa, mutta Ruotsi, Norja, Saksa ja Suomi edustavat noin 70 % yhtiön liikevaihdesta suhteellisen tasaisesti. Lisäksi yhtiön liiketoiminta hajautuu eri asiakassegmentteihin ja esim. teollisuuden sekä julkisen puolen asiakkaat toivat yhtiön liikevaihdesta 50 % vuonna 2020.

Liikevaihdon jakauma liiketoimintayksiköittäin*

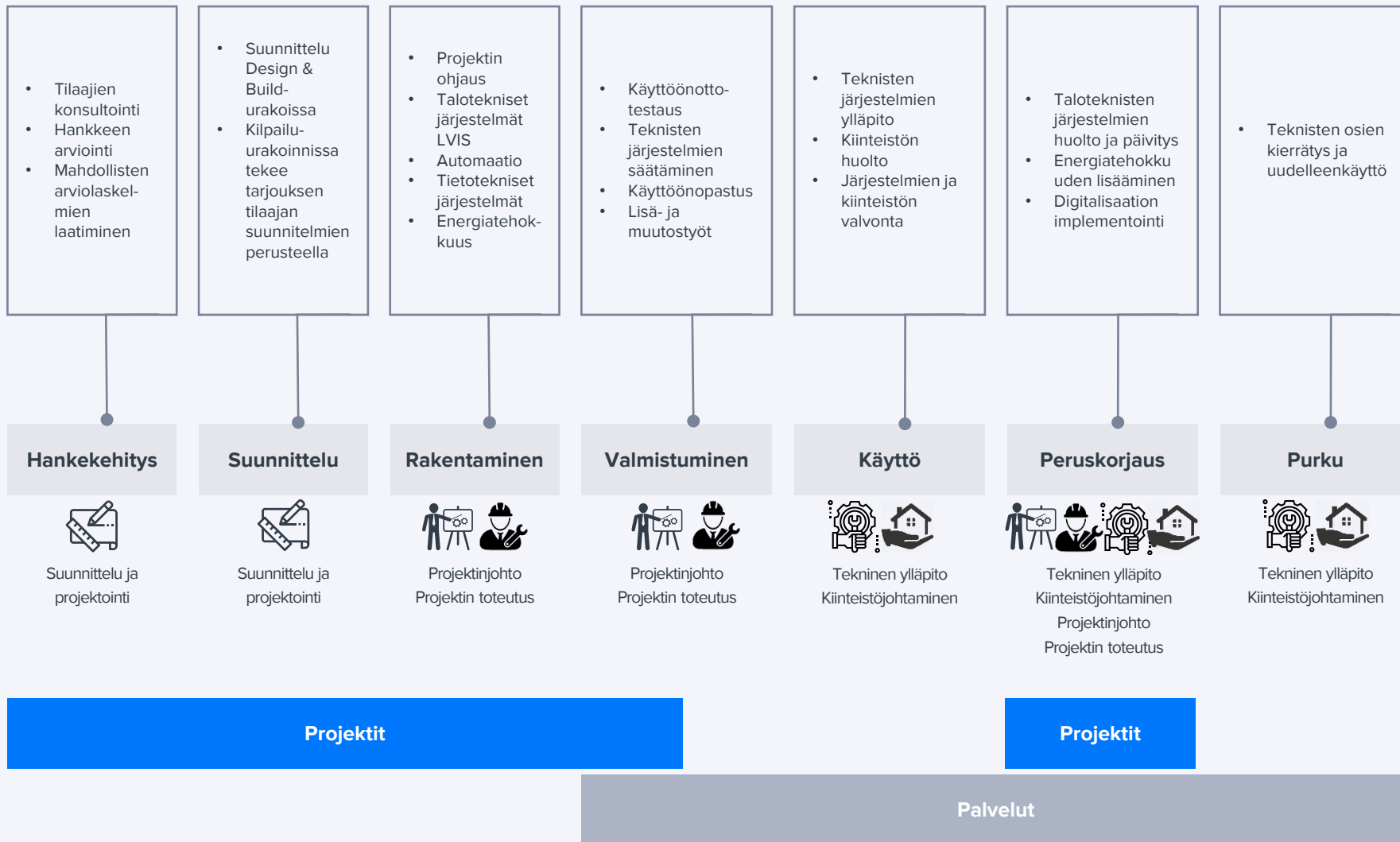


Liikevaihto divisioonittain vuonna 2020



Kiinteistön elinkaari ja Caverionin rooli

Caverionin rooli



Palvelut

Liiketoimintayksikkö

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Toimialalla muutosnopeus pieni, mutta teknologian kehitys uudistaa

Toimialana rakentaminen ja siihen liittyvät talotekniset järjestelmät muuttuvat hitaasti, mutta teknologia varsinkin talon ja kiinteistön sisällä on jatkuvassa muutoksessa, mikä lisää toimittajien tarvetta uudistaa tarjontaansa. Kiinteistöihin lisätään yhä enemmän seurantaan ja valvontaan liittyviä antureita sekä kerätään dataa kiinteistön olosuhteista reaaliaikaisesti. Tämä lisää vaatimuksia tekniikan toimittajille ja osaamista on kartutettava jatkuvasti. Kilpailu teknisestä edelläkävijyydestä digitaalisessa ympäristössä on kovaa, ja se kuka pystyy sen parhaiten toteuttamaan, on yleensä vahvoilla kilpailussa.

Perusrakentaminen tai talotekniikan järjestelmien asennus ei koe mielestämme kovinkaan suurta muutosnopeutta, vaikka tuottavuudessa olisikin näkemyksemme mukaan paljon tekemistä. Näemme Caverionin olevan hyvin asemoitunut teknisen ja teknologisen kehityksen kärjessä. Yhtiössä on tietoisesti panostettu datanhallintaan ja digitalisaation lisääntymiseen kiinteistöissä sekä teollisuudessa.

Kustannukset pääosin muuttuvia ja skaalautuvuutta vaikea saavuttaa

Yhtiön liiketoiminta skaalautuu näkemyksemme mukaan suhteellisen heikosti, kun suurin osa kuluista on muuttuvia. Arviomme mukaan yhtiön kuluista noin 70 % on muuttuvia ja loput kiinteitä kuluja. Yhtiön isoimmat kuluerät liittyvät tuotettujen materiaalien ja palvelujen ostoihin,

henkilöstökuluihin sekä lisäksi ulkopuolisiin palveluihin. Yhtiön liiketoiminta on näkemyksemme mukaan hyvin riippuvainen henkilöstömäärästä, ja liikevaihdon kasvattamiseksi täytyy myös henkilöstömäärää kasvattaa. Yhtiöllä on jonkin verran digitaalisia palveluita esimerkiksi kiinteistöjen etävalvontaan liittyen, mutta näkemyksemme mukaan niiden osuus yhtiön toiminnasta on vielä suhteellisen matala. Näitä lisäämällä yhtiön tuottavuus kuitenkin paranee ja kulujen skaalautuvuutta voi alkaa esiintymään. Hyvin pitkälti kuitenkin ala on vielä ihmisistä riippuvaista ja uuden huoltokohteen lisääminen tai uuden projektin aloittaminen vaatii lisää käsipareja.

Pääomaintensiivisyys matala

Yhtiön liiketoiminta ei sido huomattavasti pääomia eikä sen investointitarve ole kovinkaan suuri. Tämä vapauttaa paljon kassavirtaa yhtiön käyttöön ja alalle onkin tyypillistä heikompi kannattavuus, mutta hyvä kassavirta ja negatiivinen käyttöpääoma. Negatiivinen käyttöpääoma mahdollistaa toiminnan tulorahoittamisen ja vahva kassavirta hyvän osingonmaksu- sekä investointikyvykkyys.

Yhtiön pääomia on tarkoitus allokoida tietyn tärkeysjärjestyksen mukaan:

- 1) Investoinnit orgaaniseen kasvuun:** digitaaliset palvelut ja tarjoaman laajentaminen
- 2) velkaantuneisuuden pienentäminen**
- 3) osinko:** tavoitellaan vähintään 50 %:n

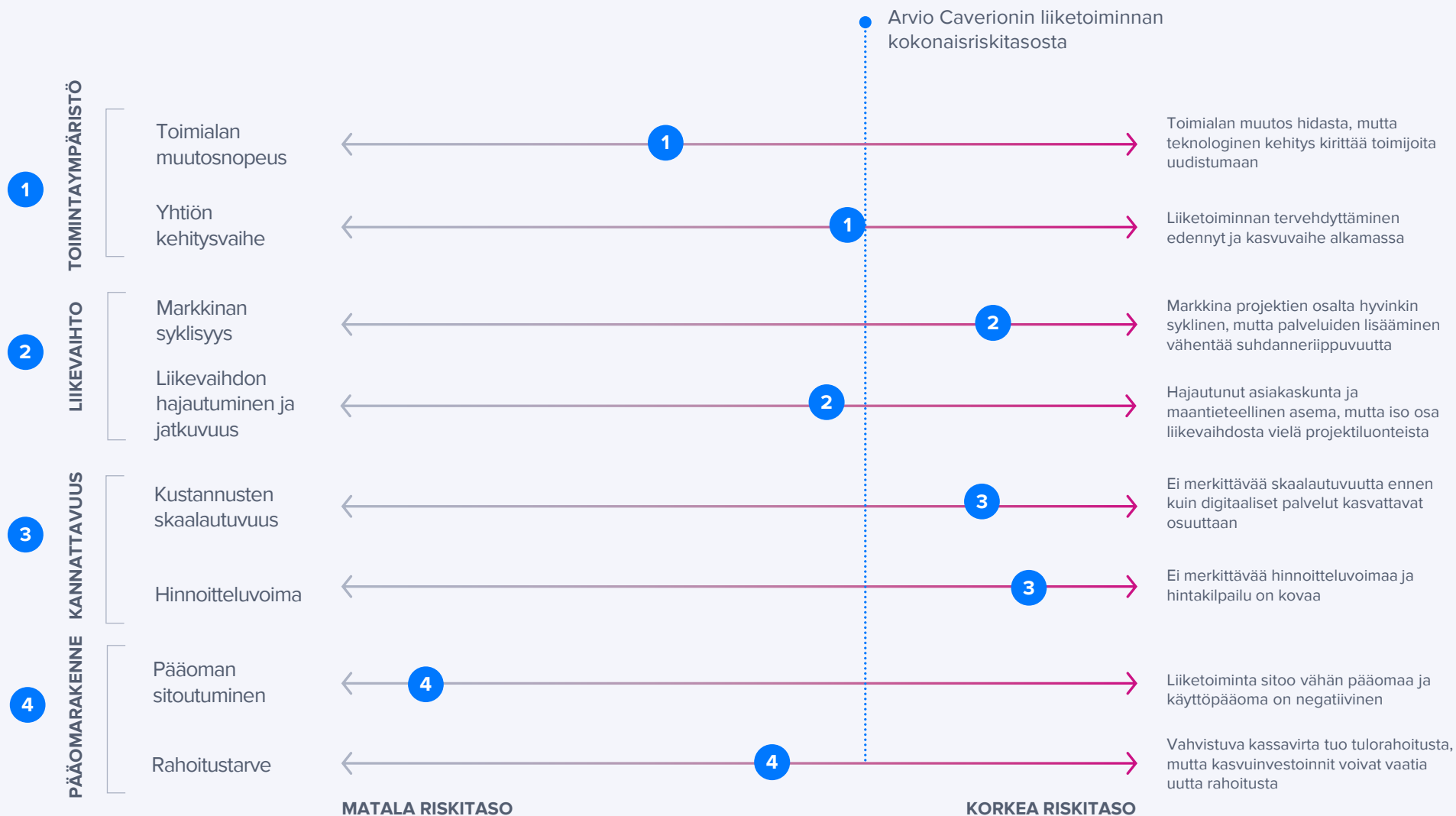
osingonjakosuhdetta huomioiden kuitenkin kannattavuus ja velkaantuneisuuden taso

4) yrityskaupat: etenkin Palvelu-liiketoimintayksikössä, mutta vain operatiivisesti hyvin suoriutuvissa divisioonissa

Yhtiön bruttoinvestoinnit olivat vuonna 2020 16,7 MEUR eli noin 0,8 % liikevaihdosta, kun ne vuonna 2019 olivat noin 3,5 % liikevaihdosta (73,4 MEUR). Vuoden 2019 isot investointimäärät selittyvät merkittävillä yritysostoilla ja itse liiketoimintaan yhtiön investointitarve on matala. Vuonna 2020 9,7 MEUR investoinneista oli tietotekniikkaan ja IT-järjestelmiin liittyviä. Muut investoinnit, mukaan lukien yritysostot ja sijoitukset yhteisyrityksiin, olivat 7,0 MEUR.

Velkaantuneisuutta yhtiö on saanut vähennettyä, kun velkaantumisaste on laskenut kriisivuosien korkeista lukemista noin -5,4 % negatiiviseksi (ilman IFRS 16) vuoden 2020 lopussa. Nettovelka/käyttökate-tunnusluku oli myös vuoden 2020 lopussa (-0,2x) selvästi alle yhtiön tavoitteen (<2,5x). Selkeää akuuttia rahoitustarvetta yhtiöllä ei ole ja liikkumavara antaa tehdä hyvin kasvuinvestointeja tulevaisuudessa.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Kannattavuus parantunut, mutta matkaa vielä on

Caverionin sijoitusprofiilia kuvaa mielestämme parhaiten vieläkin käänneyhtiön piirteet. Yhtiön kannattavuus on parantunut, mutta on kaukana yhtiön tavoitteesta ja potentiaalista.

Yhtiön aikaisempien vuosien projektiongelmien ja epäterveen kasvun jäljet ollaan nyt pääosin korjattu ja tilanne on tietyillä osa-alueilla jo parantunut huomattavasti. Kannattavuuden kääntämisen taustalla on määrätietoista työtä yhtiön organisaatio- ja kulurakenteen parantamisen eteen ja etenkin projektien tarkemman seulonnan suhteen. Seuraavana edessä on viimeisten heikosti suoriutuvien divisioonien tervehdyttäminen. Tämän ohessa liikevaihto pyritään saamaan takaisin kasvu-uralle, mikä mahdollistaa sekä kannattavuuden nostamisen edelleen uudelle tasolle että yhtiön pitkän aikavälin positiivisen kehityksen.

Liikevaihdon kasvattamiseen päästiin jo vuoden 2020 aikana selkeästi muun muassa Suomessa ja Teollisuudessa. Myös Norja ja Itävalta ovat olleet hyvässä kunnossa, mutta korona on hidastanut orgaanista kasvua. Myös Ruotsi ja Saksa parantavat tasoaan yhtiön kommenttien perusteella. Tanskassa uudelleenjärjestelytoimia on jatkettu eikä divisioona ole vielä kunnossa.

Yhtiön käänne kohti yhtiön keskipitkällä aikavälillä tavoittelemaa yli 5,5 %:n oikaistua EBITA-marginaalia on vielä pahasti kesken, mutta alkuvuoden suoritus oli jo hieman

rohkaisevampi. Liiketoiminnan saaminen kasvuun kannattavuuden tervehdyttämisen jälkeen on näkemyksemme mukaan kriittistä, sillä toimialalla on pieniä skaalaetuja esimerkiksi hankintojen suhteen. Kasvu on kriittinen tekijä myös henkilöstön käyttöasteen nostolle, mikä poistaisi myös työntekijöiden epävarmuutta omasta tulevaisuudesta. Henkilöstön alhainen käyttöaste on ollut yhtiölle myös aikaisemmin ongelma, mikä on osaltaan johtanut heikompien projektien valintaan.

Sijoitusprofiilia leimaa myös syklisyys

Mielestämme sijoittajien kannalta kriittistä on myös Caverionin projektien syklisyys. Liiketoiminta ei ole pelkästään suurien projektien varassa, mutta teollisuuden investointisyklillä ja rakennusmarkkinoilla on yhtiön suuri vaikutus. Näkemyksemme mukaan Caverion on jälkisyklinen, eli sen tilanne on parhaimmillaan taloussyklin loppuvaiheessa, johon suuret investoinnit ja isot rakennushankkeet yleensä ajoittuvat. Yhtiö on eniten altistunut teollisuuden ja liike- ja toimistorakennusten rakennushankkeisiin ja arviomme mukaan vain noin 10 % yhtiön liikevaihdosta tulee asuinrakentamisesta. Asuntomarkkinat ovat normaalisti eniten alttiita suhdannevaihteluille ja kokevat nopeampia muutoksia, joten alhainen osuus asuntomarkkinoista voi hieman pehmentää markkinan heikentymisen vaikutuksia. Lisäksi talotekniikka on rakennushankkeissa viimeisimpiä työvaiheita, mikä osaltaan pitää aktiviteettia yllä vaikka hankkeiden aloitukset lähtisivätkin laskuun.

Koska rakennusmarkkinoiden ja teollisuuden investointien vauhti on hidastunut etenkin Caverionille tärkeillä liiketoiminta-alueilla Suomessa, Euroopassa ja Pohjoismaissa, on sijoittajien mielestämme perusteltua olla hieman huolissaan tilanteen kehityksestä. Talouskasvun piristyminen ja koronan epävarmuuden poistaminen voivat kuitenkin nopeasti lisätä kysyntää.

Vaikka projektien kysyntä on syklistä, on Caverionin painopiste siirtymässä enemmän kohti suhdanteista riippumattomia palveluita. Caverionin tilauskanta on vahvistunut ja se sisältää myös pidempikestoisia sopimuksia. Palveluiden osuus tilauskannasta on kokoajan nousussa ja projektien valikointikriteerejä on tiukennettu. Caverion on lisäksi yhtiönä selvästi paremmassa kunnossa kuin esimerkiksi kolme vuotta sitten. Tase on vahvistunut merkittävästi ja operatiivisesti toiminta on saatu kohtuullisen hyvälle tasolle jo monissa divisioonissa. Yhtiön läpiviemät tehostustoimet ja kehitysohjelmat paransivat merkittävästi läpinäkyvyyttä liiketoimintoihin sekä projekteihin ja mahdollistavat nopean puuttumisen mahdollisiin ongelmiin. Suhdanteen hidastuminen edelleen on riski Caverionin tulосkasvun kannalta lyhyellä aikavälillä, mutta yhtiön toimenpiteiden vuoksi vaikutukset tulevat olemaan mielestämme historiaa pienemmät. Samalla talouden elvytystoimet tukevat kasvua hieman pidemmällä aikavälillä yhdessä megatrendien kanssa.

Sijoitusprofiili 2/2

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Caverionin keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Tuloskasvu:** Caverionin tuloskasvun mahdollisuudet ovat hyvät, mutta riippuvaisia markkinoiden kehityksestä. Viime vuosina yhtiön fokus on ollut heikon kannattavuuden korjaamisessa, mutta tämä on muuttumassa kohti kannattavaa kasvua. Caverionilla on potentiaalia kannattavuuden parantamiseen Kuntoon-strategian edistymisen kautta. Merkittävät parannukset vaativat kuitenkin jo liikevaihdon kasvua, kun kuluja ei voida loputtomasti karsia
- **Palveluiden osuuden kasvu:** Palvelut ovat suhdanteille vähemmän herkempiä, tasaisempia ja kannattavampia kuin useat projektit. Osuuden suhteellisen kasvun tulisi näin parantaa yhtiön tunnuslukuja. Lisäksi yleisesti kannattavampia ja tasaisempia palveluyhtiöitä arvostetaan pörssissä korkeammalle kuin projektiyhtiöitä. Palveluiden osuuden nousulla voi siis lisäksi olla myös korottava vaikutus markkinoiden Caverionille hyväksymiin arvostuskertoimiin.
- **Vahvat megatrendit:** Caverionin liiketoiminnan taustalla on merkittäviä megatrendejä, jotka pitävät toimialan kysynnän kasvussa ja tukevat myös kysyntää suhdanteiden läpi. Näitä ovat mm. teknologian lisääntyminen, energiatehokkuus, digitalisaatio ja kaupungistuminen. Lisäksi kiinteistöistä muodostuu koko ajan monimutkaisempia kokonaisuuksia ja niiden tekniikan sekä automaation määrän kasvu tukee Caverionin kaltaisia yhtiöitä.

- **Matala pääoman tarve ja korkea tuottopotentiaali:** Caverionin liiketoiminta sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat pieniä. Yhtiön ja alan toimijoiden taseet ovat usein tämän vuoksi kevyitä, mikä mahdollistaa korkean pääoman tuoton.
- **Vahva kassavirta:** Vähän investointeja vaativa liiketoiminta tuottaa myös hyvin vuolasta kassavirtaa (kassakonversio 159 % vuonna 2020), jolla voi maksaa vahvaa osinkovirtaa tai tehdä tulevaisuuden investointeja.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariskit:** Caverionin projektien ja palveluiden kysyntä on riippuvaista sen asiakkaiden tilanteesta ja investoinneista. Asiakasyhtiöiden kysyntä on monilla sektoreilla syklistä, mikä tarkoittaa kysynnän vaihtelua.
- **Projektiriskit:** Suuriin projekteihin liittyy aina epävarmuutta eikä Caverion ole pystynyt hallitsemaan niitä historiassa kovinkaan hyvin. Projektihallinnan pettäminen, projektien riita-asiat ja liian suuret riskit ovat kostauneet. Projektiriskejä tulee arviomme mukaan realisoitumaan myös jatkossa, mutta niiden koon tulee laskea merkittävästi. Projektien seulontaan ja valintakriteereihin onkin laitettu entistä enemmän panostuksia. Liikkumavara projektien suhteen yhtiöllä on myös parempi, kun ne edustavat pienempää osaa yhtiön liiketoiminnasta.
- **Riita-asiat ja pitkittyneet selvitykset:** Caverionin liiketoimintaan ovat historiassa kuuluneet riita-asiat ja erimielisyydet asiakkaiden kanssa. Käsityksemme mukaan suurimmat epäselvyydet ovat nyt takanapäin ja riskit isoista kustannusvaikutuksista ovat pienempiä.
- **Liikearvo:** Caverionin taseessa on paljon liikearvoa (2020: 365 MEUR) ja se on yksi suurimpia yksittäisiä tase-eriä. Suhteessa omaan pääomaan (2020: 197 MEUR) yhtiöllä on liikearvoa melkein kaksinkertainen määrä. Liikearvo ei sinänsä ole ongelma, jos markkina ja talous palaa vahvalle kasvu-uralle, mutta pitkittynyt taantuma tai heikko markkinajakso voi aiheuttaa siihen alaskirjauspaineita.
- **Valuuttariskit:** Caverionin liiketoiminnasta noin 40-45 % tulee arviomme mukaan euromaiden ulkopuolelta, joten se on alttiina valuuttakurssien vaihteluille. Suurimmat altistukset ovat Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunulle. Esimerkiksi liikevaihto, liiketulos ja tilauskanta voivat kasvaa Ruotsin kruunuissa edellisvuodesta, mutta raportointivaluutan vahvistuminen Ruotsin kruunuun nähden voi johtaa päinvastaiseen raportoituhiin numeroihin. Tätä translaatoriskiä yhtiö ei suojaa, mutta Caverionin konserniyhtiöt ovat olleet vastuussa valuuttamääräiseen kassavirtaansa liittyvän valuuttakurssiriskin tunnistamisesta ja suojaamisesta.

Sijoitusprofiili



1.

Käänneyhtiön tuloskasvupotentiaali

2.

Kannattavuuden tervehdyttäminen edelleen pääteema

3.

Tasaisemman ja kannattavamman palveluliiketoiminnan osuuden nousu

4.

Kasvuvaiheen aloitus ja tuloskasvun vahvistaminen

5.

Vahvistunut kassavirta antaa kapasiteettia investoida kasvuun ja jakaa osinkoa

Potentiaali

- Kannattavuuden tervehdyttäminen
- Kannattavampien ja jatkuvan liikevaihdon omaavien palveluiden osuuden nousu
- Tekniikan ja automatisoinnin lisääntyminen, energiatehokkuus sekä digitalisaation implementointi tukee markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymiä
- Jo pieni tuloskasvu vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallin vuoksi mahdollistaa vahvan kassavirran ja kasvavan osingon

Riskit



- Markkinariskit ja epävarmuus vielä korkealla tasolla
- Toimiala syklistä ja palveluliiketoiminnan kasvu osin riippuvaista projektiliiketoiminnan kasvusta
- Projektiliiketoiminnassa riskit ovat jatkuvia liiketoimintoja suurempia
- Suurimmassa osassa yhtiön liiketoimintaa matalat alalletulon esteet ja kestävien kilpailuetujen puute rajaa kasvua sekä kannattavuuden parantamista

Toimiala ja markkina

Sekoitus rakennusala, kiinteistöhuoltoa ja teollisuutta

Caverionin liiketoiminta liikkuu oikeastaan kolmen hieman erilaisen toimialan ympärillä. Caverion altistuu Projektit-liiketoiminnan kautta rakennusosalalle ja Palvelut-liiketoiminnan kautta enemmän kiinteistöhuollon ja ylläpidon piiriin. Lisäksi yritys toimii teollisuudessa laitteiden toimituksessa, teollisuusrakentamisessa ja teollisuuden ylläpidossa. Karkeasti sanottuna yrityksen toiminta on lähimpänä rakennusalan toimijoita ja talotekniikan toimialaa, mutta myös teollisuuden investoinnit sekä näkyvät vaikuttavat yrityksen liiketoimintaan.

Caverionin kiinteistö- tai talotekniikan toimiala on hyvin hajanainen ja pirstaloitunut. Alalla on hyvin paljon pieniä toimijoita ja suurimpien toimijoiden markkinaosuudet jäävät pieniksi. Caverionin markkinoilla viiden suurimman osuus markkinoista on arviomme mukaan yhteensä noin 20 %.

Alalle on tyypillistä matala pääoman tarve, hyvä kassavirta, vakaa osinko ja hyvä pääoman tuotto. Palveluista saatava jatkuva kassavirta tuottaa yrityksille vakautta liiketoimintaan, mutta projekteista saatava syklistyys nostaa yritysten riskiprofiilia.

Suhdanne elpyy

Suomessa ja Euroopassa on viime vuosina nautittu hyvästä rakentamisen kasvusta matalien korkojen, hyvän talouskasvun ja osin patoutuneen kysynnän myötä. Kasvun hidastuminen tapahtui kuitenkin koronan myötä

nopeasti.

Pahin vaihe näyttäisi kuitenkin olevan markkinakommenttien perusteella takanapäin. Viivästyneitä tai jäädytettyjä hankkeita aletaan todennäköisesti käynnistämään rakentamisessa. Teollisuuden osalta taas viivästyneitä seisakkeja edistetään ja tehdään vuonna 2021.

Caverionin markkinakasvu noin 3 % normaalissa tilanteessa

Virallisiin markkinaennusteisiin liittyy vielä mielestämme tällä hetkellä paljon epävarmuuksia koronan lopullisten vaikutusten vuoksi. Arviomme mukaan lähivuosien aikana kasvu voi olla normaalitilannettakin vauhdikkaampaa, kun patoutunutta kysyntää osin puretaan. Samalla valtioiden ja kuntien elvytyksen voidaan nähdä avittavan Caverionin kaltaisia yrityksiä.

Puhumme kuitenkin kappaleessa yrityksen Palvelut- ja Projektit-liiketoiminnan tilanteesta normalisoidusta kasvusta, joka ei meidän mielestämme ole merkittävästi historiasta muuttunut. Näemmekin kasvun palautuvan ennustettuihin lukuihin keskipitkällä aikavälillä lyhyen aikavälin volatiilista kehityksestä huolimatta.

Caverion on itse arvioinut kokonaismarkkinan heidän alueellaan kasvavan vuosittain noin 3 %:n vuosivauhtia normaalissa tilanteessa (CMD 2019). Tämä on näkemyksemme mukaan suhteellisen hyvä arvio, sillä digitaalisten palveluiden ja älykkäiden teknologioiden kasvu auttaa yrityksen

markkinoita kasvamaan hieman alueiden BKT:ta nopeammin (1-2 % p.a.).

Yhtiön projektiliiketoiminnan markkinakasvu seuraa arviomme mukaan suurin piirtein rakentamisen kasvua, mutta jälkisyklisesti hieman jälkijunassa. Arviomme mukaan projektien kasvu palautuu tänä vuonna koronan haasteista, mutta kuitenkin loppuvuosi-painotteisesti. Odotamme kasvun olevan noin 0-2 %:n välillä. Ensi vuonna näemme talouskasvun piristymisen ja elvytyksen tukevan projekteja ja kasvun olevan 2-4 %:n tasolla. Caverionilla projektiliiketoiminnalta ei tosin kannata vielä odottaa merkittäviä kasvulukuja, sillä selvästi yritys on hyvin valikoiva uusissa hankkeissaan ja haluaa panostaa palveluliiketoimintaan.

Caverionin palveluiden markkinan kasvu kiinteistöhuollon ja -ylläpidon puolella kasvaa yrityksen mukaan vuosittain keskimäärin yrityksen toimintamaissa 2-4 %:n vauhtia. Teollisuuden huollossa ja ylläpidossa markkina kasvaa yrityksen mukaan nyt kuitenkin hieman nopeammin ulkoistustrendin myötä ja arviomme sen markkinakasvun olevan noin 3-6 % vuosittain. Tämän perusteella arvioimme Caverionin kiinteistöjen ja teollisuuden palveluiden painotetun markkinakasvun olevan noin 3-5 %:n tasolla normaalitilanteessa. Viime vuoden hiipumisen jälkeen odotamme tänä vuonna osittaisen patoutuneen kysynnän (esim. teollisuuden seisakit) tukevan kasvua jopa haarukan yläpäähän. Pidemmällä aikavälillä pitkät palvelusopimukset, teknologian kehittyminen ja digitalisaatio pitävät kysyntää yllä.

Markkinat Caverionin näkökulmasta

Palvelut

Projektit

Markkinakasvu*

3-5 %:n vuosikasvu, Caverion hakee markkinoita nopeampaa kasvua

Hidasta kasvua (2-4 %), Caverionilla valikoivampi lähestymistapa projekteihin

Trendit

- Digitalisaation lisääntyminen
- Energiatehokkuuden merkityksen kasvu
- Elinkaarihankkeet
- Huollon ja ylläpidon ulkoistaminen
- EPBD-direktiivi

- Yhteistyömallien lisääntyminen
- Kokonaisten ratkaisujen tarjoaminen
- Konseptit ja tehdasvalmistus
- Tuottavuuden nosto
- EPBD-direktiivi

Caverionin vahvuudet

- **Kokemus** - toiminut alalla pitkään
- **Koko** - pystyy palvelemaan isoja asiakkaita
- **Kehityksen jatkuvuus** - investointimahdollisuudet jatkuvaan kehitykseen rahoitusaseman vuoksi hyvät
- **Digitaaliset palvelut** - olemassa ja kehitteillä olevat digitaaliset palvelut voivat mahdollistaa skaalautuvaa liiketoimintaa

- **Isot kokonaisuudet** - suunnittelu ja toteutus sekä huolto samasta paikasta
- **Tekninen osaaminen** - automaation ja tekniikan lisääntyminen rakennusprojekteissa
- **Toimitusvarmuus** - iso ja vakaa toimija luo turvaa myös asiakkaalle projektin onnistuneesta läpiviennistä

Caverionin heikkoudet

- Iso koko vie ketteryyttä
- Pienissä hankkeissa ei selkeää kilpailuetua

- Isot projektit, isot riskit
- Pienet projektit, pienet kilpailuedut
- Raskaampi organisaatio
- Aikaisemmin epäonnistunut projektinjohto ja -hallinta

Kilpailu (kehitysympäristö)

Yleisesti markkina on hyvin pirstaloitunut ja pieniä toimijoita on paljon. Kilpailu isoimmista kokonaisuuksista on Caverionin vahvuuksissa. Pienemmät ja yksittäiset huoltotyöt isomman organisaation vuoksi voivat olla epäedullisia.

Kilpailtu markkina, jossa monta toimijaa. Suomessa ja Pohjoismaissa isoja kilpailijoita mm. Are, Bravida, Instalco, Assemblin. Keski-Euroopassa mm. Apleona, Ortner, Wisag ja SPIE.

Strategia 1/3

Kunnossa kasvuun -strategia

Caverion julkisti Kunnossa Kasvuun -strategiansa vuosille 2018-2020 vuoden 2017 lopussa. Strategia pohjautuu toimialan digitalisoitumiseen ja yhtiön visiona on olla sidosryhmien ”ykkösvalinta digitalisoituvassa ympäristössä”.

Digitalisoituva ympäristö, kiinteistöjen sekä teollisuuden laitteiden tekniikan kehittyminen/lisääntyminen, energiatehokkuuden merkityksen kasvu ja kaupungistuminen ovat kasvavia trendejä markkinoilla, johon strateginen panostaminen on mielestämme järkevää.

Caverionin nykyinen strategia jakautuu kahteen vaiheeseen: **Kuntoon** ja **Kasvuun**. Kuntoon vaiheessa yhtiön liiketoiminnan kannattavuus tuli nostaa terveelle tasolle ennen kuin voidaan lähteä investoimaan Kasvuun-vaiheeseen.

Kuntoon-vaihe

Kuntoon-vaihe on nyt pääosin valmis, vaikka joidenkin divisioonien tai maiden suoritus vaatii vielä parantamista ja Projektit-liiketoiminnan suoritus ei ole tavoitellulla tasolla. Valituilla alueilla kasvu on jo kuitenkin aloitettu.

Kuntoon-vaiheen tarkoituksena oli vuosien 2018-2019 aikana kannattavuuden noston ohella tehostaa konsernin kassavirtaa, kunnostaa projektiportfolioa ja jatkaa valikoivaa lähestymistapaa projekteissa. Tämä saavutettiin panostamalla Palvelut- ja Projektit-liiketoimintayksiköiden suorituksen johtamisen parantamiseen sekä tehostamalla hankintoja,

logistiikkaa ja kiinteitä kuluja.

Oikealla näkyvissä kuvioissa olemme havainnollistaneet strategian toteutumista ennen Kasvu-vaiheen aloitusta vuoden 2019 luvuilla:

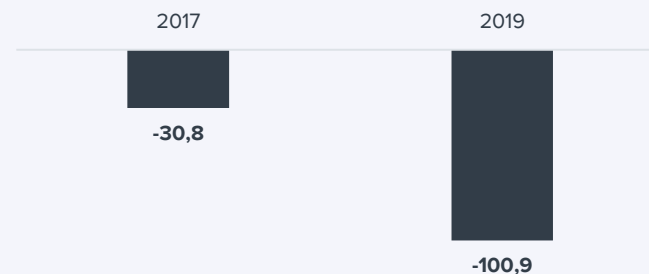
- Käyttöpääoma laski
- Kannattavuus parantui
- Operatiivinen kassavirta nousut

Käyttöpääomaa ollaan saatu laskettua yhtiön toimilla saamisten ja laskutuksen virtaviivaistamisella sekä vanhojen projektien loppuunsaattamisella. Kannattavuus on noussut yhtiön kiinteiden kulujen laskun ja liikevaihdon katerakenteen (palveluiden osuus kasvanut ja projektikannan kate noussut) parantumisen myötä. Tämän myötä yhtiön kassavirrassa on nähty selkeää parantumista ja yhä isompi osa tuloksesta tuottaa kassavirtaa (kassakonversio).

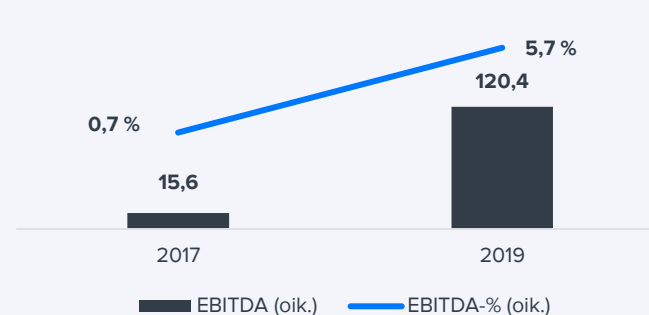
Myös vuonna 2020 yhtiön tilanne meni eteenpäin, mutta koronan aiheuttamat haasteet heikensivät suhdannetta ja myös yhtiön lukuja. Positiivista on ollut huomata, että vaikka kannattavuus hieman laski vuonna 2020 (oik. EBITDA-% 2020: 5,4 %), on kassavirta* (2020: 158 MEUR) parantunut edelleen.

Kuntoon-vaiheen tulokset selvästi nähtävissä

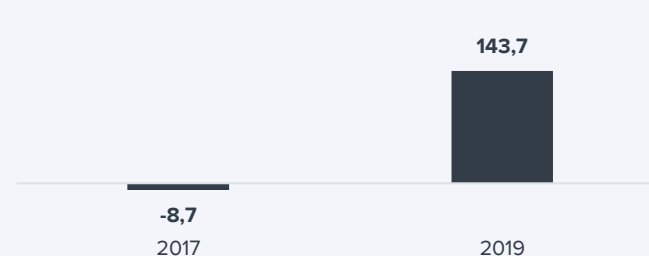
Käyttöpääomaa vapautunut merkittävästi



Kannattavuus parantunut selvästi



Parantunut kassavirta* luo nyt mahdollisuuksia investoida kasvuun



Strategian pohjana digitalisoituva ympäristö



Inderesin kommentti:

Caverionin strategia keskittyy digitalisoituvaa ja yhä enemmän toisiinsa kytkeytyneen ympäristön hallintaan. Kiinteistöjen, teollisuuden laitteiden ja infrastruktuurin kommunikointi toistensa ja käyttäjien kanssa luo tarvetta Caverionin kaltaisille yhtiöille. Energiatehokkuuden merkityksen kasvu ja automaation sekä teknologian lisääntymisen tuottavuusparannus on osin vielä hyödyntämättä ja näemme Caverionin liiketoimintojen tukevan näitä megatrendejä. Strategian pohjana olevalla liiketoiminnalla on mahdollisuuksia, mutta sen suorituskyvyn optimoinnissa yhtiöllä on vielä tekemistä.

Investointikapasiteettia luovat

- Kannattava kasvu
- Vahva kassakonsolidointi
- Suorituksen johtamisen toimenpiteet
- Lisäsäästämismahdollisuudet kiinteissä kustannuksissa
- Hankinta-/toimitusketjun optimointi
- Toimintamallin optimointi



Inderesin kommentti:

Caverionin vuonna 2016 aloitetut tehostustoimenpiteet ja vuonna 2017 käynnistynyt strategian Kuntoon-vaihe on nyt pääosin valmis. Joidenkin divisioonien tai maiden suoritus vaatii kuitenkin vielä parantamista ja Projekttiliiketoiminnan suoritus ei ole vielä tavoitellulla tasolla. Valituilla alueilla kasvuinvestoinnit ovat jo kuitenkin aloitettu mm. yritysostojen muodossa.

Tehostaminen ja kulujen karsiminen on pääosin nyt takana, mutta vaikein vaihe on näkemyksemme mukaan kuitenkin vasta alussa. Myös vanhan ja epäonnistuneen strategian alkuvaihe sujui suunnitelmallisesti, mutta kasvun saavuttaminen näyttäytyi vaikeammaksi haasteeksi. Nyt lisäksi epävarmuutta lisää koronan vuoksi heikentynyt toimintaympäristö.

Esimerkkejä digitaalisista ratkaisuksista ja älykkäistä teknologioista

Energiatehokkuus, CO2-vähennykset, turvallinen ja terveellinen ympäristö, optimaaliset elinkaarikustannukset ja kiinteistöjen arvo



Strategia 2/3

Kasvu-vaiheessa haetaan tervettä kasvua

Kasvu-vaiheessa yhtiön on tarkoitus lähteä hakemaan liiketoimintojen kasvua. Kasvun kulmakivenä toimii etenkin Palvelut-liiketoiminta, jonka osuus yhtiön liikevaihdosta on tarkoitus nostaa yli vuoden 2020 ulottuvalla jaksolla tuottamaan yli kaksi kolmasosaa yhtiön liikevaihdosta (2020: 63 % liikevaihdosta). Vaikka projektien osuus tulee tulevaisuudessa oletettavasti pienenemään, on niiden merkitys Caverionille kuitenkin vielä suuri. Kuten aikaisemmin totesimme, projektit toimivat tärkeänä väylänä yhtiön Palvelut-liiketoiminnan kasvulle.

Kasvu-vaiheen perustekijät koostuvat laajasta asiakaskannasta, tehdyistä investoinneista brändiin ja myyntikehitykseen, digitaalisten palveluiden kasvavasta osuudesta ja tulevaisuuden yritysostoista. Laaja asiakaskunta sekä kiinteistökanta mahdollistavat yhtiön hyödyntää olemassa olevia asiakkaita uusia digitaalisia alustoja tai palveluita varten (Smart View, IoT, analytiikka). Digitaalisuuden lisääntyminen rakennuksissa ja kiinteistöissä tarkoittaa myös, että älykkäiden ja entistä vaativimpien teknologioiden kasvu luo Caverionille mahdollisuuksia.

Taloudellisissa tavoitteissa kassavirta ja kannattavuus etusijalla

Vuoden 2019 CMD:n yhteydessä päivitettyissä taloudellisissa tavoitteissa Caverion asettaa edelleen hyvän kassavirran etusijoille, kun kannattavuus on nyt saatu nostettu monella osalla alueella Kuntoon-tasolle.

Kasvuun-vaiheen tullessa konkreettiseksi, on yhtiöllä myös nykyään orgaanisen liikevaihdon tavoite. Myös Palveluiden kasvun tavoitellaan olevan edelleen suurempaa kuin markkinakasvu ja pidemmällä aikavälillä yli kaksi kolmasosaa yhtiön liikevaihdosta.

Strategia edennyt hyvin, mutta hieman odotuksia hitaammin

Yhtiö on strategiansa ensimmäisinä vuosina edennyt kohtuullisen hyvin taloudellisia tavoitteitansa kohti, kun kassakonversion, kasvun sekä velkaantuneisuuden tavoitteet täyttyivät jo ennen vuotta 2020. Käännöksen kannattavuudessa on kuitenkin ollut odotuksia hitaampi eikä tavoitetta tulla arviomme mukaan saavuttamaan vielä lähivuosien aikana.

Taloudellisten tavoitteiden aikataulu on asetettu keskipitkälle aikavälille, mikä tarkoittaa noin 3-5 vuotta. Myös koronavirus ja talouden alamäki aiheuttivat hieman takapakkia etenkin yhtiön kasvu- ja kannattavuustavoitteille.

Taloudelliset tavoitteet

- **Kassakonversio:**
 - Operatiivinen kassavirta ennen rahoituseriä ja veroja / Käyttökate > 100 %
- **Kannattavuus:**
 - Oikaistu EBITA-% > 5,5 % liikevaihdosta (aik. Oikaistu käyttökate (EBITDA) yli 8 % liikevaihdosta)
- **Velkaantuneisuus:**
 - Nettovelka/Käyttökate < 2,5x
- **Kasvu:**
 - Orgaaninen liikevaihdon kasvu > 4 % vuodessa yli syklin
 - Palveluiden kasvu > markkinakasvu
 - Pitkän aikavälin tavoite yli vuoden 2020: Palvelut tuottavat yli 2/3 yhtiön liikevaihdosta
- **Osinkopolitiikka:**
 - Vähintään 50 % tuloksesta kannattavuus ja velkaantuneisuus huomioiden

Strategia 3/3

Kannattavuuden potentiaali nykyistä korkeammalla

Kasvun ja kannattavuuden osalta pidämme tavoitteita realistisena kuitenkin lähivuosien aikana. Ennusteissamme odotamme liikevaihdon kasvun olevan vuoden 2021 jälkeen lähivuosina noin 5 % orgaanisesti, mutta Palveluliiketoiminnan osalta näemme kasvun olevan tätä korkeampi. Projektit-liiketoimintaa hidastaa näkemyksemme mukaan hieman hidastuva rakennusmarkkina ja yhtiön valikoiva kohteiden tarjoaminen. Tähän lukuun ei kuitenkaan sisälly mahdolliset tulevat yritysostot, joten 5-10 %:n kasvu on yhtiölle kokonaisuudessaan näkemyksemme mukaan realistinen.

Oikaistun EBITA-%:n odotamme kasvavan 5,5 %:iin vuoteen 2023 mennessä. Aikaisempiin odotuksiin nähden on kuitenkin pettymys, että kannattavuus ei ole noussut niin nopeasti kuin aikaisemmin ajateltiin.

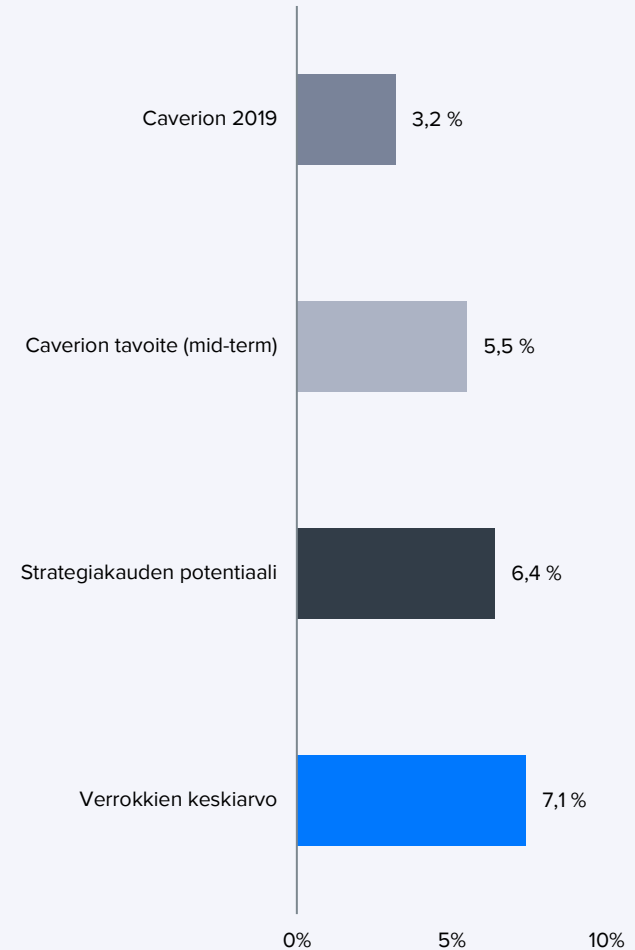
Potentiaali kannattavuudessa on kuitenkin korkeammalla, vaikka matka sinne on hidastunutkin. Yhtiö on itse todennut yli 9 %:n käyttökatemarginaalin olevan realistinen strategiakauden aikana (keskipitkällä aikavälillä). EBITA:an muutettuna tämä tarkoittaisi karkeasti arviomme mukaan yli 6,4 %:n EBITA-marginaalia, kun vuonna 2020 yhtiö ylsi 2,8 %:n oikaistuun EBITA-marginaaliin.

Kannattavuuden nostaminen Kasvu-vaiheen aikana tulisi toteutua jatkuvilla Kuntoon-toimenpiteillä Projekteissa ja heikoissa divisioonissa, mutta ennen kaikkea kasvulla

uusissa ja olemassaolevissa asiakkaissa sekä digitaalisissa palveluissa ja älykkäissä teknologioissa. Täyteen potentiaaliin vaaditaan myös selektiivisiä yritysostoja, jolla voidaan täydentää olemassa olevaa tarjontaa ja mahdollisesti tuoda uusia digitaalisia palveluita olemassa oleville asiakkaille ja kiinteistökannalle.

Pidämme tavoitetta ja potentiaalista tasoa realistisena ja vertailukohteita voi hakea myös yhtiön lähimmistä pohjoismaisista verrokeista, joilla suoritus on ollut viimeisien vuosien aikana paljon vahvempaa. Yhdistettynä ruotsalaisten Bravidan ja Instalcon viimeisen 3 vuoden EBITA-marginaalin tason, saamme keskiarvoksi noin 7,1 %:iin, joka kuvastaa myös mielestämme Caverionin potentiaalia yli strategiakauden.

Kannattavuuspotentiaalia olisi korkeammalla (EBITA-% oik.)



Taloudellinen tilanne 1/3

Caverionin kulurakenne melko suoraviivainen

Caverionin liiketoiminnan kulurakenteessa (ennen poistoja ja rahoituskuluja) on kolme merkittävää kuluerää: ostetut aineet ja tarvikkeet, hankitut ulkopuoliset palvelut ja henkilöstökulut. Lisäksi yhtiö on saanut liiketoiminnan muita tuloja aikaisemmin muun muassa yritysmyyneistä sekä maksaa liiketoiminnan muita kuluja, joita ovat viime vuosina kasvattaneet uudelleenjärjestelykulut.

Henkilöstökulut suurin kuluerä

Yhtiön suurin kuluerä on henkilöstökulut ja liiketoiminta on hyvin henkilöstöriippuvaista. Yhtiön tehostustoimien ansiosta henkilöstökulujen suhde liikevaihtoon on pysynyt vuosien saatossa suhteellisen tasaisena hieman yli 40 %:ssa. Henkilöstökulut ovat lyhyellä tähtäimellä melko kiinteä kuluerä, mutta pidemmällä tähtäimellä siinä on myös jonkun verran joustovaraa. Uskomme yhtiön kulusäästötoimenpiteissä olevan vielä hieman tehostusvaraa ja sieltä saatavan myös osittaista kannattavuusparannusta.

Tehostustoimet näkyvät myös hankinnoissa

Caverionin kuluista toiseksi suurin osa kuuluu tuloslaskelman erään aineet ja tarvikkeet. Erä käsittää palveluiden ja projektien toteuttamiseen tarvittavien tuotteiden ja materiaalien kustannukset. Tämä täysin muuttuva kuluerä oli viime vuonna noin 25 % (2019: 25 %) yhtiön liikevaihdosta. Osuudessa on ollut lievää laskua alaspäin viime vuosina ja tämä heijastelee arviomme mukaan tehostustoimien vaikutusta

hankintoihin.

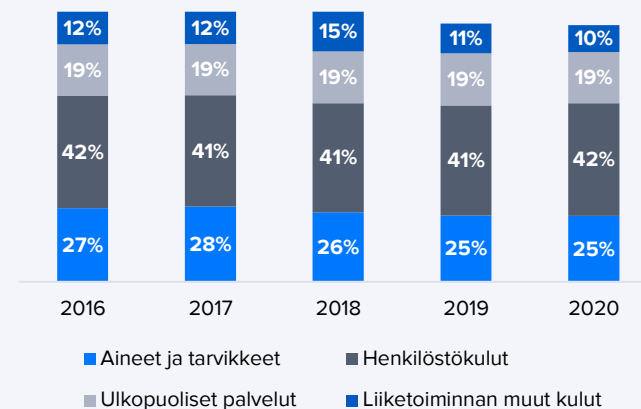
Yhtiön kolmanneksi suurin kuluerä on ulkopuoliset palvelut, jotka ovat olleet noin 19 % yhtiön liikevaihtoon suhteutettuna viime vuosina. Erä liikkuu pitkälti liikevaihdon mukana, kun projektien toteutukseen tai palveluiden tuottamiseen tarvitaan alihankkijoita.

Liiketoiminnan muissa kuluissa näkyy uudelleenjärjestelyn kustannukset

Neljänneksi suurin kuluerä on liiketoiminnan muut kulut, jonka osuus liikevaihdosta on laskenut noin 10 %:iin IFRS 16 -muutosten ja isoimpien kertaerien poistumisen (kartellisakko 2018) vuoksi. Aikaisempina vuosina kuluerä on ollut kasvussa erityisesti uudelleenjärjestelyihin liittyvien kulujen takia, mutta myös järjestelmien uudistamiseen liittyvien kulujen vuoksi.

Hajanainen erä sisältää muun muassa kiinteistöjen ja laitteiden vuokratulot, IT-järjestelmien kulut ja matkakuluja. Arviomme mukaan suurin osa uudelleenjärjestelykuluista on nyt toteutunut ja erä tulee absoluuttisesti sekä suhteellisesti laskemaan lähivuosina. Arviomme mukaan normaali taso yhtiölle olisi lähempänä 9-10 % liikevaihdosta. Erä on pääosin kiinteä ja Caverionin tapauksessa oikeastaan ainoita liiketoiminnan kasvuun hieman skaalautuvia kulueriä. Muuten Caverionin kulut ovat pääosin muuttuvia ja liikevaihdon kasvun myötä kasvavia.

Kulujen liikevaihto-osuus



Taloudellinen tilanne 2/3

Taseasema vahvistunut

Caverionin tase on vahvistunut viime vuosina ja vuoden 2020 lopussa tase oli edelleen todella hyvässä kunnossa. Ilman IFRS 16 -muutoksia tilinpäätöksessä yhtiön velkaantumistaso oli todella hyvällä -5,4 %:n tasolla (2019: 13,7 %) ja omavaraisuusaste oli 21,5 % (2019: 24,6 %). Molemmista on tapahtunut selkeä positiivinen muutos verrattuna ongelmavuoden 2016 lukuihin, jolloin velkaantumistaso oli noin 80 % ja omavaraisuusaste oli laskenut alle 20 %:n.

Velkojen maturiteettijakauma tasaa taseen riskejä

Viimeisimmän kvartaalituloksen perusteella taseen loppusumma oli Q1'21 lopussa noin 1281 MEUR. Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli 178 MEUR (Q1'20: 229 MEUR), jonka lasku selittyy hybridilainan pienentymisellä. Q1:n lopussa omaan pääomaan kuului 35 MEUR:n hybridilainaa (Q1'20: 66 MEUR). Hybridilainaa käsitellään IFRS:n mukaisesti omana pääomana.

Pitkäaikaisesta velasta korotonta oli noin 99 MEUR ja noin 220 MEUR korollista. Korollisista veloista 85 MEUR on vuokrasopimusvelkoja (IFRS 16). Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 44 MEUR, josta 41 MEUR koostui vuokrasopimusveloista.

Yhtiön velat erääntyvät pääosin vuoden 2021 jälkeen, joten lähiaikoina yhtiöllä ei ole merkittävää tarvetta uudelleenrahoittaa lainojaan eikä erääntyvistä lainoista oletettavasti koidu yhtiölle likviditeetin suhteen ongelmia. Rahavarat

olivat Q1'21 lopussa 166 MEUR ja näiden lisäksi likviditeettiä tukee tarvittaessa nostamattomat tili- ja luottolimiitit.

Käyttöpääoma negatiivinen

Koroton lyhytaikainen vieraspääoma koostuu erityisesti saaduista ennakoista, ostovelosta ja muista veloista. Saaduissa ennakoissa Caverion saa perinteisesti suurissa projekteissaan merkittäviä ennakkomaksuja, joten erä liikkuu yhtiön tilauskannan mukana. Osittain ennakoiden vuoksi Caverionin käyttöpääoma on yleensä negatiivinen, minkä ansiosta liiketoiminnan pääomaprofiili on erittäin hyvä.

Negatiivinen käyttöpääoma tarkoittaa, että yhtiön juoksevaan liiketoimintaan ei sitoudu rahaa. Negatiivinen käyttöpääoma on sijoittajille positiivinen asia, sillä se keventää tasetta ja helpottaa yrityksen investointien rahoitusta. Siten käyttöpääoman kehitys, ja ennen kaikkea sen pysymisen negatiivisena, on sijoittajien perspektiivistä seuraamisen arvoinen tekijä.

Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon on Caverionilla parantunut vuosien saatossa merkittävästi vuoden 2014 noin -1 %:n tasosta 5-8 %:n negatiivisille tasoille. Mielestämme nykyinen taso on hyvin realistinen eteenpäin mentäessä ja ennusteissamme arvioimme käyttöpääoman olevan noin 5-7 % negatiivinen. Tämä on myös lähellä alan verrokkien tasoa.

Taseessa on paljon liikearvoa

Vastaavaa puolella taseessa korostuu liikearvo (Q1: 365 MEUR), joka vastaa noin 28,5 %:sta

taseen loppusummasta. Liikearvo on kertynyt Caverionin useiden pienempien ja suurempien yritysostojen seurauksena vuosien varrella. Vuoden 2020 lopussa divisioonittain tarkasteltuna isoin liikearvo kohdistuu Suomeen (81 MEUR), Saksaan (78 MEUR), Norjaan (70 MEUR) ja Teollisuuden ratkaisuihin (64 MEUR). Emme näe liikearvolle merkittäviä uhkia alaskirjauksille. Jos yhtiön laskelmat selvisivät koronan aiheuttamasta shokista ja vuosien heikosta kannattavuudesta, on laskelmiin luotto vahvemmalla pohjalla. Ongelmien jatkuessa esimerkiksi Saksassa tai Tanskassa, voi liikearvoihin kuitenkin tulla tarkistuspaineita. Myös pidempikestoinen taantuma tai lama voi aiheuttaa riskejä arvoille.

Taloudellinen tilanne 3/3

Likviditeettiasema hyvä

Caverionilla oli Q1'21 lopun taseessa noin 166 MEUR:n käteispositio, joka kasvoi viime vuodesta (Q1'20: 113 MEUR) vahvan kassavirran ansiosta. Vaikka yhtiön liiketoiminta ei vaadi isoja investointeja, olisi taseessa meidän mielestä hyvä olla liiketoiminnankin kannalta jonkin verran kassaa, jos markkinoilla tapahtuisi esimerkiksi jokin koronan kaltainen yllättävä shokki. Asiakkaiden maksaessa merkittäviä ennakkomaksuja projekteista, heidän täytyy myös olla varmoja siitä, että yhtiö pystyy toimittamaan tilatut palvelut ja tuotteet. Näin ollen taseen ja likviditeettiaseman täytyykin lähtökohtaisesti olla vahva.

Lyhytaikaisissa varoissa suurin erä on myyntisaamiset (Q1'21: 271 MEUR). Lisäksi lyhytaikaisissa varoissa on keskeneräisiä töitä osatuloutussaamisten muodossa, joita yhtiö ei ole vielä saanut valmiiksi tai laskutukseen. Saadut ennakot ja osatuloutus saamiset linkittyvät toisiinsa. Ennakoissa on laskutus, jonka määrä ylittää projektin valmistusasteen mukaisen tuloutuksen määrän. Osatuloutukseen merkitään taas se laskutus, jonka määrä alittaa valmistusasteen mukaisen tuloutuksen.

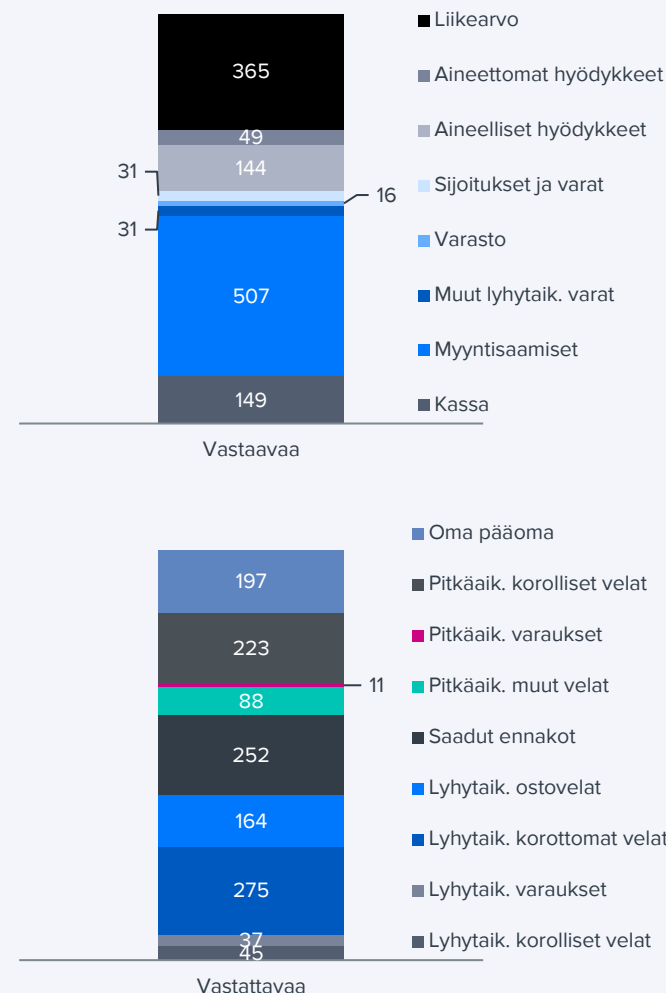
Rahoitusasema parantunut

Caverionin rahoitusasema on parantunut nopeasti viime vuosina ja on mielestämme tällä hetkellä vahva huomioiden liiketoiminnan hyvä tila. Yhtiön lainasta iso osa on vaihtuvakorkoista ja keskiporkko oli vuoden 2020 lopussa noin 2,7

%. Näemme yhtiön pitävän nykyisen velkatason ennallaan tai jopa lähivuosina kasvattavan sitä kasvutavoitteiden mukaisesti. Arvioimme nettorahoituskulujen pysyvän negatiivisina lähivuosina, koska yhtiöllä ei ole merkittäviä rahoitustuottoja.

Hybridilainan korot eivät kuitenkaan näy yhtiön rahoituskuluissa. Jäljellä olevan 35 MEUR:n hybridilainan korko on 6,75 % vuodessa. Tämän korkokulu on noin 2,4 MEUR vuodessa, mutta efektiivinen vaikutus ei ole näin korkea, koska kulut voidaan vähentää verotuksessa. Vuosittain vaikutus onkin arvioimme mukaan noin 1,9 MEUR raportoidun nettotuloksen jälkeen. Tämä tarkoittaa noin 0,01 euron negatiivista vaikutusta osakekohtaiseen tulokseen vuosittain niin kauan, kun hybridilaina on voimassa. Uudella lainalla ei ole eräpäivää, mutta Caverionilla on oikeus lunastaa laina takaisin ensimmäistä kertaa 15.5.2023.

Taserakenne 2020



Ennusteet 1/2

Ennusteiden perustelut

Ennustamme Caverionin liikevaihdon kehitystä lyhyellä- ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa markkinaennusteiden, yhtiön ohjeistuksen ja talouskehityksen kautta. Lyhyen ja pitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta. Pitkän ajan ennusteen pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Caverionille arvioimaamme kestäväää kannattavuustasoa.

Lisäksi seuraamme Projektit- ja Palvelut-liiketoimintayksiköiden liikevaihto-osuuksia ja yhtiön tavoitteita niissä, joka myös osaltaan vaikuttaa kannattavuuteen, sillä palveluissa on yleensä parempi katerakenne. Palvelut on tarkoitus nostaa yli 67 %:iin yhtiön liikevaihdosta pitkällä aikavälillä.

Emme ole käsitelleet raportissa yksityiskohtaisia ennusteita eri liiketoiminnoille tarkemmin, mutta taulukko-osioista löytyy myös niiden liikevaihtoennusteet. Yhtiö ei raportoi kannattavuuttaan eri liiketoimintayksiköissä, jonka vuoksi käsittelemme kannattavuutta yhtenä kokonaisuutena. Sijoittajien on kuitenkin hyvä ymmärtää, että Caverionilla on Palvelu- ja Projekti-liiketoiminnoissa erilaiset kannattavuuspotentiaalit.

Vuonna 2021 liiketoiminta palautuu

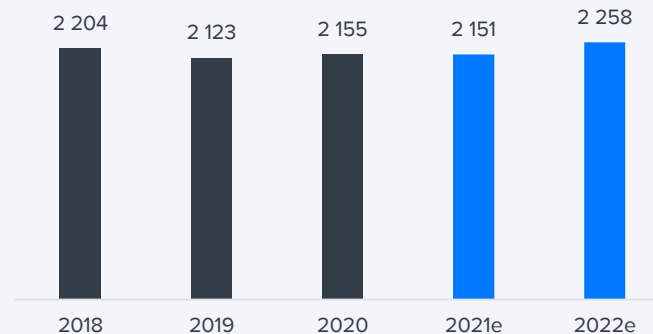
Ennustamme Caverionin liikevaihdon olevan edellisvuoden tasolla vuonna 2021. Kvartaalitasolla kasvu palautuu vuoden loppua kohti näkymien parantuessa. Kannattavuuden odotamme jälleen jatkavan väli vuoden jälkeen

nousuaan kohti tavoitteita.

Odotamme liikevaihdon laskevan tänä vuonna kokonaisuudessaan 0,2 % noin 2151 MEUR:oon viime vuoden 2155 MEUR:sta. Yhtiö ei itse ohjeista liikevaihtoaan vuosittain, mutta havittelee noin 4 %:n orgaanista liikevaihdon kasvua yli syklin. Kasvua tukee Palvelut-liiketoiminta (2021e: +3,2 %), mutta laskee edelleen Projektit-liiketoiminta (2021e: -6,0 %) Yhtiö on edelleen valikoiva projekteissaan eikä markkinan hidastuminen tuo näihin liiketoimintoihin kasvua. Palveluissa kasvua tukee etenkin palautuva kysyntä huolto- ja kunnossapidolle niin teollisuudessa kuin kiinteistömarkkinallakin. Myös koronan vuoksi kärsineet lisätyöt palautunevat normaalille tasolle. Projekteissa epävarma markkinaympäristö hidastaa investointeja emmekä näe tilanteen helpottavan vielä lähiaikoina. Loppuvuonna pitäisi kuitenkin nähdä jo vaikutuksia markkinan piristymisestä.

Kannattavuuden osalta odotamme parantumista Kuntoon-toimenpiteiden jatkumisen (25 MEUR:n vuotuiset säästöt vuodesta 2021 alkaen) ja Palveluiden osuuden kasvun myötä. Lisäksi tulosta tukee kasvu jo hyvin kannattavista divisioonista. Yhtiöllä on paljon parannusvaraa myös Projektien kannattavuudessa, johon myös säästötoimet panostavat. Yhtiön oikaistu EBITA nousee arviomme mukaan tänä vuonna 78,0 MEUR:oon viime vuoden 60,6 MEUR:sta ja marginaali nousee 3,6 %:iin (2020: 2,8 %).

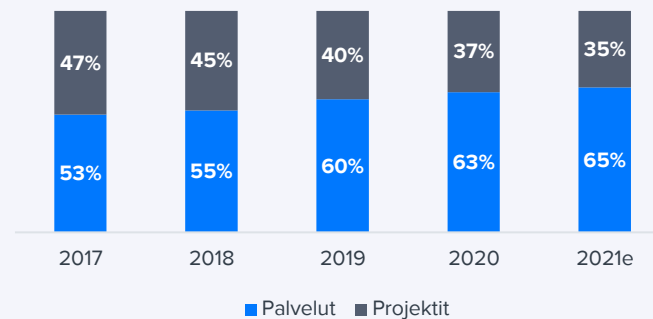
Liikevaihdon kasvuvaihe alkaa



Kannattavuus nousee kohti tavoitteita



Liikevaihto-osuuksien kehitys



■ Palvelut ■ Projektit

Ennusteet 2/2

Alariveillä raportoitu osakekohtainen tulos nousee edellisvuoden tasosta myös selvästi 0,30 euroon (2020: 0,05 euroa). Caverionin osakekohtaisessa tuloksessa on tärkeää huomata, että hybridilainan korot painavat suoraan osakekohtaista tulosta (eivät näy rahoituskuluissa) luonteensa takia. Vuosittain hybridilainan (35 MEUR) negatiivinen vaikutus on arviomme mukaan noin 0,01 euroa.

Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme osingon olevan 0,15 eurossa, joka olisi noin puolet yhtiön tuloksesta. Poliitiikkansa mukaisesti yhtiö pyrkii jakamaan yli 50 % tuloksestaan omistajille kannattavuuden ja velka-aseman sen salliessa. Korostamme kuitenkin tässä vaiheessa, että osinko ei ole sijoittajille osakkeessa se tärkein ajuri. Tärkeämpää on seurata kannattavuuden ja kasvun kehitystä.

Vuonna 2022 markkinakasvu palaa vauhdilla

Ensi vuonna odotamme liikevaihdon olevan noin 2258 MEUR ja kasvavan noin 5 %:lla. Kasvun odotamme olevan edelleen vahvinta Palveluissa, mutta myös Projekteissa nähdään ennusteidemme mukaan jo kasvua. Oikaistun EBITA:n odotamme nousevan 105 MEUR:oon ja marginaalin parantuvan 4,7 %:iin. Ensi vuonna yhtiön kannattavuutta parantaa arviomme mukaan markkinakasvun piristyminen, tehdyt 25 MEUR:n vuotuiset kustannussäästötoimet, kunnossa olevien divisioonien kasvava määrä ja tervehtyneempi tilaus- ja projektikanta sekä edelleen kasvava palveluiden osuus.

Ennusteidemme perusajatuksena on, että yhtiö

on saanut vuonna 2021 strategian Kuntoon-vaiheen päätökseen ja Kasvuun-vaihe voi todenteolla alkaa vuoden 2021 loppupuolella ja 2022 aikana. Arvioimme, että orgaanisen kasvun lisäksi yhtiö tulee tekemään yritysostoja lähivuosien aikana ja ne tulevat olemaan myös iso osa kasvua lähitulevaisuudessa orgaanisen kasvun lisäksi. Näitä yritysostoja emme kuitenkaan ennusteissamme esitä niiden ajoitukseen ja kokoon liittyvän epävarmuuden vuoksi.

Kasvu maltillistuu pitkällä aikavälillä

Vuoden 2022 jälkeen näemme kasvun jatkuvan vahvana yhtiön ja markkinan vakaamman kehityksen myötä. Talouskasvun parantuessa lähivuosina, on kasvu oletettavasti vuosina 2022-2023 vahvaa, kun ala ja markkina yleisesti tulee jälkisyklisesti hieman talouskasvun perässä.

Yhtiön kasvusta ja sen vahvuudesta ei olla saatu vielä kunnolla viitteitä, mutta ennustamme liikevaihdon nousevan noin 5 %:lla myös vuonna 2023 ja vuonna 2024 olevan noin 4 %:n kasvussa. Tästä se ennusteissamme hiipuu hiljalleen pitkällä aikavälillä noin 1 %:iin. Yhtiö hakee itse tavoitteissaan yli 4 %:n orgaanista liikevaihdon kasvua yli syklin. Vuosien 2021-2026 aikana ennusteemme kasvulle on keskimäärin noin 3,6 % vuosittain ollen hieman alle yhtiön orgaanisen kasvun tavoitteen kanssa.

Kannattavuus vielä kaukana tavoitteista

Yhtiön kannattavuusparannus on saatu liikkeelle, mutta meidän mielestämme tavoitteisiin (yli 5,5 % EBITA-%) on kuitenkin vielä matkaa. Isoin

parannuspotentiaali on nyt lyhyellä tähtäimellä Projektit-liiketoiminnan kääntämisessä selvästi positiivisen puolelle. Käänte on Projekteissa ollut odotuksiamme hitaampaa, mutta odotamme sen pääsevän hyvään alkuun kuluvana vuonna. Projektien tulostuksen parannuksella yhtiö voisi jo päästä lähemmäs tavoitteitaan arviomme mukaan.

Projektien ollessa kunnossa voi entisestään kasvava Palveluiden osuus nostaa kannattavuuden jo yli yhtiön tavoitteiden. Pidemmälle aikavälille katsottuna näemme lisäksi skaalautuvien digitaalisten palveluiden olevan isompi osa yhtiön tulevaisuuden liiketoimintaa ja niiden osuuden kasvu voi nostaa kannattavuuden selvästi lähemmäs aikaisemmin esittelemäämme verrokkien tasoa (+7 % EBITA-%) ja yli nykyisten tavoitteiden.

Näemme EBITA-marginaalin saavuttavan 5,3 %:n tason vuonna 2023 divisioonien ollessa kunnossa ja yhtiön päästessä selkeään kasvuun. Kasvun ansiosta näemme kannattavuuden edelleen parantuvan hieman vuonna 2024. Pidemmällä aikavälillä näemme yhtiön kannattavuuden tasaantuvan noin 4,5 %:n EBITA-marginaaliin, mutta tässä voi olla nousuvaraa, jos yhtiö pystyisi kestävästi pitämään kannattavuutensa yli tavoitteidensa tasolla. Vielä selkeät näytöt yhtiöltä puuttuu ja pitkän aikavälin potentiaalin saavuttamiseen liittyy vielä käänne/kasvuyhtiölle tyypillistä epävarmuutta.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	2123,0	541,6	518,5	515,5	579,3	2154,9	515,3	527,5	517,6	590,6	2151,0	2257,8	2372,9
Palvelut	1275,0	343,0	321,1	322,3	378,6	1364,9	336,8	343,9	332,9	394,5	1408,1	1492,6	1568,7
Projektit	848,0	198,7	197,4	193,2	200,7	790,0	178,5	183,6	184,7	196,1	742,9	765,2	804,2
Käyttökate	103,0	24,1	22,1	31,4	21,8	99,4	28,1	29,8	34,3	39,8	132,0	160,3	178,9
Poistot ja arvonalennukset	-67,7	-17,6	-17,2	-17,6	-19,9	-72,2	-17,1	-18,0	-17,9	-18,0	-71,0	-70,2	-67,7
EBITA (oik.)	67,2	12,1	4,8	21,2	22,5	60,6	16,4	15,5	20,2	25,9	78,0	105,1	126,2
EBITA	49,8	10,0	8,4	17,7	6,3	42,4	15,1	15,5	20,2	25,9	76,7	105,1	126,2
Liikevoitto	35,3	6,5	5,0	13,9	1,9	27,2	11,0	11,8	16,4	21,8	61,0	90,1	111,2
Nettorahoituskulut	-8,4	-4,3	-2,2	-2,2	-2,6	-11,2	-2,1	-2,3	-2,2	-3,0	-9,6	-9,7	-9,5
Tulos ennen veroja	27,0	2,2	2,8	11,7	-0,7	16,0	8,9	9,5	14,2	18,8	51,4	80,5	102
Verot	-4,4	-0,6	-0,7	-3,2	-2,9	-7,3	-2,1	-1,8	-2,7	-3,8	-10,4	-16,1	-20,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	22,6	1,6	2,1	8,5	-3,6	8,6	6,8	7,7	11,5	15,1	41,1	64,4	81,4
EPS (oikaistu)	0,20	0,03	-0,02	0,08	0,07	0,16	0,06	0,05	0,08	0,11	0,31	0,47	0,59
EPS (raportoitu)	0,14	0,01	0,01	0,06	-0,03	0,05	0,05	0,05	0,08	0,11	0,30	0,47	0,59

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,7 %	5,3 %	1,2 %	1,6 %	-1,6 %	1,5 %	-4,9 %	1,7 %	0,4 %	1,9 %	-0,2 %	5,0 %	5,1%
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	43,5 %	-11,9 %	-	-7,8 %	-33,2 %	-9,8 %	35,1 %	222,7 %	-4,7 %	15,2 %	28,7 %	34,7 %	20,1 %
Oikaistu EBITA-%	3,2 %	2,2 %	0,9 %	4,1 %	3,9 %	2,8 %	3,2 %	2,9 %	3,9 %	4,4 %	3,6 %	4,7 %	5,3 %
EBITA-%	2,3 %	1,8 %	1,6 %	3,4 %	1,1 %	2,0 %	2,9 %	2,9 %	3,9 %	4,4 %	3,6 %	4,7 %	5,3 %
Nettotulos-%	0,9 %	0,3 %	0,2 %	1,5 %	-0,7 %	0,3 %	1,3 %	1,4 %	2,2 %	2,5 %	1,9 %	2,8 %	3,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen ajurit

Hinnoittelimme Caverionia ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta. Lisäksi käytämme hyväksi DCF-laskelmaa ja suhteellisen hyvää verrokkiryhmää.

Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti P/E-, EV/EBIT- ja EV/EBITDA-kertoimia. IFRS 16-muutoksien myötä kertoimien vertailtavuus historiaan on kuitenkin heikentynyt. Arviomme mukaan EV/EBIT-kerroin nousi hieman yli 10 %:lla ja P/E-kerroin noin 10 %:lla, mutta EV/EBITDA-kerroin laski noin 15 %:lla. Tämä tarkoittaa, että EV/EBITDA:lla yhtiö on kalliimpi kuin mitä se näyttää ja taas aikaisemmalla kahdella halvempi. Tämä heijastuu myös hyväksyttävissä arvostustasoissamme. Painotamme eniten EV-pohjaisia kertoimia niiden ottaessa huomioon yhtiön tasetilanteen ja ollessa vakaampia yhtiön volatiiliin P/E-kertoimeen nähden. Tulos pohjaisista kertoimista painotamme etenkin EV/EBITDA-kerrointa yhtiön vahvan kassa-konversion myötä.

Odotukset kannattavuuden noususta nostaa yhtiön lähivuosien kertoimia

Caverionin osakkeen hinnoittelussa tulee ottaa huomioon se, että yhtiötä hinnoitellaan käännetyhtiönä, jonka tulevaisuuden tulostaso voi olla selvästi korkeampi. Käännetyhtiöillä lyhyen aikavälin kertoimet ovat yleisesti korkeat ja vaikuttavat kalliilta, mutta pitkällä aikavälillä halvoilta. Riskinä on, että käänne tai odotettu korkeampi tulostaso ei toteudukaan. Käännetyhtiöillä monesti osake seuraa markkinoiden luottamusta käänteen

toteutumiseen, jolloin huonot uutiset voivat nopeastikin viedä osakkeen hinnoittelun uudelle tasolle. Jos taas käänne etenee ja vahvistuu, voi osakkeen kertoimissa nähdä edelleen nousuvaraa, vaikka ne kalliilta näyttäisivätkin lähivuosille.

Arvostuskertoimet houkuttelevat

Katsomme arvonmäärityksessä vuosien 2021-2022 kertoimia. Alkuvuoden suoritus poisti pahimpia pelkoja yhtiön yltä, minkä vuoksi katseet voi mielestämme ulottaa jo pidemmälle.

Osakkeen vuoden 2021 arvostus on isoa tulosparannusta havittelevalla yhtiöllä tyypillisellä tavalla hieman koholla (2021e: EV/EBITDA: 8x, P/E (oik.): 22x, EV/EBIT (oik.): 16x), mutta ei ole mielestämme kohtuuton. Caverionin merkittävän hyvä tuloskasvunäkymä (2020-2023e EPS: +135 % CAGR) ja palveluiden kasvava osuus huomioon ottaen yhtiön arvostus ensi vuodelle laskee mielestämme jo hyvinkin houkuttelevalle tasolla (2022e: EV/EBITDA: 6x, P/E (oik.): 14x, EV/EBIT (oik.): 11x).

Volyympipohjainen EV/liikevaihto-kerroin on vuodelle 2021 ja 2022 noin 0,4x, mikä on suhteellisen linjassa yhtiön viimeisien vuosien historialliseen tasoon (kts. sivu 33). Käytämme volyympipohjaista arvostusta lähinnä tukena huomataksamme selkeitä yli- tai alihinnoitteluja. Taseen keveydestä johtuen P/B-luku toimii mielestämme heikosti yhtiölle. Ennustettu osinkotuotto on lähivuosille ennusteillamme noin 3 % eikä tarjoa vielä merkittävää tukea. Se antaa kuitenkin mukavan lisän tuotto-odotukseen.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,70	6,70	6,70
Osakemäärä, milj. kpl	136,1	136,1	136,1
Markkina-arvo	911	911	911
Yritysarvo (EV)	1018	959	928
P/E (oik.)	21,8	14,3	11,3
P/B	4,3	3,6	3,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	7,7	6,0	5,2
EV/EBIT (oik.)	16,3	10,6	8,3
Osinko/tulos (%)	50,3 %	42,6 %	42,1 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	3,0 %	3,7 %

Lähde: Inderes

Caverionin arvostuksessa huomioon otettavat tekijät:

- Käänneyhtiön profiili
- Vahva tuloskasvu
- Palveluiden kasvava osuus
- Liiketoimintamallin vuolas kassavirta
 - Hyvä tuottopotentiali
 - Kevyt tase
- Kasvuvaiheen aloitus

Arvonmääritys 2/4

Hyväksyttävä arvostustaso

Caverionin tulostaso on ollut todella heikolla tasolla lähihistoriassa ja samalla arvostuskertoimet ovat vaihdelleet voimakkaasti, eikä toteutuneisiin lukuihin ole mielekäästä nojata. Käytämme siksi hyväksi konsensuksen eteenpäin katsovia lukuja, joka antaa hyvän kuvan historiallisesti hyväksyttävän arvostustasosta. Käytämme hyväksyttävän arvostustason haarukoinnissa myös vertailua Bravidan kertoiin samankaltaisen markkinan ja sijoitusprofiilin sekä Caverionia tasaisemman tuloskehityksen vuoksi. Pidämme Bravidaa yhtenä parhaista verrokeista Caverionille.

Oikealla näkyvissä kuvioissa näkyy sekä Caverionin että Bravidan arvostuskertoimien keskiarvo. Eniten käyttämämme EV/EBITDA-kerroin (Forward) on historiallisesti ollut 9x tasolla Caverionilla ja Bravidalla hieman korkeammalla 11x-tasolla. IFRS 16 -muutoksen vuoksi luku on aikaisempaa alhaisempi ja vertailtavuus historiaan on heikentynyt. Mielestämme hyväksyttävä taso EV/EBITDA-kertoimelle on muutoksien myötä noin 7-9x tasolla.

EV/EBIT-kerroin on historiallisesti yhtiöllä ollut korkeahko noin 14x, kun taas tasaisemman tuloshistorian omaavalla Bravidalla kerroin on ollut noin 13x. Mielestämme yhtiölle tulisi hyväksyä kasvaneen palveluiden osuuden myötä noin 12-16x EV/EBIT-kerroin. P/E-luku on historiallisesti ollut 17x tasolla kovien tuloskasvuodotusten vuoksi. Bravidalla taso on ollut myös tällä mittarilla Caverionia alhaisemmalla 16x-tasolla. Tässäkin kertomessa heijastuu yhtiön liiketoimintamallin keveys ja

palveluiden kasvava osuus, ja mielestämme neutraali P/E liikkuu 14-18x tasojen välissä.

Arvonmäärityksessämme olemme siirtäneet katseemme jo osittain vuoteen 2022 ja käytämme vuosien 21-22e arvostuksen keskiarvoa. Aikaisemmin olemme todenneet, että olemme valmiit lyhyellä aikavälillä hyväksymään korkeatkin kertoimet koronan aiheuttamien väliaikaisten haasteiden ja tuloskuopan vuoksi. Nyt mielestämme tulostason tasaantuessa on jälleen hyvä nojata lähemmäs historiallista tasoa ja arvostushaarukkamme keskihaarukkaa. Ennusteillamme ja arvostushaarukkamme keskivaiheella (EV/EBITDA: 8x, EV/EBIT: 14x, P/E: 16) osakkeen arvoksi muodostuu 7,3 euroa.

Forward EV/EBITDA



Forward EV/EBIT



Forward P/E



Arvonmääritys 3/4

Verrokkiryhmän lyhyt esittely

Caverionille on saatavilla suhteellisen hyvää verrokkiryhmä pohjoismaisten ja kansainvälisten listattujen verrokkien ansiosta. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat ruotsalaiset Bravida ja Instalco sekä Skanskasta aikaisemmin irronnut Coor heidän samankaltaisen liiketoiminnan ja sijoittajaprofiilinsa takia. Nykyisellään Caverionin arvostuksen tulisi heijastella mielestämme Bravidan ja Instalcon tasoa tuloskäänteen edetessä odotetusti.

Hyviä verrokkeja ovat myös SPIE SA, kiinteistöjen palveluyhtiö Mitie Group, ruotsalainen Bilfinger, energia-alan palvelutuottaja Engie ja suomalainen kiinteistöhuoltaja Lassila & Tikanoja. Kyseiset verrokkit ovat joko yhtiön kilpailijoita tai profiili on hyvin lähellä Caverionia. Lisäksi olemme ottaneet verrokkiryhmään Sodexon, Aramarkin, Compass Groupin, CBRE Groupin ja ISS:n. Nämä eivät välttämättä ole Caverionille suoria kilpailijoita, mutta edustavat kansainvälisiä palveluyhtiöitä, joiden tarjoama ulottuu kiinteistöjen ja ihmisten palvelemiseen.

Verrokkien arvostustaso

Oikealla nähtävästä verrokkiryhmästä painotamme arvonmäärityksessä Caverionille muodostamaamme ydinryhmää (Palvelut ja Projektit), joka antaa mielestämme parhaimman kuvan hyväksytystä arvostuksesta. Muut ryhmät antavat mielestämme kehystä arvostukselle, jos yhtiötä alettaisiin hinnoitella selvemmin tai pelkästään palveluyhtiönä.

Sektorin arvostustasot ovat selvästi palautuneet

koronan aiheuttamista huolista ja osin hinnoittelevat jo palautuvaa talouskasvua etenkin vuoden 2021 kertoimissa. Mielestämme ne eivät kuitenkaan ole merkittävän koholla.

Seuraamme myös verrokkien osalta vuosien 2021-2022 kertoimia. Oikealla näkyvän ydinverrokkiryhmän arvostuskertoimet (21-22e mediaani: P/E: 20x, EV/EBITDA: 8x, EV/EBIT: 13x) ovat suhteellisen lähellä Caverionia. Näiden kertoimien keskiarvolla yhtiö on arvostettu 6 % alle verrokkien. Koko verrokkiryhmään nähden alennus on selvästi suurempi, mutta sitä nostaa etenkin suurien kansainvälisten palveluyhtiöiden kertoimet.

Mielestämme ainakin toistaiseksi on vielä perusteltua, että Caverion arvostetaan ydinverrokkiryhmän nähden pienellä alennuksella (-5 %). Yhtiön suoritustaso on ollut ryhmän kärkeen nähden vielä heikkoa ja riskit tuloskäänteestä ovat vielä pinnalla. Verrokkien mukaisesti osakkeen arvo olisi noin 6,8 euroa. Positiivisen tuloskehityksen myötä voimme nähdä alennuksen kääntyvän preemiolla, mutta se kaipaa yhtiötä vielä enemmän näyttöjä.

Verrokkiryhmän arvostus	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
Yhtiö	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Palvelut ja projektit						
Bravida Holding AB	18,1	16,8	14,0	13,1	24,3	22,3
Spie SA	11,3	10,3	7,4	6,9	13,7	12,1
Bilfinger SE	8,0	5,2	4,1	3,0	26,4	13,4
Mitie Group PLC	16,1	8,8	8,8	5,7	24,2	15,0
Instalco AB	26,2	24,1	22,0	20,6	33,4	30,5
Mediaani	16,1	10,3	8,8	6,9	24,3	15,0
Erotus-% vrt. mediaani	2 %	3 %	-13 %	-14 %	-10 %	-5 %
Palvelut						
Coor Service Management Holding AB	21,3	19,0	10,2	9,9	14,7	14,0
Engie SA	10,7	10,3	5,7	5,5	12,5	11,4
Lassila & Tikanoja Oyj	15,9	14,3	7,2	6,9	16,5	14,9
Mediaani	15,9	14,3	7,2	6,9	14,7	14,0
Erotus-% vrt. mediaani	3 %	-26 %	7 %	-14 %	48 %	2 %
Kansainväliset palveluyritykset						
Sodexo SA	33,3	16,5	15,5	10,4	43,3	19,1
Aramark	58,3	16,8	20,7	10,8		19,8
Compass Group PLC	41,3	21,0	22,1	14,3	59,3	27,5
CBRE Group Inc	20,6	18,1	14,6	13,3	23,1	20,8
Iss A/S	28,8	16,3	13,0	9,6	38,3	17,1
Mediaani	33,3	16,8	15,5	10,8	40,8	19,8
Erotus-% vrt. mediaani	-51 %	-37 %	-50 %	-45 %	-47 %	-28 %
Yhteensä						
Caverion (Inderes)	16,3	10,6	7,7	6,0	21,8	14,3
Keskiarvo	23,8	15,2	12,7	10,0	27,5	18,3
Mediaani	20,6	16,5	13,0	9,9	24,3	17,1
Erotus-% vrt. mediaani	-21 %	-35 %	-41 %	-40 %	-10 %	-17 %

Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Palvelut ja projektit														
Bravida Holding AB	129,30	2618	2585	18,1	16,8	14,0	13,1	1,2	1,1	24,3	22,3	2,1	2,4	4,1
Spie SA	19,90	3178	4375	11,3	10,3	7,4	6,9	0,6	0,6	13,7	12,1	3,0	3,4	2,0
Bilfinger SE	26,38	1182	748	8,0	5,2	4,1	3,0	0,2	0,2	26,4	13,4	3,3	3,7	0,9
Mitie Group PLC	71,60	1181	1106	16,1	8,8	8,8	5,7	0,4	0,3	24,2	15,0		0,8	2,5
Instalco AB	344,40	1789	1893	26,2	24,1	22,0	20,6	2,3	2,1	33,4	30,5	0,9	1,0	7,7
Mediaani				16,1	10,3	8,8	6,9	0,6	0,6	24,3	15,0	2,6	2,4	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				2 %	3 %	-13 %	-14 %	-24 %	-29 %	-10 %	-5 %	-12 %	26 %	73 %
Palvelut														
Coor Service Management Holding AB	70,40	664	776	21,3	19,0	10,2	9,9	0,8	0,8	14,7	14,0	5,3	5,5	3,5
Engie SA	12,28	30052	57401	10,7	10,3	5,7	5,5	1,0	1,0	12,5	11,4	5,8	6,4	1,0
Lassila & Tikanoja Oyj	14,20	553	705	15,9	14,3	7,2	6,9	0,9	0,9	16,5	14,9	4,0	4,4	2,6
Mediaani				15,9	14,3	7,2	6,9	0,9	0,9	14,7	14,0	5,3	5,5	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				3 %	-26 %	7 %	-14 %	-48 %	-52 %	48 %	2 %	-58 %	-45 %	67 %
Kansainväliset palveluyritykset														
Sodexo SA	79,7	12008	16064	33,3	16,5	15,5	10,4	0,9	0,8	43,3	19,1	1,4	2,8	3,8
Aramark	36,3	7574	13140	58,3	16,8	20,7	10,8	1,3	1,0		19,8	1,2	1,2	3,7
Compass Group PLC	1599,5	33508	36787	41,3	21,0	22,1	14,3	1,7	1,4	59,3	27,5	0,8	1,7	5,7
CBRE Group Inc	90,0	24746	25696	20,6	18,1	14,6	13,3	1,2	1,1	23,1	20,8			3,5
Iss A/S	135,8	3376	5518	28,8	16,3	13,0	9,6	0,6	0,6	38,3	17,1			3,2
Mediaani				33,3	16,8	15,5	10,8	1,2	1,0	40,8	19,8	1,2	1,7	3,7
Erotus-% vrt. mediaani				-51 %	-37 %	-50 %	-45 %	-61 %	-59 %	-47 %	-28 %	85 %	71 %	19 %
Yhteensä														
Caverion (Inderes)	6,70	911	1018	16,3	10,6	7,7	6,0	0,5	0,4	21,8	14,3	2,2	3,0	4,3
Keskiarvo				23,8	15,2	12,7	10,0	1,0	0,9	27,5	18,3	2,8	3,0	3,4
Mediaani				20,6	16,5	13,0	9,9	0,9	0,9	24,3	17,1	2,6	2,8	3,5
Erotus-% vrt. mediaani				-21 %	-35 %	-41 %	-40 %	-48 %	-52 %	-10 %	-17 %	-12 %	8 %	24 %

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

Arvonmääritys 4/4

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa, vaikka rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden. Se toimii kuitenkin vielä varsinkin käänteiden aikana tukena arvonmääritykselle, sillä yhtiön kestävä tulostaso on vielä kysymysmerkki. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 8,0 kertoen potentiaalista.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,0 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 4,0 %:iin liikevaihdosta. Taso on matala suhteessa potentiaaliin, mutta korkea suhteessa viime vuosien suorituksiin. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on noin 48 % korostaen oikeutetusti käänteiden merkitystä yhtiölle. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,3 % ja oman pääoman kustannus on 9,7 %. Mielestämme tuottovaatimuksessa ei ole nykyisellään laskuvaraa, vaan parannuksen on tultava yhtiön kassavirtojen parantumisen kautta.

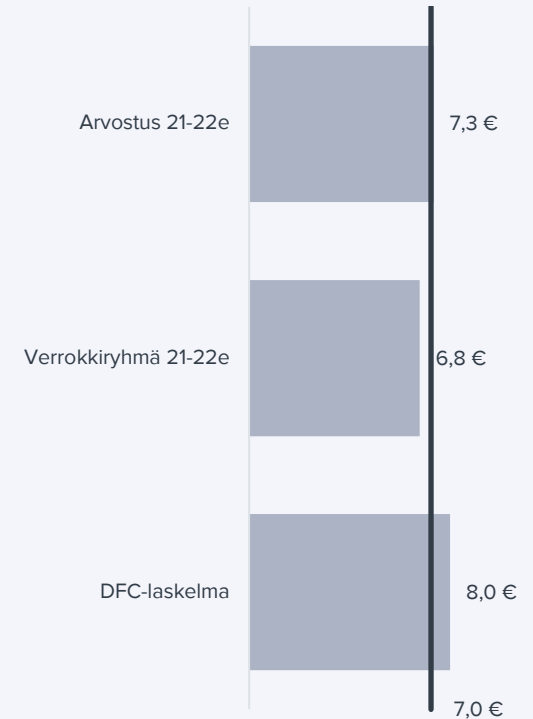
Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Caverionin 7,0 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen. Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin hyväksyttyjä arvostuskertoimia ja pienemmällä painolla verrokkiryhmää sekä DCF-laskelmaa.

Lyhyen aikavälin epävarmuus yhtiön tulostason ja markkinatilanteen kehityksestä on koholla. Kannattavuuden kehitykseen liittyy vielä riskinsä, mutta toisaalta kääntöpuolella mahdollisuudet

ovat myös suuret. Palveluiden osuuden kasvun ja Projektit-liiketoiminnan kannattavuusongelmien korjauksen pitäisi nostaa yhtiön tulos uudelle tasolle. Tähän potentiaaliin nähden osake on vielä mielestämme houkuttelevasti hinnoiteltu.

Tavoitehinnan muodostuminen

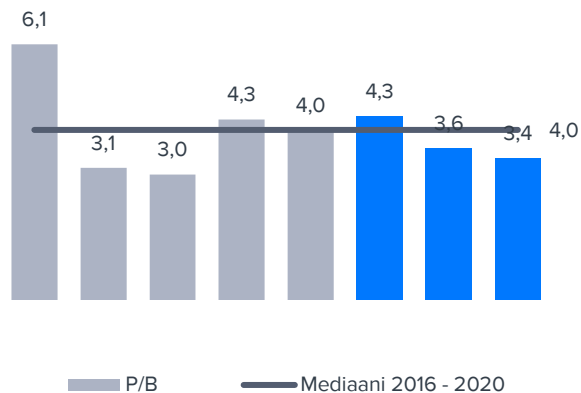


Arvostus

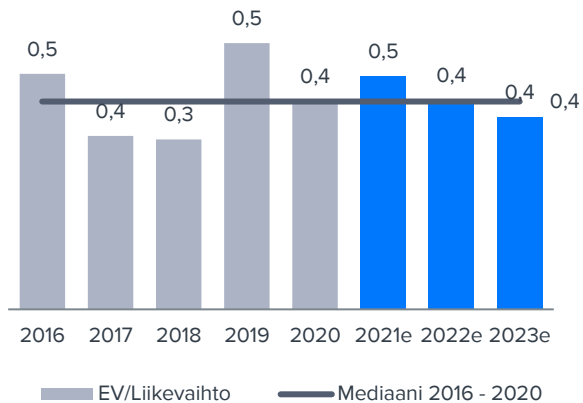
Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	7,92	5,89	5,93	7,19	5,81	6,70	6,70	6,70	6,70
Osakemäärä, milj. kpl	125,1	125,1	127,0	136,1	136,1	136,1	136,1	136,1	136,1
Markkina-arvo	991	737	753	978	791	911	911	911	911
Yritysarvo (EV)	1131	802	761	1148	911	1018	959	928	846
P/E (oik.)	neg.	neg.	68,5	36,5	35,3	21,8	14,3	11,3	8,6
P/B	6,1	3,1	3,0	4,3	4,0	4,3	3,6	3,4	2,6
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	neg.	11,2	9,2	7,7	6,0	5,2	4,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	29,0	26,9	21,0	16,3	10,6	8,3	5,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	neg.	0,0 %	439,1%	50,3 %	42,6 %	42,1 %	38,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,8 %	0,0 %	3,4 %	2,2 %	3,0 %	3,7 %	4,5 %

Lähde: Inderes

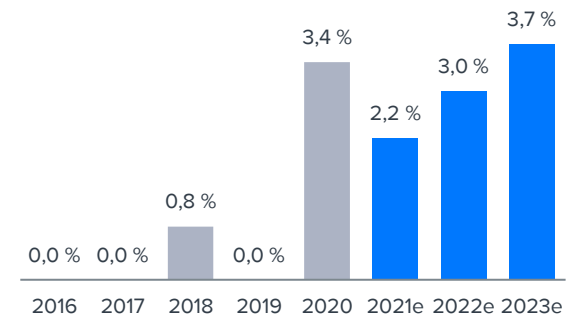
P/B



EV/Liikevaihto



Osinkotuotto-%



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	27,2	61,0	90,1	111	143	141	133	124	113	116	117	
+ Kokonaispoistot	72,2	71,0	70,2	67,7	66,1	65,1	64,4	63,9	63,6	63,4	63,3	
- Maksetut verot	-8,7	-7,8	-15,1	-20,4	-26,7	-26,2	-24,7	-22,7	-20,5	-21,1	-21,3	
- verot rahoituskuluista	-2,2	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	
+ 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	58,7	-11,0	7,2	7,8	6,4	6,7	6,9	5,4	4,6	4,8	1,9	
Operatiivinen kassavirta	147	111	150	164	187	185	178	168	158	161	159	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-54,7	-63,0	-63,0	-63,0	-63,0	-63,0	-63,0	-63,0	-63,0	-63,0	-63,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	99,7	48,3	87,5	101	124	122	115	105	95,4	97,6	95,6	
+/- Muut	-2,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Vapaa kassavirta	97,3	47,8	87,0	101	124	121	115	105	94,9	97,1	95,1	1308
Diskontattu vapaa kassavirta		45,6	76,6	82,1	93,0	84,0	73,3	61,9	51,7	48,8	44,1	607
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1269	1223	1146	1064	971	887	814	752	700	652	607
Velaton arvo DCF		1269										
- Korolliset velat		-302,9										
+ Rahavarat		149										
-Vähemmistöosuus		-1,3										
-Osinko/pääomapalautus		-27,2										
Oman pääoman arvo DCF		1086										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,0										

Rahavirran jakauma jaksoittain

2021e-2025e

30%

2026e-2030e

22%

TERM

48%

■ 2021e-2025e ■ 2026e-2030e ■ TERM

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,60 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	2204,1	2123,0	2154,9	2151,0	2257,8
Käyttökate	-8,8	103,0	99,4	132,0	160,3
Liikevoitto	-35,9	35,3	27,2	61,0	90,1
Voitto ennen veroja	-43,9	27,0	16,0	51,4	80,5
Nettovoitto	-51,2	19,5	6,2	40,6	63,9
Kertaluontoiset erät	-62,2	-7,4	-16,2	-1,3	0,0

Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	1024,5	1281,4	1292,4	1275,8	1312,3
Oma pääoma	254,0	229,0	196,6	209,9	253,4
Liikearvo	334,4	366,5	365,0	365,0	365,0
Nettovelat	6,9	168,3	118,6	105,8	46,9

Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e
Käyttökate	-8,8	103,0	99,4	132,0	160,3
Nettokäyttöpääoman muutos	29,3	58,4	58,7	-11,0	7,2
Operatiivinen kassavirta	16,0	145,7	147,1	111,3	150,5
Investoinnit	-16,1	-260,6	-54,7	-63,0	-63,0
Vapaa kassavirta	-3,8	33,6	97,3	47,8	87,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Antti Herlin	14,8 %
Fennogens Investments SA	10,2 %
Varma Mutual Pension Insurance Company	7,0 %
Mandatum companies	4,1 %
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	2,8 %
Säästöpankki funds	2,6 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
EPS (raportoitu)	-0,40	0,14	0,05	0,30	0,47
EPS (oikaistu)	0,09	0,20	0,16	0,31	0,47
Operat. kassavirta / osake	0,13	1,07	1,08	0,82	1,11
Vapaa kassavirta / osake	-0,03	0,25	0,71	0,35	0,64
Omapääoma / osake	2,00	1,68	1,44	1,54	1,86
Osinko / osake	0,05	0,00	0,20	0,15	0,20

Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	-3 %	-4 %	2 %	0 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	-327 %	-1265 %	-3 %	33 %	21 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-237 %	62 %	2 %	44 %	45 %
EPS oik. kasvu-%	-148 %	128 %	-16 %	87 %	53 %
Käyttökate-%	-0,4 %	4,8 %	4,6 %	6,1 %	7,1 %
Oik. Liikevoitto-%	1,2 %	2,0 %	2,0 %	2,9 %	4,0 %
Liikevoitto-%	-1,6 %	1,7 %	1,3 %	2,8 %	4,0 %
ROE-%	-21,0 %	8,1 %	2,9 %	20,0 %	27,6 %
ROI-%	-11,2 %	8,8 %	5,7 %	13,2 %	19,5 %
Omavaraisuusaste	30,2 %	21,5 %	18,9 %	20,5 %	23,9 %
Nettovelkaantumisaste	2,7 %	73,5 %	60,3 %	50,4 %	18,5 %

Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV/Liikevaihto	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	11,2	9,2	7,7	6,0
EV/EBIT (oik.)	29,0	26,9	21,0	16,3	10,6
P/E (oik.)	68,5	36,5	35,3	21,8	14,3
P/B	3,0	4,3	4,0	4,3	3,6
Osinkotuotto-%	0,8 %	0,0 %	3,4 %	2,2 %	3,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.7.2017	Vähennä	7,30 €	7,11 €
30.10.2017	Vähennä	7,30 €	6,97 €
13.12.2017	Vähennä	6,50 €	6,49 €
7.2.2018	Vähennä	6,00 €	6,11 €
25.4.2018	Vähennä	6,00 €	6,09 €
14.5.2018	Vähennä	7,00 €	7,41 €
4.7.2018	Vähennä	6,40 €	6,10 €
26.7.2018	Lisää	7,50 €	6,80 €
26.10.2018	Lisää	6,00 €	5,25 €
6.2.2019	Vähennä	5,50 €	5,22 €
28.2.2019	Lisää	5,60 €	5,20 €
17.4.2019	Vähennä	6,10 €	6,27 €
29.4.2019	Lisää	6,80 €	6,40 €
25.7.2019	Lisää	6,60 €	6,20 €
30.10.2019	Lisää	7,20 €	6,49 €
2.12.2019	Lisää	7,80 €	7,12 €
10.2.2020	Lisää	8,00 €	7,53 €
20.3.2020	Lisää	4,80 €	4,20 €
15.4.2020	Lisää	5,40 €	5,10 €
3.5.2020	Vähennä	5,40 €	5,21 €
18.5.2020	Lisää	5,90 €	5,43 €
7.8.2020	Lisää	6,80 €	6,17 €
6.11.2020	Lisää	6,50 €	5,68 €
12.2.2021	Vähennä	6,00 €	5,67 €
30.4.2021	Lisää	7,00 €	6,28 €
4.6.2021	Lisää	7,00 €	6,70 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**