

Tase ja kassavirta etusijalla

Toistamme vähennä-suosituksen ja tavoitehinnan 11,0 euroa. Yhtiön Q1-tuloskehitys oli pettymys, mutta odotamme yhtiön yltävän kustannussäästöjen ja Venäjän asuntomyyntin vetämänä vertailukautta selvästi parempaan tulostasoon vuoden muilla neljänneksillä. Yhtiön liiketoimintoja ohjataan nyt maltillisella riskitasolla ja kassavirtaa painottaen ja näemme osakkeessa toistaiseksi vähän nousupotentiaalia.

Päälystykseen heikko tulos pilasi Q1-tuloksen

Q1:n 290 MEUR:n liikevaihto ylitti selvästi 263 MEUR:n tasolla olleen ennustemme, mutta -18,1 MEUR jäänyt liike-tulos alitti kuitenkin selvästi ennustemme (-11,5 MEUR). Eritoten Suomen Talonrakentamisen liikevaihto ja kannattavuus oli selvästi ennustettamme selvästi korkeampia, kun yhtiöllä valmistui PK-seudulle odotuksia enemmän asuntoja ja vuokravarauksien purku nosti kannattavuutta. Päälystykseen tulos oli surkea, vaikkakin raporttiin sisältyi kertakuluja kiviaineksien alaskirjauksista ja projektin kateheikkennyksestä. Venäjällä asuntomyynti jatkui hyvällä tasolla ja liike-tulos oli odotetun kaltainen. Lemminkäisen tilauskanta laski Venäjän asuntokohteiden valmistumisen ja infraprojektien etenemisen myötä 15 % vertailukaudesta. Tilaukskannan myymätön osuus painui Q1:n lopussa jo alle 10 %:in..

Markkinanäkymät edelleen vaisut

Markkinanäkymissä ei ole tapahtunut merkittävää muutosta. Suomessa asuntojen myyntimäärissä on nähtävissä lievää piristymistä, joskin Lemminkäisen valmiiden myymättömien asuntojen varasto oli vielä kasvussa. Päälystykseen kysyntätilanne näyttää kohtuullisen hyvältä ja bitumin hinnanlasku voi nostaa hiukan päälystykseen volyymia. Infrapuolella kysyntänäkymät ovat positiiviset, mutta yhtiön mukaan tämä on kuitenkin samalla houkutelut Pohjoismaiden markkinoille uusia toimijoita ja kiristänyt kilpailua. Venäjällä asuntomarkkinoiden keskeisten ajurien kehitys on jatkunut heikkona ja odotamme asuntojen hintojen ja kysynnän heikentyvän koko markkinan tasolla selvästi vuonna 2015. Lemminkäisen Pietarin kohteet sijaitsevat kuitenkin erinomaisilla paikoilla, joten odotamme yhtiön pystyvän myymään vielä myymättä olevat noin 250 asuntoa hyvällä katteella heikommassakin suhdanteessa.

Laskimme ennusteita heikon alkuvuoden jälkeä

Lemminkäinen toisti ohjeistuksen, jonka mukaan liikevaihto ei kasva ja liikevoitto paranee vuoteen 2014 verrattuna (2014: 36,3 MEUR). Kuluvan vuoden tulosenennustemme on yhä linjassa ohjeistuksen kanssa, vaikka laskimme heikon Q1-tuloksen myötä 2015 liikevoittoennustettamme 10 %. Laskimme myös vuoden 2016 liikevoittoennustetta 9 % ja ennakoimme nyt vuodelle 2016 vakaata liikevaihdon ja liikevoiton kehitystä vuoteen 2015 verrattuna.

Arvostus on kohtuullinen, mutta tuloskasvupotentiaali ei vielä houkuta

Ennusteillamme Lemminkäisen vuosien 2015 ja 2016 P/E-luvut ovat 20x ja 13x sekä kuluvan vuoden osinkotuotto hieman yli 1 %:n. Vuoden 2015 P/B (oikaistu) ja EV/liikevaihto-kertoimet ovat 0,9x ja 0,2x. Kokonaisuutena Lemminkäisen arvostustaso näyttää kohtuulliselta, mutta heikon suhdanteen ja matala katteiseen liiketoimintaan painottuvan tilauskannan takia tuloskasvu- ja pääoman tuottopotentiali ei nouse lähivuosien osalta vielä tarpeeksi houkuttelevaksi.

Analyttikko

Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi



Suositus

Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 11,00 EUR

Edellinen: 11,00



Illisen päätös 11,16 EUR

12 kk vaihteluväli 9,52-13,6242 EUR

Potentiaali -1,4 %

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	EV/	EV/	EV/	P/E	P/	Osinko/	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	Kassavirta	osake	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	EUR	%
2013	2 020	-89	-4,4 %	-116	-3,97	0,3	-13,8	-6,8	-3,0	-95,8	0,00	0,0 %
2014	2 045	36	1,8 %	-2	-0,67	0,2	5,5	12,0	-14,3	2,5	0,00	0,0 %
2015e	1 938	55	2,8 %	31	0,55	0,2	4,3	7,3	20,2	2,9	0,15	1,3 %
2016e	1 910	53	2,8 %	34	0,84	0,2	4,7	7,9	13,2	3,5	0,25	2,2 %
2017e	1 988	57	2,8 %	40	1,10	0,2	4,6	7,3	10,1	9,5	0,30	2,7 %
Markkina-arvo, MEUR		259		OPO / osake 2015e, EUR		12,58		CAGR EPS, 2014-2017, %			-218 %	
Nettovelka 2015e, MEUR		146		P/B 2015e		0,9		CAGR kasvu, 2014-2017, %			-1 %	
Yritysarvo, MEUR		405		Veroaste 2015e, %		25,3 %		ROE 2015e, %			3,1 %	
Taseen koko 2015e, MEUR		1247		Nettovelkaisuusaste 2015e, %		34,6 %		ROCE 2015e, %			7,2 %	
Liikearvo 2015e, MEUR		54		Omavaraisuusaste 2015e, %		35,6 %		PEG, P/E 15/CAGR			0,4	

Toteuma vrt. Ennusteet

Ennusteet vs. toteutuneet	Q1'14	Q1'15	Q1'15e	Erotus (%)
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	279	290	263	10 %
Käyttökate	-9,5	-12,9	-3,9	231 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-17,2	-20,1	-11,5	75 %
Liikevoitto	-17,2	-18,1	-11,5	57 %
Puhdistettu liikevoitto-%	-6,2 %	-6,9 %	-4,4 %	-2,6 %
Tulos ennen veroja	-24,3	-23,8	-19,5	22 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,95	-1,05	-0,81	30 %
Huom. Erotus liikevoitto-%:ssa on prosenttiyksiköissä.				Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2015e	2015e	Muutos	2016e	2016e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1874	1938	3 %	1895	1910	1 %
Käyttökate	102	94	-8 %	99	89	-10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	61	53	-13 %	59	53	-9 %
Liikevoitto	61	55	-10 %	59	53	-9 %
Tulos ennen veroja	29	31	7 %	38	34	-11 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,47	0,47	-1 %	1,00	0,84	-16 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,15	0 %	0,25	0,25	0 %
Lähde: Inderes						

Arvostuskertoimet

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
Yhtiö	EUR	MEUR	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e
NCC	28,43	3087	11,9	11,6	9,8	9,5	0,6	0,6	13,7	13,1	5,1	5,5
PEAB	7,35	2177	12,8	12,1	9,5	9,3	0,6	0,6	13,9	13,1	4,3	4,7
SKANSKA	18,69	7879	11,4	10,6	9,2	8,7	0,5	0,4	16,4	15,0	4,4	4,5
SRV	3,71	139	13,3	12,1	12,0	10,9	0,5	0,5	12,1	10,6	3,7	4,5
VEIDEKKE	11,29	1494	11,2	9,6	9,0	7,9	0,5	0,5	14,3	12,3	4,7	5,4
YIT	6,48	823	14,3	13,0	12,8	11,7	0,9	0,8	13,6	11,7	4,1	4,4
Lemminkäinen (Inderes)	11,16	259	7,3	7,9	4,3	4,7	0,2	0,2	20,2	13,2	1,3	2,2
Keskiarvo			12,5	11,5	10,4	9,7	0,6	0,6	14,0	12,6	4,4	4,8
Mediaani			12,4	11,8	9,7	9,4	0,6	0,5	13,8	12,7	4,3	4,6

Lähde: Bloomberg / Inderes

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2e	2015Q3e	2015Q4e
Liikevaihto	279,1	510,6	646,5	608,3	289,6	493,0	622,0	533,0
Suomen talonrakentaminen	115,9	135,2	121,9	166,0	131,3	120,0	120,0	130,0
Päällystys	60,0	243,8	367,5	236,2	64,4	250,0	370,0	235,0
Venäjän toiminnot	16,0	34,1	64,0	82,0	18,6	30,0	32,0	70,0
Muut toiminnot	35,5	41,1	32,3	70,3	16,4	20,0	25,0	30,0
Käyttökate	-9,5	26,2	52,9	9,9	-12,9	32,1	50,4	24,6
Poistot ja arvonalennukset	-6,1	-9,8	-12,1	-8,0	-3,6	-10,0	-11,5	-7,5
Liikevoitto	-17,20	14,80	38,65	-0,05	-18,10	20,50	37,25	15,50
Suomen talonrakentaminen	6,1	5,9	0,3	-3,0	7,3	3,5	3,3	4,0
Päällystys	-20,1	14,3	32,8	5,2	-27,0	16,0	36,0	5,5
Venäjän toiminnot	-1,4	0,4	10,6	10,2	1,1	3,0	3,0	9,5
Muut toiminnot	-3,7	-5,5	-9,1	-13,9	-0,3	-4,0	-7,0	-5,0
Nettorahoituskulut	-7,1	-7,5	-15,6	-8,2	-5,7	-7,0	-6,5	-5,0
Tulos ennen veroja	-24,30	7,30	23,15	-7,85	-23,80	13,50	30,75	10,50
Verot	4,2	-2,0	-7,1	1,6	4,2	-3,0	-6,8	-2,3
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-22,00	2,80	13,15	-9,45	-22,40	8,03	21,49	5,69
EPS (oikaistu)	-0,95	0,12	0,57	0,28	-1,05	0,35	0,93	0,25
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	5,3 %	8,5 %	-8,2 %	4,8 %	3,8 %	-3,4 %	-3,8 %	-12,4 %
<i>Käyttökate-%</i>	-3,4 %	5,1 %	8,2 %	1,6 %	-4,5 %	6,5 %	8,1 %	4,6 %
<i>Liikevoitto-%</i>	-6,2 %	2,9 %	6,0 %	0,0 %	-6,3 %	4,2 %	6,0 %	2,9 %

Lähde: Inderes

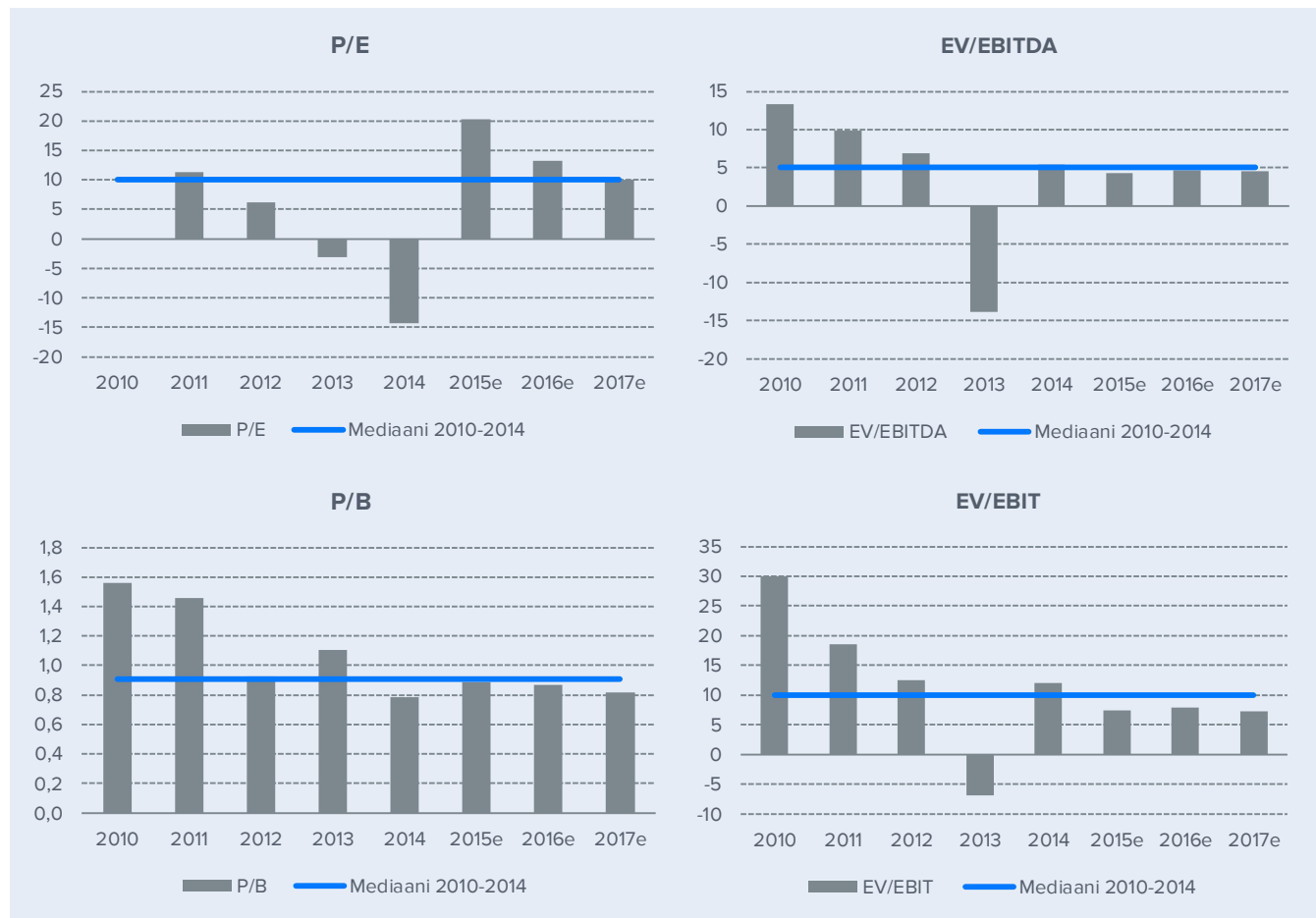


Lähde: Inderes

Arvostus

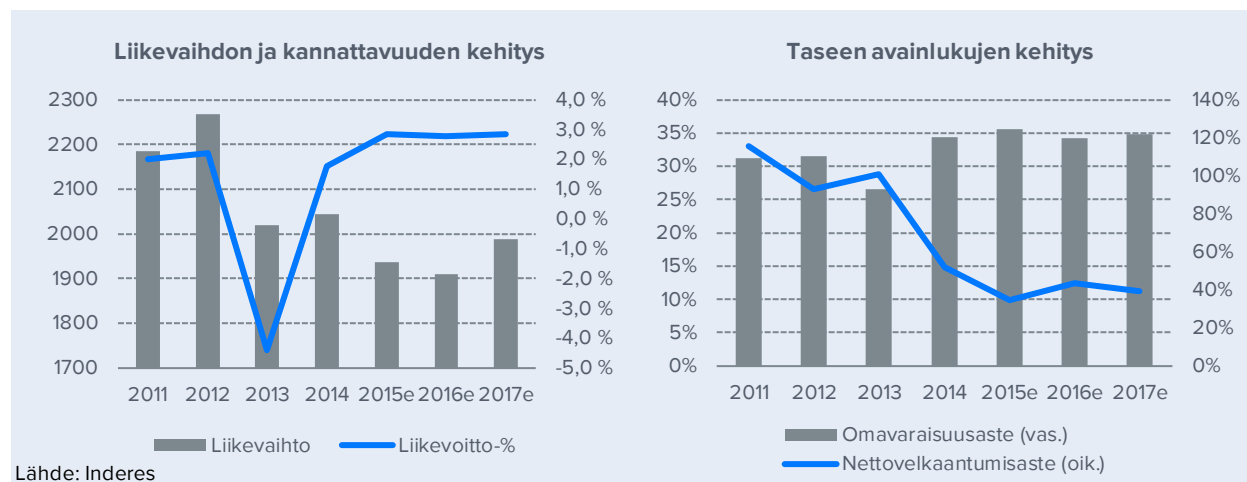
Arvostustaso	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Osakekurssi	22,00	17,46	12,08	12,08	9,52	11,16	11,16	11,16
Markkina-arvo	511	405	281	281	221	259	259	259
Yritysarvo (EV)	868	813	627	608	434	405	419	411
P/E		11,4	6,2	-3,0	-14,3	20,2	13,2	10,1
P/Kassavirta	-12,7	-16,9	2,7	-95,8	2,5	2,9	3,5	9,5
P/B	1,6	1,5	0,9	1,1	0,8	0,9	0,9	0,8
P/S	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	13,4	9,9	6,9	-13,8	5,5	4,3	4,7	4,6
EV/EBIT	29,9	18,5	12,5	-6,8	12,0	7,3	7,9	7,3
Osinko/tulos (%)	819 %	28 %	26 %	0 %	0 %	27 %	30 %	27 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,4 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	2,2 %	2,7 %

Lähde: Inderes



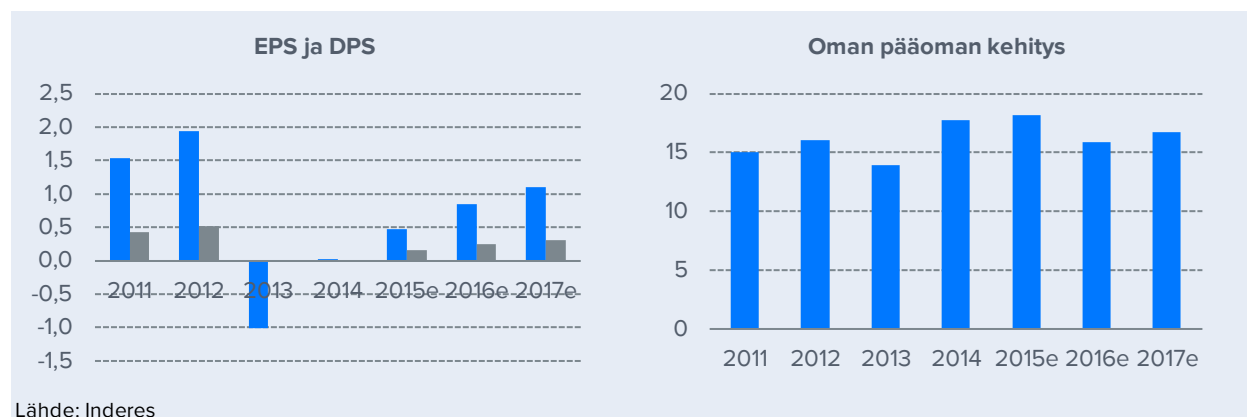
Yhteenveto

Tuloslaskelma	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	2183,9	2267,5	2020,2	2044,5	1937,6	1909,6	1987,6
Käyttökate (EBITDA)	82,0	91,1	-43,9	79,4	94,2	88,7	89,3
Liikevoitto (EBIT)	44,0	50,1	-89,2	36,2	55,2	53,2	56,5
Tulos ennen veroja	25,1	30,2	-115,9	-1,7	31,0	33,7	40,0
Nettotulos	35,6	45,0	-92,1	-15,5	12,8	19,6	25,6
Vapaa kassavirta	-24,0	104,9	-2,9	89,2	88,5	74,6	27,2



Avainluvut	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihdon kasvu-%	19,4 %	3,8 %	-10,9 %	1,2 %	-5,2 %	-1,4 %	4,1 %
Käyttökate-%	3,8 %	4,0 %	-2,2 %	3,9 %	4,9 %	4,6 %	4,5 %
Liikevoitto-%	2,0 %	2,2 %	-4,4 %	1,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %
ROE-%	10,5 %	12,5 %	-26,5 %	-4,2 %	3,1 %	5,0 %	6,8 %
ROI-%	7,4 %	7,8 %	-10,1 %	6,3 %	7,2 %	7,4 %	8,3 %
Omavaraisuusaste	31,2 %	31,5 %	26,5 %	34,4 %	35,6 %	34,2 %	34,9 %
Nettovelkaantumisaste	115,6 %	92,9 %	100,8 %	51,8 %	34,6 %	43,5 %	39,1 %

Osakelukuja	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
EPS (oikaistu)	1,53	1,94	-1,01	0,02	0,47	0,84	1,10
Kassavirta / osake	-1,04	4,52	-0,13	3,84	3,81	3,21	1,17
Osinko / osake	0,42	0,51	0,00	0,00	0,15	0,25	0,30
Omapääoma / osake	15,02	16,03	13,92	17,76	18,18	15,86	16,72



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäärvo malli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatieneen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Suosituksihistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.3.2014	Vähennä	13,0	13,1
5.5.2014	Vähennä	14,0	14,0
10.7.2014	Lisää	15,0	13,4
1.8.2014	Vähennä	15,0	14,3
25.8.2014	Vähennä	13,0	13,5
10.10.2014	Vähennä	11,5	11,4
4.11.2014	Vähennä	11,5	11,4
14.1.2015	Vähennä	10,5	10,3
6.2.2015	Vähennä	11,0	10,5
8.5.2015	Vähennä	11,0	11,0