

Caverion

Laaja raportti

04/03/2019

Matka vakaaksi palveluyhtiöksi alkamassa

Nostamme kiinteistötekniikkayhtiö Caverionin tavoitehinnan 5,6 euroon (aik. 5,5 euroa) ja nostamme suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) heijastellen ennustemuutoksiamme ja laskenutta osakekurssia. Caverion on keskellä tuloskäännettä, johon epävarmuutta tuo yhtiön heikko historiallinen suorituskyky. Tänä vuonna yhtiö etenee strategiassaan kohti kasvua saadessaan kannattavuuden kuntoon tavoitteiden mukaisesti vuoden puoleen väliin mennessä. Osakkeeseen hinnoitellaan jo käännettä, mutta arvostustaso on edelleen varsin maltillinen ennustamaamme tulokasvuun nähden. Selkeänä riskinä näemme kannattavuuskäänteen epäonnistumisen, osaltaan syklisen markkinan heikentymisen ja projektiongelmien uusiutumisen.

Jatkuvien palveluiden osuuden nosto ja vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli

Caverion on kiinteistöjen ja teollisuuden teknisiin projekteihin sekä palveluihin erikoistunut yhtiö. Yhtiö toimii 10 maassa Pohjois- ja Keski-Euroopassa tavoitteenaan kiinteistöjen koko elinkaaren hallinta käsittäen teknisten järjestelmien suunnittelun, asentamisen ja ylläpidon. Yhtiön tavoitteena on siirtyä projektivetoisesta (45 % liikevaihdosta vuonna 2018) liiketoiminnasta kohti jatkuvaa, vähempiriskistä ja kannattavampaa palveluliiketoimintaa (55 % liikevaihdosta vuonna 2018). Tämä muutos yhdistettynä yhtiön vähän pääomaa sitovaan liiketoimintamalliin mahdollistaa jo pienellä kasvulla sekä kannattavuuden nostolla nopeasti vahvistuvan kassavirran. Vahva kassavirta investointien vähyyden vuoksi muodostaa yhtiölle vahvan perustan jakaa voimistuvaa osinkovirtaa ja tekee yhtiöstä mielenkiintoisen sijoituskohteen.

Historialliset ongelmat varjostavat yhtiön kehitystä

Yhtiö on toiminut itsenäisenä pörssi-yhtiönä vuodesta 2013 alkaen, eikä taival ole mennyt toivotulla tavalla. Vuosien 2014-2016 ”Luo ja Korjaa” -strategia epäonnistui yhtiön projektihallinnan pettäessä liian kovan kasvun saattelemana. Yhtiön kannusteet hakea kasvua olivat vääränlaiset, joka johti moniin huonoihin projekteihin epärealistisilla odotuksilla. Vuonna 2017 uuden johdon alaisuudessa muutosohjelmaa lähdettiin viemään rankalla kädellä eteenpäin lopettaen heikkoja liiketoimintayksiköitä sekä keskittyen entistä tarkemmin projektien valintaan. Nyt uuden strategiakauden 2018-2020 puoleen väliin mennessä kannattavuuden tervehdyttämistoimet tulisivat olla valmiit ja yhtiö voi lähteä hakemaan kasvua etenkin vakaammasta sekä kannattavammasta palveluliiketoiminnasta. Kannattavuus parantui jo viime vuonna ja suurin osa tappiollisista ongelmaprojekteista on nyt päättymässä H1'19 aikana, mikä merkitsee isoa parannuspotentiaalia vuosien 2019-2020 aikana. Olemme isosta potentiaalista huolimatta ennusteissamme selvästi yhtiön strategiakauden lopun 8 %:n oikaistun käyttökatemarginaalitavoitteen alapuolella (EBITDA-% oik. 2020e: 6,4 %) heijastellen kannattavuuden nousuun ja markkinan kehitykseen liittyviä riskejä.

Arvostus houkutteleva tulokasvunäkymiin nähden

Ennustamamme tulokasvun myötä (19-21e CAGR 33 %) yhtiön strategiakauden lopun kertoimet (2020e: EV/EBIT: 11x, P/E: 13x, EV/EBITDA: 6x) ovat mielestämme houkuttelevat, mutta käänteen epävarmuus rajaa vielä nousuvaraa. Yhtiöllä on mielestämme vahvaa kassavirtaa tuottavan liiketoimintamallin, kannattavuuden parantumisen ja liiketoiminnan vakauden kasvun myötä paljon potentiaalia, mutta hyväksyttävän arvostustason nousu vaatii taakseen tulokasvun konkretisoitumista. Yhtiön pystyessä ennustamaamme tulokasvuun ja markkinatilanteen säilyessä kohtuullisena, näemme osakkeessa hyvinkin suurta nousuvaraa, mikä tekee osakkeen tuotto-riskisuhteesta tällä hetkellä positiivisen.

Analytiikot



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



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Vähennä



5,6 EUR

Edellinen: 5,5 euroa

Osakekurssi: 5,17 EUR

Potentiaali: 8,3 %

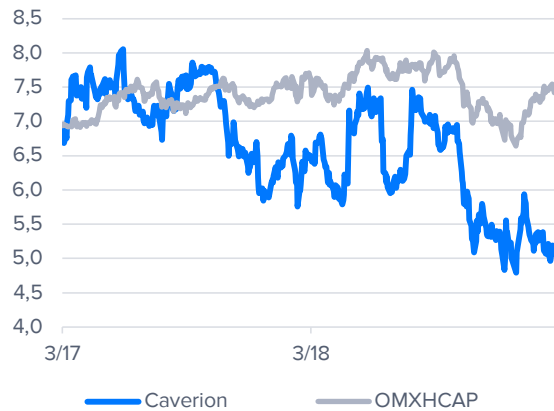
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	2204	2184	2215	2273
kasvu-%	-3 %	-1 %	1 %	3 %
EBITDA (oik.)	53,3	124,4	141,7	159,1
EBITDA-% (oik.)	2,4 %	5,7 %	6,4 %	7,0 %
Nettotulos	-48,1	52,5	61,1	72,8
EPS (oik.)	0,09	0,28	0,41	0,50

P/E (oik.)	66,4	18,3	12,5	10,4
P/B	3,0	2,4	2,2	2,7
Osinkotuotto-%	0,8 %	2,7 %	4,8 %	5,8 %
EV/EBIT (oik.)	32,7	16,6	11,3	8,5
EV/EBITDA	neg.	7,0	6,2	5,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4	0,4

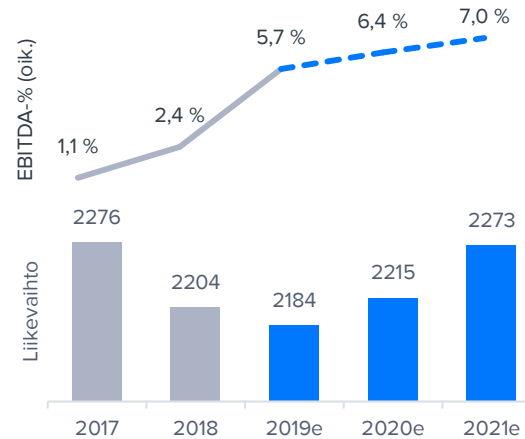
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

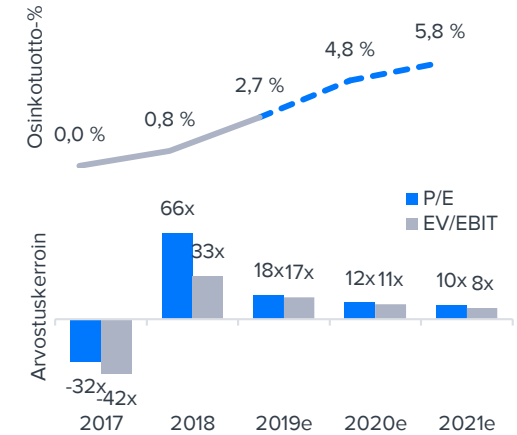


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja käyttökate (oik.)



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

- Kannattavuuden tervehtyttäminen
- Kannattavampien ja jatkuvan liikevaihdon omaavien palveluiden osuuden nousu
- Tekniikan ja automatisoinnin lisääntyminen sekä digitalisaation implementointi tukee markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymiä
- Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli mahdollistaa vahvan kassavirran ja kasvavan osingon



Riskitekijät

- Toimiala syklistä ja palveluliiketoiminnan kasvu osin riippuvaista projektiliiketoiminnan kasvusta
- Projektiliiketoiminnassa riskit ovat jatkuvia liiketoimintoja suurempia ja yhtiön historiaan peilaten luottamus niiden hallintaan on vielä ohuella, tosin vahvistuneella pohjalla
- Suurimassa osassa yhtiön liiketoimintaa matalat alalietulon esteet ja kestävien kilpailuetujen puute rajaa kasvua sekä kannattavuuden parantamista



Arvostus

- Tulokasvuun nähden arvostus houkutteleva
- Riskejä jo hinnoiteltu osakkeen hintaan
- Sektorin kertoimet olleet selvässä paineessa
- Palveluyhtiöt arvostettu korkeammalle niiden liiketoiminnan jatkuvuuden ja paremman kannattavuuden vuoksi



Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-15
Sijoitusprofiili	16-18
Markkina ja kilpailu	19-26
Strategia	27-31
Historiallinen kehitys	32-35
Taloudellinen tilanne	36-40
Ennusteet	41-46
Arvonmääritys	47-53
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	54

Caverion lyhyesti

Caverion Oyj on Euroopan suurimpia talotekniikan, kiinteistöhuollon ja teollisuuden palveluiden toimittaja sekä ylläpitäjä

1912

Caverionin kiinteistö- ja teollisuuspalveluiden juuret syntyvät YIT:n perustamisesta

2013

Irtautuminen YIT:stä itsenäiseksi pörssiyhtiöksi

2204 MEUR (-3,2 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

53 % → 55 % 2017-2018

Palveluiden ja huollon osuus liikevaihdosta

53 MEUR (2,4 % lv:sta)

Oikaistu käyttökate 2018

Noin 15 000

Henkilöstö 2018 lopussa

0 % / -7 %

Palveluliiketoiminnan kasvu / Projektiliiketoiminnan kasvu

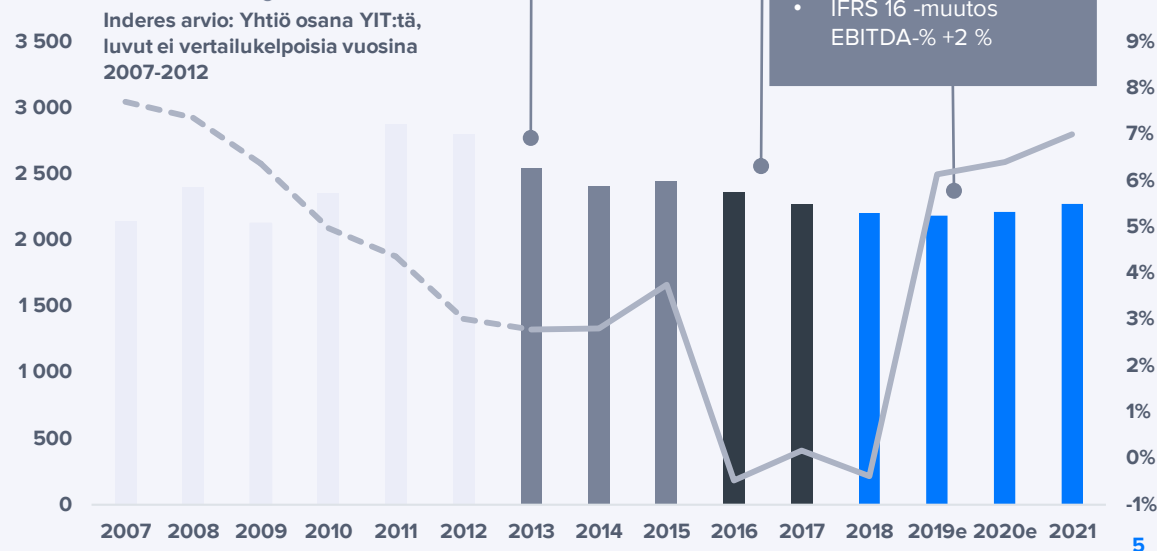
Liikevaihdon ja raportoidun käyttökatemarginaalin kehitys

- Yhtiö osana YIT:tä
- Yrityskauppoja
- Laajentumista Pohjoismaissa
- Fokuksena markkinaosuuden kasvatus
- Elinkaariratkaisujen painotus
- Energiatehokkuuden merkitys
- Finanssikriisin jälkeen kasvua saatiin, mutta kannattavuuden kustannuksella

- Irtautuminen YIT:stä
- Uusi strategia 2014-2016
- Organisaation uudelleenjärjestelyt
- Fokuksena kannattavuuden nostaminen
- Terve kasvu kannattavuuden parantamisen jälkeen

- Raskaita ongelmia projekteissa
- Henkilöstövaihdoksia
- Saneeraustoimet ja alaskirjaukset rasittivat tulosta
- Uusi strategia vuosille 2018-2020
- Fokuksena kannattavuuden tervehtyttäminen ja kasvu valituilla alueilla etenkin Palveluliiketoiminnassa

- Ongelmaprojektit loppuvat ja kannattavuus nousee
- Operatiivinen suoritus paranee, mutta markkinan hidastuminen rajoittaa orgaanista kasvua
- Palvelut kasvattavat osuuttaan
- IFRS 16 -muutos EBITDA-% +2 %



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Yhtiökuvaus

Kiinteistötekniikkaa ja teollisuuden palveluja

Caverion on vuonna 2013 rakennusyhtiö YIT:stä irtautunut kiinteistöjen talotekniikkaa, teollisuuden ratkaisuja ja yhä enenevässä määrin näihin liittyviä huolto- ja ylläpitopalveluita tarjoava yhtiö. Caverion irtautui YIT:stä kehittääkseen liiketoimintoja erillisenä konsernina, koska yhtiöiden strategiset tavoitteet sekä markkinat eroavat toisistaan, synergiat liiketoimintojen osalta olivat vähäiset, ja yhtiöt toimivat pääosin eri maantieteellisillä alueilla. Jakautumisen ansiosta pystyttiin keskittymään tarkemmin toiminnoltaan erilaisten rakentamisen ja kiinteistötekniisten liiketoimintojen kasvattamiseen.

Caverion on yksi Euroopan johtavia teknisiä ratkaisuja kiinteistöille ja teollisuudelle tarjoavia yhtiöitä ja se toimii Pohjois-, Keski- ja Itä-Euroopassa. Caverionin vuoden 2018 liikevaihto oli 2204 MEUR ja liikevoitto oli negatiivinen yhtiön strategisen vaiheen keskittyessä kannattavuuden parantamiseen ja vanhojen ongelmaprojektien siivoamiseen. Yhtiön palveluita käytetään muun muassa toimistoissa, liikekiinteistöissä, asunnoissa, julkisissa rakennuksissa, infrastruktuurissa sekä teollisuuslaitoksissa. Caverionilla on noin 15000 työntekijää kaikkiaan 10 toimintamaassa. Yhtiön pääkonttori on Suomessa ja toiminta on paljon keskittynyt Pohjoismaihin, mutta esimerkiksi Saksan ja Itävallan alue on yhtiölle myös tärkeä.

Yhä enemmän palveluyhtiö

Caverionilla on kaksi liiketoimintayksikköä,

Projektit ja Palvelut, joista Palveluiden osuutta on tarkoitus kasvattaa. Caverionin päätarkoituksena on tuottaa vanhoille tai uusille kiinteistöille taloteknisiä palveluita. Tämä tarkoittaa käytännössä esimerkiksi uuden toimistotalon sähkö-, vesi-, ilma-, automaatio-, tietoverkkopalveluiden tarjoamista. Lisäksi yhtiön on tarkoitus näiden projektiluonteisten hankkeiden lisäksi ideana 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.

Mielestämme Caverionin yksi vahvuuksista on vankka kokemus teknisten järjestelmien toteuttajana isoissakin projekteissa, joka näin ollen myös luo pohjaa näiden pitkien palvelusopimuksien saamiseen tulevaisuudessa. Kokemuksen lisäksi isot projektit ovat olleet yhtiölle lähinnä välttämätön paha, eikä kannattavuus ole ollut kovinkaan mairitteleva, minkä vuoksi yhtiö myös pyrkii nyt aktiivisesti siirtymään enemmän kohti palveluliiketoimintaa.

Caverion

Yhtiön kohdealueet:

- Kiinteistöt
- Teollisuuden prosessit
- Infrastruktuuri



Yhtiön tuotealueisiin kuuluu muun muassa:

- Lämmitys, vesi- ja viemäri
- Ilmanvaihto ja ilmastointi
- Jäähdytys
- Sähköistys
- Informaatio ja viestintäteknologia
- Turvallisuus
- Automaatio
- Teollisuusasennukset



Kumppanit



Kiinteistöjen
käyttäjät ja omistajat



Tavarantoimittajat



Pääurakoitsijat ja
rakentajat



Lainsäätäjät



Alihankkijat,
resurssivuokraajat

Toiminnot

Suunnittelu



Projektin toteutus



Tekninen ylläpito



Kiinteistöjohtaminen



Resurssit

Tekninen
osaaminen



Inhimillinen
pääoma



Vahvat
asiakassuhteet



Liiketoimintaidea

Caverion tarjoaa kiinteistöihin ja
teollisuuteen liittyviä teknisiä
palveluja

Caverion

- Kiinteistöjen ja teollisuuden
laitteiden elinkaaren hallinta
- Laaja tarjonta ja selkeä
keskittyminen alan digitaaliseen
muutokseen
- Energiatehokkuus ja
asiakkaiden
kustannustehokkuuden
parannus

Tulolähteet

Suunnittele
ja rakenna -
urakointi



Kilpailu-
urakointi

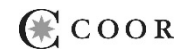


Palvelusopi-
mukset



Kilpailu

Assemblin



Pohjoismaat



KEMP & LAURITZEN

Keski-Eurooppa



APLEONA

Asiakassegmentit



Julkinen 15 %



Teollisuus 32 %



Kiinteistöjen
käyttäjät 26 %



Pääurakoitsijat 16 %



Kiinteistösijoittajat 12 %

Kustannusrakenne

noin 15 000 hlö (2018)



Henkilöstökulut
(40 % kustannuksista)



Ostot
(26 %)



Ulkopuoliset palvelut
(19 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(15 %)

Tulovirran jakautuminen

Palvelut ja Projektit

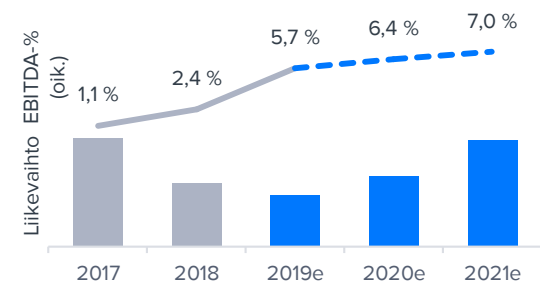


55%



45%

Liikevaihto 2204 m€
EBITDA (oik.) 53,4 MEUR (2018)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Caverion tarjoaa palveluita kiinteistön koko elinkaaren ajan

Caverion tarjoaa kiinteistötekniisiä palveluita asiakkaan koko liiketoiminnan elinkaareen liittyen, millä yhtiö myös pyrkii erottautumaan varsinkin pienimmistä kilpailijoistaan. Caverion suunnittelee, toteuttaa, huoltaa ja ylläpitää tekniisiä ratkaisuja kiinteistöille ja teollisuudelle. Tarkoituksena on varmistaa kiinteistöjen ja laitosten moitteeton ja turvallinen toiminta energiatehokkuus ja kestävä kehitys erityisesti huomioiden. Kiinteistöjen koko elinkaaren kattavat tekniset ratkaisut antavat Caverionille mahdollisuuden olla mukana merkittävässä projekteissa hyvin varhaisesta vaiheesta asti. Yhtiön referensseihin kuuluu muun muassa isoja toimistokohteita, voimalaitoksia, teollisuuslaitoksia, julkisia tiloja sekä kauppakeskuksia.

Caverionin tarjonta voidaan jakaa seuraavaan viiteen alueeseen, jotka esittelemme lyhyesti:

1. Suunnittelu- ja projektointi asiakkaiden kiinteistöjen ja teollisuuden prosessien modernisoinnille ja tulevaisuuden tarpeiden täyttämiseksi liittyen muun muassa digitalisaatioon, energiatehokkuuteen, liiketoiminnan tuottavuuden parantamiseen, kustannustehokkuuteen ja laadun parantamiseen.

2. Projektin johtaminen asiakkaan edun mukaisesti huolehtien eri sidosryhmien välisestä kommunikaatiosta ja työn kulusta projektin

tavoitteiden mukaisesti. Tähän kuuluu muun muassa projektien aikataulutusta, tavoitteiden laadintaa ja valvontaa, ennusteiden laadintaa, hankintojen ja materiaalitoimitusten koordinoitua ja raportointia. Tarkoituksena on tarjota asiakkaalle kattava projektinjohto-organisaatio yhden toimittajan kautta, joka pystyy huolehtimaan jokaisesta projektin työvaiheesta joko itse tai alihankkijoidensa kautta.

3. Projektin toteuttamiseen yhtiöllä on laaja valikoima palveluita. Nämä sisältävät mm. projektinjohtopalvelut paikallisesti työmailla sekä monipuoliset projektin toteutuspalvelut, jotka kattavat projektin kokonaisuudessaan.

4. Tekninen huolto ja kunnossapito käsittää kiinteistöjen jatkuvan teknisen ylläpidon. Tarkoituksena on lisätä tilojen tuottavuutta ja käyttäjien viihtyvyyttä. Palvelujen avulla voidaan parantaa muun muassa kiinteistöjen energiatehokkuutta sekä kustannusten ja laadun valvontaa.

5. Kiinteistöjohtaminen tarjoaa ennakoivaa toimintaa kiinteistöjen kuntoon ja tehokkuuteen liittyvissä asioissa. Tarkoituksena on varmistaa kiinteistön arvon säilyminen mahdollisimman pitkään jatkuvan ennakoivan seurannan ansiosta.

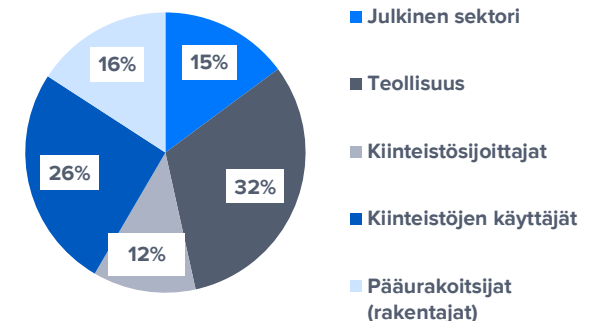
Caverion ei raportoi liikevaihdon jakaumaa näihin alueisiin, mutta karkeasti jaoteltuna suunnittelu ja projektointi, projektin toteuttaminen sekä projektin johtaminen kuuluvat Projektit-liiketoimintaan, kun taas tekninen huolto sekä kiinteistöjohtaminen Palvelut-liiketoimintaan.

Suunnittelu- ja projektin toteuttamiseen liittyvät palvelut ovat yhtiölle merkittävä tulonlähde, mutta täälläkin liikevaihto jakautuu edelleen suuriin uusien kiinteistöjen hankkeisiin tai suuriin peruskorjauksiin ja pienempiin ylläpitoinvestointeihin. Projektit-liiketoiminta on näkemyksemme mukaan tärkeä osa yhtiön kykyä tarjota myös varteenotettavia huolto- ja ylläpitopalveluita sekä jatkuvia kiinteistöjohtamisen palveluita.

Asiakaskunta laajasti hajautunut

Yhtiön asiakkaat jakautuvat pääpiirteittäin viiteen eri ryhmään, mistä teollisuus ja kiinteistöjen käyttäjät edustavat isointa osaa. Yhtiön tavoitteena on luoda pitkäaikaisia asiakassuhteita ja näin tukea liiketoiminnan vakautta. Vakautta luo myös yksittäisten asiakkaiden pieni osuus kokonaisuudesta. Yhtiön mukaan vuonna 2017 kolmen suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli noin 7 % ja kymmenen suurimman osuus alle 14 %.

Caverionin asiakasjakauma 2018



Lähde: Inderes, Caverion

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Liiketoimintarakenne

Caverionin liiketoiminta perustuu nykyään kahteen segmenttiin tai liiketoimintayksikköön:

- **Projektit (45 % 2018 liikevaihdosta)**
- **Palvelut (55 % 2018 liikevaihdosta)**

Liikevaihdoltaan Palvelut ovat olleet arviomme mukaan historiassa hieman yli 50 % yhtiön liikevaihdosta. Yhtiöllä on yli vuoden 2020 ulottuvana pitkän aikavälin strategisena tavoitteena nostaa palveluiden osuus yli 2/3 liikevaihdosta vähentäen näin yhtiön syklisyyttä ja lisätä liiketoiminnan jatkuvuutta.

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 2018 oli noin 1213 MEUR jääden vertailukauden tasolle. Yhtiön Palvelut jakautui aikaisemmin pienempiin huolto- ja kunnossapitotöihin ja palveluiden johtamiseen, mutta luopui niiden raportoinnista vuonna 2018.

Pienemmät teknisen huollon ja kunnossapidon työt käsittää ennakoidun huollon, tarpeen mukaisen huollon ja muut pienet huoltoprojektit. Lisäksi Caverion on kehittänyt digitaalisia palveluja eri asiakasryhmille, joiden avulla kasvua pystyttäisiin skaalaamaan. Esimerkkinä IoTFlex on palvelukonsepti teollisuusasiakkaille ja ServiFlex+-konseptilla on tarkoitus palvella kiinteistötekniikan asiakkaita. ServiFlex on tarkoitettu kiinteistöjen ennakoidun huoltoon ja

siitä on saatavilla kolme eri tasoa asiakkaiden tarpeiden mukaan. Palvelun avulla Caverion hoitaa kiinteistön välttämättömän ja ennakoidun kunnossapidon, korjaukset sekä tarvittaessa valvoo kiinteistön toimintaa etävalvonnan avulla. IoTFlex on taasen teollisuuden asiakkaille tarkoitettu laitteiden, koneiden sekä teollisuuden laitosten ennakoidun kunnossapitoon sekä valvontaan tarkoitettu palvelu. Palvelun avulla Caverion pystyy esimerkiksi valvomaan tuotantolinjan tehokkuutta erilaisten anturien avulla ja havaitsemaan poikkeamat sekä näin ollen parantamaan tuottavuutta ennakoidusti välttäen tuotantokatkoksia. **Palveluiden johtaminen** on pidemmälle vietyä asiakkaille tarpeiden mukaan räätälöityä palvelua. Kun teknisen huollon puolella on paljon yksittäisiä asiakkaita, on palveluiden johtaminen keskittynyt noin sataan suurempaan asiakkaaseen julkisella sektorilla ja teollisuudessa. Palveluun kuuluu esimerkiksi kaikki kiinteistöjohtamisen, energianhallinnan ja huollon palvelut kiinteistön tai laitoksen elinkaaren aikana.

Yhtiö itse mainostaa heidän kilpailuetunsa perustuvan teknologia- ja digitalisaatio-osaamiseen sekä erinomaiseen asiakaspalveluun, mutta näemme vaativan teknologisen osaamisen ja kokonaisvaltaisen tarjonnan kuvaavan ensisijaisia menestystekijöitä yhtiön Palvelut-liiketoimintayksikössä kuitenkin paremmin. Yksikön liiketoiminta on hyvin kilpailtua pienemmän huollon ja kunnossapidon alueella, missä alalietulon kynnyks on matala, mutta räätälöidymässä palveluiden johtamisessa kilpailu on vähäisempää. Emme näe Caverionilla olevan huollossa erityistä etua

muihin kilpailijoihin nähden, mutta suurempien ja vaativimpien asiakkaiden palveluissa näemme Caverionin hyötyvän laajasta palvelutarjoamastaan, teknologisesta osaamisestaan sekä kokemuksesta useiden isojen asiakkaiden kanssa. Digitalisaatiosta voi vielä mahdollisesti tulla yhtiölle selkeämpi kilpailuetu yhtiön suunnitteleminen digitaalisten palveluiden skaalautuvuuden takia, jos investoinnit siihen onnistuvat.

Arviomme mukaan palveluissa yhtiön liikevaihdosta noin kolmasosa tulee pitkistä sopimuksista, kolmasosa lisätoista ja yksi kolmasosa huolloista yksittäisille asiakkaille. Pitkät palvelusopimukset sisältävät usein vain päivittäisen kiinteähintaisen kunnossapidon, johon lisätyöt luovat lisää arvoa. Lisätyöt ovatkin yhtiölle kaikista tuottoisimpia, mutta myös alttiimpia suhdanteille.

Projektit

Projektit-liiketoimintayksikköön kuuluu niin isoja kuin pieniäkin talotekniikan ja kunnossapidon projekteja. Yksikön liikevaihto vuonna 2018 oli noin 991 MEUR, joka oli noin 7 % vertailukauden alapuolella. Segmentti on myös aikaisemmin jakautunut kahteen osaan. Pääperiaatteittain Caverionilla oli jaoteltu segmentti pienempiin alle 5 MEUR:n projekteihin ja isompiin, suuriin projekteihin, jotka ylittivät 5 MEUR:n rajan. Projektit ovat joko kilpailu-urakoita (tilaaja suunnittelee ja pyytää tarjouksia Caverionilta ja sen kilpailijoilta) tai suunnittelun ja toteutuksen sisältäviä Design & Build-projekteja.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

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 laskee tätä myötä, kun yhtiö luopuu kannattamattomista yksiköistä ja pyrkii valitsemaan entistä tarkempien kriteerien perusteella mihin hankkeisiin sen on taloudellisesti järkevää osallistua.

Näkemyksemme mukaan yhtiön etu kilpailijoihin nähden yksikössä liittyy mahdollisuuteen tarjota suurien järjestelmien elinkaaritöitä. Yhtiöllä on myös jonkin verran esivalmistustoimintaa, jonka avulla työmaalla tehtävä asennus vähenee, jonka ansiosta voidaan saavuttaa parempi tuottavuus ja laatu. 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. Arviomme mukaan noin kaksi kolmesta projektista on kilpailu-urakoita ja yksi kolmasosa on suunnittelun sisältäviä Design & Build -urakoita.

Divisioonat ja organisaatorakenne

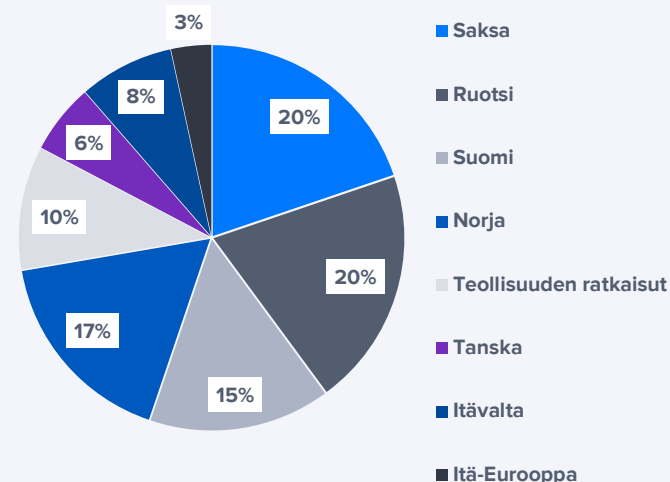
Yhtiöllä on tällä hetkellä 8 eri divisioonaa, mistä se raportoi liikevaihdon. Divisioonat ovat vaihdelleet vuosien aikana, mutta pääpiirteissään

ne ovat pysyneet samana. Yhtiön 4 liikevaihdollisesti isointa divisioonaa ovat Ruotsi, Saksa, Norja ja Suomi. Neljä suurinta edustavat yli 70 % koko yhtiön liikevaihdosta. Teollisuuden ratkaisut edustaa noin 10 % yhtiön liikevaihdosta ja se toimii pääosin Ruotsin, Suomen ja Saksan alueella. Tanska, Itävalta ja Itä-Eurooppa ovat kaikki alle 10 % yhtiön liikevaihdosta. Osuuksien kehitys on pysynyt vuosien saatossa suhteellisen vakaana, eikä merkittäviä eroja nykypäivään ole, vaikkakin Saksan osuus on pienentynyt yhtiön vähentäessä suurten projektien painoa tilauskannassa.

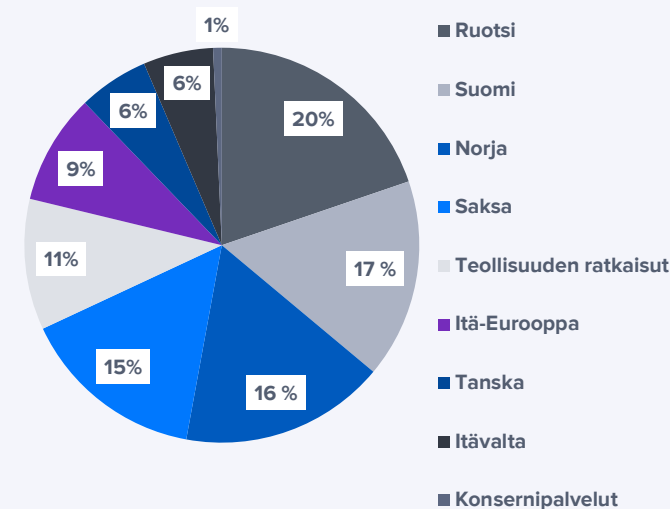
Yhtiöllä on nykyään noin 40 toimistoa yhteensä 10 maassa. Henkilöstön puolesta Caverionin suurimmat maat ovat:

- **Ruotsi (2955 henkilöä Q4'18)**
- **Suomi (2513)**
- **Norja (2438)**
- **Saksa (2268)**
- **Teollisuuden ratkaisut (1603)**
- **Itä-Eurooppa (1350)**
- **Tanska (860)**
- **Itävalta (857)**
- **Konsernipalvelut (106)**

Divisioonien liikevaihtojakauma 2018



Henkilöstöjakauma 2018



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Yhtiön organisaatorakenne vaikuttaa raskaalta, eikä maiden välillä merkittäviä synergioita mielestämme ole havaittavissa. Näkemyksemme mukaan synergioita voidaan saavuttaa hankintojen yhdistämisestä ja jo osittain tehdyistä organisaation ylimmän johdon yhdistämisistä. Paikallinen läsnäolo on kuitenkin tärkeää asiakassuhteiden ja paikallisen suhdanteen havaitsemiseksi. Raskas organisaatorakenne ja tietämättömyys ongelmista oli näkemyksemme mukaan yksi suurista syistä aikaisempiin kannattavuusvaikeuksiin sekä mataliin henkilöstön käyttöasteisiin. Nyt yhtiöllä on kuitenkin panostettu konsernin laajuisiin kehitysohjelmiin projektinjohtoon ja käyttöasteen parantamiseen liittyen. Lisäksi yhtiö on investoinut IT-järjestelmien yhtenäistämiseen divisioonien välillä, minkä tulisi parantaa läpinäkyvyyttä eri toimintoihin yrityksen sisällä.

Riita-asiat ja oikeuskiistat tyypillisiä

Caverionin liiketoimintaan on kuulunut oikeustaistelut ja riita-asiat. Projektiliiketoiminnan luonteeseen kuuluu, että osaan projekteista kohdistuu erityisiä toteuttamiseen liittyviä haasteita ja riskejä. Riitaisten projektien lopputulos ja päätösten aikataulu ovat aina epävarmoja. Caverionin nykyinen johto on vahvasti sitoutunut ratkaisemaan kyseiset haasteet ja niiden kehitystä tarkastellaan sekä arvioidaan säännöllisesti yhtiön riskienarviointiprosessien mukaisesti.

Yhtiön liiketoimintaa on leimannut viime vuoden massiiviset projektien alaskirjaukset. Suurin osa

näistä alaskirjauksista on tehty vuosina 2016-2017, mutta vuonna 2018 on edelleen jäljellä vanhempiin projekteihin liittyviä riskejä. Vuoden 2018 kolmannen neljänneksen lopussa noin 16 % Caverionin projektitilaukskannan projekteista oli aloitettu vuonna 2016 tai aikaisemmin, ja niihin kohdistuu alaskirjausriskejä. Yhtiö arvioi aiemmin tämän tason vähenevän hieman yli 10 prosenttiin vuoden loppuun mennessä ja pääsi myös tavoitteisiin vuoden 2018 lopussa. Lopun on tarkoitus poistua H1'19 aikana. On edelleen mahdollista, että näissä tai uusissa projekteissa voi ilmetä riskejä. Yhtiöllä oli myös kolme suurta riidanalaista projektia riskilistallaan ja nyt vuoden 2019 alussa myös viimeinen kolmesta riskilistalla olevista suuresta projektista saatiin sovittua, mikä alentaa yhtiön riskiprofiilia eteenpäin mentäessä huomattavasti.

Konsernin tytäryhtiöt ovat myös osallistuneet aikoinaan vuosien 2005-2013 aikana kilpailua rajoittaviin toimiin eli kartelliin Saksassa. Saksan kilpailuoikeudellinen viranomainen langetti Caverionin maksamaan kartellista noin 41 MEUR:n sakon. Yhtiö joutui hakemaan omistajiltaan suunnatun osakeannin avulla rahoitusta jatkaa toimintaansa strategian mukaisesti sakon takia. Kartelli on toiminut ilmeisesti ennen kuin Saksan tytäryhtiö on ollut osana Caverionin liiketoimintoja, eikä yhtiö olisi ostaessaan ollut tietoinen kyseisistä syytöksistä. Valitettava tosiasia on kuitenkin, että alalla vielä esiintyy kilpailua rajoittavia toimia hallitsevien osapuolten toimesta, ja vaikka yhtiö ei toimista tiennyt, niin kolhuja yhtiön maineeseen varsinkaan Keski-Euroopan alueella ei voi välttää.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Liiketoimintamalli

Projekteista palveluihin

Yhtiön liiketoiminta on hyvin pitkälti asiantuntijoihin pohjautuvaa asennus ja huoltotyötä. Alaa leimaa pieni kannattavuus, kustannuslylykset, suhdannevaihteluille altis kasvu ja lukuisat pienemmät toimijat. Caverionin liiketoiminta on ollut hyvinkin projektiluonteista ja jatkuvan liiketoiminnan osuus on ollut riippuvainen saaduista projekteista. Vaikka yhtiö hakeekin palveluihin ja huollon lisäämistä liiketoiminnassaan, näemme projektiluonteisuuden kuvaavan yhtiön liiketoimintaa vielä paremmin. Merkittävä osa yhtiön jatkuvista palvelusopimuksista syntyy juuri projektien päätteeksi, kun yhtiö jää ylläpitämään omia toimittamiaan järjestelmiä tai vastaa kiinteistön tekniikan kunnossapidosta peruskorjausurakan jälkeen. Näin ollen liiketoiminta on näkemyksemme mukaan syklistä ja alttiina etenkin yritysten investointi- ja laajennuspäätöksille sekä rakennusmarkkinoille. Etenkin rakennusmarkkinoilla yhtiön painopisteenä ovat liike- ja toimistotilojen markkinat, mutta myös isot infrastruktuurihankkeet ja teollisuuden investoinnit vaikuttavat yhtiön liiketoimintaan merkittävästi. Yhtiön liiketoiminta on tosin hyvinkin jälkisyklistä, kun taloteknisten järjestelmien asennukset ovat yleensä rakennusprosessien viimeisimpiä vaiheita ja kestävät aina vähintään luovutukseen asti. Lisäksi, kun rakennussuhdanne käy kuumana, saa yhtiö myös solmittua useita ylläpito- ja

huoltosopimuksia, jotka 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.

Liikevaihto laajalla hajautunut

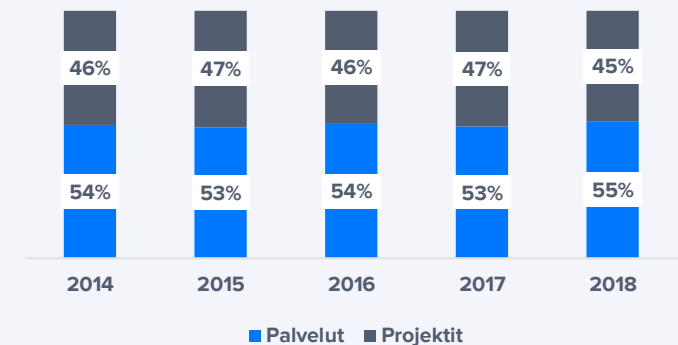
Liikevaihdon jakautuminen on maantieteellisesti Caverionilla laajaa. Yhtiö jaottelee toimintansa 8 eri divisioonaan ja se toimii 10 eri maassa. Yhtiön liikevaihtoa ei hallitse mikään yksittäinen maa, vaan yhtiön liikevaihto jakautuu suhteellisen tasan neljään tärkeään alueeseen: Ruotsi (20 % liikevaihdosta vuonna 2018), Saksa (20 %), Norja (17 %), Suomi (15 %). Lisäksi yhtiön liiketoiminta hajautuu eri aloille, josta Teollisuuden ratkaisut -divisioona toi vuonna 2018 noin 10 % liikevaihdosta.

Siirtymä palveluyhtiöksi

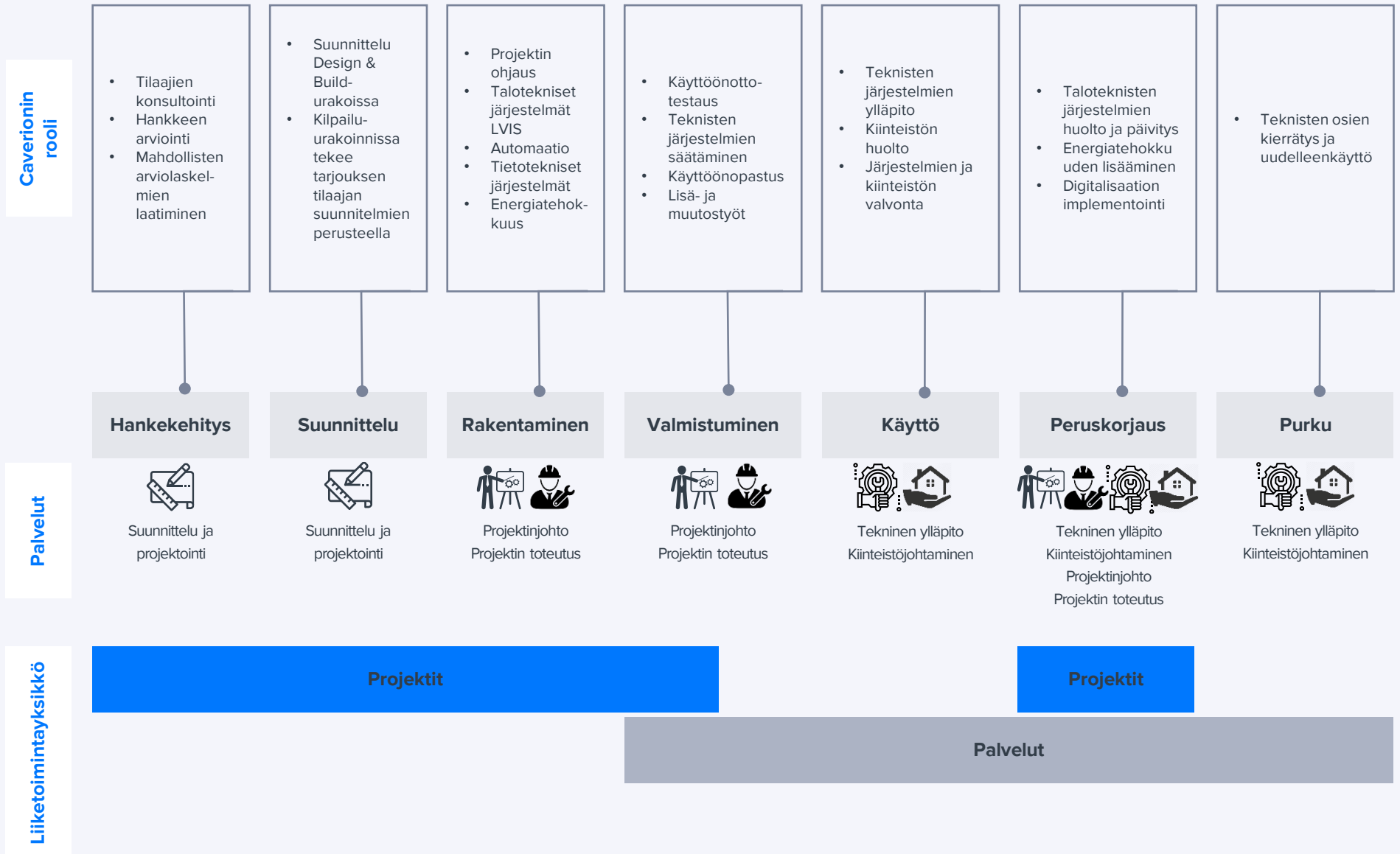
Tavoite 2020→

Palvelut yli 2/3 liikevaihdosta
Projektit noin 1/3 liikevaihdosta

Liikevaihdon jakauma liiketoimintayksiköittäin*



Kiinteistön elinkaari ja Caverionin rooli



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

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 hyvin paljon tekemistä. Näemme Caverionin olevan hyvin asemoitunut teknisen ja teknologisen kehityksen kärjessä. Yhtiössä on tietoisesti panostettu datanhallintaan ja digitalisaation lisääntymiseen kiinteistöissä sekä tehtaissa. Energiatohokkuusvaatimukset ja yritysten sekä kiinteistönomistajien halu parantaa kustannustehokkuutta energiaa säästämällä luovat kysyntää Caverionin palveluille.

Kustannukset pääosin muuttuvia ja skaalautuvuutta vaikeaa 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, eikä sillä ole vielä merkittävää vaikutusta. 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 hyvää kassavirtaa vakaan osingonmaksukyvyn. Projektiluonteisuuden vuoksi Caverionin tulos on heitellyt vuosien aikana voimakkaasti eikä vakaa osinko ole ollut yhtiölle kuitenkaan mahdollista.

Yhtiön pääomia on tarkoitus allokoida tietyn tärkeysjärjestyksen mukaan:

1) Investoinnit orgaaniseen kasvuun, mutta niin, että bruttoinvestoinnit eivät ylittäisi 1 % liikevaihdesta (poislukien yritysostot)

2) velkaantuneisuuden pienentäminen,

3) osinkopolitiikkana tavoitellaan vähintään 50 %:n osingonjakosuhdetta huomioiden kuitenkin kannattavuus ja velkaantuneisuuden taso,

4) yrityskaupat etenkin Palveluliiketoimintayksikössä, mutta vain operatiivisesti hyvin suoriutuvissa divisioonissa

Yhtiön investoinnit olivat vuonna 2018 noin 0,8 % liikevaihdesta (17,5 MEUR), kun ne vuonna 2017 olivat noin 0,9 % liikevaihdesta (20,4 MEUR). Itse liiketoimintaan yhtiön investointitarve on matala ja vuonna 2018 noin 7 MEUR investoinneista oli IT-järjestelmiin liittyvää ja muut investoinnit 10 MEUR, joista osa meni pieniin yritysostoihin. Velkaantuneisuutta yhtiö on pyrkinyt vähentämään ja on siinä myös onnistunut, kun velkaantuneisuusaste on laskenut vuoden 2016 noin 89 %:sta vuonna 2018 noin 2,7 %:iin. Rahoitustarve Caverionille on näkemyksemme mukaan pientä, jos kannattavuuden parantuminen etenee ja kassavirta pysyy vahvalla tasolla. Yhtiö joutui kuitenkin kesällä hakemaan rahoitusmarkkinoilta osakeannilla rahaa varmistaakseen liiketoiminnan pyörittämisen toivotulla tavalla, kun Saksan kilpailuoikeudellinen, noin 41 MEUR:n, sakko langetettiin yhtiön maksettavaksi. Tästä oikaistuna kassavirta olisi ollut kuitenkin vahva ja emme usko, että yhtiö tarvitsee merkittävää rahoitusta toimintaansa lähitulevaisuudessa. Yritysostoissa yhtiöllä on myös mahdollisuus lisätä velan käyttöä rajatussa määrin, kunhan nettovelka/käyttökate -suhde pysyy alle 2,5x tavoitetason (2018: 0,2x).

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Kannattavuus parantunut, mutta kestävyys vielä koetuksella

Caverionin sijoitusprofiilia kuvaa mielestämme parhaiten mahdollisen käänneyhtiön piirteet. Yhtiön aikaisempien vuosien projektiongelmien ja epäterveen kasvun jälkiä ollaan nyt korjattu noin kaksi vuotta 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 ongelmaprojektien loppuunsaattaminen ja viimeisten heikosti suoriutuvien divisioonien tervehdyttäminen. Tämän jälkeen seuraava askel on liikevaihdon saaminen takaisin kasvu-uralle, mikä mahdollistaa sekä kannattavuuden nostamisen edelleen uudelle tasolle että yhtiön pitkän aikavälin positiivisen kehityksen. Liikevaihdon kasvattamiseen ollaan jo päästy muun muassa Suomen, Norjan ja Itävallan divisioonissa, kun kannattavuus on yltänyt yhtiön tavoitteisiin. Sen sijaan Tanskassa ja Itä-Euroopassa uudelleenjärjestelytoimia jatketaan niiden heikon kannattavuuden ja suorituksen vuoksi. Yhtiön käänne kannattavammaksi yhtiöksi kohti yhtiön tavoittelemaa 8 %:n (IFRS 16 -standardin vaikutus + 2 %) käyttökatemarginaalia on vielä pahasti kesken, eikä todisteet tähän mennessä anna vielä suoranaisesti tarpeeksi uskoa siihen pääsemiseksi. Yhtiö on kuitenkin oikealla tiellä ja käänteen ennusmerkit vahvistuvat.

Liiketoiminnan saaminen kasvuun kannattavuuden tervehdyttämisen jälkeen on näkemyksemme mukaan kriittistä, sillä toimialalla on pieniä skaalaetuja esimerkiksi hankintojen suhteen, vaikka muuten maiden väliset synergiat ovatkin vähäiset. Lisäksi kasvu on kriittinen tekijä 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 yhtiöön erittäin 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 noin 10 % yhtiön liikevaihdesta 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 vauhti on hidastunut Suomessa ja Pohjoismaissa selvästi ja talouden investointisykli maailmanlaajuisesti näyttää hidastumisen merkkejä, mielestämme sijoittajien on perusteltua olla hieman huolissaan tilanteen kehityksestä.

Vaikka projektien kysyntä on syklistä, Caverionin painopiste on 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 lähtee lisäksi heikentyvään markkinasuhdanteeseen yhtiönä selvästi paremmassa kunnossa kuin esimerkiksi kaksi vuotta sitten. Tase on vahvistunut merkittävästi (joskin se sisältää hybridilainan) ja operatiivisesti toiminta on saatu hyvälle tasolle jo monissa divisioonissa. Yhtiön läpiviemät tehostustoimet ja kehitysohjelmat paransivat merkittävästi läpinäkyvyyttä liiketoimintoihin sekä projekteihin ja mahdollistaa nopean puuttumisen mahdollisiin ongelmiin. Syklin kääntäminen on merkittävä riski Caverionin tulokasvun kannalta, mutta yhtiön toimenpiteiden vuoksi vaikutukset tulevat olemaan pienemmät.

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 2018-tasolta (oikaistu käyttökatemarginaali 2,4 %) vaativat kuitenkin jo liikevaihdon kasvua, kun kuluja ei voida loputtomasti karsia. Caverion etenee tällä hetkellä oikeaan suuntaan ja olemme luottavaisia positiivisen tuloskehityksen jatkumisen suhteen, ellei markkinatilanne muutu merkittävästi.
- **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 ja automaation määrän kasvu tukee Caverionin kaltaisia yhtiöitä.
- **Matala pääoman tarve:** Caverionin liiketoiminta sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat pieniä. Yhtiön tilauskannan kasvu tarkoittaakin yleensä ennakkomaksuja ja kassan

vahvistumista. Tämä mahdollistaa korkean pääoman tuoton ja vakaan osingon.

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. Nyt markkina on ollut pitkään vahva, mikä on Caverionin muutosta. Tekemistä vielä kuitenkin riittää ja markkinan nopea suhdanteen kääntyminen olisi myrkyä yhtiön operatiivisesti heikoille divisioonille.
 - **Projektiriskit:** Suuriin projekteihin liittyy aina epävarmuutta, mutta viime aikoina Caverion on pystynyt hallitsemaan niitä varsin hyvin. Lisäksi projektien seulontaan ja valintakriteereihin on laitettu entistä enemmän panostuksia. Hyvä markkinatilanne tukee ja mahdollistaa projektien valikoimista, mutta investointien vähentyessä töitä on otettava. Jos yhtiön operatiivinen suoritus ei ole tällöin kunnossa, voi aikaisempien vuosien ongelmat toistua.
 - **Riita-asiat ja pitkittyneet selvitykset:** Caverionin liiketoimintaan on ainakin viime vuosina kuulunut riita-asiat ja erimielisyydet asiakkaiden kanssa. Käsityksemme mukaan suurimmat epäselvyydet ovat nyt takanapäin ja riskit isoista kustannusvaikutuksista ovat viimeisen riskilistalla olevan ison projektin sovituksen myötä päätöksessä. Jatkuvat
- **Liikearvo:** Caverionin taseen suurin riski on mielestämme liikearvo (2018: 334 MEUR), joka on yksi suurimpia yksittäisiä tase-eriä. Suhteessa omaan pääomaan (2018: 254 MEUR) yhtiöllä on liikearvoa 130 %. Pidämme lukemaa korkeahkona varsinkin ottaen huomioon, että yhtiöllä on omassa pääomassa 100 MEUR hybridilainaa. Yhtiö on alentanut hieman ennusteperiodissa käyttämiänsä kasvuennusteita konservatiivisemmiksi, mutta emme pidä alaskirjauksen riskiä poissuljettuna.
 - **Valuutariskit:** Caverionin liiketoiminnasta noin 40 % tulee euromaiden ulkopuolelta, joten se on alttiina valuuttakurssien vaihteluille. Suurimmat altistukset ovat Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunulle. Ruotsi edusti noin 20 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2018, Norja noin 17 % ja Tanska noin 6 % liikevaihdosta. Valuuttakurssien vaikutukset näkyvät muun muassa euroalueen ulkopuolisten maiden raportoinnissa. Esimerkiksi liikevaihto, liiketulos ja tilauskanta voivat kasvaa Ruotsin kruunuissa edellisvuodesta, mutta raportointivaluutan vahvistuminen Ruotsin kruunuun nähden voi johtaa päinvastaiseen raportoituihin numeroihin. Yhtiö suojaa kaikki sitoviin sopimuksiin perustuvat erät, jotka ylittivät 0,2 MEUR valuuttajohdannaisilla. Valuuttakurssierojen nettovaikutus on suojausten takia olematon.

Sijoitusprofiili

1.

Käänneyhtiön potentiaali

2.

Kannattavuuden tervehdyttäminen lähestyy loppusuoraa

3.

Kasvuvaiheen onnistumisen todennäköisyys heikentyvässä markkinassa

4.

Muutos syklisistä projekteista jatkuviin palveluliiketoimintoihin vielä kesken

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 sekä digitalisaation implementointi tukee markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymiä
- Jo pieni kasvu vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallin vuoksi mahdollistaa vahvan kassavirran ja kasvavan osingon

Riskit



- Toimiala syklistä ja palveluliiketoiminnan kasvu osin riippuvaista projektiliiketoiminnan kasvusta
- Projektiliiketoiminnassa riskit ovat jatkuvia liiketoimintoja suurempia ja yhtiön historiaan peilaten luottamus niiden hallintaan on vielä ohuella, tosin vahvistuneella pohjalla
- Suurimmassa osassa yhtiön liiketoimintaa matalat alalletulon esteet ja kestävien kilpailuetujen puute rajaa kasvua sekä kannattavuuden parantamista
- Kestävän käänteen aikaansaaminen heikentyvässä markkinassa

Toimiala ja markkina 1/3

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 yhtiö toimii teollisuudessa laitteiden toimituksessa, teollisuusrakentamisessa ja teollisuuden ylläpidossa. Karkeasti sanottuna yhtiön toiminta on lähimpänä rakennusalan toimijoita ja talotekniikan toimialaa, mutta myös teollisuuden investoinnit sekä näkymät vaikuttavat yhtiön 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 yhtiölle vakautta liiketoimintaan, mutta projekteista saatava sykliisyys nostaa yhtiöiden riskiprofilia.

Rakennusala

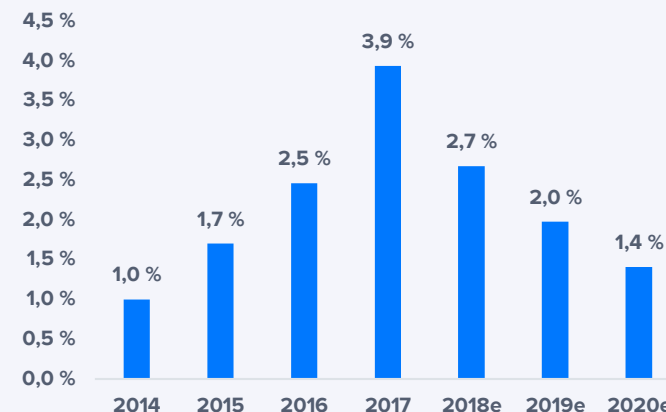
Yhtiön liikevaihdosta noin 90 % tulee arviomme mukaan toimitila-, teollisuus-, infrarakentamisesta ja niihin liittyvistä palveluista. Yhtiön loput noin 10 % muodostaa arviomme mukaan asuntorakentamisesta. Asuntorakentamisen talotekniikkapuolella toimijat ovat yleensä hyvinkin pieniä ja siellä skaalaetujen tai yhtiö

koko ei tuota merkittäviä etuja, joten Caverion ei ole keskittynyt siihen erityisesti. Isommat asuntohankkeet kuitenkin yhtiötä kiinnostavat ja asuntomarkkinoiden kehityksellä on pientä vaikutusta yhtiöön. Suurempi vaikutus on kuitenkin muun rakentamisen kehityksellä.

Rakentaminen hiipuu

Suomessa ja Euroopassa on viime vuosina nautittu hyvästä rakentamisen kasvusta matalien korkojen, hyvän talouskasvun ja osin patoutuneen kysynnän myötä. Kasvun odotetaan jatkuvan, mutta kasvuvauhdin hidastuvan talouskasvun mukana. Vuonna 2018 Euroconstruct ennustaa kasvun kivunneen kesäkuun ennusteen mukaan noin 2,7 %:iin, kun vuonna 2017 päästiin hyvään noin 3,7 %:n kasvuun. Rakentaminen on toiminut Suomessa, Pohjoismaissa ja muuallakin Euroopassa talouden veturina, mutta nyt kuluttajien osuus nousee, kun investoinnitkin ovat epävarmuuden myötä vähentyneet. Kasvua on nähty kaikilla sektoreilla, mutta esimerkiksi Suomessa ja Pohjoismaissa asuntorakentaminen on toiminut keihäänkärkenä. Euroopan tasolla uudisrakentaminen on vetänyt kasvua ja nyt ollaan siirtymässä Euroconstructin mukaan kohti infravetoista kasvua. Caverionin toimintamaissa ainakin Ruotsi ja Norjan tilanne julkisten investointien sekä infran suhteen näyttää hyvinkin valoisalta kuluvalle vuodelle. Suomen infranäkymät ovat puolestaan hieman heikommät. Euroconstruct ennakoii rakentamisen kasvun jatkuvan ainakin vuoteen 2020 loppuun asti, jolloin kasvua kertyisi jo 7 vuotta putkeen.

Euroopan rakentamisen kasvu



Caverion vähemmän riippuvainen suhdanneherkstä asuntorakentamisesta*



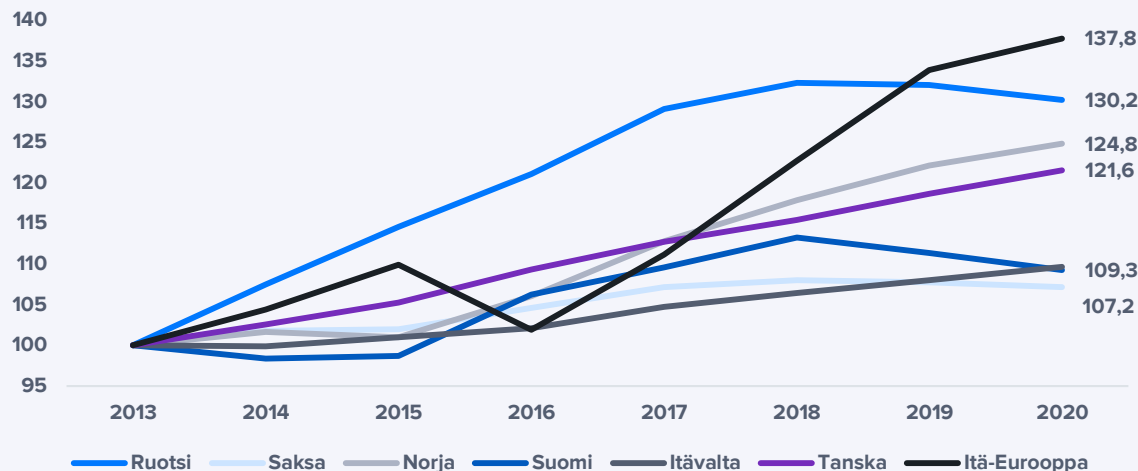
Toimiala ja markkina 2/3

Yhtiön toimintamaissa eriävää rakentamisen kasvua

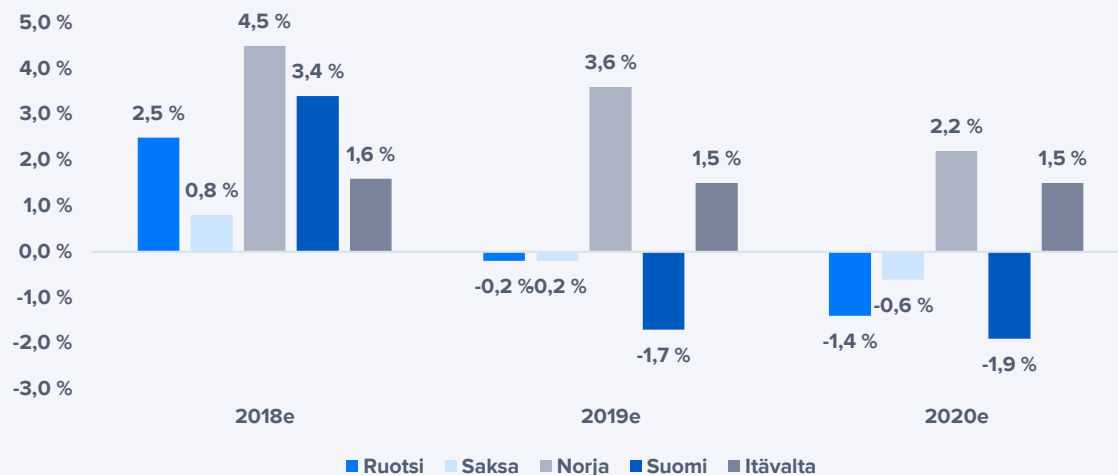
Yhtiön viisi suurinta toimintamaata ovat: Ruotsi, Saksa, Norja, Suomi ja Itävalta. Lisäksi yhtiöllä on toimintaa Tanskassa ja muutamassa Itä-Euroopan. Suurinta kasvua on nähty tähän mennessä Ruotsissa, missä juuri asuntorakentamisen ylikuumentuminen on johtanut rakentamista kovaan nousuun. Aktiviteetin odotetaan siellä hieman hidastuvan seuraavina vuosina niin kuin Suomen ja Saksankin tapauksessa. Itä-Euroopan odotetaan kasvavan merkittävästi vielä seuraavinakin vuosina, mutta Caverionin 3 %:n liikevaihto-osuudella sillä ei ole niin suurta merkitystä. Lisäksi Itävalta näyttää ennusteen mukaan pysyvän vakaassa kasvussa kiinni. Tanskassa ja Norjassa lupaukset isoista julkisista rahoista ovat saaneet kasvun ennusteisiin lisää tuulta alleen.

Infran odotetaankin paikkaavan Euroopan markkinoilla hiipuvaa uudisrakentamista. Toimitilarakentamisen odotetaan pysyvän kasvussa vielä tämän vuoden mutta hiipuvan laskuun ensi vuoden puolella, kun taas teollisuuden rakentamisen nähdään olevan pienessä kasvussa molempina vuosina. Korjauksessa vakaa 1,5-2,0 %:n kasvu näyttää olevan vakio muuallakin Euroopassa. Muiden alojen paikatessa asuntorakentamisen hidastumista, näyttää Caverionin suhteen markkinatilanne vielä suhteellisen hyvältä. Toimitilarakentamisen heikommät aloitukset tulevat vaikuttamaan, mutta kasvua kehitystä tukee infrarakentamisen projektit ja palvelut.

Euroopan rakentamisen kasvu toimintamaittain



Caverionin viiden suurimman toimintamaan rakentamisen kasvuennusteet

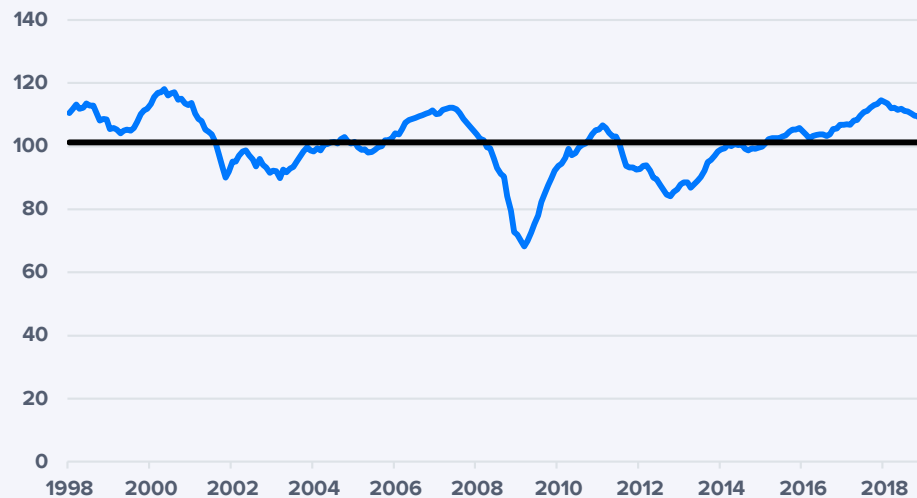


Euroopan luottamusluvut yli historiallisen keskiarvon, mutta suunta on alaspäin

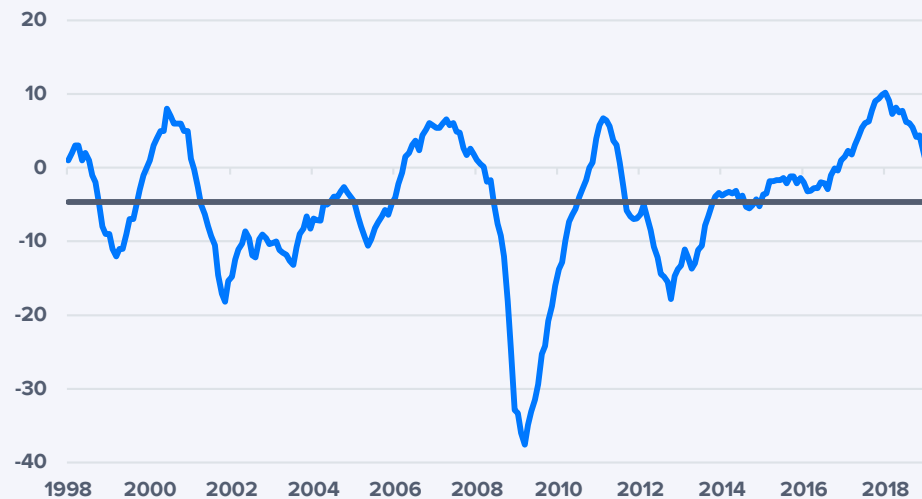
Kuluttajaluottamus



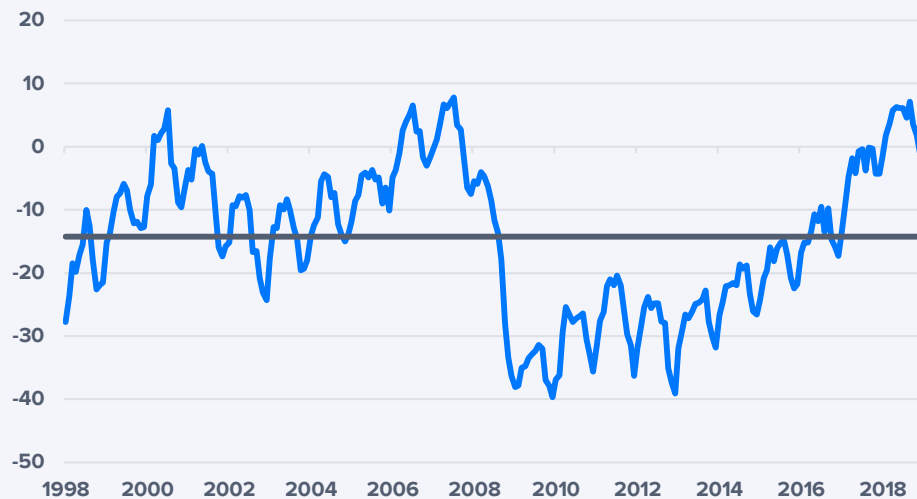
Elinkeinoelämän luottamus



Teollisuuden luottamus



Rakennusalan luottamus



Toimiala ja markkina 3/3

Palveluliiketoiminta

Toinen yhtiön liiketoimintayksikkö keskittyy kiinteistöjen huoltoon ja ylläpitoon. Tämä toimiala tai markkina liittyy Caverionin tapauksessa rakentamiseen siinä mielessä, että iso osa yhtiön saamista palvelusopimuksista syntyy rakentamisprojektien kautta. Yhtiö rakentaa toimistorakennukseen esimerkiksi talotekniikkaan ja automaation liittyvät järjestelmät osana Projektit-liiketoimintaa ja tekee Palvelut-liiketoimintayksikköön sopimuksen kiinteistön huollosta ja ylläpidosta. Hyvin moni myös yhtiön kilpailijoista tarjoaa samankaltaisia palveluja ja yleensä nämä sopimukset tehdään ennen itse rakennusprojektin alkamista, joten väliin on vaikea iskeä. Palvelusopimusten päättyessä huollon kilpailutuksessa voidaan hakea uusia sopimuksia myös kilpailijoilta, mutta elinkaarisopimusten yleistyessä (10-30 vuoden sopimusajat), on huollon ja ylläpidon markkinaosuuksien valtaaminen muilta organisaatioilta muodostumassa hankalaksi.

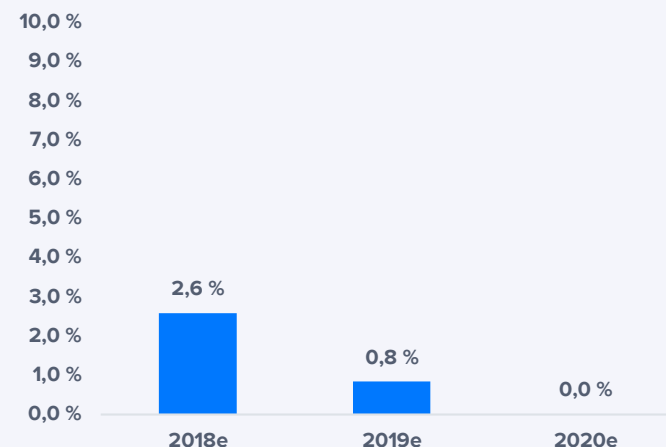
Projekteissa kasvu hidastuu, palvelut vakaammat

Yhtiön projektiliiketoiminnan markkinakasvu seuraa arviomme mukaan suurin piirtein rakentamisen kasvua, tosin hieman jälkijunassa asennustoiminnan tapahtuessa projektien loppupäässä. Näin ollen arvioimme markkinan projekteissa kasvavan rakentamisen kasvun ennusteiden mukaisesti maittain painotettuna Caverionilla keskimäärin alle talouskasvun. Viime vuonna kasvua olisi arviomme mukaan ollut noin 2,6 %, joka hidastuisi tänä vuonna noin 0,8 %:iin

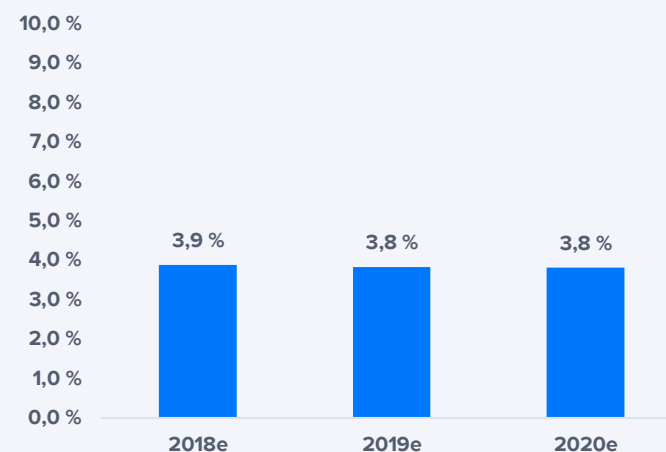
ja edelleen 0 %:iin vuonna 2020. Näemme Caverionin projektiliiketoiminnan kasvun olevan tätä heikompaa seuraavana kahtena vuonna yhtiön valikoivuuden vähentäessä projektien määrää ja palveluiden liikevaihto-osuuden kasvatuksen ollessa fokuksessa.

Caverionin palveluiden markkinan kasvu kiinteistöhuollon ja -ylläpidon puolella kasvaa yhtiön mukaan vuosittain keskimäärin yhtiön toimintamaissa 2-5 %:n vauhtia. Teollisuuden huollossa ja ylläpidossa markkina kasvaa yhtiön mukaan nyt kuitenkin hieman nopeammin ulkoistustrendin myötä ja arvioimme sen markkinakasvun olevan noin 3-7 % vuosittain. Lünendonk-tutkimusyhtiön mukaan kiinteistöpalveluiden kasvu on Euroopassa ensi vuonna viime vuoden tasolla noin 3,7 %:ssa ja vuosien 2020-2025 aikana markkina kasvaisi noin 3,8 % vuosittain. Tämän perusteella arvioimme Caverionin kiinteistöjen ja teollisuuden palveluiden painotetun markkinakasvun olleen viime vuonna noin 4 %:n tasolla, josta se laskee hieman noin 3,8 %:iin vuoteen 2020 mennessä.

Caverionin Projektit-liiketoiminnan markkinakasvu*



Caverionin Palvelut-liiketoiminnan markkinakasvu*



*Inderes arvio

Lähde: Inderes, Caverion

Markkinat Caverionin näkökulmasta

Palvelut

Projektit

Markkinakoko ja kasvu

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

Hidastuva kasvu (0-1 %), Caverionilla valikoivampi lähestymistapa projekteihin

Trendit

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

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

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 skaalautuvan 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

- Vanhat järjestelmät ja toimintatavat sekä niiden muuttamisen hitaus
- 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 myös. Suomessa ja Pohjoismaissa isoja kilpailijoita mm. Are, Bravida, Consti, Oras, Assemblin ja Kemp & Lauritzen. Keski-Euroopassa mm. Apleona, Ortner, Wisag ja SPIE.

Kilpailu 1/1

Kilpailu Caverionin päämarkkinoilla on kovaa, joka näkyy myös yhtiöiden kannattavuudessa. Toimijoita on paljon ja he ovat yleensä myös mukana usean eri toimialan (teollisuus, rakentaminen) toiminnassa. Lisäksi Caverionin kilpailijat ovat hajautuneet moneen eri toimintamaahan, joten suorien markkinaosuuksien vertailu on hieman haastavaa.

Caverionin liikevaihdosta noin 70 % tulee Pohjoismaista ja yhtiön pääkilpailijoita Pohjoismaissa ovat esimerkiksi Bravida, Are, Kemp & Lauritzen ja Coor. Noin 30 % liikevaihdosta tulee Keski- ja Itä-Euroopasta, missä yhtiön isoimpia kilpailijoita ovat mm. Ortnor, Spleona, Strabag PFS, Wisag, SPIE ja ISS.

Markkinaosuus laskenut

Yhtiö on johtavia toimijoita markkina-alueillaan Pohjoismaissa ja Keski-Euroopassa. Yhtiön markkinaosuus Caverionin noin 80 miljardin euron markkinoilla on nykyisellä liikevaihdolla hieman alle 3 %. Markkinaosuus on arvioimme mukaan viime vuosina laskenut, kun yhtiön liikevaihto on laskenut ja markkinoiden kasvu on rakentamisen ja palveluiden osalta ollut voimakasta.

Maittain katsottuna yhtiö on Suomessa alallaan markkinajohtaja perässään Are, Consti ja Bravida. Muissa Pohjoismaissa yhtiö on viiden suurimman toimijan joukossa muun muassa Bravidan, Coor:n ja Assemblin:n seassa. Keski-Euroopassa Caverion on Saksassa

markkinaosuudellaan yhtiön mukaan viidennellä sijalla selvästi isompien SPIE:n, Apleona:n ja Strabag:n perässä, kun taas Itävallassa yhtiö sijoittuu toiselle sijalle. Vahva asema toimintamaissa luo pohjaa tulevaisuuden kasvulle ja näemme, että markkinaosuuksissa on muutaman vuoden laskun jälkeen myös nousuvaraa.

Yhtiö pääkilpailijat löytyvät Pohjoismaista ja selvin tai suori verrokki on ruotsalainen Bravida sekä suomalainen Are. Myös korjausrakentaja Constilla on taloteknisiä palveluja, mutta kokonaisuutena ei ole suurin verrokki tai kilpailija yhtiölle.

Kilpailijoihin nähden suoritus on ollut heikko

Caverionin suoritus viimeisen viiden vuoden aikana on kilpailijoihin verrattuna huono. Yhtiön liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin noin 3 % negatiivinen, kun se yhtiön keskeisimmillä kilpailijoilla Pohjoismaissa on ollut lähempänä 10 % ja Keski-Euroopassa 4 %:n tasolla. Keski-Euroopan isoimmissa yhtiöissä on tosin selvästi enemmän myös muuta toimintaa, eikä suora vertailu sen puolesta anna välttämättä oikeaa kuvaa. On myös muistettava se, että fokus Caverionilla ei ole ollut kuitenkaan kasvussa viimeisien vuosien aikana.

Käyttökatteella mitattuna kannattavuus on myös jäänyt kuitenkin yhtiön projektiongelmien vuoksi kilpailijoista. Viiden vuoden keskimääräinen EBITDA-% on yhtiöllä jäänyt alhaiselle 1,8 %:n tasolle, kun Pohjoismaissa se on keskimäärin

ollut 4,5 %:n tasoa. Bravidan EBITDA-% on viiden vuoden aikana ollut hyvällä noin 6 %:n tasolla, joka osaltaan tukee Caverionin tavoitteita ja mahdollisuuksia päästä omaan 8 %:n (oik.) tavoitteeseen (aikaisemmin: 6 %, nyt: 8 % (oik.) IFRS 16 -standardin takia).

Keskimääräinen pääoman tuotto jää Caverionilla tappiovuosien vuoksi alhaiseksi

Alalla yleisesti hyvät pääoman tuottoluvut ovat Caverionilla olleet historiallisesti vuodesta 2013 laskelmiemme mukaan keskimäärin noin 2 %. Yhtiön pohjoismaisilla verrokeilla taso on ollut myös vaihteleva ja viiden vuoden aikana se on keskimäärin ollut heikolla noin 6 %:n tasolla. Yhtiön suurin verrokki Bravida on saavuttanut noin 12 %:n ROE-%:n viimeisen viiden vuoden aikana, joka kertoo myös selkeästä parannusmahdollisuudesta alan toimijoille.

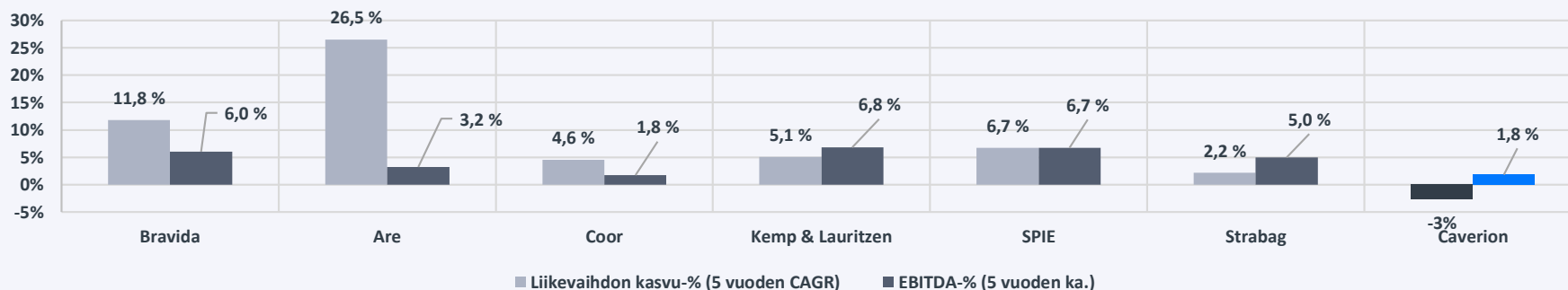
Itsenäisen pörssitaipaleen alkupuolella Caverion ylsi vuonna 2015 jopa noin 19 %:n oman pääoman tuottoon, mutta vuosien 2016 (noin -20 % ROE-%) ja vuoden 2017 (noin -14 % ROE-%) näyttävät liiketoiminnan riskisyyden ja syklisen luonteen sekä yhtiökohtaisten ongelmien syvyyden. Mahdollisuudet yhtiöllä on näkemyksemme mukaan paljon parempaan varsinkin Palveluiden osuutta kasvattamalla. Yhtiöllä ei ole selkeää tavoitetta asetettu pääoman tuotolle, mutta emme pitäisi yli 20 %:n ylittäviä lukuja mahdottomina.

Kilpailukenttä

Yhtiön keskeisiä kilpailijoita Pohjoismaissa ja Keski-Euroopassa					
	Lyhyt kuvaus	Markkina-arvo	Liikevaihto	EBITDA-%	Henkilöstö
Pohjoismaat					
Bravida	Yhtiön pääkilpailija ja paras vertailukohde	1299 MEUR	1649 MEUR	6,3 %	10 643
Are	Suomessa pääosin toimiva talotekniikan toimittaja	ei listattu	398 MEUR	5,0 %	2 853
Coor	Pohjoismainen kiinteistö- ja käyttäjäpalveluiden tuottaja	649 MEUR	737 MEUR	8,9 %	8 766
Kemp & Lauritzen	Tanskalainen teknisen asennuksen ja ylläpidon yhtiö	ei listattu	3165 MEUR	2,7 %	1 904
Keski-Eurooppa					
SPIE	Monialainen kiinteistöjen palveluyhtiö Ranskasta	1994 MEUR	6100 MEUR	6,5 %	46 852
Strabag	Kiinteistö- ja toimitilapalveluiden tuottaja	3350 MEUR	14600 MEUR	4,8 %	74 775
<i>Caverion</i>	<i>Euroopan johtavia teknisten ratkaisujen ja palveluiden tuottajia</i>	<i>708 MEUR</i>	<i>2204 MEUR</i>	<i>-0,4 %</i>	<i>14 950</i>

Lähde: Thomson Reuters, Inderes, Viimeisimmät tiedot haettu ja valuuttakurssit muutettu 11.2.2019

Liikevaihdon ja EBITDA-%:n kehitys

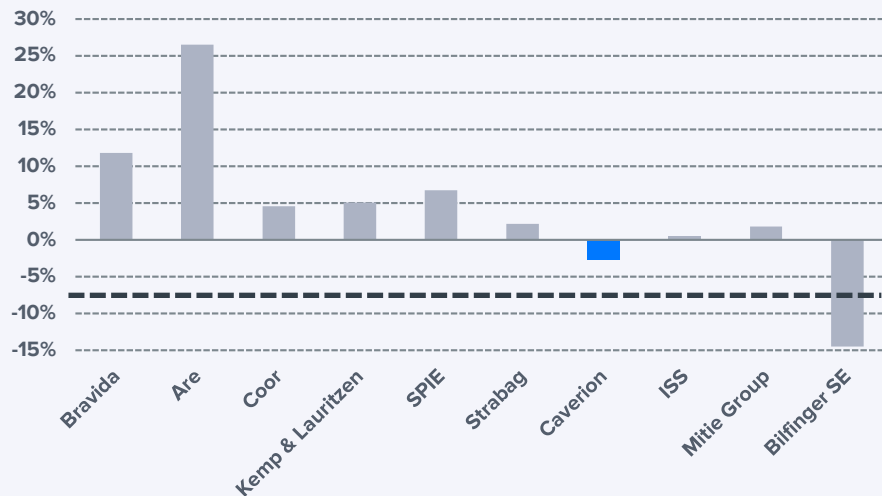


Markkinaosuudet

	Suomi	Ruotsi	Tanska	Norja	Saksa	Itävalta
1	Caverion	Bravida	Kemp & Lauritzen	GK	SPIE	Ortner
2	Are	Assemblin	Bravida	Bravida	Apleona	Caverion
3	Consti	Caverion	Kirkebjerg	Caverion	Wisag	Engie
4	Bravida	Coor	Lindpro	Coor	Strabag PFS	EQOS Energie
5	Quatro Mikenti	Vinci EN	Caverion	OneCo	Caverion	G. Klampfer

Caverionin kehitys toimialan verrokkeihin

Liikevaihdon kasvu (CAGR-%) 2013-2017

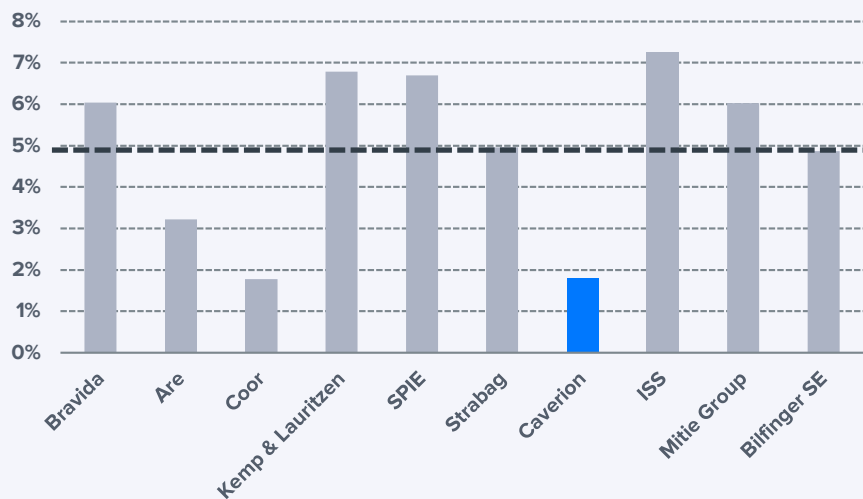


Pääkilpailijat ovat kasvaneet vuosittain keskimäärin hitaasti (4 %) ja suurin osa kasvusta on tullut yritysostoista sekä alan konsolidaatioista.

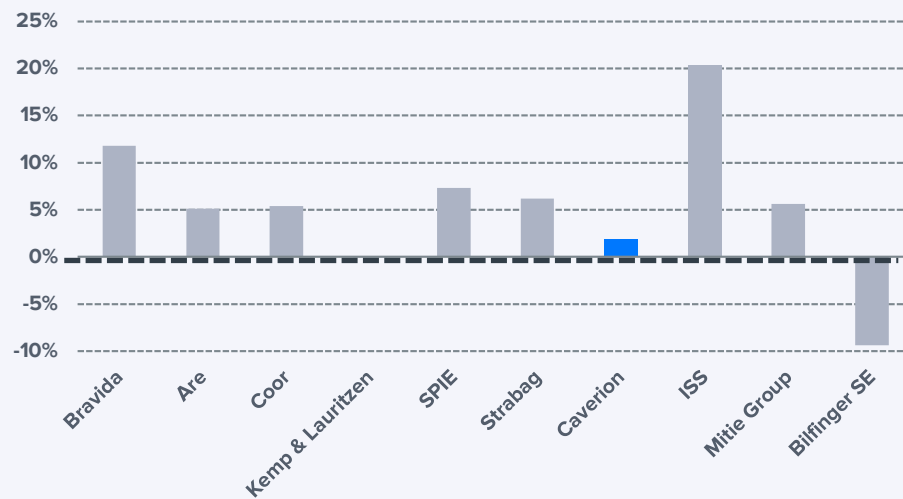
Toimialan kannattavuus on yleensä heikkoa. Vertailuryhmän EBITDA-% on ollut keskimäärin 4,9 % viimeisen 5 vuoden aikana Caverionin jäädessä alle 2 %:iin.

Toimialalla olisi mahdollista saavuttaa korkea pääoman tuotto, koska liiketoiminta ei sido merkittäviä pääomia, mutta se on jäänyt vertailuryhmällä heikoksi (5,1 %) viimeisen 5 vuoden aikana.

EBITDA-% (5 vuoden ka.)



Pääoman tuotto (5 vuoden ka.)



Strategia 1/3

Kunnossa kasvuun -strategia

Caverion julkisti uusimman strategiansa vuosille 2018-2020 marraskuussa vuoden 2017 lopussa. Strategia pohjautuu toimialan digitalisoitumiseen ja yhtiön visiona on olla sidosryhmien ”**ykkösvalinta digitalisoituvassa ympäristössä**”. Digitalisoituva ympäristö, kiinteistöjen sekä teollisuuden laitteiden tekniikan kehittyminen ja esineiden internetin kasvava mielenkiinto on kasvava trendi, johon strateginen panostaminen on mielestämme järkevää.

Uusi strategia jakautuu kahteen vaiheeseen: **Kuntoon** ja **Kasvuun**. Kuntoon vaiheessa on tarkoitus tervehdyttää yhtiön kannattavuus ennen kuin voidaan lähteä investoimaan Kasvuun-vaiheeseen.

Kannattavuuden parantamiseksi ja strategian toteuttamiseksi yhtiöllä on neljä selkeää painopistettä, joita pitkin yhtiö etenee:

1) Huippusuoritus kaikilla tasoilla

2) Erinomainen asiakaskokemus

3) Voittajajoukkue

4) Parhaat ratkaisut

Kuntoon-vaiheen ensimmäisenä tavoitteena on parantaa kannattavuutta selvästi vuosien 2018-2019 aikana, joka tarkoittaa käytännössä **huippusuoritusta kaikilla yrityksen tasoilla**. Tarkoituksena on näiden vuosien aikana kannattavuuden noston ohella tehostaa konsernin kassavirtaa, kunnostaa

projektiportfolioa ja jatkaa valikoivaa lähestymistapaa projekteissa. Nämä on tarkoitus saavuttaa panostamalla Palvelut- ja Projektit-liiketoimintayksiköiden suorituksen johtamisen parantamiseen sekä tehostamalla hankintoja, logistiikkaa ja kiinteitä kuluja. Vuoden 2018 loppuun mennessä konsernin operatiivinen kassavirta on parantunut selkeästi ja myös ongelmaprojektien määrä tilauskannassa on vähentynyt. Valikoivammasta lähestymistavasta Projektit-liiketoimintaan kertoo mielestämme viimeisen kolmen vuoden aikana yksikön liikevaihdon lasku noin 14 %:lla. Valikoivan lähestymistavan onnistuminen selviää kuitenkin vasta selkeämmin kuluvan vuoden aikana, kun vuonna 2018 aloitetut projektit alkavat valmistua ja loppuselvitykset on tehty. Isoin osa ongelmista selviää vasta projektin edetessä ja alkuun projektit yleensä sujuvat paremmin kuin loppuvaiheessa. Esimerkiksi toimistojen runkorakennusvaihe on yleensä selkeästi suoraviivaisempaa, kuin loppuvaiheessa tehtävät talotekniset kytkennät tai konehuoneiden asennukset. Projektien loppuvaiheessa näemme onko valikoiva lähestymistapa tuonut toivottua tulosta ja projektien kannattavuus todella parantunut.

Voittajajoukkue-painopisteen on tarkoitus johdattaa yhtiötä sitoutuneemman ja kyvykkäämmän henkilöstön kautta **erinomaiseen asiakaskokemukseen** tehokkaamman resurssien suunnittelun kautta. Erinomaisen asiakaskokemuksen tavoittelu on sinänsä itsestään selvää, ja tavoitteena yhtiöllä

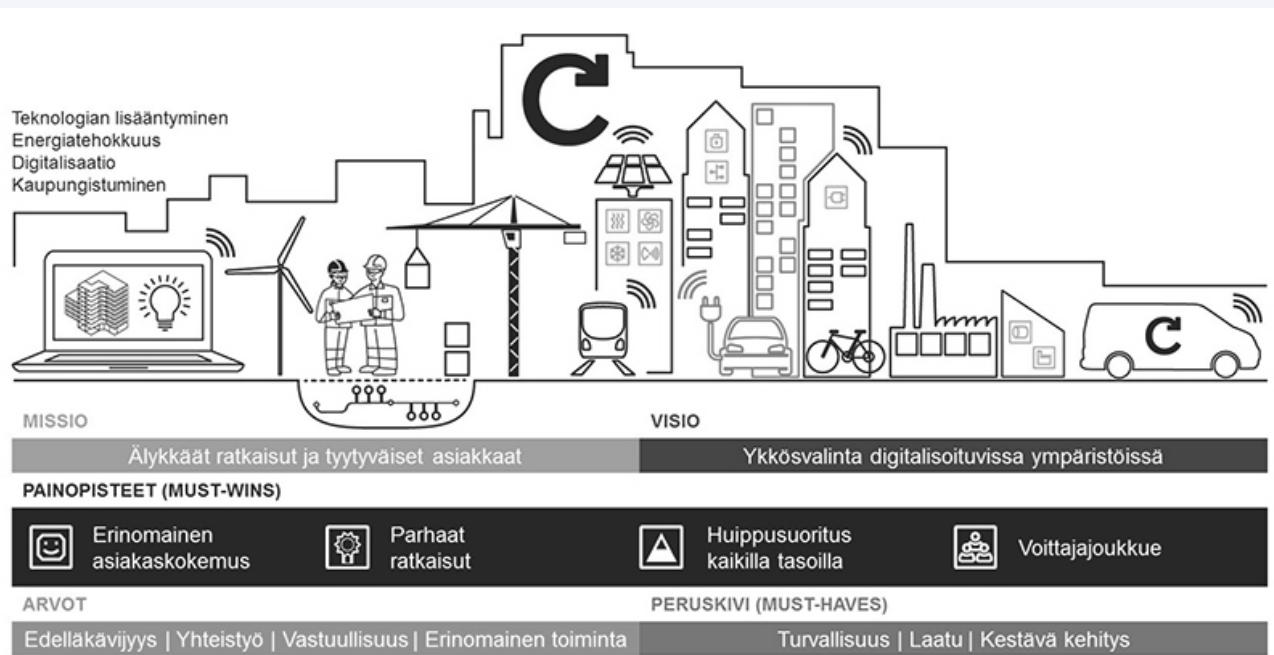
siinä on luoda palvelua, joka kohtaa asiakkaiden kysynnän sekä heidän kohtaaman kokemuksen.

Parhaat ratkaisut -painopisteeseen yhtiön paneutuu Kuntoon-vaiheen lopussa, kun on aika lähteä hakemaan kasvua. Siinä yhtiöllä on tarkoitus lähteä kehittämään kasvun kulmakiviä uusista digitaalisista palveluista ja nykyisistä osaamisalueistaan.

Kasvu-vaiheessa haetaan tervettä kasvua

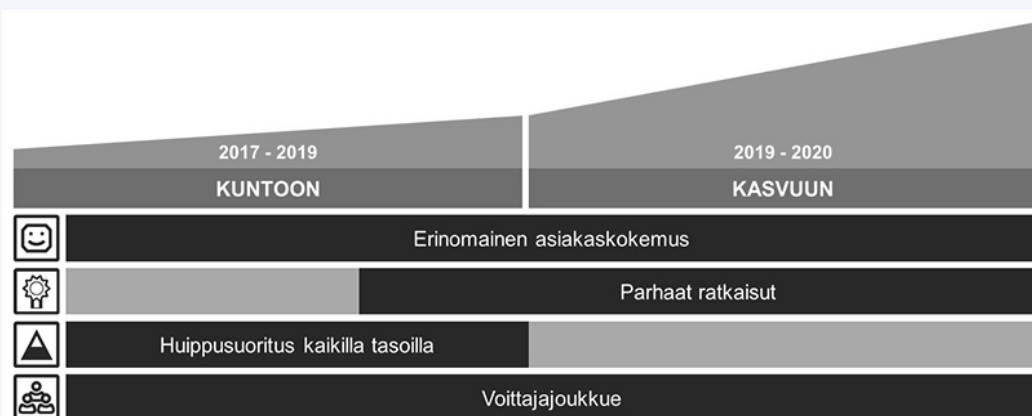
Kuntoon-vaiheen jälkeen yhtiön on tarkoitus lähteä hakemaan liiketoimintojen kasvua vuosien 2019-2020 aikana. Kasvun kulmakivenä toimii etenkin Palvelut-liiketoiminta, jonka osuus yhtiön liikevaihdosta on tarkoitus nostaa pidemmällä aikavälillä yli vuoden 2020 ulottuvalla jaksolla tuottamaan yli kaksi kolmasosaa yhtiön liikevaihdosta (2018: 55 % 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. Ilman projekteja niihin liittyvien palvelujen orgaaninen kasvattaminen on näkemyksemme mukaan haastavaa.

Strategian pohjana digitalisoituva ympäristö



Inderesin kommentti:

Caverionin vuosien 2018-2020 strategia keskittyy digitalisoituvaan 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.



Inderesin kommentti:

Caverionin vuonna 2016 aloitettujen tehostustoimenpiteiden tulisi olla kuluvan vuoden aikana strategian mukaisesti valmiina ja kannattavuuden hyvällä tasolla, jotta Kasvuun-vaihe voisi alkaa. Kuntoon-vaihe ja sen edellisillä sivuilla esitetyt painopisteet ovat olleet tähän asti askelia oikeaan suuntaan (oik. EBITDA-%: 2018 2,4 % vs 2017 1,1 %).

Vaikein vaihe on näkemyksemme mukaan kuitenkin vasta tulossa. Myös vanhan ja epäonnistuneen strategian alkuvaihe sujui suunnitelmallisesti, mutta kasvun saavuttaminen näyttäytyi vaikeammaksi haasteeksi.

Strategia 2/3

Taloudelliset tavoitteissa kassavirta ja kannattavuus etusijalla

Caverion vuosien 2018-2020 strategian taloudelliset tavoitteet ovat keskittyneet etenkin yhtiön kannattavuuden ja kassavirran parantamiseen. Kasvulle ei ole asetettu vielä selkeitä tavoitteita ja tarkemmat tavoitteet on tarkoitus julkaista vuoden 2019 loppuun mennessä ennen Kasvuun-vaiheen aloittamista. Palveluiden kasvun tavoitellaan kuitenkin olevan suurempaa kuin markkinakasvu ja pidemmällä aikavälillä yli kaksi kolmasosaa yhtiön liikevaihdosta.

Yhtiön taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle ovat (suluissa nyt 2019 vuoden alussa tulleet muutokset IFRS 16 -standardin vuoksi):

- **Kassakonversio:** Operatiivinen kassavirta ennen rahoituseriä ja veroja / Käyttökate > 100 % (ei muutosta)
- **Kannattavuus:** Oikaistu käyttökate (EBITDA) yli 8 % liikevaihdosta (aik. yli 6 %:n käyttökate-%)
- **Velkaantuneisuus:** Nettovelka/Käyttökate < 2,5x (laskennassa ei huomioida muutosta)
- **Kasvu:** (ei muutosta)
 - Palveluiden kasvu > markkinakasvu
 - Pitkän aikavälin tavoite yli vuoden 2020: Palvelut tuottavat yli 2/3 yhtiön liikevaihdosta

- **Osinkopolitiikka:** Vähintään 50 % tuloksesta kannattavuus ja velkaantuneisuus huomioiden (ei muutosta)

Strategia edennyt suunnitelmien mukaisesti, mutta odotuksia hitaammin

Yhtiö on strategian ensimmäisen vuoden aikana edennyt hyvin kohti tavoitteitansa. Yhtiön **kassakonversio** oli negatiivisen käyttökateen takia määrittelemätön. Samoin aikaisempina vuosina joko käyttökate tai kassavirta on ollut negatiivinen, minkä takia lukua ei pysty määrittelemään. Emme pitäisi pitkällä aikavälillä yli 100 %:n kassakonversioastetta ylivoimaisena tavoitteena ja näemme yhtiöllä olevan siihen hyvät mahdollisuudet.

Yhtiön **kannattavuus** on myös menossa oikeaan suuntaan ja vuoden 2018 oikaistu käyttökatemarginaali nousi 2,4 %:iin. Ilman oikaisueriä kannattavuus on vielä selvästi alle tavoitetasen, mutta siihen vaikutti mm. Saksan kilpailuoikeudellinen sakko, uudelleenjärjestelykulut ja ongelmaprojektien loppuselvitykset. Oikaisuerien vaikutuksen pitäisi vähentyä selvästi vuonna 2019 ja yhtiön arvion mukaan tilauskannasta ”huonoja projekteja” on enää hieman yli 10 %. Yhtiö ei ole itsenäisenä yhtiönä yltänyt yli 6 %:n käyttökatemarginaaliin (nykyinen +8 %). Näemme tien kestävästi sen tason yläpuolelle olevan vielä kivinen, mutta yhtiöllä nykyisen strategian ja johdon myötä mahdollisuudet siihen ovat olemassa.

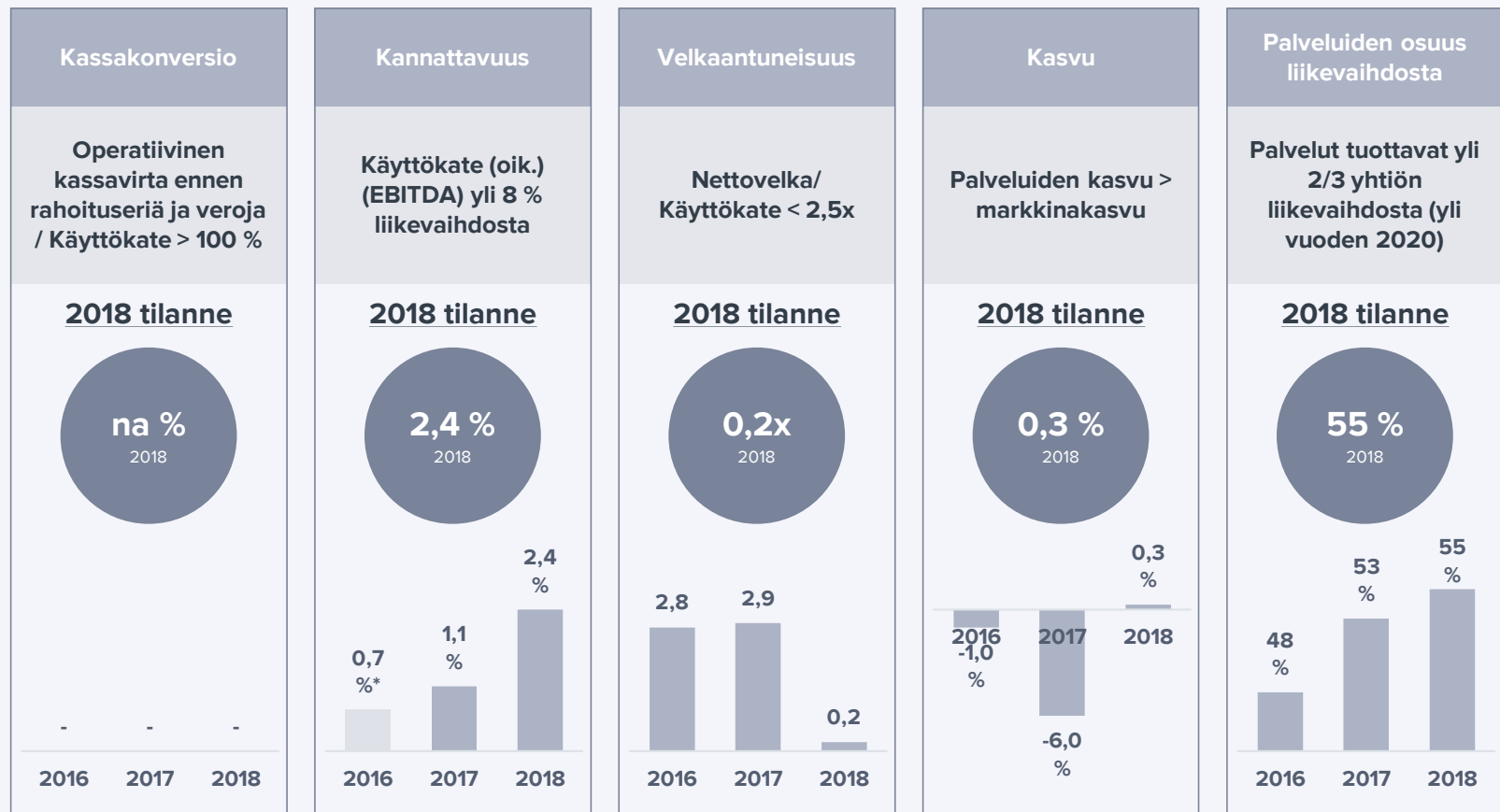
Velkaantuneisuus on laskenut, kun yhtiö on

pystynyt vahvemman kassavirtansa avulla maksamaan velkojaan. Nettovelka/Käyttökate-tunnusluku oli yhtiön tavoitteiden mukaisesti alle 2,5x (2018: 0,2x) ja laski selkeästi vuodesta 2017 (2017: 2,9x). Yhtiön kovenanttiehtojen mukaan tunnusluvun ei tulisi ylittää 3,5x tasoa. Raportoidun käyttökateen avulla laskien tunnusluku olisi negatiivinen, mutta yhtiö on sopinut lainottajien kanssa laskentaperiaatteista, jossa Saksan kartellisakkoa ei oteta sen kertaluonteisuuden vuoksi huomioon. Lisäksi IFRS 16 -muutokset eivät vaikuta tunnuslukuun. Taso on näkemysemme mukaan helppo ylläpitää alle tavoitteen, jos edellä mainittu kannattavuus paranee tavoitteiden mukaisesti.

Kasvu yhtiöllä on tavoitteiden mukaisesti ollut kaksijakoista, kun Palvelut-liiketoimintayksikkö kasvoi 0,3 % ja Projektit-liiketoimintayksikön liikevaihto laski 7,1 % viime vuonna. Palveluiden liikevaihdon kehitystä laskee myytyjen liiketoimintojen vaikutus, eikä se näin ollen päässyt markkinoita kovempaan kasvuun. Palveluiden liikevaihto-osuus nousi kuitenkin noin 55 %:iin ja lähestyy kohti yhtiön pitkän aikavälin tavoitteita. Tänä vuonna julkaistavat kasvutavoitteet ja niiden toimenpiteet ovat kriittiset yhtiön sijoitustarinan jatkolle, ja tulemme kiinnittämään niihin erityistä huomiota.

Ensimmäinen strategjavuosi on mennyt suunnitelmien mukaisesti, mutta näkemysemme mukaan vaikein vaihe on vasta tulossa. Myös vanhan epäonnistuneen strategian alkuvaihe sujui suunnitelmallisesti, mutta kasvun saavuttaminen näyttäytyi vaikeammaksi haasteeksi.

Taloudelliset tavoitteet vuoden 2020 loppuun asti



*Inderes arvio: luvut ei vertailukelpoisia vuonna 2016

Lähde: Inderes, Caverion

Strategia 3/3

Vanhassa strategiassa oli tuttuja elementtejä

Caverionin ensimmäinen strategia omana yhtiönä käynnistyi vuonna 2014 ja sen oli tarkoitus jatkua vuoteen 2016. Strategiassa painotettiin kannattavuuden parantamista toimintaa tehostamalla aina tavoiteltuun yli 6 %:n käyttökatemarginaaliin saakka. Projekteissa oli tarkoitus saattaa loppuun viimeisetkin heikosti kannattavat projektit ja välttää ne myös jatkossa, valitsemalla projektit entistä tarkemmin niiden kannattavuuden ja riskien sekä vaadittavan osaamisen sekä resurssien suhteen. Palvelu- ja huoltoliiketoiminnassa oli tarkoitus tehostaa toimintaa muun muassa IT-järjestelmiä ja toiminnanohjausjärjestelmää kehittämällä. Kannattavuuden parantamisen jälkeen vuonna 2015 oli tarkoitus siirtyä kannattavan kasvun vaiheeseen tavoitteenaan keskimäärin yli 10 %:n liikevaihdon kasvu. Orgaanista kasvua oli tarkoitus saavuttaa etenkin huoltoliiketoiminnassa pitkäaikaisten palvelusopimusten kautta. Projekteissa oli tarkoitus keskittyä enemmän Design & Build -projekteihin. Orgaanisen kasvun lisäksi tavoitteeseen päästäkseen tarvittiin myös yritysostoja, joita oli tarkoitus suorittaa harkitusti ja valikoidusti hajanaisilla markkinoilla. Kannattavuuden ja kasvun lisäksi taloudellisesti tavoiteltiin myös negatiivista käyttöpääomaa ja, että osinkona jaettaisiin vähintään 50 % tuloksesta.

Caverionin vanha strategia on hyvin samankaltainen ja samanlaisilla tavoitteilla kuin uusi strategia. Strategian toteutus epäonnistui näkemyksemme mukaan pahoin, kun vuonna

2016 huomattiin merkittäviä kannattavuusongelmia projekteissa. Arviomme mukaan strategia meni pieleen projektien valintakriteerien, projektien johtamisen, kustannuslaskennan ja organisaation heikon läpinäkyvyyden ansiosta. Mielestämme vuoden 2015 pienen kannattavuusparannuksen aiheuttaman hyvän olon tunteen jälkeen kasvua lähdettiin hakemaan liian aggressiivisesti eikä aiemmista virheistä opittu. Vuonna 2014 strategian toimenpiteiden tuloksena saatiin yhtiön vuosikertomuksen mukaan, että suurin osa heikosti kannattavista projekteista on saatettu loppuun ja näin ollen kasvu voi alkaa. Tilanne kuulostaa hyvin samankaltaiselta kuin nyt vuonna 2018. Ongelmat kuitenkin palasivat heti vuoden 2015 jälkeen, kun projektien edetessä huomattiin niiden olevan alkuperäistä suunnitelmaa haastavampia ja kalliimpia toteuttaa.

Kasvun onnistumisen haasteet

Yhtiön johto on nyt uudistunut, toimintatapoja on parannettu ja tehostettu, uusia ja parempia järjestelmiä on integroitu, projektiorganisaatiota on uudistettu, henkilöstöä koulutettu sekä palveluiden osuutta kasvatettu. Uuden ja vanhan strategian yhtäläisyydet sekä samankaltaiset toimenpiteet herättävät kuitenkin kysymyksen, miten yhtiö kykenee erottumaan ja välttämään vanhat virheensä. Huojennusta aiheuttaa kuitenkin yhtiön johdon merkittävä kokemus ja track-record muun muassa Koneen murroksessa kohti palveluliiketoimintaa. Olemme toiveikkaita yhtiön uuden johdon kykyyn parantaa yhtiön kannattavuutta ja saada yhtiö kasvuun, mutta

tavoitteisiin pääsyyn luottaminen vaatii selkeitä lisänäyttöjä

Tilanteessa on myös hyvä ottaa huomioon, että markkinatilanne on heikentynyt, eikä näkymät anna yhtä suurta tukea strategian toteutukselle kuin vuosina 2014-2016. Pidämme strategian onnistumista kannattavuuden ja käyttöpääoman näkökulmasta realistisena. Kasvustrategian ja sen toimenpiteiden tullessa julki olisimme kuitenkin hyvin skeptisiä ja kyseenalaistaisimme tavat hakea kasvua, ja toimet miten yhtiö välttää menneet virheet. Toimenpiteiden on oltava selkeitä, eikä palvelujen osuuden nostaminen ja projektien tarkempi valinta välttämättä riitä enää kannattavaan kasvuun. Markkinatilanteen heikentyessä, investointien vähentyessä ja kiinteistöjen rakentamisen hiipuesssa, projektien valinta myös vaikeutuu eikä kysyntää riitä kaikille. Tämä voi johtaa uudestaan heikompien projektien tarjoamiseen. Tosiasia on kuitenkin se, että vaikka yhtiö miten sanoo valikoivansa projektit tarkemmin, joutuu yhtiö myös miettimään henkilöstönsä ja kapasiteettinsa käyttöasteita. Yhtiön on työllistettävä väkensä ja myös saatava tätä kautta kapasiteetin käyttöasteensa tavoitteidensa mukaisesti paremmalle tasolle. Näkemyksemme mukaan kapasiteetin käyttöasteen lisäys, yhdistettynä valikoivaan projektien valintaan ja heikkoon markkinaan voi aiheuttaa ristiriitoja toiminnassa. Resurssien vähentäminen ei myöskään voi jatkua loputtomiin, eikä näin ollen sieltä voi saada välttämättä tarvittavaa vetoapua.

Historiallinen kehitys 1/3

Vaihteleva määrä ongelmia vuosien varrella

Caverionin tie yksityisenä pörssiyhtiönä ei ole ollut ruusuilla tanssimista. Yhtiön tuloskehitys on ollut yleisesti ottaen heikkoa ja yhtiötä on leimannut epäonnistuminen projektien hallinnassa ja johtamisessa. Yhtiön taival ennen jakautumista itsenäiseksi pörssiyhtiöksi oli hyvällä mallilla aina finanssikriisiin asti. Inderesin arvion mukaan YIT:n nykyiselle Caverionille kuuluvat liiketoiminnot tekivät vuonna 2007 noin 2140 MEUR liikevaihtoa, josta yhtiö pääosin hyvän markkinatilanteen, mutta myös yritysostojen kautta kasvoi vuoteen 2012 mennessä noin 2800 MEUR:n liikevaihtoon. Yhtiön kannattavuus käyttökatemarginaalin perusteella oli lähempänä 8 % vuonna, mutta on siitä lähtien ollut selvässä laskusuunnassa ja vuonna 2012 yhtiön käyttökatemarginaali oli laskenut noin 3 %:iin. Kannattavuuden laskuun vaikutti ennen kaikkea markkinan heikkeneminen ja epävarmojen aikojen investointien vähentyminen. Huomioitavaa on, että vuosien 2007-2012 luvut eivät tosin ole vertailukelpoisia nykypäivään, sillä niissä ei ole muun muassa eritelty konsernikuluja, jonka vuoksi emme niitä tässä esitä.

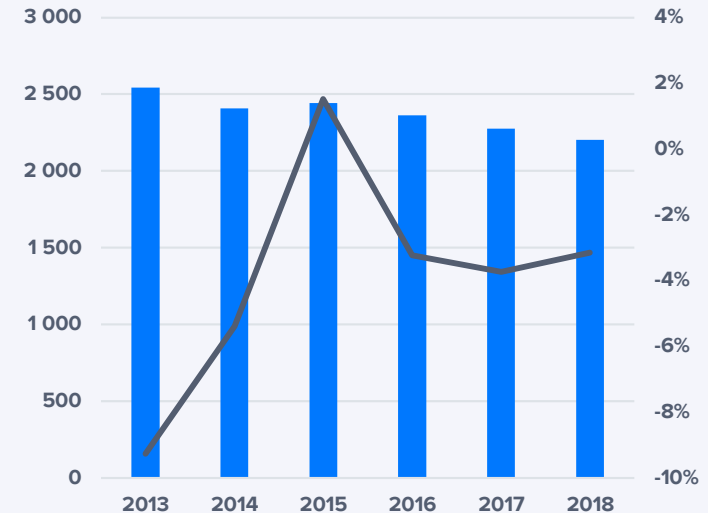
Vuonna 2013 itsenäiseksi yhtiöksi

Vuonna 2013 Caverion irtautui YIT:stä keskellä eurokriisin aiheuttamaa epävarmaa markkinatilannetta. Palvelujen markkinoilla kysyntä oli vakaata, mutta erityisesti projektiliiketoiminnan heikkous painoi yhtiön tulosta. Päätöksenteko teollisuudessa ja rakennussektorilla oli hyvin hidasta eikä investointeja tehty. Ensimmäinen vuosipuolisko

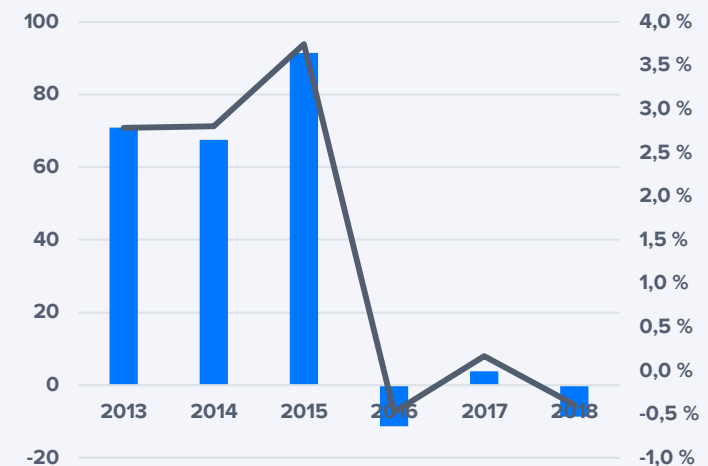
oli oman toiminnan tervehdyttämistä, missä yhtiö keskittyi kiinteiden kulujen karsimiseen organisaatiota madaltamalla. Itsenäisenä yhtiönä Caverion julkaisi myös ensimmäinen strategiansa vuosille 2014-2016, jossa keskityttiin kannattavuuden parantamiseen. Kannattavuus olikin laskenut jo alle 3%:n käyttökatemarginaalin vuonna 2013 (2,8 % EBITDA-%), josta se nousi hieman paremman markkinan avustuksella 3,7 %:iin vuonna 2015. Vanha strategia näytti etenevän vielä vuonna 2015 oikeaan suuntaan, mutta vuosi 2016 paljasti yhtiön liiketoiminnan ongelmat. Suurin osa ongelmista johtui Projekttiliiketoimintojen kustannusylityksistä, mitkä johtivat projektien massiivisiin alaskirjauksiin. Projektien johtamiseen ja toteutukseen liittyvät haasteet koskivat pääosin Ruotsin, Tanskan, Norjan, Saksan ja Teollisuuden ratkaisujen divisioonaa. Myös kapasiteetin käyttöaste oli matala ja kartellisotkut rapauttivat yhtiön maineen tulokunnon mukana. Vuonna 2016 yhtiön tulos laski raskaasti tappiolle ja käyttökatemarginaali oli myös negatiivinen (-0,5 % EBITDA-%).

Vuosi 2017-2018 onkin ollut yhtiön kehityksessä vanhojen virheiden korjaamista. Liikevaihto on laskenut tasaisesti vuoden 2017 lopun noin 2276 MEUR:oon ja tulos on pysynyt selvästi tappiollisena. Liikevaihdon laskuun on vaikuttanut ei-ydinliiketoimintojen myynnit ja projektiliiketoiminnan vähentyminen, jota palvelujen kasvu ei ole pystynyt korvaamaan. Liikevaihdon lasku on ollut odotettua, kun yhtiö on myös itse indikoinut, että vanhojen projektien päättymisen jälkeen uusia projekteja valitaan entistä tarkempien valintakriteerien perusteella.

Liikevaihto (MEUR) ja kasvu-%



Raportoitu käyttökate ja -marginaali



Historiallinen kehitys 2/3

Tilaukanta pysynyt tasaisessa kasvussa

Yhtiön tilaukannassa ei olla nähty suuria muutoksia yhtiön pörssihistorian aikana vaan se on pysynyt pääosin pienessä kasvussa vuodesta 2013 asti. Vuonna 2016 tilaukanta laski noin 4 % saneeraustoimenpiteiden ja projektien tarkempien valinnan myötä. Vuonna 2013 yhtiön tilaukanta oli noin 1241 MEUR, josta se on vuoden 2017 loppuun mennessä noussut lähes 1500 MEUR:oon. Yhtiön tilaukanta on kasvanut vaikka yhtiön liikevaihto on laskenut, joka johtuu arviomme mukaan palveluiden suuremmasta osuudesta tilaukannassa ja hieman muuttuneesta kirjaussäännöistä, jossa nykyään pidempiaikaisia sopimuksia kirjataan myös tilaukantaan. Tilaukanta ei suoranaisesti kerro täyttä totuutta yhtiön liiketoiminnasta, sillä pieniä huolto- ja ylläpitotilauksia ei merkitä tilaukantaan, jolloin suoraa yhteyttä liikevaihdon kasvuun tai laskuun ei voida vetää. Tilaukanta kuitenkin

kertoo hyvin yhtiön projektiliiketoiminnan vedosta ja näin myös ennakoii mahdollisia tulevaisuuden palvelusopimuksia.

Aikaisemmat ongelmat näkyvät osakkeen tuotossa

Osinkoa yhtiö on maksanut vuosien 2013-2015 välillä ja osingonjakosuhde on ollut 80-100 %:n välillä. Osingonjakosuhde on mielestämme ollut liian korkea, eikä tappiovuosien vuoksi näin olla pystytty ylläpitämään vakaata osinkolinjaa, mitä tämän liiketoiminnan kassavirralla tulisi olla mahdollista saavuttaa. Osingonjaon vaihdellessa on osakkeen tuotto ollut riippuvainen hinnankehityksestä ja se on vuoden 2013 jälkeen seuraillut yhtiön ongelmia. Kokonaisuudessaan vuoteen 2019 mennessä osake on historiansa aikana tuottanut noin 20 %, kun OMXH25 on tuottanut noin 80 % osingot mukaan lukien.

Osakkeen kokonaistuotto



Historiallinen kehitys 3/3

Vuosi 2018 on näyttänyt paremmalta

Vaikka vuosi 2017 meni yhtiöllä tulostuloksissa vielä pitkälti uudelleenjärjestelykulujen ja projektien tarkentuneiden kustannusarvioiden vuoksi tappiolle, näytti vuosi 2018 jo parempaa operatiivista suorituskykyä. Yhtiön liikevaihto laski 3,2 % vuodesta 2017. Liikevaihdon laskuun vaikutti valuuttakurssit, Krantz-liiketoiminnan myynti vuonna 2017 sekä edelleen valikoivampi lähestymistapa projektien valikoinnissa ja tarjouksissa. Liikevaihto oli noususuunnassa Itävallassa, Suomessa ja Norjassa, missä divisioonien liiketoiminnat ovat jo tarpeeksi hyvässä kunnossa, jotta yrityskaupat ja kasvun hakeminen ovat sallittuja. Muissa divisioissa liikevaihto laski ja Saksassa laskuun vaikutti etenkin Krantz-liiketoiminnan myynti. Palveluissa liikevaihto kasvoi 0,3 % ja Projektit-liiketoimintayksikössä liikevaihto laski noin 7 % ja näin Palveluiden osuus yhtiön liikevaihdosta nousi 55 %:iin (53,1 % 2017).

Kannattavuuden osalta oikaistu käyttökate yli kaksinkertaistui vuodesta 2017 noin 53,4 MEUR:oon (2017: 25,8 MEUR). Oikaistu käyttökatemarginaali oli kuitenkin vielä alhainen 2,4 % (2017: 1,1 % oik. EBITDA-%), mutta selvästi edellisvuotta parempi. Raportoitu käyttökate oli selvästi tappiolla -8,8 MEUR:ssa (2017: 3,8 MEUR), kun kertaluonteiset oikaisuerät nousivat yli 60 MEUR:oon. Oikaisuerät sisältävät alaskirjaukset tunnistetuista riskiprojekteista (9,3 MEUR), uudelleenjärjestelykulut Saksasta, Ruotsista, Itä-Euroopasta ja Tanskasta (5,3 MEUR), divestointien tappiot (5,5 MEUR) sekä Saksan kartellisakko sekä siihen liittyvät kulut (42,1 MEUR). Projektit- sekä Palvelut-liiketoimintayksiköt paransivat kannattavuuttaan

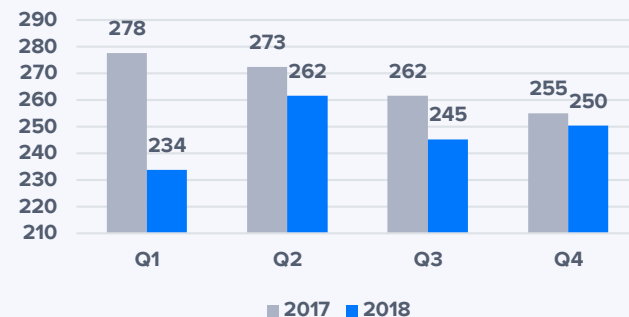
yhtiön mukaan viime vuodesta, ja myös useimmissa divisioissa on nähty myönteistä kehitystä. Etenkin Suomi, Norja ja Itävalta olivat yhtiön mukaan edelleen hyvällä tasolla ja Ruotsi sekä Teollisuuden ratkaisut paransivat menoaan selvästi. Tanska ja Itä-Eurooppa ovat vielä heikkoja kannattavuudeltaan ja Saksaa painaa vielä tappiolliset projektit.

Koko konsernin raportoitu liikevoitto oli -35,9 MEUR (2017: -26,6 MEUR) ja liikevoittomarginaali noin -1,6 % (2017: -1,2 % EBIT-%) vuonna 2018. Operatiivinen kassavirta oli 21,6 MEUR positiivinen (2017: -8,7 MEUR) ja olisi ilman Saksan kartellisakkoa ollut noin 72 MEUR parempi kuin vuonna 2017.

Kulupuolella aineiden ja tarvikkeiden ostot, henkilöstökulut sekä ulkopuoliset palvelut laskivat vuodesta 2017, mutta liiketoiminnan muut kulut nousivat kartellisakon vuoksi. Yhtiö on selvästi saanut tehostettua toimintaansa edelleen, mutta selkeätä kannattavuusparannusta on mielestämme enää kuluja karsimalla vaikea saavuttaa. Nettorahoituskulut kasvoivat 7,9 MEUR:oon (2017: 5,7 MEUR) Venäjän projektityhtiön sulkemisen nostaessa kuluja 4,8 MEUR:lla Q4'llä. Efektiivinen veroaste oli noin -10 % ja siihen vaikutti kartellisakon verovähennyskeltottomuus.

Yhtiön viimeisin Q4-tulos oli odotuksiin nähden pieni pettymys ja hidastaa käänteen toteutumista. Yhtiö on vielä kaukana 8 %:n käyttökate-% tavoitteestaan, mutta etenee mielestämme oikeaan suuntaan, kun tilauskannan koostumus ja katetaso on parantunut, riita-asiat on pääosin sovittu ja palvelut nousevat suurempaan rooliin yhtiön liiketoiminnassa.

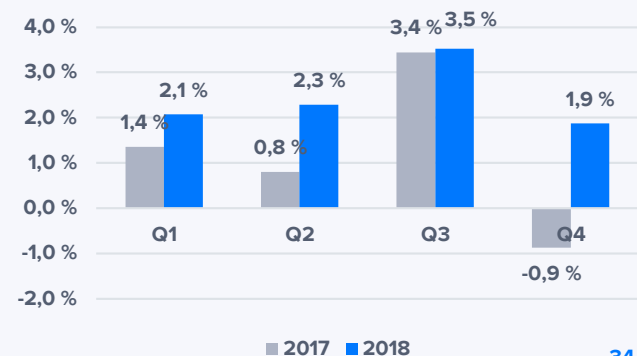
Liikevaihdon lasku pääosin Projektit-liiketoiminnasta



Oik. käyttökate parani tehostustoimien myötä volyymilaskusta huolimatta

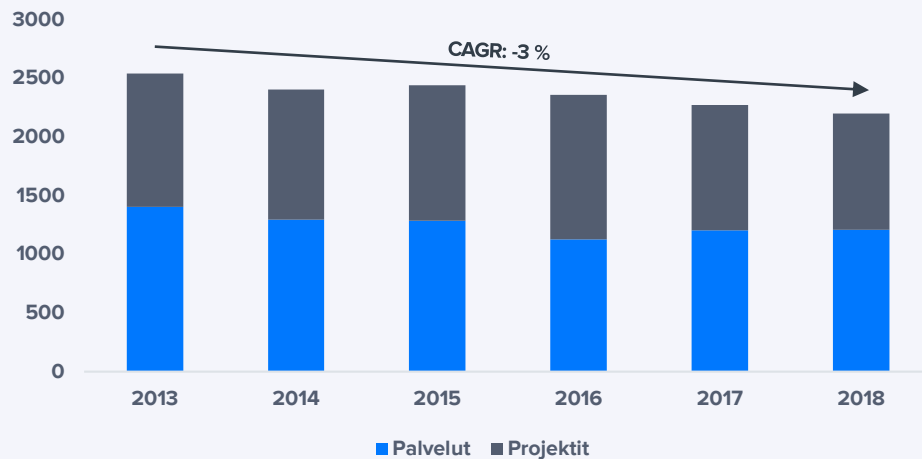


Oik. käyttökate-% on kuitenkin vielä heikko

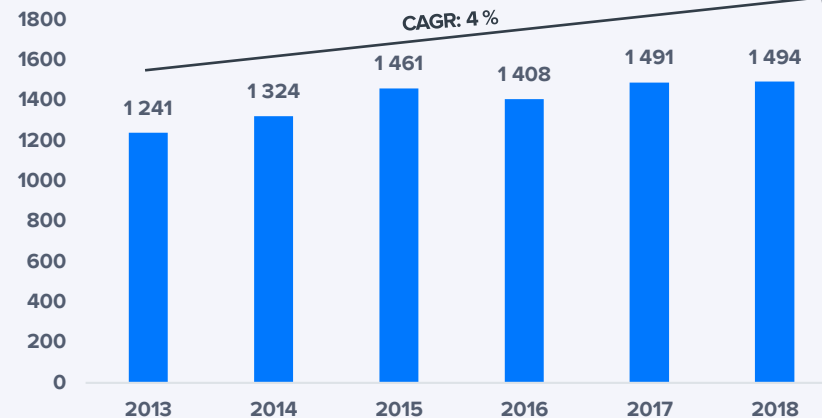


Historiallinen kehitys

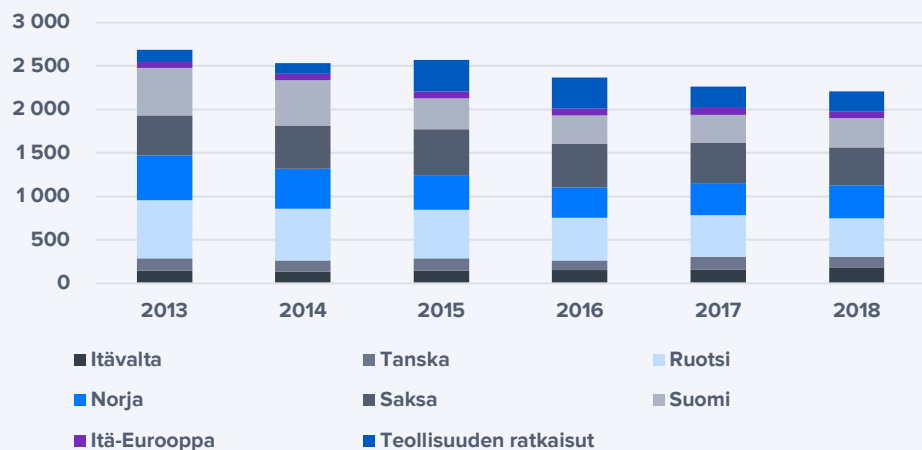
Liikevaihto liiketoimintayksiköittäin



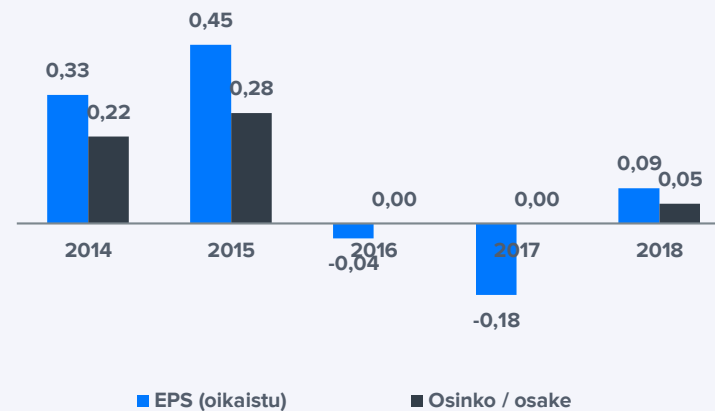
Tilaukanta



Liikevaihto divisioonittain



Osakekohtainen tulos ja osinko



Taloudellinen tilanne 1/4

Caverionin kulurakenne melko suoraviivainen

Caverionin kulurakenteessa 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 on viime vuosina paisuttanut uudelleenjärjestelykulut.

Henkilöstökulut suurin kuluerä

Yhtiön suurin kuluerä on henkilöstökulut ja liiketoiminta on hyvin henkilöstöriippuvaista. Yhtiön tehostustoimien ansiosta henkilöstökulujen suhde liikevaihtoon on laskenut vuoden 2016 lopun 42 %:sta viime vuoden lopun noin 40 %:iin. Yhtiön keskipalkkoissa on ollut viime vuosina lievää laskua, vaikka sen kehitys riippuu myös työntekijämixistä. 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

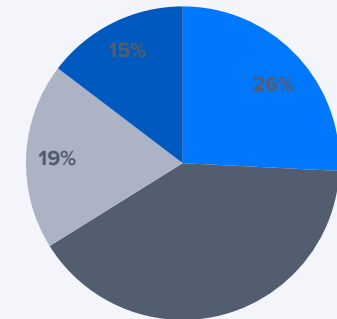
Caverionin kuluista toiseksi suurin osa kuuluu tuloslaskelman erään aineet ja tarvikkeet. Erä käsittää palveluiden ja projektien toteuttamiseen tarvittavien tuotteiden ja materiaalien kustannukset. Tämä täysin muuttuva kuluerä oli viime vuonna noin 26 % (2017: 28 %) yhtiön liikevaihdosta. Osuudessa on ollut lievää laskua alaspäin viime vuosina ja tämä heijastelee

arvioimme mukaan tehostustoimien vaikutusta hankintoihin. Yhtiön kolmanneksi suurin kuluerä on ulkopuoliset palvelut, jotka ovat vastanneet reilua 19 % yhtiön liikevaihdosta viime vuosina, eikä siinä olla nähty merkittävää parannusta viime aikoina (2017: 19 %). Erä liikkuu pitkälti liikevaihdon mukana, kun projektien toteutukseen tai palveluiden tuottamiseen tarvitaan alihankkijoita, mutta tulee arvioimme mukaan tulevaisuudessa hieman laskemaan, kun Palvelut kasvattaa osuuttaan (enemmän omaa henkilöstöä).

Liiketoiminnan muissa kuluissa näkyy uudelleenjärjestelyn kustannukset

Neljänneksi suurin kuluerät ovat liiketoiminnan muut kulut, jotka ovat kasvaneet noin 15 %:iin liikevaihdosta (2016: 11 %) erityisesti uudelleenjärjestelykulujen takia, mutta myös järjestelmien uudistamiseen liittyvien kulujen vuoksi. Hajanainen erä sisältää muun muassa kiinteistöjen ja laitteiden vuokratulot, IT-järjestelmien kulut ja matkakuluja. Arvioimme mukaan suurin osa uudelleenjärjestelykuluista on nyt toteutunut ja erä tulee absoluuttisesti sekä suhteellisesti laskemaan lähivuosina. Arvioimme mukaan normaali taso yhtiölle olisi lähempänä 10 % liikevaihdosta. Erä on pääosin kiinteä ja Caverionin tapauksessa oikeastaan ainoita liiketoiminnan kasvuun hieman skaalautuvia kulueriä ja arvioimme absoluuttisen tason laskevan hiljalleen. Muuten Caverionin kulut ovat muuttuvia ja liikevaihdon kasvun myötä kasvavia. Arvioimme suhteellisen osuuden kuitenkin pysyvän kuluissa nykyisellä tasolla yhtiön tehostustoimien seurauksena.

Kustannusrakenne 2018



■ Aineet ja tarvikkeet ■ Henkilöstökulut
■ Ulkopuoliset palvelut ■ Liiketoiminnan muut kulut

Taloudellinen tilanne 2/4

Taseasema vahvistunut

Caverionin tase on vahvistunut viime vuosina ja vuoden 2018 lopussa tase oli jo hyvässä kunnossa. Tilinpäätöksessä yhtiön nettovelkaantumisasaste oli laskenut jo 2,7 %:iin (2017: 27,2 %) ja omavaraisuusaste noussut hieman 30,2 %:iin (2017: 25,8 %). Molemmassa on tapahtunut selkeä positiivinen muutos verrattuna ongelmavuoden 2016 lukuihin, jolloin nettovelkaantuneisuus lähenteli 90 % ja omavaraisuusaste oli laskenut alle 20 %:n.

Vuoden 2018 lopussa nettovelat olivat laskeneet 6,9 MEUR:oon, kun vuonna 2017 nettovelkaa oli noin 64 MEUR. Tässä on kuitenkin tärkeää huomioida, ettei nettovelkaan ole laskettu taseen 100 MEUR:n hybridilainaa, mikä on mielestämme hyvä oikaista nettovelasta. Tämän myötä yhtiön oli nettovelka nousisi noin 107 MEUR:oon ja nettovelkaantumisasaste nousisi noin 20 %:iin. Hybridi oikaistunakin tase on aikaisempiin vuosiin nähden mielestämme terveemmällä pohjalla ja likviditeettiasema on vahvistunut.

Käyttöpääoma negatiivinen

Taseen loppusumma oli 2018 lopussa noin 1025 MEUR. Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2018 lopussa 254 MEUR (2017: 236 MEUR), mikä on kasvanut hyvän tuloksen ansiosta. Hybridilainaa käsitellään IFRS:n mukaisesti omana pääomana, joten oikaistuna tästä lukema olisi noin 154 MEUR. Pitkäaikaisesta velasta korotonta on noin 80 MEUR (laskennalliset verovelat 33 MEUR,

eläkevelvoitteet 44 MEUR, varaukset 7 MEUR) ja noin 31 MEUR korollista. Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 27 MEUR. Velat erääntyvät pääosin vuoden 2022 (noin 51 MEUR) ja uskomme yhtiön pitävän velkaantuneisuuden nykyisillä tasoilla. Suurin osa lainasta on vaihtuvakorkoista pankkilainaa, jota yhtiö suojaa johdannaisilta välttyäkseen korkojen muutoksen aiheuttamilta kuluilta.

Koroton lyhytaikainen vieraspääoma koostuu erityisesti saaduista ennakoista, ostoveloista ja muista veloista. Saadut ennakot olivat 2018 lopussa 183 MEUR, ostovelat 184 MEUR ja muut velat 232 MEUR. Saaduissa ennakoissa Caverion saa perinteisesti suurissa projekteissaan merkittäviä ennakkomaksuja, joten erä liikkuu yhtiön tilauskannan mukana.

Ennakkojen avulla 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 sekä parantaa oman pääoman tuottoa. Siten käyttöpääoman kehitys, ja ennen kaikkea sen pysymisen negatiivisena, on sijoittajien perspektiivistä seuraamisen arvoinen tekijä. Caverionin käyttöpääoma vaihtelee tilauskannan tason ja rakenteen kanssa. Tilauskannan kääntyessä laskuun käyttöpääoma voi myös hyvin muodostua positiiviseksi. Käyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon on ollut Caverionin

tapauksessa vuodesta 2014 keskimäärin noin 0,8 % negatiivinen, mutta se voisi olla selvästi negatiivisempi ja ennusteissamme arvioimme käyttöpääoman olevan noin 3 % negatiivinen. Esimerkiksi yhtiön kilpailijan, Bradivan, käyttöpääoma on pyörinyt noin 6 % negatiivisen puolella keskimäärin vuosien 2014-2017 aikana.

Taseessa oli myös lähes 30 MEUR varauksia, jotka liittyvät projektien onnistuneeseen suoritukseen epävarmuuden (esim. kiistat) vallitessa. Muut velkapuolen tekijät liittyvät tavanomaisiin eriin kuten siirtovelkoihin ja muihin velkoihin.

Taseessa on paljon liikearvoa

Vastaavaa puolella 2018 taseessa korostuu liikearvo (334 MEUR), joka vastaa noin 30 %:sta taseen loppusummasta ja yli 130 % yhtiön omasta pääomasta. Liikearvo on kertynyt Caverionin useiden pienempien ja suurempien yritysostojen seurauksena vuosien varrella. Suurin kasvu tapahtui YIT:n alaisuudessa 2000-luvulla, ja vuodesta 2011 liikearvo on jopa hieman laskenut 337 MEUR:sta. Liikearvon tarkasta kohdistumisesta meillä ei ole tietoa, mutta divisioonittain suurin osa liittyy Suomeen, Norjaan ja Saksaan. Nyt jäljellä oleva liikearvo on kuitenkin kestänyt tarkastelun selvästi heikommillakin ajoilla. Näin ollen emme näe merkittävää riskiä siitä, että liikearvoon kohdistuisi laajempaa painetta.

Taloudellinen tilanne 3/4

Liikearvo on toimialalla normaalia ja esimerkiksi Bravidalla on suhteessa enemmän liikearvoa (2017: 58 % taseen loppusummasta ja 170 % omasta pääomasta). Liikearvo on kuitenkin mielestämme Caverionin taseen suurimpia riskejä. Liikearvon lisäksi taseen pitkäaikaiset varat ovat suhteellisen pieniä eriä eikä liiketoiminta sido merkittäviä pääomia taseen varojen puolelle.

Likviditeettiasema parempi

Caverionilla oli vuoden 2018 taseessa noin 51 MEUR:n käteispositio, joka kasvoi viime vuodesta (29,2 MEUR) vahvan kassavirran ansiosta. Vuoden 2014 lopussa yhtiön kassa on huvennut noin 100 MEUR:n tasolta, mutta käänne parempaan likviditeetissä on tapahtunut. Vaikka yhtiön liiketoiminta ei vaadi isoja investointeja, olisi taseessa meidän mielestä hyvä olla liiketoiminnankin kannalta jonkin verran kassaa, jos markkinoilla esimerkiksi jotain yllättävää tapahtuu. 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 erittäin vahva.

Lyhytaikaisissa varoissa suurin erä on myyntisaamiset (2018: 312 MEUR). Caverionilla on historiassa ollut tiettyjä haasteita saamisensa kanssa, ja se on joutunut niitä alaskirjaamaan projektien lisäksi, mutta niiden taso on mielestämme parantunut. Yhtiön riidanalaiset projektit on nyt sovittu (3/3) ja viimeisestä

riskilistalla olleesta projektista saamiset on kirjattu Q1'19 tulokseen.

Lisäksi lyhytaikaisissa varoissa on keskeneräisiä töitä osatuloutussuamisten muodossa, joita yhtiö ei ole vielä saanut valmiiksi tai laskutukseen. Saadut ennakot ja osatuloutussuamiset linkittyvät toisiinsa. Ennakoissa on laskutus, jonka määrä ylittää projektin valmistusasteen mukaisen tuloutuksen määrän. Osatuloutukseen merkitään taas se laskutus, jonka määrä alittaa valmistusasteen mukaisen tuloutuksen.

Yhtiön mukaan heillä on tiettyjä yksittäisiä suurehkoja saamisia, joiden neuvottelemiseksi yhtiö jatkaa toimenpiteitään. Tunnistetuissa saamisissa on edelleen yhtiön mukaan riskiä ja ei voida poissulkea, että myös muihin saamisiin liittyy riskiä. Saamisiin liittyvä epävarmuus on mielestämme liikearvon lisäksi yksi taseen keskeisistä riskeistä vaikkakin se on pienentynyt huomattavasti lähiaikoina, kun viimeisin riskilistalla oleva projekti saatiin sovittua.

Rahoituskuluja nostaa kallis hybridi

Caverionin rahoitusasema on parantunut nopeasti viime vuosina ja on mielestämme tällä hetkellä vahva huomioiden liiketoiminnan hyvä tila. Yhtiön lainasta suurin osa on vaihtuvakorkoista ja keskikorko on noin 2,6 %:n. Näemme yhtiön pitävän nykyisen velkatason ennallaan tai jopa lähivuosina kasvattavan sitä kasvutavoitteiden mukaisesti. Arvioimme nettorahoituskulujen pysyvän negatiivisina lähivuosina, koska yhtiöllä ei ole merkittäviä

rahoitustuottoja ja esimerkiksi yhtiön noin 100 MEUR:n luottolimiitin ylläpitämisestä aiheutuu tiettyjä kuluja.

Hybridilainan korot eivät kuitenkaan näy yhtiön rahoituskuluissa. 100 MEUR:n hybridilainan korko on kiinteä 4,625 % vuodessa, mikä tarkoittaa noin 4,6 MEUR:n korkokulua vuosittain. Efektiivinen vaikutus ei ole näin korkea, koska kulut voidaan vähentää verotuksessa. Vuosittain vaikutus onkin lähempänä 3 MEUR raportoidun nettotuloksen jälkeen. Tämä tarkoittaa noin 0,02 euroa negatiivista vaikutusta osakekohtaiseen tulokseen vuosittain niin kauan, kun hybridilaina on voimassa. Lainalla ei ole eräpäivää, mutta Caverionilla on oikeus lunastaa laina takaisin ensimmäistä kertaa 16.6.2020. Näkisimme yhtiön lunastavan lainan mikäli taseasema sen sallii, sillä, jos lainaa ei lunasteta, nousee korko 0,5 %:lla. Hybridilainan korko on hybridiksi matalahko, mutta erityisesti nykyisessä korkoympäristössä korkea. Mielestämme Caverionin kannattaa lunastaa hybridilaina pois heti, kun se on mahdollista olettaen liiketoiminnan kannattava kehitys. Olemme ennusteissamme poistaneet hybridin vuosien 2020-2021 vaihteessa ja olettaneet yhtiön korvaavan hybridiä tase-aseman rajoissa uudella velalla tai maksamalla hybridin pois kassavarojen avulla.

Taloudellinen tilanne 4/4

Taserakenne oivallinen osinkojen maksuun

Caverionin taloudellinen tilanne on parantunut viime aikoina. Liiketoiminnan kannattavuus on parantunut ja samalla mahdollistanut kassavirran selvästi positiivisen operatiivisen kassavirran. Yhtiö maksoi osinkoa viimeksi vuonna 2015 ja tämän vuoden osinkoehdotus 0,05 euroa ei vielä kovinkaan ihmeellistä tuottoa nykyisellä noin 5 euron kurssilla tarjoa (1 %). Yhtiö ilmeisesti halusi jo päästä takaisin osingonjakoon, vaikka näemme nyt yhtiölle tärkeämpänä liiketoiminnan vakauttamisen ja tervehdyttämisen sekä kasvun käynnistämisen. Odotamme yhtiön jatkavan nyt kasvavaa osinkovirtaa omistajille yhtiön tavoitteiden mukaisesti. Olisimme odottaneet osinkoa vasta sitten, kun liiketoiminta on oikeasti vahvalla pohjalla, jolloin sijoittajilla olisi myös luottoa sen pysyvyyteen ja kasvuun.

Caverionin investointitarve käyttöomaisuuteen on erittäin matala, koska liiketoiminta pohjautuu vahvasti henkilöstön osaamiseen. Toimitilat, joissa yhtiö toimii on vuokrattu, eikä kiinteään omaisuuteen ole juuri investoitu. Yhtiöllä ei ole käsityksemme mukaan myöskään odotettavissa merkittäviä investointeja lähitulevaisuudessa mahdolliset yritysostot pois lukien. Yhtiön tavoitteena onkin pitää bruttoinvestoinnit alle 1 %:ssa liikevaihdosta. Rajallisten investointien takia ja pääomarakenteen optimoinnin ansiosta liiketoiminta voi mahdollistaa tulevaisuudessa hyvin noin 50 %:n osingonjakosuhteen, jota käytämme tällä hetkellä osinkoennusteidemme pohjana.

Lähi vuosina Caverion tulee kasvun vahvistamiseksi jälleen tekemään luultavimmin yritysostoja, mutta arviomme mukaan historiallisten virheiden takia niihin suhtaudutaan hyvinkin kriittisesti. Tämän takia uskomme, että yritysostoja tehdään erittäin harkitusti ja niin, että ne vahvistavat Caverionin liiketoiminnan ydintä etenkin Palvelut-liiketoiminnoissa.

Omistusrakenne ja yritysjärjestelyt

Caverionilla on muutama selkeä pääomistaja. Antti Herlin omistaa suoraan yhtiöstä noin 15 % ja Ehrnroothien sijoitusyhtiö Structor S.A. noin 13 %. Yhtiön taustalta löytyy Henrik Ehrnrooth, hänen veljensä Georg Ehrnrooth ja Carl-Gustaf Ehrnrooth. Antti Herlin toimii muun muassa Koneen hallituksen puheenjohtajana Caverionin hallitusjäsenyyden lisäksi. Henrik Ehrnrooth on muun muassa Pöyrin ja Otavan hallituksen puheenjohtaja. Merkittävät osakkeenomistajat ovat isoja liike-elämän vaikuttajia Suomessa ja olleet mukana merkittävien yhtiöiden käännteissä, joka vahvistaa luottoa yhtiön strategiaan. Antti Herlin on lisännyt omistustaan viimeisien vuosien aikana, kun Structor S.A. on sitä hieman vähentänyt. Nykyiset pääomistajat ovat pysyneet kyydissä heikompienkin aikojen saatossa, ja näin ollen yhtiötä myös kehitetään pitkää aikaväliä ajatellen kestävästi. Muuten omistusrakenteessa seuraavina tulee isot eläkeyhtiöt sekä rahastot.

Yritysjärjestelyt ovat aina mahdollisia ja esimerkiksi myydyn Pöyrin taustalla sekä omistajina ovat aikaisemmin toimineet samat Ehrnroothit, mutta arviomme mukaan Caverion ei

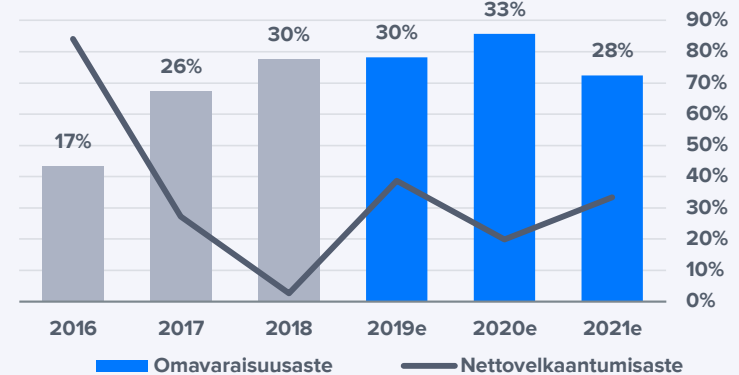
ole kuitenkaan suurimmille omistajille täydessä potentiaalisuudessaan, minkä takia mahdollisen ulkopuolisen ostotarjouksen pitäisi olla vähintäänkin poikkeuksellisen houkutteleva. Arvostuksen kannalta tämä tarkoittaa, että yritysostoa ei mielestämme kannata odottaa tai hinnoitella osakkeeseen, joten tällä ei ole mielestämme oleellista vaikutusta hyväksyttävään arvostustasoon. Osakkeen free float (vapaasti vaihdettavien osakkeiden osuus) on näkemyksemme mukaan hyvä noin 73 % isoista omistajista huolimatta.

Taserakenne ja taseen avainluvut

Taserakenne 2018



Taseen avainlukujen kehitys*



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 1/4

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.

Isossa kuvassa ennustemme muodostuvat odottamastamme Caverionin toimintamaiden vakaasti kehittyvästä, mutta hidastuvasta talouskasvusta sekä rakentamisesta. Rakentamisen merkittävä hidastuminen vaikuttaa etenkin projektiliiketoimintaan, mutta palveluliiketoiminta kestää suhdanteita paremmin. 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 noin 67 %:n yhtiön liikevaihdosta pitkällä aikavälillä, mutta orgaanisesti näemme yhtiön yltävän noin 59 %:iin vuoden 2021 lopussa. Ennustamme markkinoiden kasvavan Palveluissa Caverionille painotettuna noin 4 % vuodessa lähivuosien ajan ja Projekteissa kasvun hidastuvan tämän vuoden noin 1 %:n kasvusta nollakasvuun ensi vuoden puolella. Kannattavuusparannus syntyy yhtiön tehostustoimista, palveluiden osuuden kasvusta, kustannuspaineiden laskusta, tilauskannan paremmasta katerakenteesta ja pidemmällä aikavälillä volyymin noususta. Selkein epävarmuustekijä liittyy kannattavuuden osalta yhtiön strategian onnistumiseen ja siihen, että

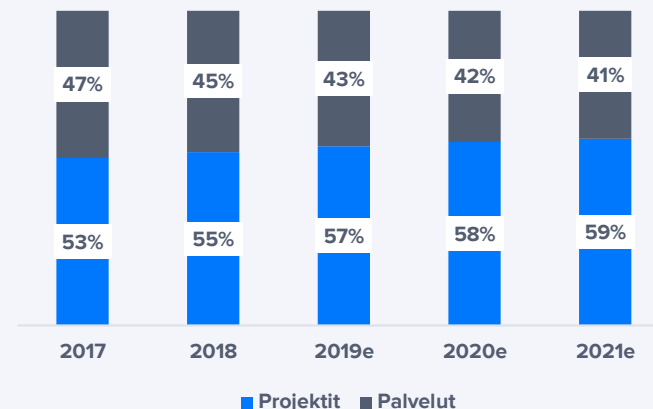
myös uusista projekteista alkaa paljastumaan heikosti kannattavia yksilöitä. Ennusteriskinä on mainittava myös markkinan todella nopea hidastuminen, joka vaikuttaisi laskevasti liikevaihdon sekä kannattavuuden ennusteisiimme.

Eri yksiköiden kannattavuuspotentiaali

Emme ole käsitelleet raportissa yksityiskohtaisia ennusteita eri liiketoiminnoille tarkemmin, mutta taulukko-osista 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 Projektliiketoiminnoissa huomattavasti erilaiset kannattavuuspotentiaalit.

Arviomme mukaan Projektit-liiketoiminnassa käyttökatepotentiaali on suunnilleen 5-8 %, kun se tällä hetkellä on arviomme mukaan 1-5 % negatiivinen. Palveluissa käyttökatepotentiaali liikkuu näkemyksemme mukaan selvästi korkeammalla noin 9-16 %:ssa. Tällä hetkellä näemme sen olevan myös vielä alle potentiaalin noin 5-9 %:ssa. Yhtiön nykyiset strategiset tavoitteet Palveluiden osuuden kasvattamiseksi tulee myös näkymään selvästi yhtiön liiketoiminnan kannattavuudessa. Isoin parannuspotentiaali on kuitenkin alkuvaiheessa Projektit-liiketoiminnan tappiollisuuden kääntämisessä positiivisen puolelle. Odotamme käänteen tapahtuvan tämän vuoden toisella puoliskolla ja näin tukien yhtiön odotettua isoa kannattavuusparannusta. Kaikki mainitut ja oikealla taulukossa näkyvät prosentit ovat ilman IFRS 16 -muutosta, joka nostaa prosentteja arviolta noin 2 %-yksiköllä.

Liikevaihto-osuuksien kehitys (orgaaninen)



Kannattavuuspotentiaali (EBITDA-%)*

	Nyt	Potentiaali
Palvelut	5-9 %	9-16 %
Projektit	-1 - -5%	5-8 %

Ennusteet 2/4

Pidemmällä aikavälillä myös Palveluissa on selkeää parannusvaraa, mikä syntyy ennen kaikkea volyymikasvun kautta, kun kannattavuus on muuten saatu kuntoon. Yksiköiden eri kannattavuuspotentiaalin vuoksi yhtiön arvonmääritys kärsii mielestämme hieman, sillä Palvelut-liiketoiminnalle voi mielestämme hyväksyä korkeammat arvostuskertoimet kuin Projektit-liiketoiminnalle.

Esitettyjen kannattavuushaarukoiden ala- ja ylälaidat indikoivat samalla tasoja, joihin Caverionin pitäisi mielestämme jatkossa kyetä hyvällä suorituksella eri markkinatilanteissa. Caverion toimii osaksi syklisellä toimialalla ja kannattavuus vaihtelee aktiviteetin ja liikevaihdon mukana. Poikkeuksellisia tilanteita tulee varmasti etenkin projekteissa, joka voi väliaikaisesti romahduttaa kannattavuuden aikaisemmin nähdylle tasolle, mutta suhdannekestävyys paranee kokoajan mitä enemmän yhtiö kykenee kasvattamaan palveluiden osuutta.

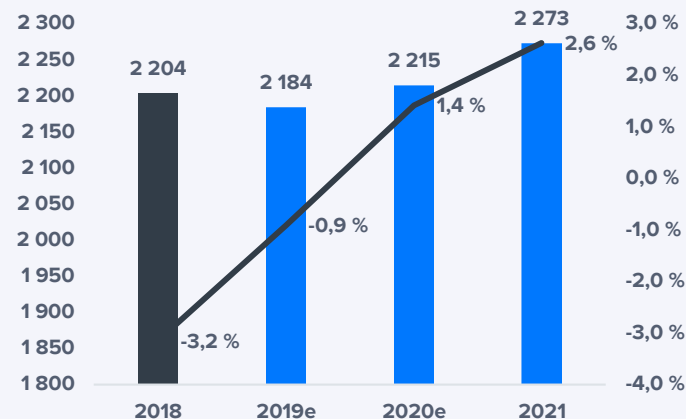
Vuonna 2019 liikevaihto laskee, mutta kannattavuus paranee

Ennustamme Caverionin liikevaihdon pysyvän stabiilina 2019, kun yhtiö keskittyy H1'19:n aikana vielä korjaamaan kannattavuuttaan ja ajamaan alas huonokatteisia projektejaan sekä yksiköitään. Odotamme liikevaihdon laskevan tänä vuonna kokonaisuudessaan 0,9 % noin 2184 MEUR:oon viime vuoden 2204 MEUR:sta. Yhtiön ohjeistus ei anna liikevaihdon selkeää ohjeistusta, mutta kertoo Palvelut-yksikön liikevaihdon kasvavan ja Projektit-yksikön

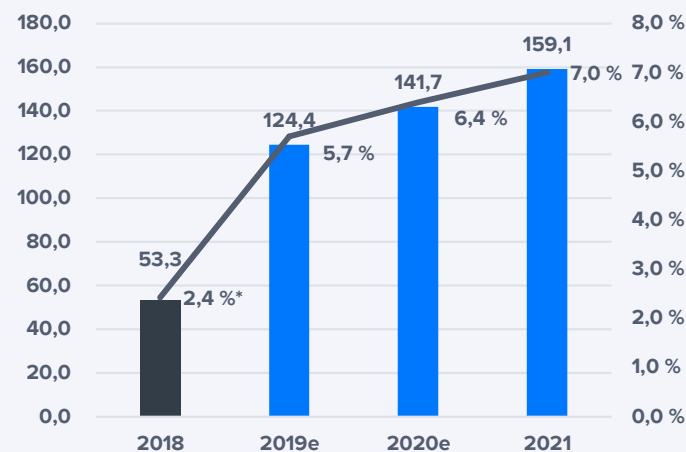
liikevaihdon laskevan, ja näin Palveluiden osuuden odotetaan kasvavan. Kommentteista voi kuitenkin saada kuvan siitä, että tänä vuonna ei konsernitasolla ainakaan isoa liikevaihdon kasvua ole luvassa. Ennustamme Palveluiden kasvavan 3,5 % ja Projektien liikevaihdon laskevan 5,8 % vuonna 2019 painottuen loppuvuoteen. Kannattavuuden ennustamme olevan edellisvuotta selvästi parempi, mutta olevan painottunut enemmän H2'19 puolelle, kun yhtiön tappiolliset projektit päättyvät ja volyymit nousevat etenkin Palvelut-liiketoiminnassa. Yhtiön oikaistu käyttökate nousee arviomme mukaan tänä vuonna 124,4 MEUR:oon viime vuoden 53,3 MEUR:sta ja marginaali 5,7 %:iin (2018: 2,4 %). Viime vuoden luvut eivät ole vertailukelpoisia, sillä ennusteissa on jo otettu huomioon IFRS 16 -standardi (+2 % EBITDA-%), jonka vuoksi graafin nousu on oikeasti näkymää loivempi. Liikevoitto-%:n ennustamme nousevan tämän myötä 2,6 %:iin (2018: -1,6 %).

Kannattavuutta tukee kasvu jo hyvin kannattavista divisioonista (Suomi, Norja, Itävalta ja Teollisuuden ratkaisut) ja niiden volyymikasvun sekä suhteellisen osuuden nousun tulisi tukea koko konsernin kannattavuuden nousua. Yhtiö itse ohjeistaa saavuttavansa tänä vuonna yli 120 MEUR:n oikaistun käyttökateen ja olemme ennusteissamme sen alalaidoilla markkinan epävarmuuden, projektiriskien ja yhtiön historiallisen suorittamisen vuoksi. Yhtiön useat tulosvaroitukset aikaisemmilta vuosilta ja strategian epäonnistuminen ovat heikentäneet luottamusta yhtiöön, ja sen palauttamiseksi, ohjeistukseen yltäminen olisi tärkeää.

Liikevaihto (MEUR) ja kasvu-%



Oikaistu käyttökate ja marginaali



Ennusteet 3/4

Emme kuitenkaan näe, että yhtiö olisi ottanut enää kovinkaan suurta riskiä ja näemme heidän ohjeistavan mahdollisimman maltillisesti välttääkseen pettymykset.

Kulut jatkavat laskuaan

Yhtiön kulupuolella odotamme yhtiön jatkavan tehostustoimiaan hankinnoissa ja henkilöstökuluissa ja myös liiketoiminnan muiden kulujen laskevan edellisvuoden isojen kertaerien poistuessa (esim. 41 MEUR kartellisakko). Nettorahoituskulujen odotamme laskevan selvästi, kun viime vuoden lopulle osui noin 4,8 MEUR:n kertaluonteinen ei-kassavirtavaikutteinen valuuttakurssitappio Venäjän vanhasta projektiyhtiöstä. Yhtiön veroprosentin odotamme nousevan yhtiön positiivisen tuloksen myötä noin 16 %:iin. Vuodesta 2019 eteenpäin odotamme kulujen hieman nousevan absoluuttisesti volyymien myötä suhteellisen osuuden pysyessä vakiona.

Osakekohtainen tulos nousee

Parantuneen kannattavuuden myötä osakekohtainen tulos nousee edellisvuoden tasosta selvästi. Ennustamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen olevan vuonna 2019 0,35 euroa, kun se vuonna 2018 oli -0,40 euroa. Raportoidun ja oikaistun tuloksen (oikaistu EPS 19e: 0,28 euroa) eroa selittää nyt alkuvuonna saatu positiivinen päätös viimeisestä riskilistalla olevista projekteista, joka vaikuttaa raportoituihin lukuihin noin 10 MEUR ennusteissamme positiivisesti. Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme osingon nousevan 0,15 euroon

viime vuoden 0,05 eurosta. Yhtiö pyrkii jakamaan yli 50 % tuloksestaan omistajille kannattavuuden ja velka-aseman sen salliessa.

Caverionin osakekohtaisessa tuloksessa on tärkeää huomata, että hybridilainan korot painavat suoraan osakekohtaista tulosta (eivät näy rahoituskuluissa) luonteensa takia. Vuosittain näiden vaikutus on arviomme mukaan 2,8 MEUR raportoidun nettotuloksen jälkeen, mikä tarkoittaa noin 0,02 euroa negatiivista vaikutusta osakekohtaiseen tulokseen vuosittain niin kauan, kun hybridilaina on voimassa. Omissa ennusteissamme olemme olettaneet, että yhtiö lunastaa hybridilainan pois vuosien 2020-2021 vaihteessa.

Muuten taseen osalta ennusteissa esille nousee yhtiön käyttöomaisuuden ja korollisen velan noin 140 MEUR:n lisääntyminen IFRS 16 Vuokrasopimus -standardin tullessa voimaan vuoden 2019 aikana. Yhtiön taseen ulkopuoliset vuokratavastuut on tällöin kirjattava taseeseen, joka muuttaa eräitä tunnuslukuja vertailukelvottomiksi. Arvioimme nettovelkaantumistaseen nousevan IFRS 16 -standardin vaikutuksesta 32 %:iin (2018: 2,7 MEUR), mutta jatkavan laskusuuntaa lähivuosina. Omavaraisuusasteen ennustamme olevan hieman yli 30 % lähivuosina, kun arvioimamme vaihteluväli yhtiölle olisi noin 40-50 %. Arvioimme yhtiön käyttöpääoman kääntyvän noin 3 % negatiiviseksi lähivuosina ja investointien pysyvän vuosittain alle 1 %:ssa liikevaihdosta, jolloin rahaa jää myös omistajille jaettavaksi.

Vuonna 2020 markkina hidastaa kasvua

Yhtiö on strategiassaan leimannut Kuntoon-vaiheen päättyvän H1'19 ja Kasvuun-vaihe voi alkaa. Vuonna 2020 yhtiön kannattavuuden tervehdyttämistoimet on tehty ja volyymien kasvatuksen voi odottaa alkavan. Olemme kuitenkin tässä vaiheessa hyvin pessimistejä markkinan epävarmasta suhdannekuvasta johtuen. Yhtiön Palvelu-liiketoiminta tukee kasvua (2019e: 4 %), mutta odotamme Projektityksikössä liikevaihdon jatkavan laskuaan (2019e: -2 %) markkinan hidastumisesta johtuen. Koko konsernin liikevaihdon odotamme nousevan 1,4 % noin 2214 MEUR:oon ja käyttökateen nousevan 141,7 MEUR:oon. Tämä tarkoittaa 6,4 %:n käyttökatemarginaalia, joka on alle yhtiön tavoitteleman 8 %:n (oik.) tason. Pidämme yhtiön tavoitetta vielä tässä vaiheessa liian optimistisena, mutta kannattavuuden kuitenkin paranevan volyymikasvun ja tehokkaamman organisaation myötä hieman. Kannattavuuden nousua rajaa kuitenkin mielestämme heikkenevä markkinatilanne ja sen aiheuttama hintakilpailun lisääntyminen sekä Palveluissa että Projekteissa.

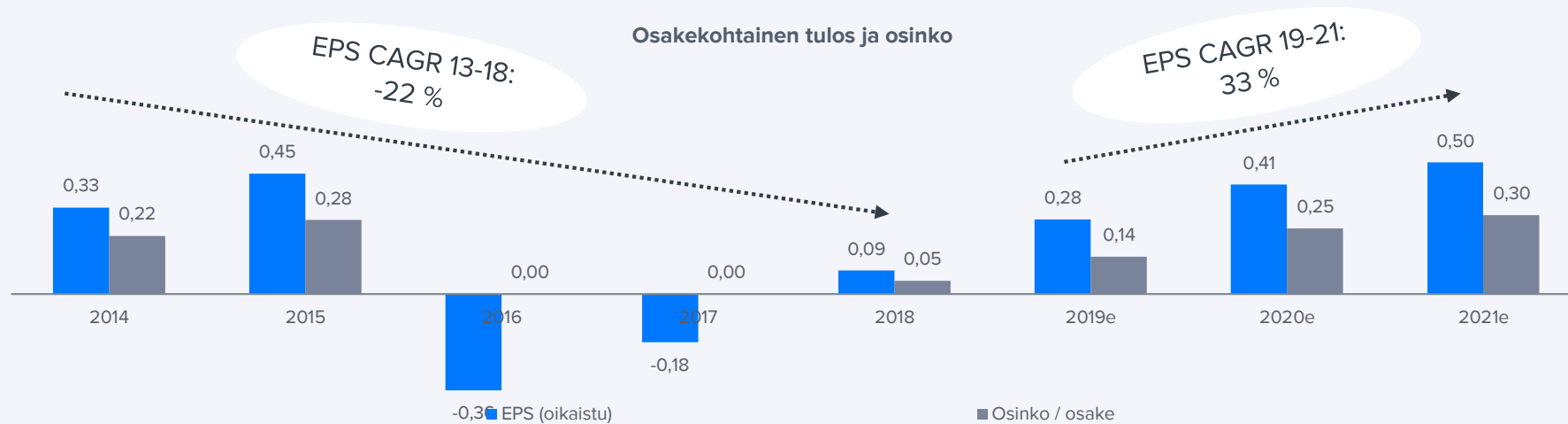
Liikevoittomarginaalin odotamme nousevan 3,6 %:iin ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen kasvavan vuonna 2020 noin 40 %:lla 0,41 euroon. Osinko odotamme myös kasvavan ja yhtiön jakavan osinkopolitiikan mukaisesti omistajilleen osinkoa vuonna 2020 0,25 euroa, joka tarkoittaa noin 60 %:n osingonjakosuhdetta.

Ennusteet

Liikevaihto ja raportoitu käyttökate-%*



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 4/4

Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuoden 2020 ja strategiakauden loppumisen jälkeen näemme yhtiön kasvun vahvistuvan hiljalleen yhtiön ja markkinan vakaamman kehityksen myötä. Yhtiö tulee julkistamaan vuoden 2019 aikana uudet kasvutavoitteet, mutta uskomme niiden jäävän 5-10 %:n väliin maksimissaan. Yhtiön kasvusta ei olla saatu vielä oikein kunnolla viitteitä, mutta ennustamme sen nousevan noin 4 %:iin vuonna 2023, josta se hiipuu hiljalleen pitkällä aikavälillä noin 2 %:iin. Yhtiön kannattavuuden odotamme jatkavan nousuaan kohti yhtiön tavoitteita etenkin parempikatteen palveluliiketoiminnan nostaessa marginaaleja, mutta kestävän tason olevan pitkällä aikavälillä noin 6 %:n käyttökatemarginaalissa. Yhtiölle kestävä kannattavuus voi olla selvästi alempana tai selvästi ylempänä riippuen yhtiön strategian onnistumisesta lähivuosina, mutta nykyisillä näytöillä selvästi yli 6 %:n käyttökate ei ole mielestämme realistinen.

Tuloskasvunäkymät todella hyvät riskeistä huolimatta

Ennusteidemme toteutuessa tarkoittaisi tämä keskimäärin noin 33 %:n EPS-kasvua 2019-2021 (CAGR-%). Jos aloittaisimme tuloskasvun laskemisen vuoden 2018 heikosta oikaistusta osakekohtaisesti tuloksesta, olisi kyseinen tuloskasvu noin 130 % vuosittain. Vuosi ei kuitenkaan kuvaa yhtiölle realistista tulosta millään tasolla, eikä siihen ole mielekästä verrata. Käänteiden onnistuessa yhtiön tuloskasvussa on

siis todella hyvät odotukset lähivuosille. Isoin riski tuloskasvun toteutumiseen liittyykin strategian toteutukseen. Lisäksi markkinan kestävyteen liittyvät ongelmat painavat yhtiötä, vaikka palveluiden suhdannekestävyys on parempi. Täytyy silti muistaa, että noin puolet yhtiön liikevaihdosta on vielä projektiliiketoimintaa, jossa taloussyklin kääntymisellä voi olla myös yllättävän voimakkaita vaikutuksia Caverionin tuloskehitykseen.

Huomioiden Caverionin surkea track-record viimeisiltä viimeiseltä 5 vuodelta, ennusteet voivat vaikuttaa varsin optimistisilta. Samalla täytyy kuitenkin huomioida, että Caverionin nykyinen ja vaihtunut johto on pitänyt omat lupauksensa strategiakauden aikana eikä historiallista yhtiötä voi mielestämme verrata nykyiseen suoraan. Silloin Caverion oli enemmänkin sekalainen kokoelma yritysostojen kautta liitettyjä osia ja maita, joiden suhteen kontrolli ja läpinäkyvyys olivat heikkoja. Riskejä heikko aikaisempi suoritus mielestämme kuitenkin nostaa.

Olemme kuitenkin luottavaisia yhtiön kykyyn muokata Caverionista entistä enemmän vakaampi ja kannattavampi palveluyhtiö. Yhtiön Kone-taustainen johto on vienyt sitä muutosta myös eteenpäin aikaisemmissa tehtävissään ja ollut osa-auttamassa Koneen murrosta projektitai tuotevetoisesta ensiasennusmarkkinasta kohti palveluyhtiötä. Esimerkkinä mainittakoon, että Caverionissa vuodesta 2017 toimitusjohtajana toiminut Ari Lehtoranta on vastannut

aikaisemmin muun muassa Koneen Keski- ja Pohjois-Euroopan alueista ja suurprojektitoiminnasta. Lisäksi Palveluliiketoimintayksikön vetäjä Thomas Hietto on vastannut Koneessa muun muassa globaalista huoltoliiketoiminnasta ja Projektit-liiketoiminnan vetäjä Michael Kaiser on toiminut Koneen kilpailijan ThyssenKruppin palveluksessa muun muassa teollisuuden projekteissa. Kokonaisuudessaan meidän laskelmien mukaan yhtiön vuoden 2017 CMD:n aikaan esittelemästä 15 hengen ydinjohdosta 9 henkeä oli uusia ja heidän aikaisemmat positiot vahvistivat uskomustamme yhtiön johdon kykyyn tehdä tulosta.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	2276	527	565	525	588	2204	520	558	521	585	2184	2215	2273
Palvelut	1209	293	303	280	337	1213	295	309	289	349	1242	1292	1350
Projektit	1067	234	262	245	250	991	225	249	232	236	942	923	923
Käyttökate (oik.)	25,9	10,9	12,9	18,5	11,0	53,3	21,8	25,7	35,9	41,0	124,4	141,7	159,1
Käyttökate	3,9	9,9	-31,7	14,3	-1,3	-8,8	31,4	25,7	35,9	41,0	134,0	141,7	159,1
Poistot ja arvonalennukset	-30,4	-6,5	-7,0	-6,2	-7,4	-27,1	-16,6	-17,3	-16,5	-17,9	-68,3	-63,1	-64,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	-19,2	4,4	6,0	12,3	3,6	26,3	5,2	8,4	19,4	23,1	56,1	78,6	94,9
Liikevoitto	-26,5	3,4	-38,7	8,1	-8,7	-35,9	14,8	8,4	19,4	23,1	65,7	78,6	94,9
Nettorahoituskulut	-5,7	-0,8	-0,7	-0,5	-5,9	-7,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-4,2	-3,9
Tulos ennen veroja	-32,2	2,6	-39,4	7,6	-14,6	-43,8	14,0	7,6	18,6	22,3	62,5	74,5	91,0
Verot	4,2	-0,5	-0,3	-2,3	-1,2	-4,3	-2,2	-1,2	-3,0	-3,6	-10,0	-13,4	-18,2
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	-28,0	2,1	-39,7	5,3	-15,8	-48,1	11,8	6,4	15,7	18,7	52,5	61,1	72,8
EPS (oikaistu)	-0,18	0,02	0,04	0,06	-0,03	0,09	0,01	0,04	0,11	0,13	0,28	0,41	0,50
EPS (raportoitu)	-0,24	0,01	-0,32	0,03	-0,13	-0,40	0,08	0,04	0,11	0,13	0,35	0,41	0,50

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,7 %	-8,3 %	0,2 %	-3,8 %	-0,8 %	-3,2 %	-1,3 %	-1,2 %	-0,7 %	-0,4 %	-0,9 %	1,4 %	2,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	38,1 %	-145,8 %	-141,1 %	68,5 %	-256,5 %	-237,0 %	19,1 %	39,5 %	58,1 %	540,3 %	113,3 %	40,2 %	20,6 %
Käyttökate-%	0,2 %	1,9 %	-5,6 %	2,7 %	-0,2 %	-0,4 %	6,0 %	4,6 %	6,9 %	7,0 %	6,1 %	6,4 %	7,0 %
Oikaistu käyttökate -%	1,1 %	2,1 %	2,3 %	3,5 %	1,9 %	2,4 %	4,2 %	4,6 %	6,9 %	7,0 %	5,7 %	6,4 %	7,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,8 %	0,8 %	1,1 %	2,3 %	0,6 %	1,2 %	1,0 %	1,5 %	3,7 %	3,9 %	2,6 %	3,6 %	4,2 %
Nettotulos-%	-1,3 %	0,2 %	-7,0 %	0,8 %	-2,8 %	-2,3 %	2,1 %	1,0 %	2,8 %	3,0 %	2,2 %	2,6 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen ajurit

Hinnoittelimme Caverionia ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan kansainvälisen verrokkiryhmän kanssa. Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti P/E-, EV/EBIT- ja EV/EBITDA-kertoimia sekä myös osinkotuotto on vakaan kassavirran alalla varteenotettava tuki. EV/EBITDA-kerroin on tosin menettänyt vertailtavuuttansa, sillä yhtiön käyttökate-% nousee noin 2 % IFRS 16 Vuokrasopimus - standardin myötä. Volymipohjainen EV/Liikevaihto-kerrointa käytämme lähinnä tukivälineenä yhtiön kasvun jäädessä vielä ainakin lähivuosina hitaaksi. Tasepohjainen P/B ei taas ole kovin relevantti, koska yhtiön taseessa ei ole mitään merkittäviä varoja. Lisäksi on huomioitava, että EV-kertoimistamme on oikaistu hybridilaina*, joka nostaa kertoimia.

Luottamus yhtiöön ja suhdanteeseen laskee kertoimia

Caverionin osake nousi viime vuonna vuoden puoleen väliin saakka, mutta sittemmin on lasketellut vuoden 2018 tason alle kuluva vuoden alussa. Osakkeen arvostus on toteutuneilla luvuilla ollut negatiivinen osittain jo kolme vuotta ja ennen sitä Caverionin tuloskasvunäkymät nähtiin todella suotuisina. Nyt osakkeeseen ladatut odotukset ovat selvästi maltillisempia, kun luottamus yhtiötä kohtaan on tappiovuosien ja strategian odotuksia hitaamman kehityksen vuoksi heikentynyt.

Mielestämme yksi iso kysymys osakkeen hinnoittelussa on tällä hetkellä tuloskäänteen lisäksi toimialan syklisyys. Caverion on hyvin

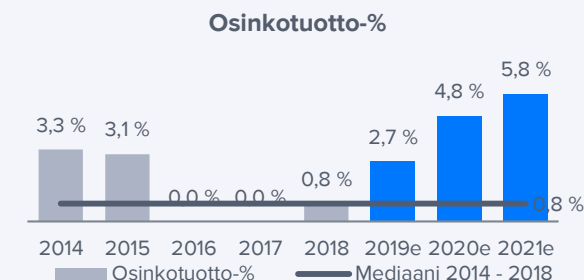
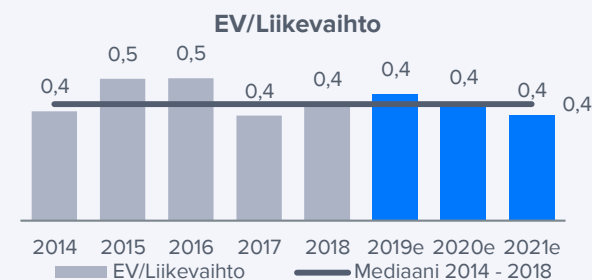
jälkisyklinen yhtiö, minkä takia viime vuoden hyvin todennäköinen rakennussuhdanteen huippu alkaa vaikuttamaan ja heijastamaan heikompaa tuloskehitystä luultavimmin 2020-2021. Markkinan tuen vuoksi olemmekin suhteellisen luottavaisia vuoden 2019 tulosparannuksen suhteen, jos yhtiön operatiivinen suoritus ei petä täysin. Mahdollinen suhdanteen heikentyminen entisestään johtaisi kuitenkin pidemmän aikavälin tuloskasvunäkymän heikentymiseen ja aiheuttaisi painetta hyväksyttäviin arvostuskertoimiin ja osakkeeseen. Rakennussuhdanteen jäähtymisestä on kuitenkin ollut puhetta jo pitkään ja kertoimet ovat tulleet jo rajusti alaspäin. Syklin tässä vaiheessa arvostuskertoimissa on kuitenkin mielestämme oltava maltillinen.

Arvostuskertoimet ovat maltillisia

Caverionin vuosien 2019 ja 2020 oikaistut tuloskertoimet (EV/EBITDA: 7x ja 6x, P/E: 18x ja 13x, EV/EBIT: 17x ja 11x) ovat ennusteillamme mielestämme vuodelle 2019 kohtuullisen haastavia, mutta vuoteen 2020 maltillisia, kun ottaa huomioon Caverionin todella kovan tuloskasvunäkymän (2019-2021e: +33 % CAGR). Caverionin tapauksessa katseet kiinnittyvät vuoden 2020 strategiakauden loppuun, minkä vuoksi perustamme arvostuksemme myös sen vuoden kertoimiin. Volymipohjainen EV/liikevaihto-kerroin on vuodelle 2019e 0,4x ja tasepohjainen P/B-kerroin 2,4x, mitkä molemmat ovat viime vuosien tasolla tai hieman alle. Ennustettu osinkotuotto on kuluvalle vuodelle vielä matalahko 2,7 % ja ensi vuodelle 4,8 %, eikä tarjoa vielä merkittävää tukea.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	5,17	5,17	5,17
Osakemäärä, milj. kpl	138,9	138,9	138,9
Markkina-arvo	718	718	718
Yritysarvo (EV)	934	885	809
P/E (oik.)	18,3	12,5	10,4
P/E	14,7	12,5	10,4
P/Kassavirta	17,4	10,1	6,3
P/B	2,4	2,2	2,7
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	7,0	6,2	5,1
EV/EBIT (oik.)	16,6	11,3	8,5
Osinko/tulos (%)	40,2 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	4,8 %	5,8 %

Lähde: Inderes



* Hybridilaina on kirjanpidollisesti omaa pääomaa, mutta sijoittajien kannalta korollista velkaa. Vaikutus on oikaistu meidän yritysarvossa (EV).

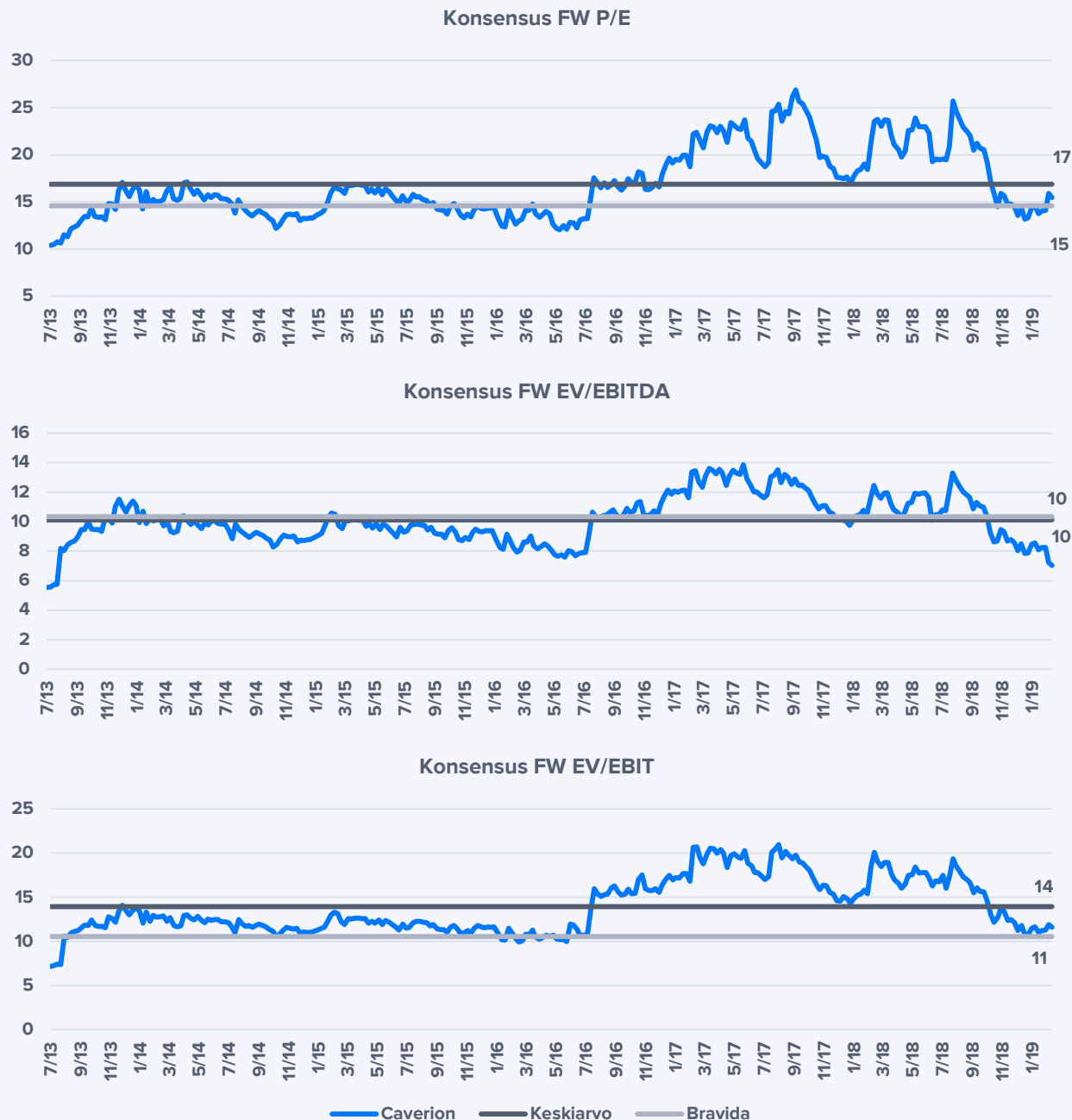
Arvonmääritys 2/4

Caverionin tulostaso on ollut todella heikko viimeisen kolmen vuoden aikana ja samalla arvostuskertoimet ovat vaihdelleet voimakkaasti, eikä toteutuneisiin lukuihin ole mielekästä verrata. Käytämme siksi hyväksi konsensuksen eteenpäin katsovia lukuja, joka antaa hyvän kuvan historiallisesti hyväksytystä arvostustasosta. Käytämme hyväksyttävän arvostustason haarukoinnissa myös vertailua Bravidan kertoiin samankaltaisen markkinan ja sijoitusprofiilin sekä Caverionia tasaisemman tuloskehityksen vuoksi.

Eteenpäin katsova P/E-luku on historiallisesti ollut 17x tasolla kovien tulostasvuodotusten vuoksi. Ennusteillamme tämän vuoden arvostus on haastavahko, mutta markkinoilla katseet sekä odotukset seuraavat yhtiön 2020 tulosta ja yhtiön tavoitteena olevaan oikaistuun 8 %:n käyttökatte-%:iin yltämistä. Mielestämme neutraali P/E ensi vuoden ennusteilla on suunnilleen 14x-tasolla, joka on myös lähempänä Bravidan kertoimia.

Vastaava eteenpäin katsova EV/EBITDA-kerroin on historiallisesti ollut 10x tasolla Caverionilla sekä myös Bravidalla. IFRS 16 -muutoksen vuoksi luku on aikaisempaa alhaisempi ja vertailtavuus on heikentynyt. Mielestämme neutraali 2020e EV/EBITDA-kerroin olisi vanhoilla kirjanpitosäännöillä 8-9x tasolla, mutta nyt se laskee noin 6-7x tasolle, mikä on suunnilleen linjassa nykyiseen arvostukseen.

EV/EBIT-kerroin on historiallisesti yhtiöllä ollut korkeahko noin 14x ja pidämme neutraalina tasona yhtiölle tällä hetkellä noin 12x EV/EBIT-kerrointa kovista tulostasvuodotuksista huolimatta. Kovemman kasvun ansiosta kerroin on kuitenkin Bravidan kerrointa korkeampi.



Arvonmääritys 3/4

Verrokkiryhmän lyhyt esittely

Caverionille on saatavilla suhteellisen hyvät verrokkiryhmä pohjoismaisten ja kansainvälisten listattujen ansiosta. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat ruotsalaiset Bravida ja Skanskasta aikaisemmin irronnut Coor heidän samankaltaisen liiketoiminnan ja sijoittajaprofiilinsa takia. Samalla on hyvä huomata, että näillä yhtiöillä on yleisesti Caverionia vakuuttavampi historiallinen suoritus.

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, jotka eivät välttämättä ole Caverionille suoria kilpailijoita, mutta edustavat kansainvälisiä kiinteistöille ja ihmisille suunnattuja palveluita tarjoavia yrityksiä, joita kohti myös Caverion on liiketoiminnaltaan yhä enemmän muuntautumassa.

Verrokkien arvostustaso

Sektorin arvostustasot ovat olleet viime aikoina paineessa ja eivät tällä hetkellä näytä aivan kohtuuttomilta. Alhaisen puoleiset kertoimet kertovat myös alan pienestä markkina- ja tuloskasvusta. Seuraavalla sivulla esitetyn verrokkiryhmän vuosien 2019e ja 2020e mediaani P/E-kertoimet ovat keskimäärin noin 14x, kun vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 10x. EV/EBITDA-kerrointa ei ole mielekäästä verrata, kun ennusteet eivät välttämättä sisällä IFRS-muutoksia. Näkemyksemme mukaan

kertoimiin on jo hinnoiteltu hieman talouskasvun hiipumista, mutta nousuvara on mielestämme pieni tällä hetkellä. Caverionin tulokset ovat kuluvalle vuodelle yli 20 % yli verrokkien, mutta laskee vuonna 2020 noin verrokkiryhmän tasolle. Caverionin ydinryhmään (Palvelut ja projektit) nähden arvostus on selvästi koholla vuosille 2019-2020, mutta pääkilpailija Bravidaan nähden linjassa tai alle vuonna 2020. Isompiin tai enemmän palveluliiketoimintaa omaaviin yhtiöihin nähden arvostus on vuoteen 2020 nähden hieman alle verrokkien.

Caverionilla kovimmat tuloskasvuodotukset

Caverionilla on vertailuryhmästä vuodelle 2020 suurimmat tuloskasvuodotukset. Verrokkiryhmälle odotetaan osakekohtaisen tuloksen kasvavan vuonna 2020 noin 20 %, kun sama kasvu Caverionille on meidän ennusteilla noin 70 %. Mielestämme ainakin toistaiseksi on perusteltua, että Caverion arvostetaan verrokkiryhmää selvästi kovemmasta tuloskasvusta huolimatta verrokkiryhmän tasolle. Caverionin tulos lähti jo parantumaan vuonna 2018, mutta yhtiön heikko viime vuosien suoritus ja tulosparannuksen toteutumisen epävarmuus painaa hyväksyttävää arvostusta toistaiseksi. Myös riskiprofiilit ovat valtaosin selvästi Caverionia suuremmilla ja monialaisimmalla yhtiöillä mahdollisesti alhaisempia.

Näiden syiden takia pidämme vuoden 2020 ennusteille noin verrokkiryhmän tasolla olevaa (nyt noin -4 %) arvostusta hyväksyttävänä. Positiivisen tuloskehityksen myötä näemme preemion olevan Caverionille hyväksyttävä, mutta riskit ja epävarmuus painaa tuloskasvuodotuksia enemmän tällä hetkellä.

Verrokkiryhmä

EPS-Kasvu 2020e

Palvelut ja projektit	
Bravida	8 %
Spie SA	10 %
Bilfinger	115 %
Mitie Group	14 %
Palvelut	
Coor Service Management	31 %
Engie	10 %
Lassila & Tikanoja	8 %
Kansainväliset palveluyritykset	
Sodexo	8 %
Aramark	11 %
Compass Group	7 %
CBRE Group	8 %
Iss	12 %
Keskiarvo	20 %
Caverion (Inderes)	68 %

Lähde: Thomson Reuters

2020e	EV/EBIT	P/E
Bravida Holding AB	10,8	15,0
Spie SA	10,3	8,2
Bilfinger SE	8,6	10,9
Mitie Group PLC	6,8	7,1
Coor Service Management Holding AB	19,9	
Engie SA	9,4	16,6
Lassila & Tikanoja Oyj	12,6	10,9
Sodexo SA	13,0	17,1
Aramark	12,1	11,5
Compass Group PLC	15,1	19,1
CBRE Group Inc	13,4	13,3
Iss A/S	11,1	13,1
Mediaani	11,6	13,2
Caverion (Inderes)	11,3	12,5
Ero verrokkeihin (keskiarvo)	-3,9 %	

Lähde: Inderes, Thomson Reuters

Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Palvelut ja projektit													
Bravida Holding AB	74,85	1404	11,2	10,8	11,1	10,7	0,7	0,7	15,6	15,0	2,8	3,2	2,7
Spie SA	14,25	4124	10,8	10,3	8,7	8,4	0,6	0,6	8,9	8,2	4,5	4,9	1,4
Bilfinger SE	34,60	1528	12,8	8,6	7,9	5,9	0,4	0,3	16,5	10,9	3,1	3,7	1,1
Mitie Group PLC	132,00	784	7,6	6,8	5,7	5,3	0,3	0,3	8,1	7,1	3,0	3,1	
Mediaani			11,0	9,4	8,3	7,1	0,5	0,5	12,3	9,5	3,0	3,4	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			51 %	20 %	-16 %	-12 %	-11 %	-13 %	49 %	31 %	-10 %	40 %	78 %
Palvelut													
Coor Service Management Holding AB	77,10	821	22,9	19,9	13,5	12,3	0,9	0,8	19,0	16,6	4,5	4,6	3,6
Engie SA	13,33	57665	10,4	9,4	6,0	5,6	0,9	0,8	12,6	10,9	5,9	6,5	0,9
Lassila & Tikanoja Oyj	15,24	687	13,6	12,6	7,4	7,1	0,8	0,8	15,5	14,4	6,1	6,4	2,7
Mediaani			13,6	12,6	7,4	7,1	0,9	0,8	15,5	14,4	5,9	6,4	2,7
Erotus-% vrt. mediaani			22 %	-11 %	-6 %	-12 %	-50 %	-52 %	18 %	-13 %	-54 %	-25 %	-10 %
Kansainväliset palveluyritykset													
Sodexo SA	96,56	16569	13,8	13,0	10,9	10,2	0,8	0,8	18,5	17,1	2,8	3,0	3,9
Aramark	30,30	12832	12,9	12,1	8,7	8,2	0,9	0,9	12,9	11,5	1,4	1,5	2,2
Compass Group PLC	1685,00	34859	16,0	15,1	12,5	11,8	1,2	1,2	20,4	19,1	2,4	2,6	8,6
CBRE Group Inc	49,76	17023	14,4	13,4	9,6	9,2	0,8	0,8	14,2	13,3			2,9
Iss A/S	206,00	6548	12,2	11,1	9,4	8,6	0,6	0,6	14,7	13,1	3,9	4,1	2,7
Mediaani			13,8	13,0	9,6	9,2	0,8	0,8	14,7	13,3	2,6	2,8	2,9
Erotus-% vrt. mediaani			20 %	-13 %	-28 %	-32 %	-50 %	-50 %	25 %	-6 %	4 %	72 %	-16 %
Koko verrokkiryhmä													
Caverion (Inderes)	5,17	934	16,6	11,3	7,0	6,2	0,4	0,4	18,3	12,5	2,7	4,8	2,4
Keskiarvo			13,2	11,9	9,3	8,6	0,7	0,7	14,8	13,1	3,7	4,0	3,0
Mediaani			12,8	11,6	9,1	8,5	0,8	0,8	15,1	13,2	3,1	3,7	2,7
Erotus-% vrt. mediaani			30 %	-3 %	-23 %	-27 %	-47 %	-49 %	21 %	-5 %	-11 %	31 %	-10 %

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 liiketoiminnan ennustettavan kassavirran vuoksi, vaikka rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden. Se toimii kuitenkin vielä epävarman käänteen aikana tukena muulle arvonmääritykselle. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 6,0 euroa hyvin maltillisella tulevaisuuden skenaariolla. Arvo on korkeampi kuin kertoimien indikoima arvo ja tukee näin näkemystämme.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,0 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 3,5 %:iin liikevaihdosta. Taso on hyvin matala suhteessa potentiaaliin, mutta korkea suhteessa viime vuosien suorituksiin. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on noin 46 %, mikä on mielestämme suhteellisen pieni muihin yhtiöihin nähden, mutta korostaa oikeutetusti käänteen merkitystä yhtiölle. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,8 % ja oman pääoman kustannus on 10,1%. Olemme käyttäneet laskelmassa 20 %:n veroastetta. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 0,0 % ja beta 1,5x.

Tavoitehinta ja suositus

Nostamme Caverionin suosituksen lisää-puolelle (aik. vähennä) ja nostamme tavoitehintamme 5,6 euroon (aik. 5,5 euroa). Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin hyväksytyjä arvostuskertoimia pienemmällä painolla

verrokkiryhmää ja DCF-laskelmaa. Verrokeista tärkein, Bravida, on kuitenkin huomioitu jo hyväksyttävissä kertoimissa, joten verrokkiryhmä saa hieman pienemmän painoarvon kuin normaalisti.

Osake on mielestämme kurssilaskun vuoksi houkuttelevasti hinnoiteltu suhteessa lähivuosien tuloskasvunäkymiin, mutta epävarmuus käänteen suhteen rajaa nousuvaraa. Yhtiöllä on mielestämme paljon potentiaalia, mutta hyväksyttävän arvostustason nousu vaatii taakseen tuloskasvun aikaansaamista. Kannattavuuden kannalta kasvua on myös saatava aikaan, jota strategisten tavoitteiden tulisi vuoden lopulla tukea.

Yhtiön pystyessä saavuttamaan ennusteemme tai jopa ylittämään ne markkinatilanteen säilyessä samanaikaisesti kohtuullisena, näemme osakkeessa hyvinkin suurta nousuvaraa. Lyhyellä aikavälillä riski on markkinasentimentin kääntyminen jälleen negatiiviseksi, jolloin sykliset yhtiöt yleensä kärsivät defensiivisempiä yhtiöitä enemmän. Pidemmällä aikavälillä selkeä riski on markkinakasvun hyytyminen ja uudet projektiongelmien. Jälkisyklisenä yhtiönä mahdolliset negatiiviset vaikutukset esimerkiksi tuloskasvuun heijastuvat Caverioniin viiveellä, mutta osakemarkkinoilla hinnoittelu tehdään yleensä ennen käännettä. Mielestämme tämä koko toimialaa koskema riski on kuitenkin huomioitu perustellusti osakkeen tämän hetken hinnoittelussa. Mahdolliset tulospettymykset aiheuttaisivat kuitenkin painetta osakekursseihin.

Tavoitehinnan muodostuminen



Hyväksytty arvostus

P/E (oik.)	14,0
EV/EBITDA (oik.)	6,5
EV/EBIT (oik.)	12,0
Arvostusero verrokkeihin	0 %
DCF-laskelma	6,0

DCF-laskelma

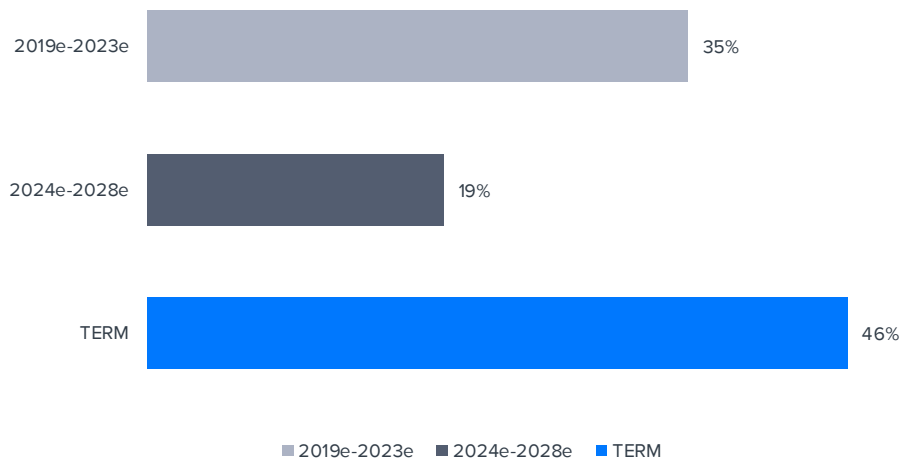
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	-35,9	65,7	78,6	94,9	113	122	114	105	94,8	69,8	72,2	
+ Kokonaispoistot	27,1	68,3	63,1	64,2	63,6	47,0	39,1	30,5	31,6	32,5	33,5	
- Maksetut verot	-5,3	-10,0	-13,4	-18,2	-23,9	-26,0	-24,2	-22,2	-19,9	-14,4	-15,0	
- verot rahoituskuluista	0,8	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
+ 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	29,4	-57,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	16,1	66,0	128	140	152	143	129	113	106	87,1	90,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-16,1	-160,9	-52,9	-22,3	-43,2	-37,6	-28,8	-32,3	-33,1	-34,1	-35,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,6	-95,0	74,8	118	109	105	99,7	80,5	72,6	53,0	54,6	
+/- Muut	-2,8	136	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	
Vapaa kassavirta	-3,4	41,3	71,1	114	105	101	96,0	76,8	68,9	49,3	50,9	990
Diskontattu vapaa kassavirta		38,5	60,9	90,0	76,0	67,3	58,6	43,1	35,5	23,4	22,2	431
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		947	908	848	758	682	614	556	512	477	454	431
Velaton arvo DCF		947										
- Korolliset velat		-158,1										
+ Rahavarat		51,2										
-Vähemmistöosuus		-1,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		839										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

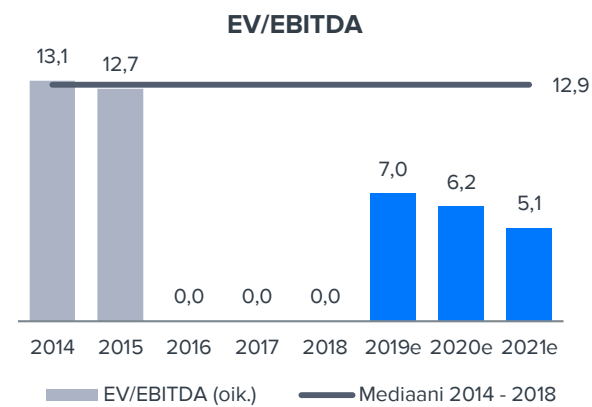
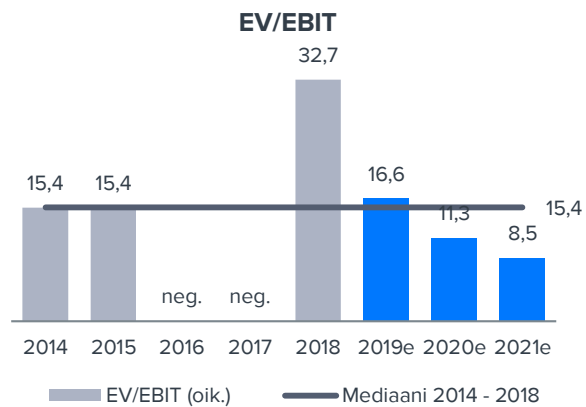
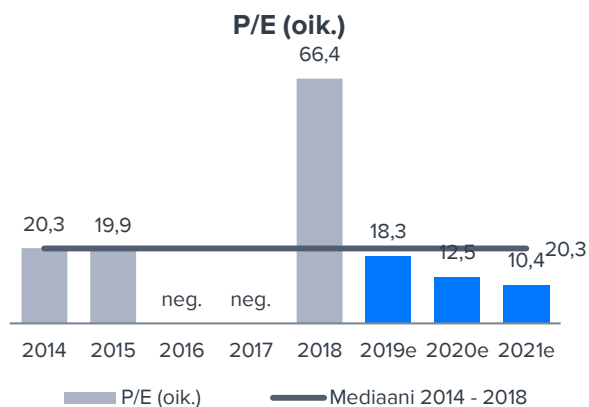
Rahavirran jakauma jaksoittain



Taulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	6,65	9,03	7,92	5,89	5,93	5,17	5,17	5,17	5,17
Osakemäärä, milj. kpl	125,1	125,1	125,1	125,1	127,0	138,9	138,9	138,9	138,9
Markkina-arvo	832	1130	991	737	753	718	718	718	718
Yritysarvo (EV)	884	1160	1131	802	861	934	885	809	748
P/E (oik.)	20,3	19,9	neg.	neg.	66,4	18,3	12,5	10,4	8,8
P/E	30,0	24,2	neg.	neg.	neg.	14,7	12,5	10,4	8,8
P/Kassavirta	10,5	22,1	neg.	neg.	neg.	17,4	10,1	6,3	6,8
P/B	3,5	4,4	6,1	3,1	3,0	2,4	2,2	2,7	2,3
P/S	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	13,1	12,7	neg.	>100	neg.	7,0	6,2	5,1	4,2
EV/EBIT (oik.)	15,4	15,4	neg.	neg.	32,7	16,6	11,3	8,5	6,6
Osinko/tulos (%)	99,3 %	75,2 %	0,0 %	0,0 %	neg.	40,2 %	60,0 %	60,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	3,3 %	3,1 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	2,7 %	4,8 %	5,8 %	7,3 %

Lähde: Inderes



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 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen 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 arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa-analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
4.3.2019	Lisää	5,60 €	5,17 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**