

Caverion

Laaja raportti

18/05/2020

Tuntuva potentiaali peittoaa epävarmuuden

Nostamme Caverionin tavoitehinnan 5,9 euroon (aik. 5,4 euroa) ja suosituksemme lisää-puolelle (aik. vähennä) laajan raportin yhteydessä tekemiämme muutoksia heijastellen. Caverion kohtaa lyhyellä aikavälillä kesken hyvin sujuneen strategiakauden markkinasta johtuvia haasteita. Näemme kuitenkin yhtiön tulospotentiaalin kantavan läpi epävarmuuden ajan. Tulevaisuudessa jatkuvien palveluiden kasvava osuus ja vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallin tarjoama vahva kassavirta- sekä tuottopotentiaali nostavat sekä yhtiön tulosta että hyväksyttävää arvostustasoa. Osakkeen hinnoittelu ei mielestämme täysin ota tätä potentiaalia huomioon ja tarjoaa mielestämme tarpeeksi houkuttelevan riski/tuottosuhteen.

Jatkuvien palveluiden osuuden nosto ja vähän pääomaa sitova liiketoiminta

Caverion on kiinteistöjen ja teollisuuden teknisiin projekteihin sekä palveluihin erikoistunut yhtiö. Yhtiön osaaminen jakaantuu laajalle rakennusten, infran sekä teollisuuden ja teollisten prosessien koko elinkaaren varrelle. Yhtiö toimii 11 maassa ja suurin osa liikevaihdosta tulee Pohjois-Euroopasta. Yhtiö on onnistunut kääntämään operatiivisen suorituksensa heikkojen vuosien jälkeen ja nyt olisi aika kasvaa. Osana tätä yhtiön tavoitteena on siirtyä projektivetoisesta (40 % liikevaihdosta vuonna 2019) liiketoiminnasta kohti jatkuvaa, vähempiriskistä ja kannattavampaa palveluliiketoimintaa (60 %). Tämä muutos yhdistettynä yhtiön vähän pääomaa sitovaan liiketoimintamalliin mahdollistaa vahvan kassavirran ja korkean pääoman tuoton tehden yhtiöstä mielenkiintoisen sijoituskohteen.

Strategian kasvuvaiheen tulisi alkaa, mutta markkinan riskitekijät painaa niskassa

Yhtiön vuodesta 2018 alkanut Kunnossa kasvuun -strategia on siirtynyt pääosin jo kasvuvaiheen puolelle, vaikka kannattavuus onkin parantunut hieman odotuksiamme hitaammin. Kuntoon-vaiheen osalta Projektityksikön kannattavuus on vielä tavoitetasojen alapuolella, mutta Palveluissa parantunut jo hyvälle tasolle. Kasvu hyvin kannattavissa divisioonissa/maissa on jo aloitettu. Yhtiö tavoittelee (mid term) yli 5,5 %:n oikaistua EBITA-marginaalia ja yli syklin 4 %:n orgaanista liikevaihdon kasvua. Kasvun osalta tavoite on mielestämme realistinen ja kannattavuuden osalta potentiaalia yhtiöllä on merkittävästi korkeammallakin. Vuoden 2019 tasosta (oik. EBITA-%: 3,2 %) parannus tavoitetasolle syntyy palveluiden kasvavasta osuudesta (2020e: 64 %) ja Projektien kannattavuuden noususta. Yli tavoitetasoon kannattavuuteen eväitä antaa kasvun, palveluiden edelleen kasvavan osuuden ja skaalautuvien digitaalisten palveluiden yhdistelmä. Näemme kuitenkin koronaviruksen luoman epävarmuuden heijastuvan myös yhtiöön ja hidastavan strategian etenemistä. Tästä huolimatta yhtiön tuloskasvupotentiaali on huomattava (EPS CAGR 19-21e: 33 %).

Tuntuva potentiaali peittoaa lyhyen aikavälin epävarmuuden

Yhtiön arvostuksessa näkyy vielä käänneyhtiön profilli ja odotukset tulosparannuksesta. Arvostus onkin kuluvana vuonna jo koholla, mutta laskee houkuttelevammalle tasolle ensi vuonna (2021e: EV/EBITDA: 6,3x, EV/EBIT: 12,7x, P/E: 15,5x). Yhtiön käypä arvo on myös nykyistä korkeampi ja pitkän aikavälin potentiaali nykytasoilta tarjoaa myös hyvän tuotto-odotuksen kärsivälliselle sijoittajalle. Koronaviruksen myötä epävarmuustekijät ovat lyhyellä aikavälillä selvästi koholla, mutta mielestämme yhtiön lähivuosien potentiaali ja arvostustaso tekevät osakkeen riski/tuottosuhteesta nyt houkuttelevan.

Analytytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Vähennä



5,9 EUR

Edellinen: 5,4 euroa

Osakekurssi: 5,43 EUR

Potentiaali: 8,7 %

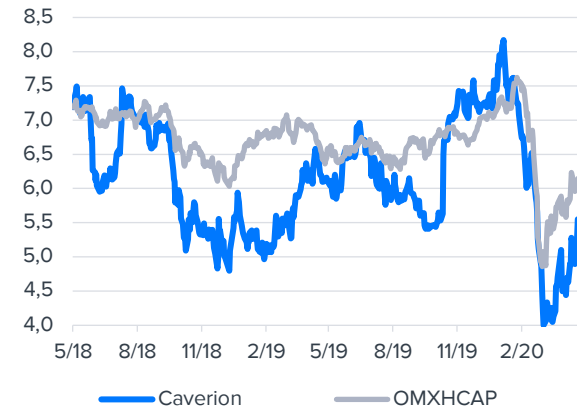
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	2123	2214	2246	2348
kasvu-%	-4 %	4 %	1 %	5 %
EBITA (oik.)	67,2	69,4	85,0	130,1
EBITA-% (oik.)	3,2 %	3,1 %	3,8 %	5,5 %
Nettotulos	22,6	31,4	48,5	86,6
EPS (oik.)	0,20	0,25	0,35	0,63

P/E (oik.)	36,4	21,3	15,5	8,6
P/B	4,3	3,4	3,0	2,4
Osinkotuotto-%	1,1 %	2,6 %	3,3 %	5,2 %
EV/EBIT (oik.)	26,9	16,7	12,7	6,9
EV/EBITDA	11,2	7,6	6,3	4,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4	0,3

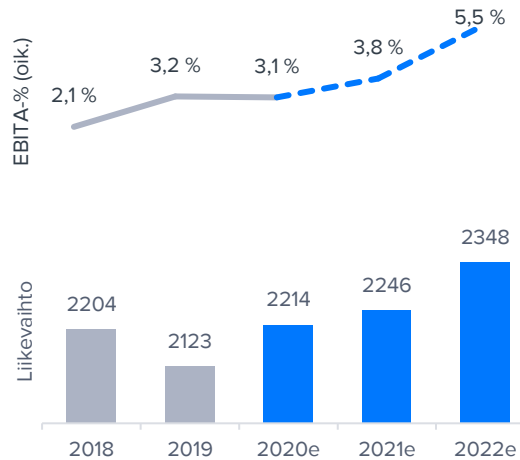
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

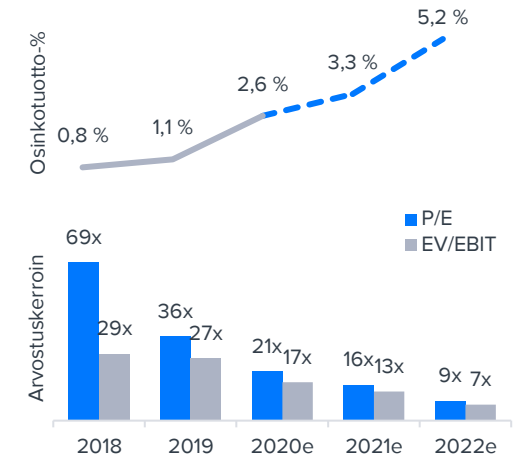


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja EBITA-% (oik.)



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

- Heikkojen divisioonien tuloskäänteen jatkuminen ja kasvuvaiheen aloittaminen
- Projekti-liiketoiminnan käänne
- Kannattavampien ja jatkuvan liikevaihdon omaavien palveluiden osuuden nousu
- Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli mahdollistaa vahvan kassavirran ja hyvän tuottopotentialin
- Tekniikan, automatisaation ja digitaalisuuden lisääntyminen sekä ympäristöarvojen ja energiatehokkuuden merkityksen kasvu tukevat kysyntänäkymiä



Riskitekijät

- Toimiala syklillä ja Palveluiden kasvu osin riippuvaista Projekteista
- Projektiliiketoiminnassa riskit ovat jatkuvia liiketoimintoja suurempia
- Markkina- ja suhdannekehitysriskit vaikeuttavat strategian toteutusta
- Suurimassa osassa yhtiön liiketoimintaa matalat alalietulon esteet ja kestävien kilpailuetujen puute rajaa kasvua sekä kannattavuuden parantamista



Arvostus

- Käänneyhtiön profiili
- Tulokasvuun ja lähivuosien potentiaaliin nähden houkutteleva arvostus
- Käypä arvo korkeammalla
- Pitkän aikavälin potentiaaliin nähden tuotto-odotus hyvä
- Korona ja talouden epävarmuus luo merkittäviä riskitekijöitä lyhyellä aikavälillä
- Sektorin kertoimet laskeneet maltillisille tasolle
- Palveluiden osuuden kasvun jatkuessa hyväksyttävässä arvostuksessa nousuvaraa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-12
Sijoitusprofiili	13-15
Markkina ja kilpailu	16-21
Strategia	22-28
Taloudellinen tilanne	29-33
Ennusteet	34-38
Arvonmääritys	39-47
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	48-50

Caverion lyhyesti

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

2013

Irtautuminen YIT:stä itsenäiseksi pörssiyhtiöksi

2123 MEUR (-3,7 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

67,2 MEUR (3,2 % lv:sta)

Oikaistu EBITA 2019

60 % / 40 %

Palvelut / Projektit (osuus liikevaihdosta 2019)

139 %

Kassakonversio (Operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja / käyttökate) vuonna 2019

30 000

Huoltokohdetta

> 10 000

Kiinteistöä etävalvonnassa

Noin 16 000

Henkilöstö 2019 lopussa

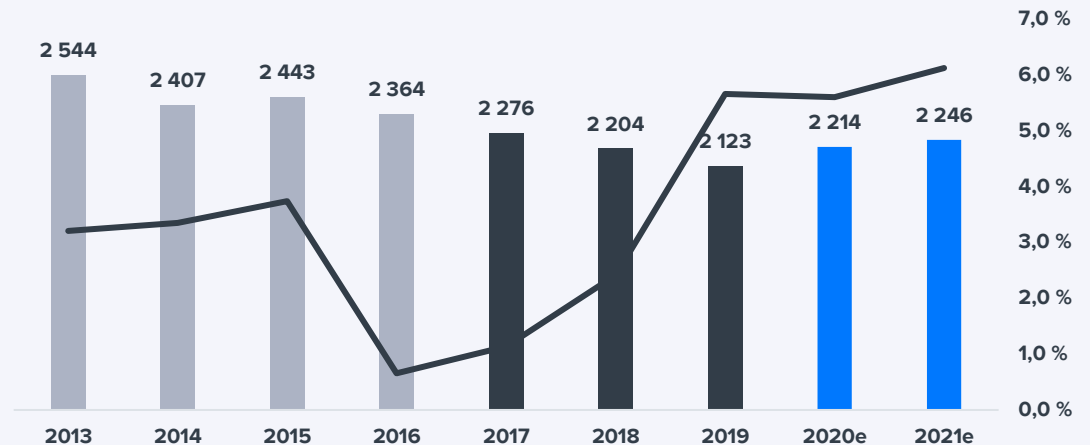
Lähde: Caverion, Inderes

Liikevaihdon ja oikaistun käyttökatemarginaalin kehitys

- Vuonna 2013 yhtiö irtautuu YIT:stä
- 2014-2016 strategian fokuksena kannattavuuden parannus
- Terve kasvu kannattavuuden parantamisen jälkeen
- Kannattavuus nousi vuoteen 2015 asti
- 2016 alkoi näkymään ongelmia projekteissa
- Saneeraustoimet ja alaskirjaukset rasittivat tulosta

- Yhtiö uusiutui
- 2017 julkistettiin uusi strategia vuosille 2018-2020
- Fokuksena kannattavuuden tervehdyttäminen ja kasvu valituilla alueilla
- 2018-2019 kannattavuus nousee ja liikevaihto laskee odotetusti
- 2019 strategia päivitettiin kasvuvaiheeseen

- 2020-2021e strategian kasvuvaihe voi kunnolla alkaa
- Operatiivinen suoritus paranee edelleen
- Palvelut nostavat osuuttaan
- Kannattavuus nousee kohti tavoitteita
- Talouden epävarmuus hidastaa strategian toteutusta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Kiinteistötekniikkaa ja teollisuuden palveluja

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

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

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

Euroopan johtavia toimijoita

Caverion toimii Pohjois-, Keski- ja Itä-Euroopassa yhteensä 11 maassa. Caverionin vuoden 2019 liikevaihto oli 2123 MEUR laskien vuoden 2018 tasosta noin 4 %:lla. Kannattavuus parani kuitenkin merkittävästi ja oikaistu EBITA-marginaali kipusi 3,2 %:iin vuoden 2018 noin 2,1 %:sta. Yhtiö on strategiansa mukaisesti laittanut kannattavuuttaan kuntoon ja nyt olisi aika strategian kasvuvaiheelle.

Yhtiön palveluita käytetään muun muassa toimistoissa, liikekiinteistöissä, asunnoissa,

julkisissa rakennuksissa, infrastruktuurissa sekä teollisuuslaitoksissa. Caverionilla on noin 16000 työntekijää, joista iso osa Suomessa ja Ruotsissa. Yhtiön toiminta on paljon keskittynyt Pohjoismaihin, mutta esimerkiksi Saksan ja Itävallan alue on yhtiölle myös tärkeä.

Muuntautumassa palveluyhtiöksi

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

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

Caverion

Yhtiön kohdealueet:

- Kiinteistöt
- Teollisuus
- Infrastruktuuri



Yhtiön tuotealueisiin kuuluu muun muassa:

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



Kumppanit



Toiminnot

Hankekehitys



Projektin toteutus



Tekninen ylläpito



Kiinteistöjohtaminen



Teollisuuden kunnossapito



Resurssit

Tekninen osaaminen



Henkilöstö



Vahvat asiakassuhteet



Liiketoimintaidea

Caverion tarjoaa kiinteistöihin ja teollisuuteen liittyviä teknisiä palveluja

Caverion

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

Liikevaihdon jakautuminen

Palvelut

60 %

Projektit

40 %

Kilpailu

Assemblin COOR

Pohjoismaat



QUATTRO mikenti group

ARE

KEMP & LAURITZEN

Keski-Eurooppa

SPIC

ORTER

APLEONA

Liikevaihto asiakassegmentin mukaan (2019)



Kustannusrakenne*



Tulovirran jakautuminen (2019)

Kiinteistötekniikan ratkaisut



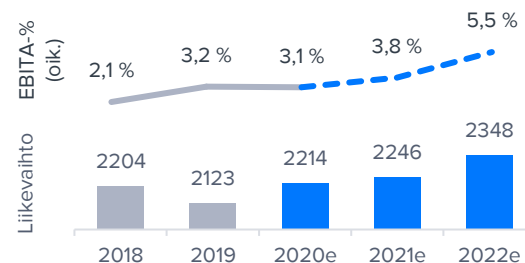
90 %

Teollisuuden ratkaisut



10 %

Liikevaihto 2123 m€
EBITA (oik.) 67,2 MEUR (2019)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintarakenne

Caverionin liiketoiminta perustuu nykyään kahteen segmenttiin tai liiketoimintayksikköön:

- **Projektit (40 % 2019 liikevaihdosta)**
- **Palvelut (60 % 2019 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. Vuoden 2019 yritysostojen myötä osuus kasvaa arviomme mukaan jo lähemmäs 64 % vuonna 2020.

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 2019 oli noin 1280 MEUR nousten vertailukaudesta lähes 6 %. Yhtiön Palvelut voidaan jakaa karkeasti pienempiin huolto- ja kunnossapitotöihin, teollisuuden kunnossapitoon ja kiinteistöjohtamisen palveluihin.

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

ServiFlex+ kiinteistöjen asiakkaille ja MP Intelligence -diagnosointi teollisuuteen). Digitaalisten palveluiden avulla pyritään yleisesti parantamaan asiakkaiden tuottavuutta, energiatehokkuutta, kustannustehokkuutta tai prosesseja. Lisäksi palvelut mahdollistavat esimerkiksi teollisuudelle monen työvaiheen etävalvonnan tai automatisoinnin (tuotantolinjojen valvonta antureilla).

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

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

Projektit

Projektit-liiketoimintayksikköön kuuluu niin isoja kuin pieniäkin talotekniikan ja kunnossapidon

projekteja. Yksikön liikevaihto vuonna 2018 oli noin 991 MEUR, joka oli noin 7 % vertailukauden alapuolella. Pääasiassa projektit ovat joko kilpailu-urakoita (tilaaja suunnittelee ja pyytää tarjouksia Caverionilta ja sen kilpailijoilta) tai suunnittelun ja toteutuksen sisältäviä Design & Build-projekteja.

Projektit ovat yleensä talotekniikan toimituksia uusiin tai korjattaviin kiinteistöihin tai isoja teollisuuden projektitoimituksia. Vuoden 2018 putkistoliiketoiminnan myynnin jälkeen teollisuuden projektit kuitenkin vähenivät huomattavasti. Projektien osuus liikevaihdosta 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 osaamista vaativissa erikoiskohteissa, kuten puhdastiloissa, tunnelijärjestelmissä, telematiikassa ja liikenteenohjausjärjestelmissä.

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Liiketoimintamalli

Projekteista palveluihin

Yhtiön liiketoiminta on hyvin pitkälti asiantuntijoihin pohjautuvaa asennus ja huoltotyötä. Alaa leimaa pieni kannattavuus, kustannusylitykset, 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 palveluiden lisäämistä liiketoiminnassaan, on projektiluonteisuus vahvasti läsnä yhtiön liiketoiminnassa. Merkittävä osa yhtiön jatkuvista palvelusopimuksista syntyy juuri projektien päätteeksi, kun yhtiö jää ylläpitämään omia toimittamiaan järjestelmiä tai vastaamaan kiinteistön tekniikan kunnossapidosta tehdyn urakan jälkeen. Näin ollen liiketoiminta on näkemyksemme mukaan syklistä ja alttiina etenkin yritysten investointi- ja laajennuspäätöksille sekä rakennusmarkkinoille.

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.

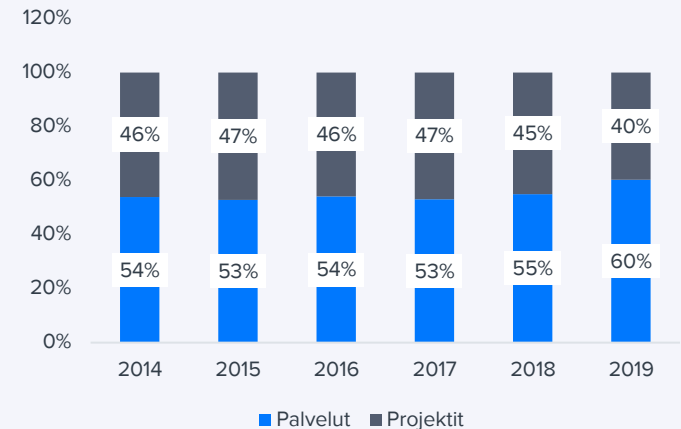
Suhdanteen hiljentyessä isojen projektien määrä vähenee, mutta palvelusopimuksien kesto ulottuu arviomme mukaan noin 2-3 vuoden sykleihin. Pidämme sopimusten uusimista hyvin todennäköisenä, mutta teknologinen kehitys ja varsinkin pienemmissä kiinteistöissä matalat alalletulon esteet vaikeuttavat toiminnan 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.

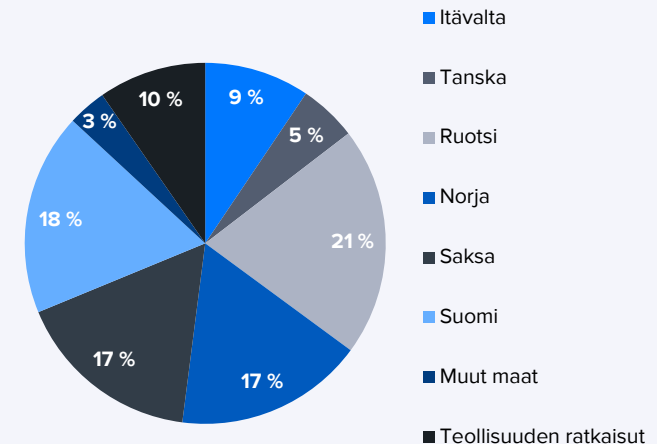
Liikevaihto laajalle hajautunut

Liikevaihdon jakautuminen on maantieteellisesti ja asiakkaan perusteella laajaa. Yhtiö jaottelee toimintansa 8 eri divisioonaan ja se toimii 11 eri maassa. Yhtiön liikevaihtoa ei hallitse mikään yksittäinen maa, mutta Ruotsi, Norja, Saksa ja Suomi edustavat noin 80 % yhtiön liikevaihdosta kukin noin 20 %:n osuudella. Lisäksi yhtiön liiketoiminta hajautuu eri aloille ja esimerkiksi teollisuuden sekä julkisen puolen asiakkaat tuovat yhtiön liikevaihdosta melkein puolet (45 % vuonna 2019).

Liikevaihdon jakauma liiketoimintayksiköittäin*



Liikevaihto divisioonittain vuonna 2019



Kiinteistön elinkaari ja Caverionin rooli

Caverionin rooli

- Tilaajien konsultointi
- Hankkeen arviointi
- Mahdollisten arviolaskelmien laatiminen

- Suunnittelu Design & Build-urakoissa
- Kilpailu-urakoinnissa tekee tarjouksen tilaajan suunnitelmien perusteella

- Projektin ohjaus
- Talotekniset järjestelmät LVIS
- Automaatio
- Tietotekniset järjestelmät
- Energiatehokkuus

- Käyttöönotto-testaus
- Teknisten järjestelmien säätäminen
- Käyttöönopastus
- Lisä- ja muutostyöt

- Teknisten järjestelmien ylläpito
- Kiinteistön huolto
- Järjestelmien ja kiinteistön valvonta

- Taloteknisten järjestelmien huolto ja päivitys
- Energiatehokkuuden lisääminen
- Digitalisaation implementointi

- Teknisten osien kierrätys ja uudelleenkäyttö

Hankekehitys

Suunnittelu

Rakentaminen

Valmistuminen

Käyttö

Peruskorjaus

Purku



Suunnittelu ja projektointi



Suunnittelu ja projektointi



Projektinjohto
Projektin toteutus



Projektinjohto
Projektin toteutus



Tekninen ylläpito
Kiinteistöjohtaminen



Tekninen ylläpito
Kiinteistöjohtaminen
Projektinjohto
Projektin toteutus



Tekninen ylläpito
Kiinteistöjohtaminen

Projektit

Projektit

Palvelut

Palvelut

Liiketoimintayksikkö

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Toimialalla muutosnopeus pieni, mutta teknologian kehitys uudistaa

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

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

Kustannukset pääosin muuttuvia ja skaalautuvuutta vaikea saavuttaa

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

henkilöstökuluihin sekä lisäksi ulkopuolisiin palveluihin. Yhtiön liiketoiminta on näkemyksemme mukaan hyvin riippuvainen henkilöstömäärästä, ja liikevaihdon kasvattamiseksi täytyy myös henkilöstömäärää kasvattaa. Yhtiöllä on jonkin verran digitaalisia palveluita esimerkiksi kiinteistöjen etävalvontaan liittyen, mutta näkemyksemme mukaan niiden osuus yhtiön toiminnasta on vielä suhteellisen matala, 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 hyvä kassavirta vakaan osingonmaksukyvyn.

Yhtiön pääomia on tarkoitus allokoida tietyn tärkeysjärjestyksen mukaan:

1) Investoinnit orgaaniseen kasvuun: digitaaliset palvelut ja tarjoaman laajentaminen

2) velkaantuneisuuden pienentäminen

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

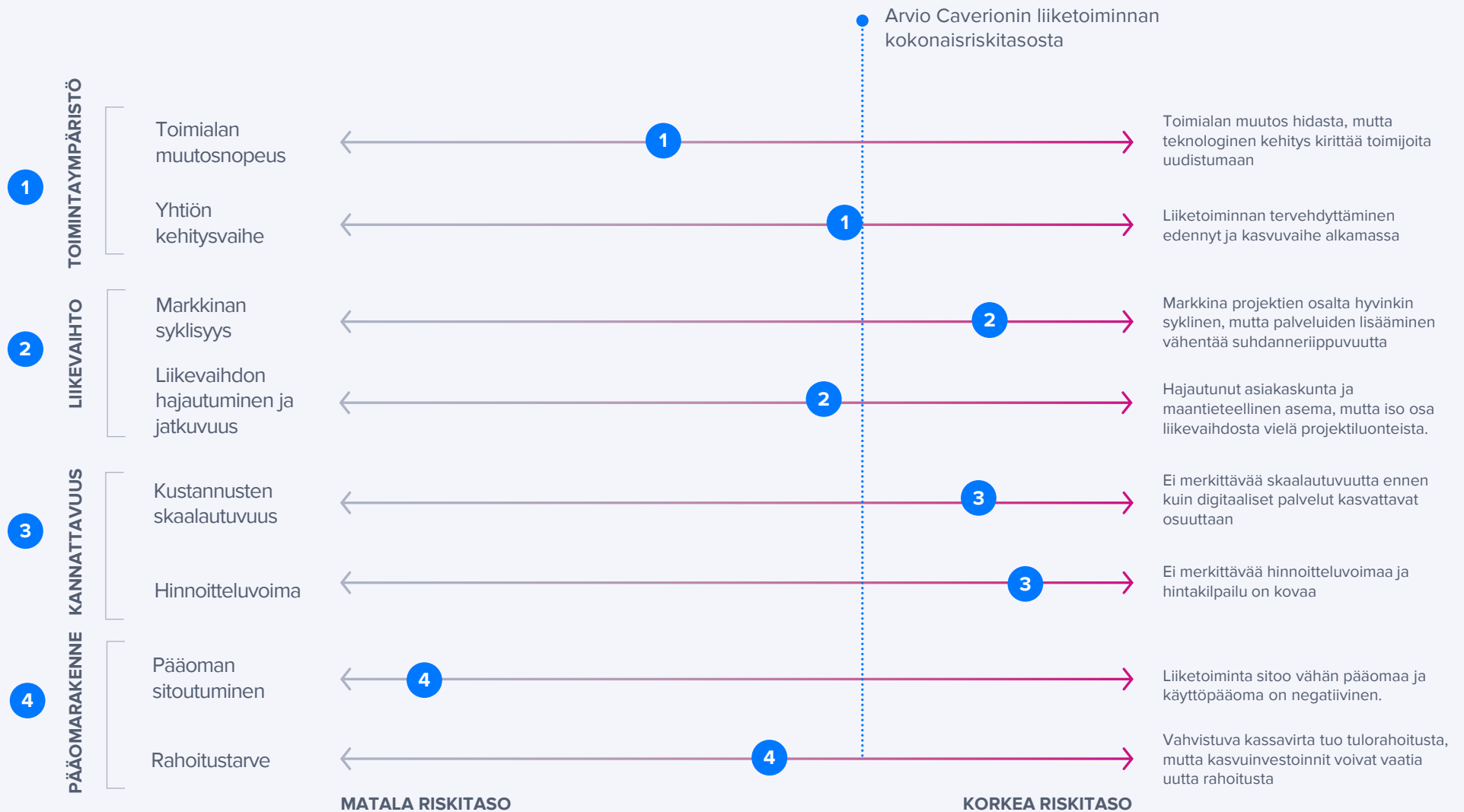
4) yrityskaupat: etenkin Palvelu-liiketoimintayksikössä, mutta vain operatiivisesti hyvin suoriutuvissa divisioonissa

Yhtiön bruttoinvestoinnit olivat vuonna 2019 noin 3,5 % liikevaihdosta (73,4 MEUR), kun ne vuonna 2018 olivat noin 0,8 % liikevaihdosta (17,5 MEUR). Itse liiketoimintaan yhtiön investointitarve on matala ja vuonna 2019 noin 9,4 MEUR investoinneista oli IT-järjestelmiin liittyvää ja muista investoinneista (64,0 MEUR) suurin osa meni yritysostoihin.

Velkaantuneisuutta yhtiö on saanut vähennettyä, kun velkaantuneisuusaste on laskenut vuoden 2016 noin 89 %:sta vuonna 2019 noin 13,7 %:iin (ilman IFRS 16). Nettovelka/käyttökate-tunnusluku on myös alle yhtiön tavoitteen (1,4x < 2,5x).

Kassavirta on vahvistunut, mutta rahoitustarvetta voi olla lähitulevaisuudessa yhtiön kasvuhankkeisiin tai lainojen uudelleenrahoitusta varten. Yhtiöllä oli suunnitelmassa alkuvuonna uudelleenrahoittaa hybridilainansa uudella hybridilainalla, mutta markkinan epävarmuudet lykkäsivät yhtiön suunnitelmia. Nyt kuitenkin alkukeväästä yhtiö julkaisi tiedon uuden hybridilainan liikkeellelaskusta ja vanhan lunastuksesta, jolla pyritään vahvistamaan yhtiön rahoitusasemaa ja huolehtimaan liiketoimintatarpeista.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Kannattavuus parantunut, mutta matkaa vielä on

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

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

Liikevaihdon kasvattamiseen ollaan jo päästy selkeästi muun muassa Suomen, Norjan, Itävallan ja Teollisuuden ratkaisujen divisioonissa, kun kannattavuus on yltänyt yhtiön tavoitteisiin. Sen sijaan Tanskassa ja Itä-Euroopassa uudelleenjärjestelytoimia jatketaan niiden heikon kannattavuuden ja suorituksen vuoksi.

Yhtiön käänne kohti yhtiön keskipitkällä aikavälillä tavoittelemaa yli 5,5 %:n oikaistua EBITA-marginaalia on vielä pahasti kesken, mutta suoritus on tähän mennessä ollut

rohkaiseva. Yhtiö on oikealla tiellä ja käänteen ennusmerkit vahvistuvat.

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

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 vain noin 10 % yhtiön liikevaihdosta tulee asuinrakentamisesta. Asuntomarkkinat ovat normaalisti eniten alttiita suhdannevaihteluille ja kokevat nopeampia muutoksia, joten alhainen

osuus asuntomarkkinoista voi hieman pehmentää markkinan heikentymisen vaikutuksia. Lisäksi talotekniikka on rakennushankkeissa viimeisimpiä työvaiheita, mikä osaltaan pitää aktiviteettia yllä vaikka hankkeiden aloitukset lähtisivätkin laskuun. Koska rakennusmarkkinoiden ja teollisuuden investointien vauhti tulee hidastumaan Suomessa, Euroopassa, ja Pohjoismaissa selvästi, mielestämme sijoittajien on perusteltua olla hieman huolissaan tilanteen kehityksestä, vaikka tilauksia tällä hetkellä riittääkin.

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 kolme 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 kääntymisen on merkittävä riski Caverionin tulokasvun kannalta, mutta yhtiön toimenpiteiden vuoksi vaikutukset tulevat olemaan mielestämme historiaa 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 vaativat kuitenkin jo liikevaihdon kasvua, kun kuluja ei voida loputtomasti karsia. Caverion etenee tällä hetkellä oikeaan suuntaan ja olemme luottavaisia positiivisen tuloskehityksen jatkumisen suhteen, mutta markkina hidastaa kehitystä.
- **Palveluiden osuuden kasvu:** Palvelut ovat suhdanteille vähemmän herkempiä, tasaisempia ja kannattavampia kuin useat projektit. Osuuden kasvu nostaa yhtiön tunnuslukuja ja yhtiölle hyväksyttävää arvostusta.
- **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 ja korkea tuottopotentiaali:** Caverionin liiketoiminta sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat pieniä. Yhtiön ja alan toimijoiden taseet ovat usein tämän vuoksi kevyitä, mikä mahdollistaa korkean pääoman tuoton.
- **Vahva kassavirta:** Vähän investointeja vaativa liiketoiminta tuottaa myös hyvin vuolasta kassavirtaa (kassakonversio 140 % vuonna 2019), jolla voi maksaa vahvaa osinkovirtaa tai tehdä tulevaisuuden investointeja.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariskit:** Caverionin projektien ja palveluiden kysyntä on riippuvaista sen asiakkaiden tilanteesta ja investoinneista. Asiakasyhtiöiden kysyntä on monilla sektoreilla syklistä, mikä tarkoittaa kysynnän vaihtelua. Nyt markkina on ollut pitkään vahva ja kohtaa ennennäkemättömän shokin.
- **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 on tukenut projektien valikoimista, mutta nyt markkinan heikentyessä vaihtoehdot voivat käydä vähiin. Liikkumavara projektien suhteen yhtiöllä on kuitenkin nyt parempi, kun ne edustavat pienempää osaa yhtiön liiketoiminnasta.
- **Riita-asiat ja pitkittyneet selvitykset:** Caverionin liiketoimintaan on historiassa kuulunut riita-asiat ja erimielisyydet asiakkaiden kanssa. Käsityksemme mukaan suurimmat epäselvyydet ovat nyt takanapäin ja riskit isoista kustannusvaikutuksista ovat pienempiä. Yhtiöllä on kuitenkin riskilistalla vielä yksi iso historian projekti, josta voi syntyä vielä ennakoimattomia kuluja.
- **Liikearvo:** Caverionin taseessa on paljon liikearvoa (2019: 367 MEUR) ja se on yksi suurimpia yksittäisiä tase-eriä. Suhteessa omaan pääomaan (2019: 229 MEUR) yhtiöllä on liikearvoa 160 %. Liikearvo ei sinänsä ole ongelma, jos markkina ja talous jatkaa tasaista oletuksien mukaista kasvuaan, mutta pitkittynyt taantuma tai heikko markkinajakso voi aiheuttaa niihin alaskirjauspaineita.
- **Valuutariskit:** Caverionin liiketoiminnasta noin 40-45 % tulee arviomme mukaan euromaiden ulkopuolelta, joten se on alttiina valuuttakurssien vaihteluille. Suurimmat altistukset ovat Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunulle. Esimerkiksi liikevaihto, liiketulos ja tilauskanta voivat kasvaa Ruotsin kruunuissa edellisvuodesta, mutta raportointivaluutan vahvistuminen Ruotsin kruunuun nähden voi johtaa päinvastaiseen raportoituhiin numeroihin. Tätä translaatoriskiä yhtiö ei suojaa, mutta Caverionin konserniyhtiöt ovat olleet vastuussa valuuttamääräiseen kassavirtaansa liittyvän valuuttakurssiriskin tunnistamisesta ja suojaamisesta. Kaikki sitoviin sopimuksiin perustuvat erät, jotka ylittävät 0,2 MEUR, on suojattava. Valuuttakurssierojen vaikutukset ovat kuitenkin olleet pieniä.

Sijoitusprofiili



1.

Käänneyhtiön tuloskasvupotentiaali

2.

Kannattavuuden tervehdyttäminen etenee

3.

Tasaisemman ja kannattavamman palveluliiketoiminnan osuuden nousu

4.

Kasvuvaiheen aloitus heikossa markkinassa

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



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

Toimiala ja markkina 1/2

Sekoitus rakennusalaa, 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.

Korona iskee myös Caverioniin

Suomessa ja Euroopassa on viime vuosina nautittu hyvästä rakentamisen kasvusta matalien korkojen, hyvän talouskasvun ja osin patoutuneen kysynnän myötä. Nyt odotettu kasvun hidastuminen tapahtuu nopeasti, kun koronaviruspandemia heijastuu markkinoille.

Koronavirus iskee myös Caverioniin useasta eri näkökulmasta, mutta mielestämme kolme

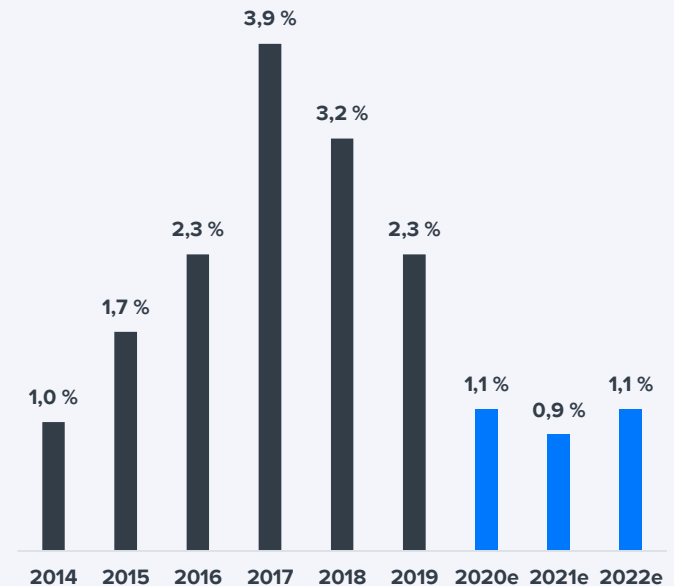
selkeintä ovat:

1. Resurssien saatavuus
2. Työmaiden ja tehtaiden rajoitukset
3. Talousvaikutukset

Ensimmäisenä ongelmana esiin nousi resurssien saatavuus. Materiaalien saatavuus heikentyi, kun globaalit tuotantoketjut eivät Kiinan sulkemisen myötä toimineet odotetusti. Tämän jälkeen useiden muiden maiden tuotantolaitosten sulkemiset tai tavaraliikenteen muut hidasteet ovat vaikeuttaneet erilaisten komponenttien saantia. Etenkin Caverionille tärkeät talotekniikkaan liittyvät materiaalit tulevat pääosin ulkomailta.

Toisekseen työvoiman saatavuuteen liittyy omat ongelmansa, kun rajoja on suljettu ympäri Eurooppaa ja vain välttämättömiin töihin voidaan mennä. Ulkomaisen työvoiman osuus esimerkiksi Saksassa ja Suomessa on tietyillä alueilla mm. rakentamisessa suurta. Työmaiden ja tehtaiden pyöriessä syntyy näistä edellä mainituista ongelmista usein vain hidasteita ja joitain ylimääräisiä kuluja, mutta maiden rajoitukset sulkea myös työmaita ja tehtaita veisivät yhtiöltä tulovirran ja jättäisivät usein kustannukset. Tämä voisi johtaa jo selvempiin taloudellisiin vaikutuksiin, jos maksuerät eivät pyörisi. Työmaiden sulkeminen voi johtaa myös pienempien aliurakoitsijoiden ongelmiin, jotka voivat seisauttaa koko rakennusprojektin, ellei korvaavia toimenpiteitä tehdä. Positiivista kuitenkin on, että nyt näitä rajoituksia on alettu jo purkamaan ympäri Eurooppaa ja useissa maissa työmaat ovat olleet normaalisti käynnissä koko ajan.

Euroopan rakentamisen määrä (Euroconstruct-ennuste 29.12.2019)



Toimiala ja markkina 2/2

Talousvaikutuksilla ja taantumalla tulee myös olemaan iso vaikutus. Yhtiön ala on riippuvainen valtioiden ja yritysten investoinneista. Nyt epävarmuuden aikaan on todennäköistä, että isommat uudet hankkeet ovat jäissä. Tämä tulee näkymään viiveellä yhtiöiden tuloksissa, sillä töitä vielä riittää. Ensi vuoden tilauskanta voi kuitenkin ruveta näyttämään nopeasti heikolta, jos tilanne pitkittyy.

Teollisuudessa ongelmat ovat samankaltaisia ja siellä myös investointien jäätyminen estää uusien hankkeiden käynnistymisen. Lisäksi huolto ja kunnossapito kärsii, sillä nyt tehdään vain äärimmäisen tärkeitä ja pakollisia tehtäviä. Usealla teollisuuden isot kevään kunnossapitoseisakit ovat jo siirtyneet tai ne on päätetty perua. Tämä tulee näkymään myös siis vakaissa teollisuuden kunnossapitopalveluissa. Tehtaille voi nykyisin olla jo myös vaikeampi päästä ulkopuolisena ja kriittisempiä huoltoja tehdään omalla porukalla. Jossain vaiheessa huollot on kuitenkin tehtävä, mikä luo kysyntää tilanteen rauhoittuessa.

Caverion ei kuitenkaan ole kriisin isoin kärsijä

Kriisi voi jollain tavalla edesauttaa toimialan siirtymistä etävalvontaan tai digitaalisuuteen ja näin Caverionin ratkaisuihin voi löytyä kysyntää. Lisäksi yhtiö palvelee asiakkaita monissa viranomaisien määrittelemissä yhteiskunnan kannalta kriittisissä toiminnoissa. Tähän liittyy esimerkiksi vedenjakelu, energiantuotanto, paloturvallisuus ja sähköinen viestintäverkosto sekä näiden ylläpito ja huolto. Lisäksi kriittisiin toimintoihin kuuluvat myös kriittisten kiinteistöjen, kuten sairaaloiden, hoitokotien, ruokakauppojen, sekä infran ylläpito ja huolto.

Caverionin markkinakasvu noin 3 % normaalissa tilanteessa

Virallisiin markkinaennusteisiin ei tällä hetkellä ole kovinkaan mielekästä nojata, sillä ne ovat vanhentuneet. Tämän vuoksi puhumme vain palveluiden ja projektien mahdollisesta kasvusta ilman koronan vaikutuksia. Kasvu tulee molemmilla hidastumaan lyhyellä aikavälillä, mutta näemme kasvun palautuvan ennustettuihin lukuihin keskipitkällä aikavälillä ellei talous vaivu pitkäkestoiseen taantumaa tai lamaan.

Caverion on itse arvioinut kokonaismarkkinan heidän alueellaan kasvavan vuosittain noin 3 %:n vuosivauhtia. Tämä on näkemyksemme mukaan suhteellisen hyvä arvio, sillä digitaalisten palveluiden ja älykkäiden teknologioiden kasvu auttaa yhtiön markkinoita kasvamaan hieman alueiden BKT:ta nopeammin (1-2 % p.a.).

Yhtiön projektiliiketoiminnan markkinakasvu seuraa arviomme mukaan suurin piirtein rakentamisen kasvua, mutta jälkisyklisesti hieman jälkijunassa. Arviomme mukaan projektien kasvu painuu tänä vuonna nollan tuntumaan (-2-0 %), mutta käynnissä olevat projektit tukevat vielä kasvua. Ensi vuonna lasku voi olla suurempaa epävarmuuden säilyessä (-3-5 %). Caverionilla lasku voi olla voimakkaampaa yhtiön valikoivuuden vähentäessä projektien määrää.

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 arviomme sen markkinakasvun olevan noin 3-7 % vuosittain. Tämän perusteella arvioimme Caverionin kiinteistöjen ja teollisuuden palveluiden painotetun markkinakasvun olevan noin 3-5 %:n tasolla normaalitilanteessa. Kuluva vuoden ja ensi vuoden aikana kasvu luultavasti hiipuu lähemmäs nollaa, mutta pitkät palvelusopimukset, teknologian kehittyminen, digitalisaatio pitävät kysyntää yllä lyhyen aikavälin hidasteista huolimatta.

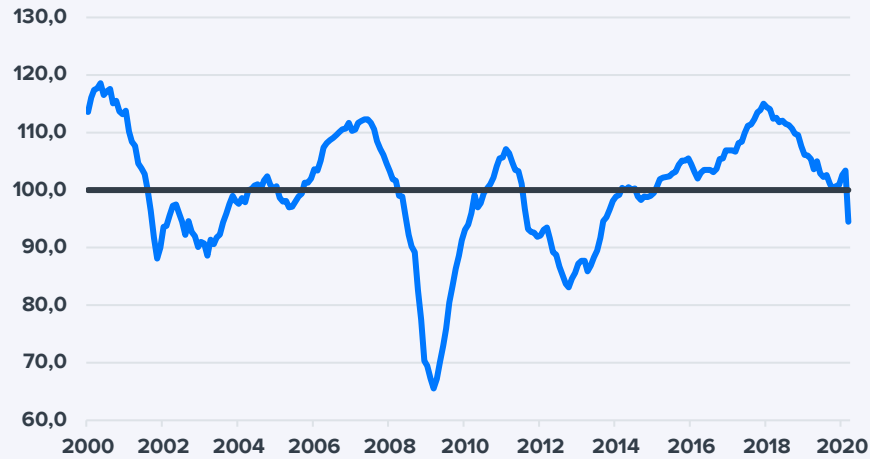
EPBD-direktiivin muutos yhtenä kasvuajurina

EU:n rakennusten energiatehokkuusdirektiivin määräykset (EPBD) astuivat voimaan 10.3.2020. Direktiivin muutoksen tarkoituksena on parantaa rakennusten energiatehokkuutta ja hillitä ilmastonmuutosta. Tavoitteiden saavuttamiseksi nopeutetaan olemassa olevien rakennusten kustannustehokkaita peruskorjauksia sekä lisätään älykkään teknologian käyttöä rakennuksissa, joka on hyvin linjassa myöhemmin esiteltävän Caverionin strategian kanssa.

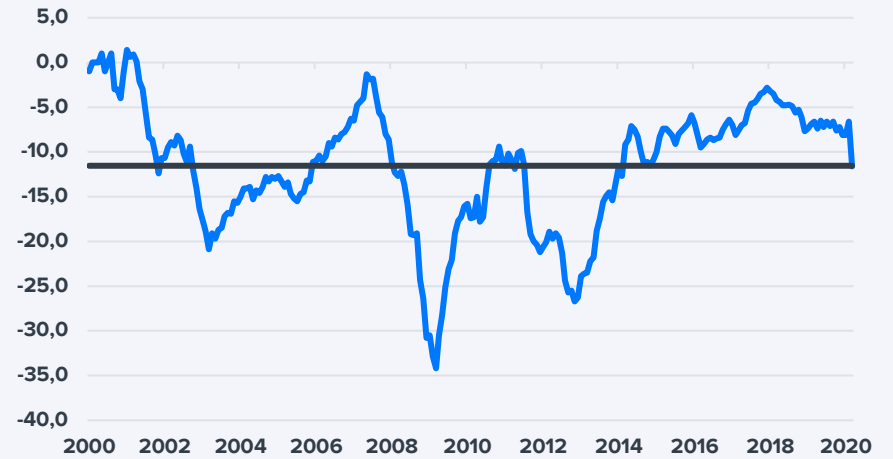
Uusien säädösten seurauksena esimerkiksi sähköautojen latausmahdollisuudet tulevat lisääntymään ja rakennusten lämmityksen ja ilmastoinnin seurantamahdollisuudet kehittyvät automatiikan avulla. Direktiivissä mm. edellytetään, että kiinteistötekniikan on oltava modernia, ja että automaatiolla on kyettävä mm. seuraamaan kiinteistön energiankulutusta, analysoimaan kiinteistön energiatehokkuutta sekä viestimään kiinteistön muiden teknisten järjestelmien kanssa.

Euroopan luottamusluvut selvästi laskusuunnassa

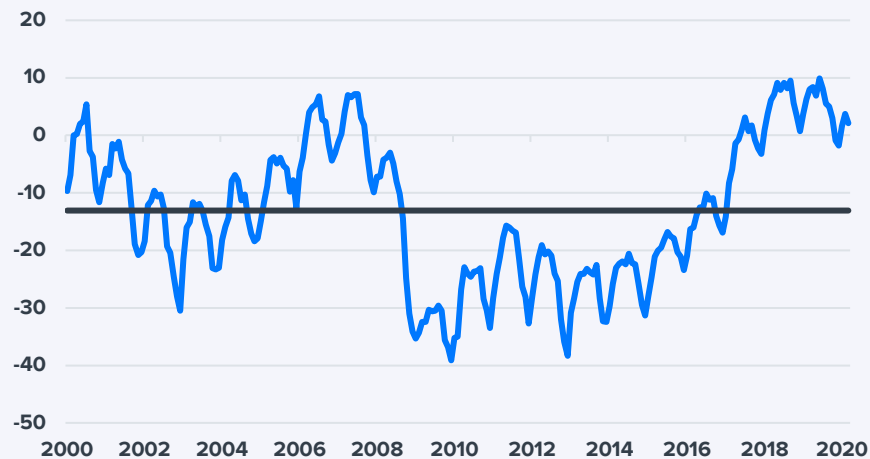
Elinkeinoelämän luottamus



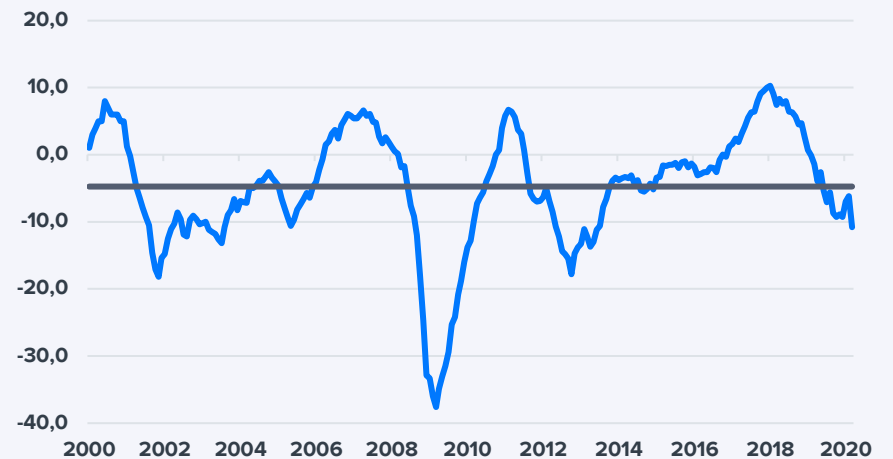
Kuluttajaluottamus



Rakennusalan luottamus



Teollisuuden luottamus



Markkinat Caverionin näkökulmasta

Palvelut

Projektit

Markkinakasvu*

4-6 %:n vuosikasvu, Caverion hakee markkinoita nopeampaa kasvua

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

Trendit

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

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

Caverionin vahvuudet

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

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

Caverionin heikkoudet

- 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. Suomessa ja Pohjoismaissa isoja kilpailijoita mm. Are, Bravida, Instalco, Assemblin. Keski-Euroopassa mm. Apleona, Ortner, Wisag ja SPIE.

Kilpailukenttä

Yhtiön keskeisiä kilpailijoita				
	Lyhyt kuvaus	Markkina-arvo (2019)	Liikevaihto (2019)	Henkilöstö
Pohjoismaat				
Bravida	Ruotsin markkinajohtaja ja hyvä Caverionin verrokki	1740 MEUR	1945 MEUR	11 722
Are	Suomalainen talotekniikan toimija	ei listattu	397 MEUR*	2873*
Instalco	Kovaa kasvanut ruotsalainen talotekniikan toimija	638 MEUR	425 MEUR	2 972
Assemblin	Ruotsalainen rakennusteknisten järjestelmien toimittaja	ei listattu	951 MEUR	5 901
Coor	Ruotsalainen kiinteistöpalveluyhtiö	750 MEUR	975 MEUR	9 300
Keski-Eurooppa				
SPIE	Monialainen kiinteistöjen palveluyhtiö Ranskasta	2850 MEUR	6927 MEUR	47 200
Apleona	Kiinteistömanageri ja palveluyhtiö Saksasta	ei listattu	2000 MEUR	> 20000
Caverion	Euroopan johtavia teknisten ratkaisujen ja palveluiden tuottajia	1000 MEUR	2123 MEUR	16 000

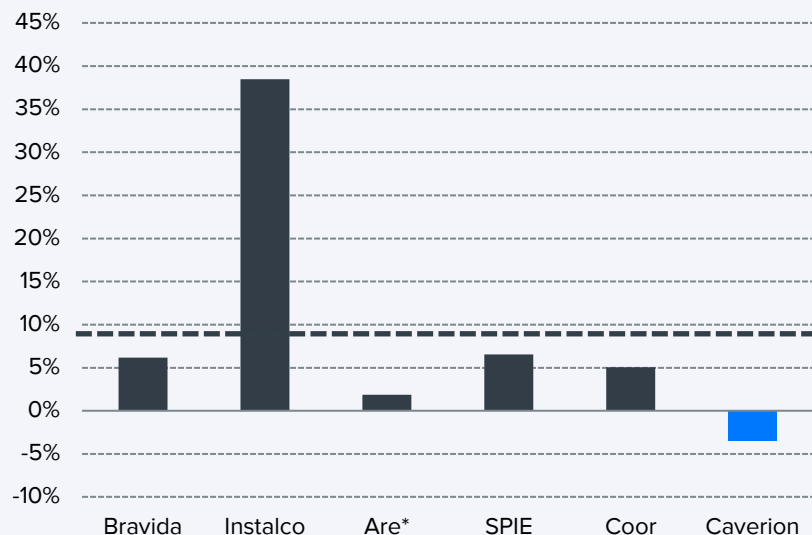
*Are (2018)

Markkinaosuudet

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

Caverionin kehitys toimialan verrokkeihin

Liikevaihdon kasvu (CAGR-%) 2015-2019



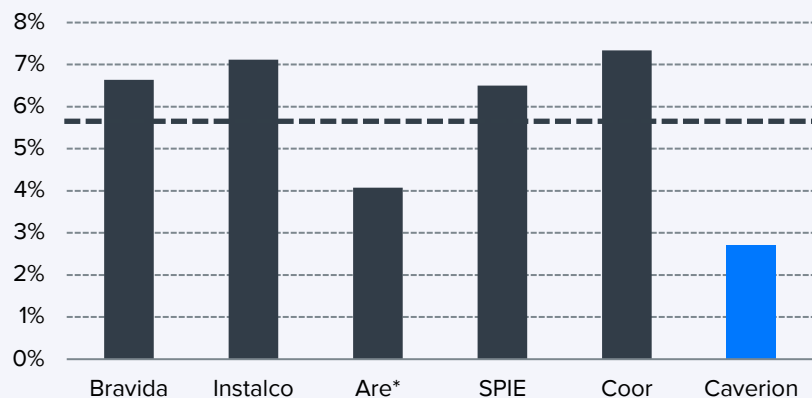
Inderesin kommentti:

Pääkilpailijat ovat kasvaneet viimeisen 5 vuoden aikana noin 3-5 %:n vauhtia (pl. Instalco). Orgaaninen kasvu on kuitenkin ollut vähäistä ja suurin osa kasvusta on tullut alan konsolidaatiosta. Caverionin kasvu on ollut tietoisestikin heikompaa, kun yhtiö on keskittynyt liiketoimintojen tervehdyttämiseen.

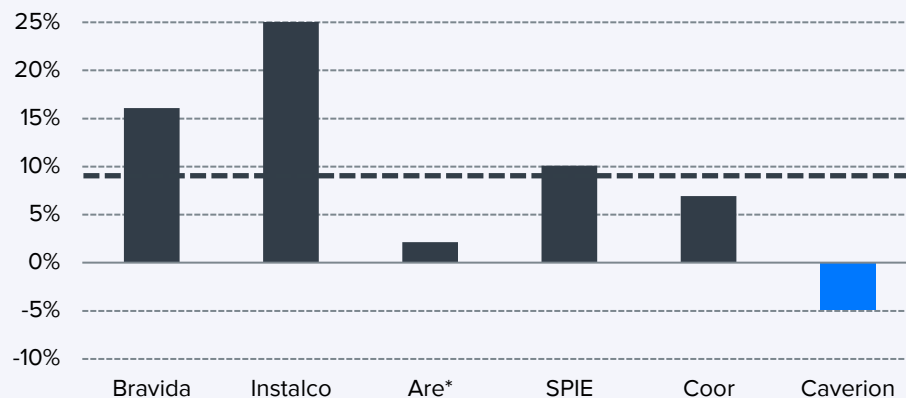
Toimialan kannattavuus on ollut suhteellisen heikkoa (ka. EBITDA-%: 5,7 %). Caverion on jäänyt verrokeistaan selvästi aikaisempien projektiongelmien vuoksi, vaikka ylsikin viime vuonna keskiarvoon (5,7 %). Graafi kuitenkin kuvastaa hyvin yhtiön potentiaalia, jos käänne etenee suunnitellusti.

Toimialalla on mahdollista saavuttaa korkeaa pääoman tuottoa, koska liiketoiminta ei sido merkittäviä pääomia. Caverionille lähimpien verrokkien (Bravida, Instalco) yli 15-25 %:n ROE-% kuvastaa mielestämme yhtiön potentiaalia hyvin.

EBITDA-% (5 vuoden ka.)



Oman pääoman tuotto (5 vuoden ka.)



Strategia 1/3

Kunnossa kasvuun -strategia

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

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

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

Kuntoon-vaihe

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

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

logistiikkaa ja kiinteitä kuluja.

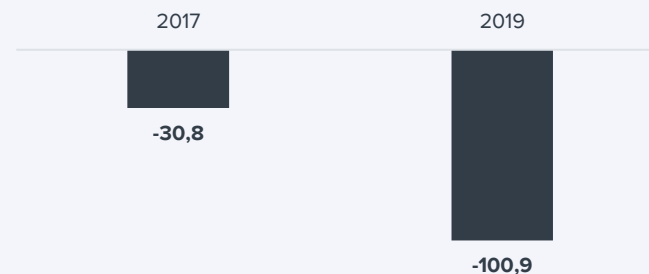
Strategian toteutus näkyy yhtiön luvuissa:

- Käyttöpääoma on laskenut
- Kannattavuus on parantunut
- Operatiivinen kassavirta on noussut

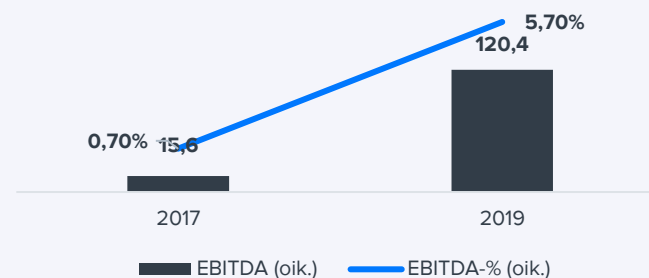
Käyttöpääomaa ollaan saatu laskettua yhtiön toimilla saamisten ja laskutuksen virtaviivaistamisella sekä vanhojen projektien loppuunsaattamisella. Kannattavuus on noussut yhtiön kiinteiden kulujen laskun ja liikevaihdon katerakenteen (palveluiden osuus kasvanut ja projektikannan kate noussut) parantumisen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

Kuntoon-vaihe edennyt hyvin

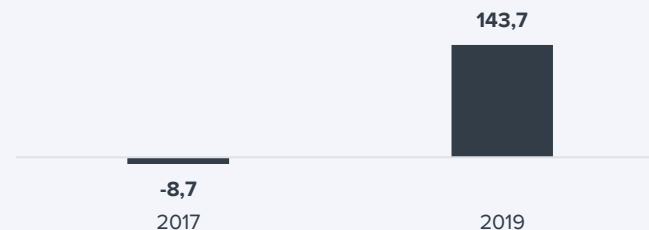
Käyttöpääomaa vapautunut merkittävästi



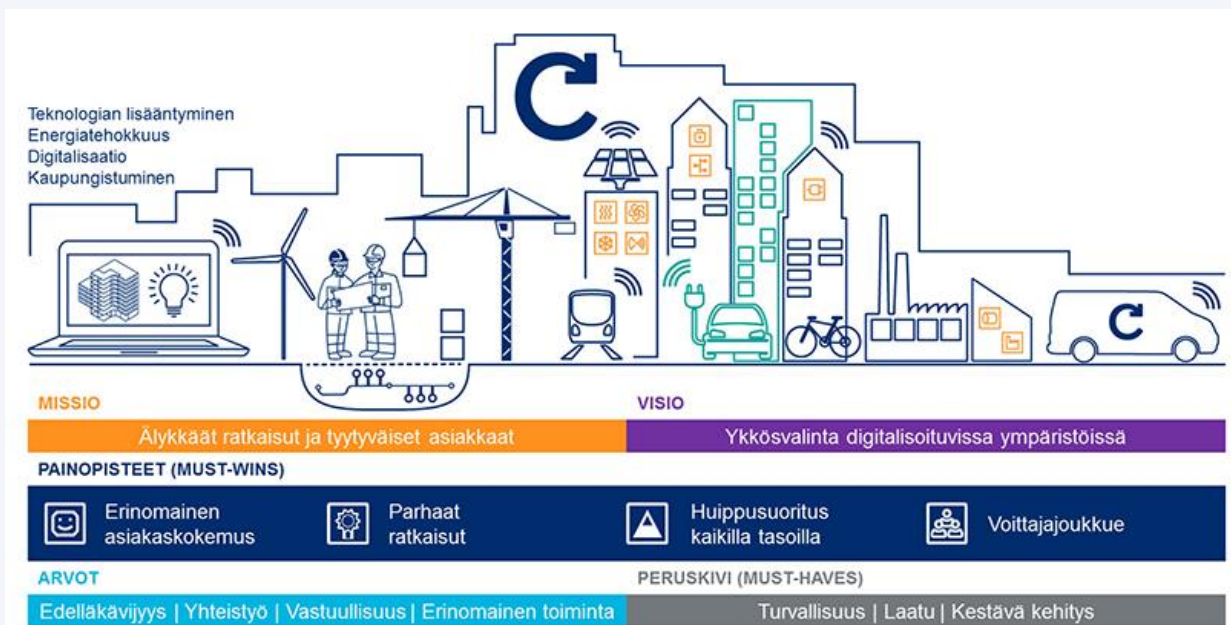
Kannattavuus parantunut selvästi



Parantunut kassavirta* luo nyt mahdollisuuksia investoida kasvuun



Strategian pohjana digitalisoituva ympäristö



Inderesin kommentti:

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

Investointikapasiteettia luovat

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



Inderesin kommentti:

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

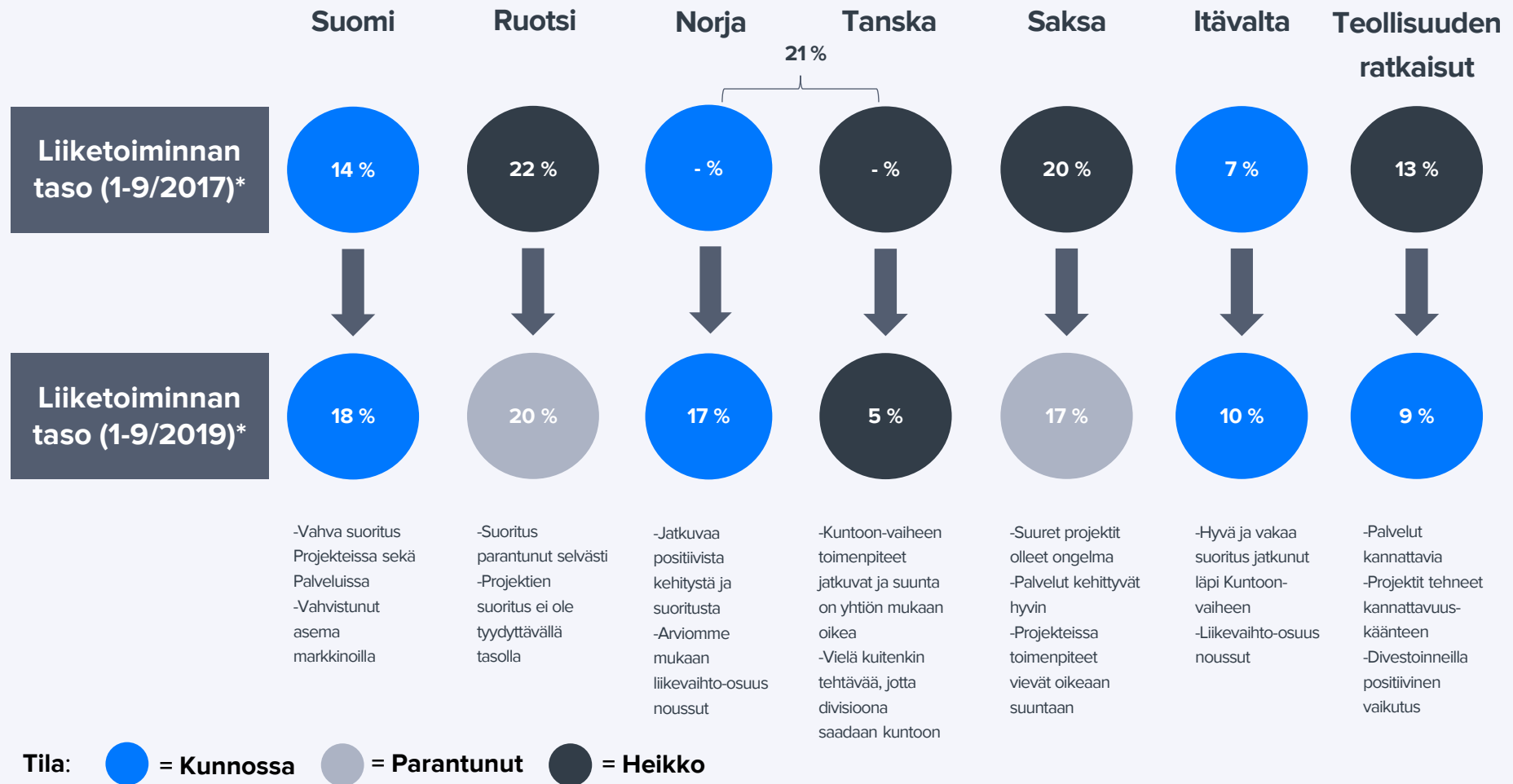
Tehostaminen ja kulujen karsiminen on pääosin nyt takana, mutta vaikein vaihe on näkemyksemme mukaan kuitenkin vasta alussa. Myös vanhan ja epäonnistuneen strategian alkuvaihe sujui suunnitelmallisesti, mutta kasvun saavuttaminen näyttäytyi vaikeammaksi haasteeksi. Nyt lisäksi epävarmuutta lisää koronan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

Esimerkkejä digitaalisista ratkaisuksista ja älykkäistä teknologioista

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



Divisioonien suoriutuminen ja liikevaihto-osuuden kehitys Kuntoon-vaiheessa



Tila: ● = Kunnossa ● = Parantunut ● = Heikko

%: liikevaihto-osuus

Strategia 2/3

Kasvu-vaiheessa haetaan tervettä kasvua

Kasvu-vaiheessa yhtiön on tarkoitus lähteä hakemaan liiketoimintojen kasvua. Kasvun kulmakivenä toimii etenkin Palvelut-liiketoiminta, jonka osuus yhtiön liikevaihdosta on tarkoitus nostaa yli vuoden 2020 ulottuvalla jaksolla tuottamaan yli kaksi kolmasosaa yhtiön liikevaihdosta (2019: 60 % liikevaihdosta). Vaikka projektien osuus tulee tulevaisuudessa oletettavasti pienenemään, on niiden merkitys Caverionille kuitenkin vielä suuri. Kuten aikaisemmin totesimme, projektit toimivat tärkeänä väylänä yhtiön Palvelut-liiketoiminnan kasvulle.

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

Taloudellisissa tavoitteissa kassavirta ja kannattavuus etusijalla

Viime vuoden CMD:n yhteydessä päivitettyissä taloudellisissa tavoitteissa Caverion asettaa edelleen hyvän kassavirran etusijoille, kun

kannattavuus on nyt saatu nostettu monella osa-alueella Kuntoon-tasolle.

Taloudelliset tavoitteet ovat pääpiirteissään samat kuin aikaisemmin, mutta Kasvuun-vaiheen tullessa konkreettiseksi, yhtiö asetti myös orgaanisen liikevaihdon tavoitteen. Myös Palveluiden kasvun tavoitellaan olevan edelleen suurempaa kuin markkinakasvu ja pidemmällä aikavälillä yli kaksi kolmasosaa yhtiön liikevaihdosta.

Strategia edennyt hyvin, mutta hieman odotuksia hitaammin

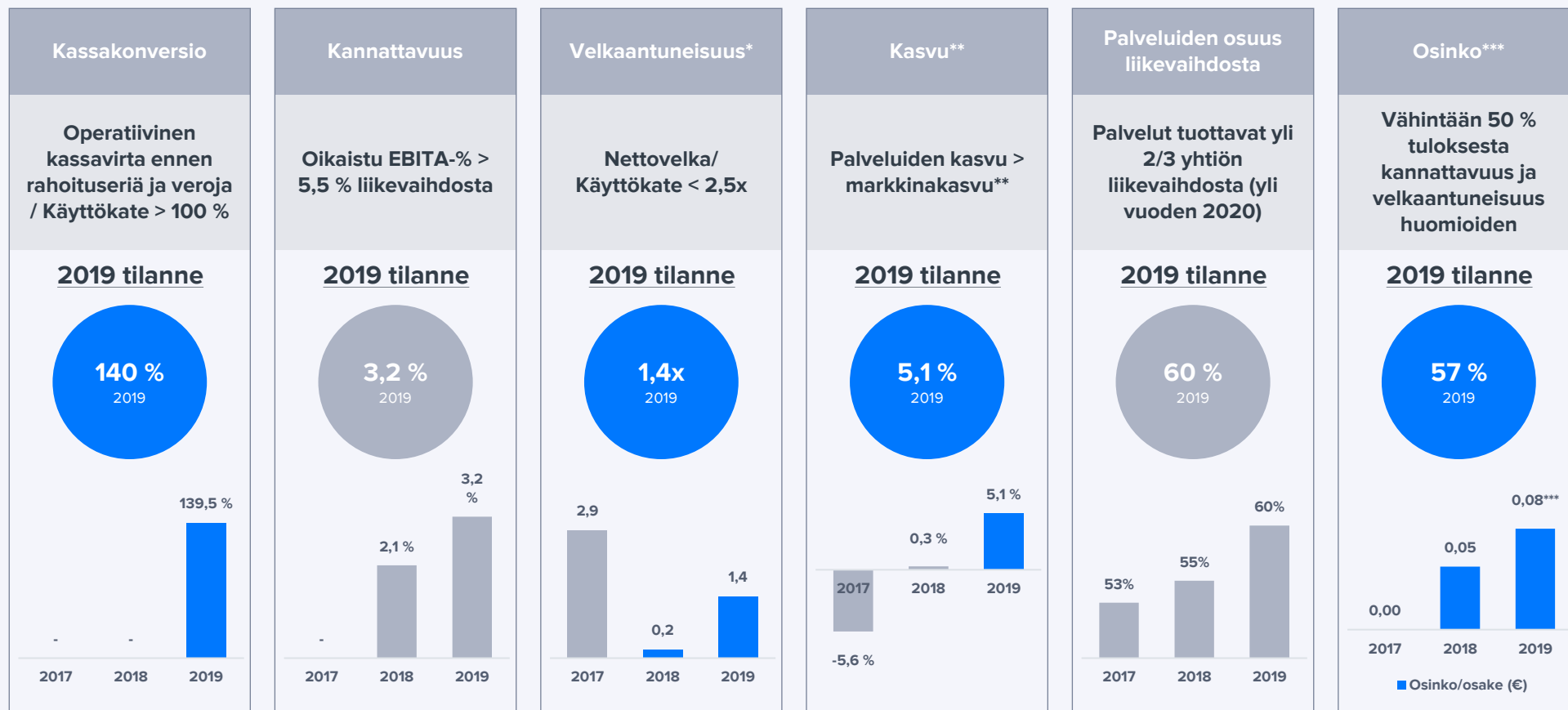
Yhtiö on strategiansa ensimmäisinä vuosina edennyt kohtuullisen hyvin taloudellisia tavoitteitansa kohti, kun kassakonversion, kasvun sekä velkaantuneisuuden tavoitteet täyttyivät jo ennen vuotta 2020. Käännöksen kannattavuudessa on kuitenkin ollut odotuksia hitaampi eikä tavoitetta tulla arviomme mukaan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

Yhtiö päivittikin myös tavoitteiden aikataulun CMD:nsä yhteydessä. Aikaisemmin taloudellisten tavoitteiden aikataulu ajoittui strategiakauden loppuun vuoteen 2020. Nyt taloudellisten tavoitteiden aikataulu on asetettu keskipitkälle aikavälille, mikä tarkoittaa noin 3-5 vuotta. Aikataulun pidentymisen vuoksi alkaa olla selvää, että käänne kannattavuudessa tulee etenemään aikaisempia odotuksiamme hitaammin. Myös koronavirus ja talouden alamäki tulevat aiheuttamaan paineita etenkin yhtiön kasvu- ja kannattavuustavoitteille.

Taloudelliset tavoitteet

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

Taloudelliset tavoitteet keskipitkällä aikavälillä (mid term)



= yli tavoitetason
 = alle tavoitetason

*Lainapankkien kanssa vahvistettujen laskentaperiaatteiden mukaisesti

**Inderes arvio

***hallituksen esitys: Caverionin hallitus ehdottaa 25.5.2020 pidettävälle varsinaiselle yhtiökokoukselle, että vuodelta 2019 vahvistettavan taseen perusteella ei jaeta osinkoa suoraan varsinaisen yhtiökokouksen päätöksellä, vaan että yhtiökokous valtuuttaa hallituksen päättämään tämän harkinnan mukaan enintään 0,08 euron osakekohtaisen osingon jakamisesta kertyneistä voittovaroista.

Strategia 3/3

Kannattavuuden potentiaali nykyistä korkeammalla

Kasvun ja kannattavuuden osalta pidämme tavoitteita realistisena kuitenkin lähivuosien aikana. Ennusteissamme odotamme liikevaihdon kasvun olevan vuoden 2021 jälkeen lähivuosina noin 4 % orgaanisesti, mutta Palveluliiketoiminnan osalta näemme kasvun olevan tätä korkeampi. Projektit-liiketoimintaa hidastaa näkemyksemme mukaan lähivuosina selvästi hidastuva rakennusmarkkina ja yhtiön valikoiva kohteiden tarjoaminen. Tähän lukuun ei kuitenkaan sisälly mahdolliset tulevat yritysostot, joten 5-10 %:n kasvu on yhtiölle kokonaisuudessaan näkemyksemme mukaan realistinen.

Oikaistun EBITA-%:n odotamme kasvavan 5,5 %:iin vuoteen 2022 mennessä. Aikaisemmin yhtiö odotti saavuttavansa yli 8 %:n oikaistun EBITDA-%:n vuoteen 2020 mennessä. Mittari on muuttunut, jotta se on IFRS 16-muutosten ja verrokkien kanssa paremmin vertailukelpoinen. Yhtiön tavoitetaso kannattavuudessa mittarin muutoksen myötä jopa hieman arviomme mukaan nousi. Laskelmiemme mukaan 5,5 %:n EBITA-% tarkoittaisi noin 8,1 %:n käyttökatetta.

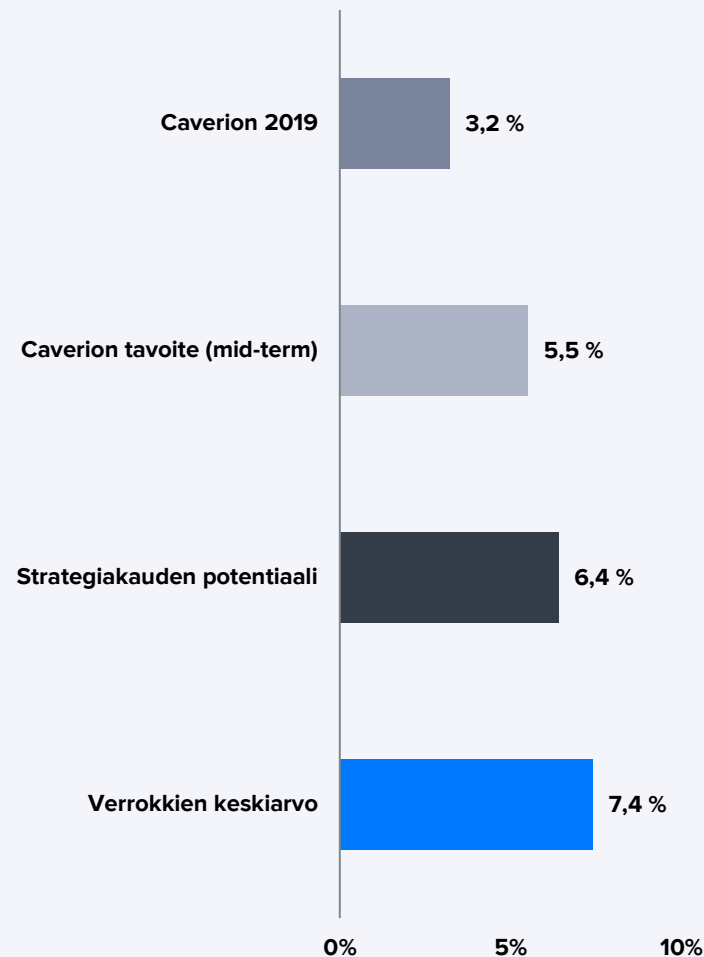
Aikaisempiin odotuksiin nähden on kuitenkin pettymys, että kannattavuus ei ole noussut niin nopeasti kuin aikaisemmin ajateltiin. Näkemyksemme mukaan on kuitenkin järkevää muuttaa tavoitteita ajoissa, jos niihin ei päästä. Näin välttyään myös vääriltä kannusteilta ja turhalta kiriselältä, mitä arviomme mukaan vuosien 2014-2016 strategiassa nähtiin.

Potentiaali kannattavuudessa on kuitenkin korkeammalla, vaikka matka sinne on hidastunutkin. Yhtiö on itse todennut yli 9 %:n käyttökatemarginaalin olevan realistinen strategiakauden aikana (keskipitkällä aikavälillä). EBITA:an muutettuna tämä tarkoittaisi karkeasti arviomme mukaan yli 6,4 %:n EBITA-marginaalia, kun vuonna 2019 yhtiö ylsi 3,2 %:n oikaistuun EBITA-marginaaliin.

Kannattavuuden nostaminen Kasvu-vaiheen aikana tulisi toteutua jatkuvilla Kuntoon-toimenpiteillä Projekteissa ja heikoissa divisioonissa, mutta ennen kaikkea kasvulla uusissa ja olemassaolevissa asiakkaissa sekä digitaalisissa palveluissa ja älykkäissä teknologioissa. Täyteen potentiaaliin vaaditaan myös selektiivisiä yritysostoja, jolla voidaan täydentää olemassa olevaa tarjontaa ja mahdollisesti tuoda uusia digitaalisia palveluita olemassa oleville asiakkaille ja kiinteistökannalle. Tästä hyvänä esimerkkinä on viime vuonna toteutettu digitaalisia pelastus- ja turvallisuusratkaisuja tarjoavan Pelsu Pelastussuunnitelman yritysosto.

Pidämme tavoitetta ja potentiaalista tasoa realistisena ja vertailukohteita voi hakea myös yhtiön lähimmistä pohjoismaisista verrokeista, joilla suoritus on ollut viimeisien vuosien aikana paljon vahvempaa. Yhdistettynä ruotsalaisten Bravidan ja Instalcon viimeisen 3 vuoden EBITA-marginaalin tason, saamme keskiarvoksi noin 7,4 %:iin, joka kuvastaa myös mielestämme Caverionin potentiaalia yli strategiakauden.

Kannattavuuspotentiaalia olisi korkeammalla (EBITA-% oik.)



Taloudellinen tilanne 1/4

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 tulostuksen mukana. Vuonna 2016 yhtiön tulos laski raskaasti tappiolle ja käyttökatemarginaali oli myös negatiivinen (-0,5 % EBITDA-%).

Vuodet 2017-2019 ovatkin olleet yhtiön kehityksessä vanhojen virheiden korjaamista. Liikevaihto on laskenut tasaisesti vuoden 2017

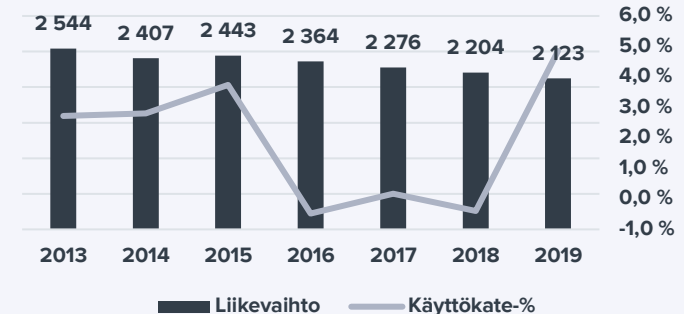
lopun noin 2276 MEUR:sta vuoden 2019 noin 2123 MEUR:oon. Liikevaihdon laskuun on vaikuttanut ei-ydinliiketoimintojen myynnit ja projektiliiketoiminnan vähentyminen. Liikevaihdon laskiessa tulos ja kannattavuus on kuitenkin parantunut merkittävästi.

Vuosi 2019 meni hyvään suuntaan

Vuonna 2019 yhtiön tuloskehitys oli nousujohteista, vaikka yhtiö pääsi juuri ja juuri antamaansa ohjeistukseen. Vuoden 2019 aikana yhtiö lähti toteuttamaan jo strategiansa Kasvuunvaihetta ja liikevaihto nousikin Palveluliiketoiminnassa jo 6 %. Projekteissa valikoiva lähestymistapa ja liiketoimintojen divestoinnit aiheuttivat liikevaihdon noin 15 % laskun, joka vei yhtiön liikevaihdon kokonaisuudessaan noin 3,7 % vuotta 2018 alemmas. Oikaistu käyttökate kasvoi 125 % noin 120,4 MEUR:oon vuoden 2018 53,5 MEUR:sta. Ohjeistuksena oli ylittää 120 MEUR ja siinä yhtiö juuri ja juuri onnistui. Oikaistu käyttökatemarginaali nousi 5,7 %:iin (2018: 2,4 %), mutta osaltaan tätä avitti IFRS 16 -muutokset. Oikaistu EBITA-marginaali (jota yhtiö nyt ohjeistaa ja käyttää taloudellisissa tavoitteissaan) nousi 3,2 %:iin vuoden 2018 noin 2,1 %:sta.

Raportin ja vuoden positiivista antia oli edelleen parantuva kassavirta sekä kassakonversio. Kuten strategia-osiossa oli nähtävissä, kassakonversio-% nousi 139,5 %:iin vuonna 2019. Kassakonversio periaatteessa kertoo kuinka hyvin yhtiön käyttökate muuntautuu yhtiön operatiiviseksi rahavirraksi ennen rahoituseriä ja veroja. Operatiivinen rahavirta ennen veroja ja rahoituseriä oli viime vuonna 143,7 MEUR, kun se vuonna 2018 oli 21,6 MEUR.

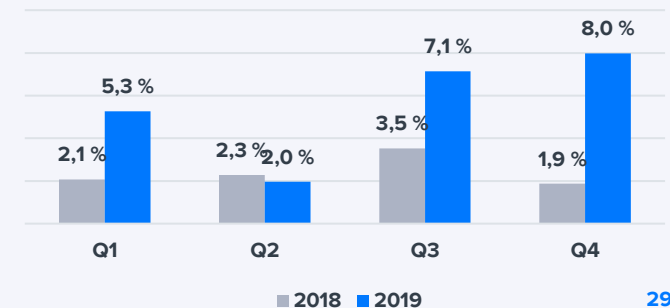
Liikevaihto laskenut jo pitkään, mutta kannattavuus näyttää piristymisen merkkejä



Vuonna 2019 Palveluiden liikevaihto lähti jo nousuun



Oikaistu EBITDA-% parani vuonna 2019 myös selvästi



Taloudellinen tilanne 2/4

Caverionin kulurakenne melko suoraviivainen

Caverionin liiketoiminnan kulurakenteessa (ennen poistoja ja rahoituskuluja) on kolme merkittävää kuluerää: ostetut aineet ja tarvikkeet, hankitut ulkopuoliset palvelut ja henkilöstökulut. Lisäksi yhtiö on saanut liiketoiminnan muita tuloja aikaisemmin muun muassa yritysmyynneistä 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 41 %:iin. Yhtiön keskipalkkoissa on ollut viime vuosina lievää laskua, vaikka sen kehitys riippuu myös työntekijämistä. Henkilöstökulut ovat lyhyellä tähtämellä melko kiinteä kuluerä, mutta pidemmällä tähtämellä siinä on myös jonkun verran joustovaraa. Uskomme yhtiön kulusäästötoimenpiteissä olevan vielä hieman tehostusvaraa ja sieltä saatavan myös osittaista kannattavuusparannusta.

Tehostustoimet näkyvät myös hankinnoissa

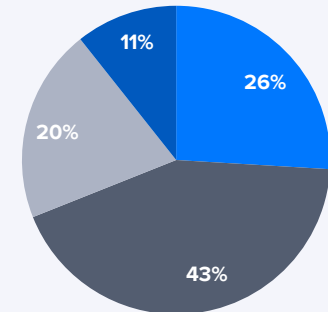
Caverionin kuluista toiseksi suurin osa kuuluu tuloslaskelman erään aineet ja tarvikkeet. Erä käsittää palveluiden ja projektien toteuttamiseen tarvittavien tuotteiden ja materiaalien kustannukset. Tämä täysin muuttuva kuluerä oli viime vuonna noin 25 % (2018: 26 %) yhtiön

liikevaihdosta. Osuudessa on ollut lievää laskua alaspäin viime vuosina ja tämä heijastelee arviomme mukaan tehostustoimien vaikutusta hankintoihin. Yhtiön kolmanneksi suurin kuluerä on ulkopuoliset palvelut, jotka ovat vastanneet reilua 19 % yhtiön liikevaihdosta viime vuosina, eikä siinä olla nähty merkittävää parannusta viime aikoina (2018: 19,3 %). Erä liikkuu pitkälti liikevaihdon mukana, kun projektien toteutukseen tai palveluiden tuottamiseen tarvitaan alihankkijoita.

Liiketoiminnan muissa kuluissa näkyy uudelleenjärjestelyn kustannukset

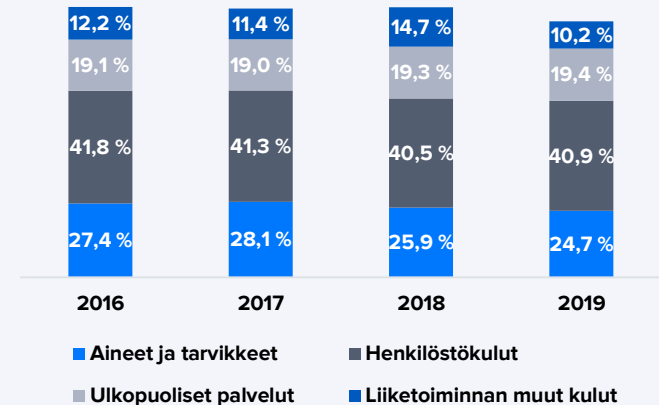
Neljänneksi suurin kuluerä on liiketoiminnan muut kulut, jonka osuus liikevaihdosta on laskenut noin 10 %:iin IFRS 16 -muutosten ja isoimpien kertaerien poistumisen (kartellisakko 2018) vuoksi (2018: 15 %). Aikaisempina vuosina kuluerä on ollut kasvussa erityisesti uudelleenjärjestelyihin liittyvien kulujen takia, mutta myös järjestelmien uudistamiseen liittyvien kulujen vuoksi. Hajanainen erä sisältää muun muassa kiinteistöjen ja laitteiden vuokrat, IT-järjestelmien kulut ja matkakuluja. Arviomme mukaan suurin osa uudelleenjärjestelykuluista on nyt toteutunut ja erä tulee absoluuttisesti sekä suhteellisesti laskemaan lähivuosina. Arviomme mukaan normaali taso yhtiölle olisi lähempänä 9-10 % liikevaihdosta. Erä on pääosin kiinteä ja Caverionin tapauksessa oikeastaan ainoita liiketoiminnan kasvuun hieman skaalautuvia kulueriä. Muuten Caverionin kulut ovat pääosin muuttuvia ja liikevaihdon kasvun myötä kasvavia.

Kustannusjakauma



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

Kulujen liikevaihto-osuus



Taloudellinen tilanne 3/4

Taseasema vahvistunut

Caverionin tase on vahvistunut viime vuosina ja vuoden 2019 lopussa tase oli jo hyvässä kunnossa. Ilman IFRS 16 -muutoksia tilinpäätöksessä yhtiön velkaantumisaste oli hyvällä 13,7 %:n tasolla (2018: 2,7 %) ja omavaraisuusaste oli 24,6 (2018: 30,2 %). Molemmissa on tapahtunut selkeä positiivinen muutos verrattuna ongelmavuoden 2016 lukuihin, jolloin nettovelkaantuneisuus lähenteli 90 % ja omavaraisuusaste oli laskenut alle 20 %:n. Ensimmäisen kvartaalin lopussa velkaantumisaste (ilman IFRS 16) oli 5,2 % (Q1'19: 12,5 %) ja omavaraisuusaste 25,1 % (24,6 %) parantuen hieman vertailukaudesta.

Ensimmäisen kvartaalin lopussa konsernin nettovelat (ilman IFRS 16) olivat 11,8 MEUR:ssa, kun Q1'19 nettovelkaa oli noin 27,1 MEUR. Yhtiöllä oli kuitenkin nettovelan lisäksi hybridilainaa taseessaan noin 66 MEUR:lla, joka heikentää taseen tunnuslukuja sijoittajan näkökulmasta. Laina kuitenkin lunastetaan pois kuluvan vuoden kesäkuussa ja korvataan pienemmällä hybridillä (35 MEUR).

Velkojen maturiteettijakauma tasaa taseen riskejä

Taseen loppusumma oli Q1'20 lopussa noin 1261 MEUR. Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli 229 MEUR (Q1'19: 217 MEUR), mikä on noussut yhtiön tuloksen mukana. Q1:n lopussa omaan pääomaan kuului 66 MEUR:n hybridilaina. Hybridilainaa käsitellään IFRS:n mukaisesti omana pääomana.

Pitkäaikaisesta velasta korotonta oli noin 94 MEUR ja noin 215 MEUR korollista. Korollisista veloista 90 MEUR on vuokrasopimusvelkoja (IFRS 16). Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 41 MEUR, joka kaikki koostui vuokrasopimusveloista.

Yhtiön velat erääntyvät pääosin vuoden 2021 jälkeen. Vuonna 2020 erääntyy noin 31 MEUR ja vuonna 2021 noin 35 MEUR, joten lähiaikoina yhtiöllä ei ole merkittävää tarvetta uudelleenrahoittaa lainojaan eikä erääntyvistä lainoista oletettavasti koidu yhtiölle likviditeetin suhteen ongelmia. Rahavarat olivat Q1'20 lopussa 113 MEUR ja näiden lisäksi likviditeettiä tukee tarvittaessa nostamattomat tili- ja luottolimiitit.

Käyttöpääoma negatiivinen

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

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

perspektiivistä seuraamisen arvoinen tekijä.

Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon on Caverionilla parantunut vuosien saatossa merkittävästi (2014: -0,9 % vs. 2019: -5,5 %). Mielestämme nykyinen taso on hyvin realistinen eteenpäin mentäessä ja ennusteissamme arvioimme käyttöpääoman olevan noin 5 % negatiivinen. Tämä on myös lähellä alan verrokkien tasoa.

Taseessa oli myös noin 40 MEUR varauksia, jotka liittyvät projektien onnistuneeseen suoritukseen (esim. kiistat). Muut velkapuolen tekijät liittyvät tavanomaisiin eriin kuten siirtovelkoihin ja muihin velkoihin.

Taseessa on paljon liikearvoa

Vastaavaa puolella taseessa korostuu liikearvo (Q1: 367 MEUR), joka vastaa noin 29 %:sta taseen loppusummasta. Liikearvo on kertynyt Caverionin useiden pienempien ja suurempien yritysostojen seurauksena vuosien varrella. Vuoden 2019 lopussa divisioonittain tarkasteltuna isoin liikearvo kohdistuu Suomeen (81 MEUR), Saksaan (78 MEUR), Norjaan (70 MEUR) ja Teollisuuden ratkaisuihin (66 MEUR). Emme näe liikearvolle merkittäviä uhkia alaskirjauksille muualla kuin Saksassa. Yhtiön 2019 vuosikertomuksessa esittelemän liikearvon herkkyyyslaskelman myötä liikevaihdon 10 %:n lasku ja liikevoiton 1 %:n lasku tai diskonttauskoron (WACC) 2 %-yksikön nousu johtaisi Saksan liikearvon alaskirjaukseen. Koronaviruksen luoman kysynnän laskun myötä voi tähän kohdistua paineita.

Taloudellinen tilanne 4/4

Likviditeettiasema hyvä

Caverionilla oli Q1'20 lopun taseessa noin 113 MEUR:n käteispositio, joka kasvoi viime vuodesta (Q1'19: 101 MEUR) vahvan kassavirran ansiosta. Vaikka yhtiön liiketoiminta ei vaadi isoja investointeja, olisi taseessa meidän mielestä hyvä olla liiketoiminnankin kannalta jonkin verran kassaa, jos markkinoilla tapahtuisi esimerkiksi jokin koronan kaltainen yllättävä shokki. Asiakkaiden maksaessa merkittäviä ennakkomaksuja projekteista, heidän täytyy myös olla varmoja siitä, että yhtiö pystyy toimittamaan tilatut palvelut ja tuotteet. Näin ollen taseen ja likviditeettiaseman täytyykin lähtökohtaisesti olla vahva.

Lyhytaikaisissa varoissa suurin erä on myyntisaamiset (Q1'20: 272 MEUR). Lisäksi lyhytaikaisissa varoissa on keskeneräisiä töitä osatuloutussaamisten muodossa, joita yhtiö ei ole vielä saanut valmiiksi tai laskutukseen. Saadut ennakot ja osatuloutus saamiset linkittyvät toisiinsa. Ennakoissa on laskutus, jonka määrä ylittää projektin valmistusasteen mukaisen tuloutuksen määrän. Osatuloutukseen merkitään taas se laskutus, jonka määrä alittaa valmistusasteen mukaisen tuloutuksen.

Rahoitusasema parantunut

Caverionin rahoitusasema on parantunut nopeasti viime vuosina ja on mielestämme tällä hetkellä vahva huomioiden liiketoiminnan hyvä tila. Yhtiön lainasta suurin osa on vaihtuvakorkoista ja keskiporko on noin 3 %.

Näemme yhtiön pitävän nykyisen velkatason ennallaan tai jopa lähivuotina kasvattavan sitä kasvutavoitteiden mukaisesti. Arvioimme nettorahoituskulujen pysyvän negatiivisina lähivuotina, 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. Jäljellä olevan 66,1 MEUR:n hybridilainan korko on kiinteä 4,625 % vuodessa, mikä tarkoittaa noin 3,1 MEUR:n korkokulua vuosittain. Tämä kuitenkin lunastetaan pois kesäkuussa ja sen tilalle tulee 35 MEUR:n hybridilaina, jonka korko on 6,75 % vuodessa. Tämän korkokulu on noin 2,4 MEUR vuodessa, mutta efektiivinen vaikutus ei ole näin korkea, koska kulut voidaan vähentää verotuksessa. Vuosittain vaikutus onkin lähempänä 1,9 MEUR raportoidun nettotuloksen jälkeen. Tämä tarkoittaa noin 0,01 euron negatiivista vaikutusta osakekohtaiseen tulokseen vuosittain niin kauan, kun hybridilaina on voimassa. Uudella lainalla ei ole eräpäivää, mutta Caverionilla on oikeus lunastaa laina takaisin ensimmäistä kertaa 15.5.2023.

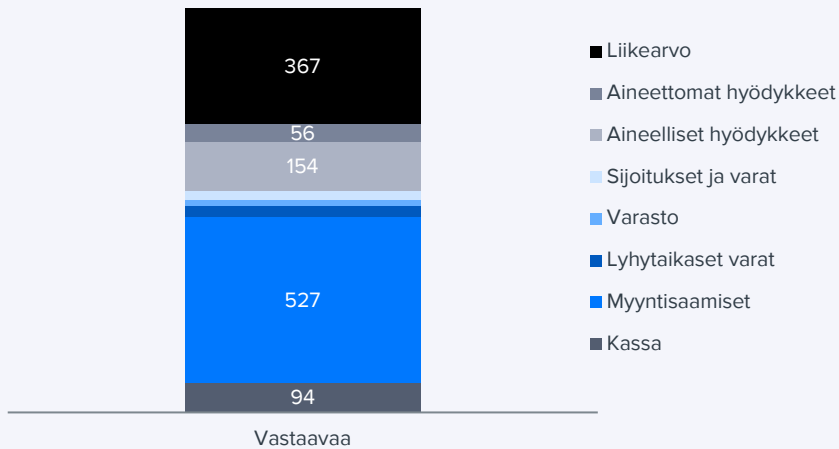
Nyt lunastettavalla 66 MEUR:n hybridilainalla ei myöskään ole ollut eräpäivää, mutta Caverionilla on ollut oikeus lunastaa laina takaisin ensimmäistä kertaa 16.6.2020 eli kuluvan vuoden kesäkuussa. Jos lainaa ei lunastettaisi nyt kesäkuussa, nousisi korko 500 korkopisteellä eli 5 %:lla. 5 %:n korotuksella

korko nousisi 9,625 %:iin, mikä olisi jo kalliimman puoleinen korko yhtiön muuten noin 3 %:n keskiporkoon nähden. Tämän vuoksi pidämme Caverionin suunnitelmia hyvinkin järkevinä.

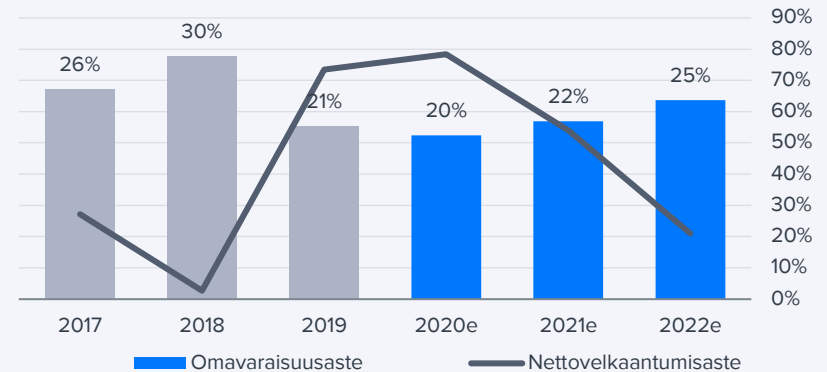
Uuden hybridin korko on tätä vanhaa hybridiä korkeampi, mutta se on yhtiön kannalta ns. hyvää rahaa, sillä se lasketaan omaksi pääomaksi. Osakesijoittajille kuuluvaa pääomaa se kuitenkin syö. Näemme, että yhtiön likviditeetti- ja kassa-asema on itsessään suhteellisen vahva selvitäkseen kriisistä kuivin jaloin, mutta orgaaniset ja mahdolliset ei-orgaaniset kasvumahdollisuudet voivat vaatia nopeastikin tämän kaltaista rahoitusta. Voikin olla mahdollista, että yhtiöltä kuullaan uusista avauksista kasvun suhteen lähiaikoina kaikesta epävarmuudesta huolimatta.

Taserakenne ja taseen avainluvut

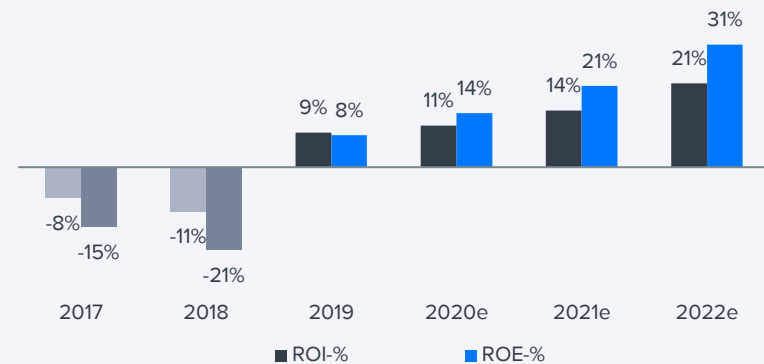
Taserakenne 2019



Taseen avainlukujen kehitys*



Pääoman tuottolukujen tulisi parantua kannattavuuden mukana



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 ennusteemme muodostuvat odottamastamme Caverionin toimintamaiden selkeästi hidastuvasta talouden sekä rakentamisen kasvusta. Rakentamisen merkittävä hidastuminen vaikuttaa etenkin projektiliiketoimintaan, mutta palveluliiketoiminta kestää suhdanteita paremmin. Koronaviruspandemia tulee näillä näkymin myös aiheuttamaan yhtiön liiketoimintaan lyhyellä aikavälillä isoja hidasteita, mutta pitkällä aikavälillä markkinan positiiviset ajurit ovat niskan päällä.

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

Emme ole käsitelleet raportissa yksityiskohtaisia ennusteita eri liiketoiminnoille tarkemmin, mutta taulukko-osioista löytyy myös niiden liikevaihtoennusteet. Yhtiö ei raportoi

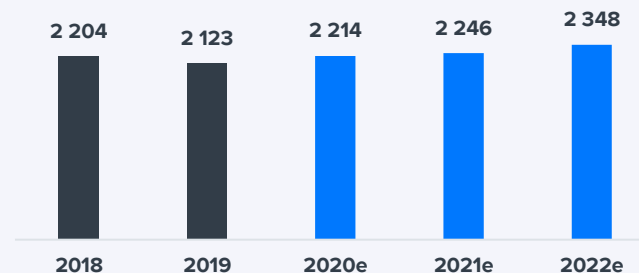
kannattavuuttaan eri liiketoimintayksiköissä, jonka vuoksi käsittelemme kannattavuutta yhtenä kokonaisuutena. Sijoittajien on kuitenkin hyvä ymmärtää, että Caverionilla on Palvelu- ja Projektliiketoiminnoissa huomattavasti erilaiset kannattavuuspotentiaalit, joita arvioimme aikaisemmassa laajassa raportissamme.

Vuonna 2020 korona iskee

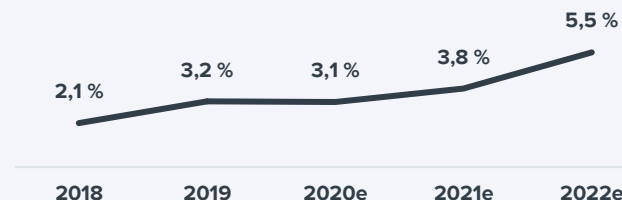
Ennustamme Caverionin liikevaihdon nousevan vuonna 2020 yritystestojen tukemana, mutta kannattavuuden nousun hiipuvan koronaviruspandemian aiheuttamien talous- ja rajoitusvaikutusten myötä. Kävimme aikaisemmin Markkinat-osiossa läpi kuinka korona tulee vaikuttamaan Caverioniin ja näemme tällä olevan ensisijaisesti hidastavia lyhytaikaisia vaikutuksia. Merkittävää orgaanista kasvua tai kannattavuusparannusta tämä kuitenkin tänä vuonna vaikeuttaa.

Odotamme liikevaihdon nousevan tänä vuonna kokonaisuudessaan 4,3 % noin 2214 MEUR:oon viime vuoden 2123 MEUR:sta. Yhtiö ei itse ohjeista liikevaihtoaan vuosittain, mutta havittelee noin 4 %:n orgaanista liikevaihdon kasvua yli syklin. Arvioimme yrityskauppojen vaikutuksen kasvuun olevan kuluvana vuonna noin 8 % ilman orgaanista kasvua. Näin ollen näemme orgaanisen kasvun olevan negatiivista kuluvana vuonna Caverionilla. Kasvua tukee Palvelut-liiketoiminta (2020e: + 9,9 %), mutta laskee edelleen Projektit-liiketoiminta (2020e: - 4,2 %) Yhtiö on edelleen valikoiva projekteissaan eikä markkinan hidastuminen tuo näihin liiketoimintoihin kasvua.

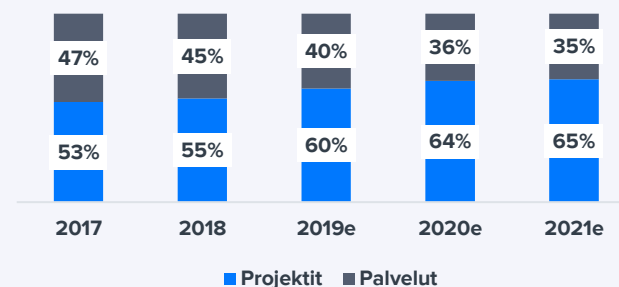
Liikevaihdon kasvua hidastaa epävarma markkina



Kannattavuus nousee lähemmäs kohti tavoitteita (oik. EBITA-%)



Palvelut nostavat osuuttaan



■ Projektit ■ Palvelut

Ennusteet 2/4

Palveluissa kasvua tukee etenkin toteutetut yritysostot ja palveluiden jatkuvuus sekä vahvana pysynyt tilauskanta, mutta Projekteissa epävarma markkinaympäristö hidastaa investointeja.

Kannattavuuden osalta emme odota ihmeitä kuluvan vuoden aikana, mutta näemme sen Kuntoon-toimenpiteiden jatkumisen myötä pysyvän suhteellisen vakaana. Tätä 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. Yhtiöllä on paljon parannusvaraa myös Projektien kannattavuudessa ja Palveluiden edelleen kasvava osuus tukee kannattavuuden nousua.

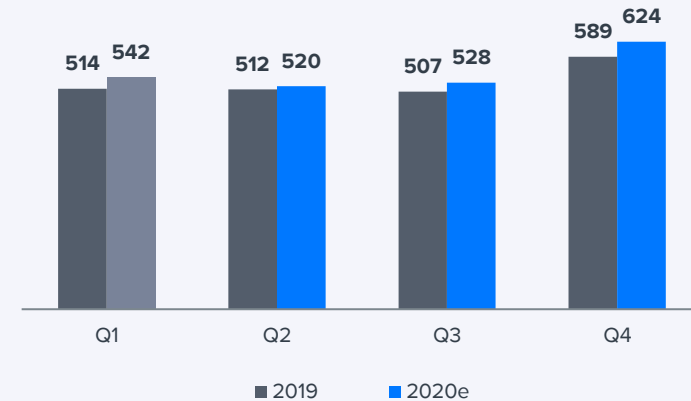
Lyhyellä aikavälillä kannattavuutta kuitenkin painaa mahdollisesti koronan aiheuttamat ylimääräiset kustannukset ja yritysostojen integraatiokulut. Loppuvuonna tilanteen tulisi helpottua ja siellä kannattavuuden tulisi olla jälleen vahvempaa. Yhtiön oikaistu EBITA nousee arviomme mukaan tänä vuonna 69,4 MEUR:oon viime vuoden 67,2 MEUR:sta ja marginaali laskee 3,1 %:iin (2019: 3,2 %). Yhtiö itse tavoittelee (mid term) yli 5,5 %:n EBITA-marginaalia, mutta näemme tämän nykytiedoin mahdollisena vasta vuoden 2022 jälkeen.

Alariveillä raportoitu osakekohtainen tulos nousee edellisvuoden tasosta selvästi, kun ennusteissamme rahoituskulut pysyvät suhteellisen stabiilina emmekä odota vastaavaa määrää oikaisueriä. Yhtiöllä on vielä yksi Saksan riskiprojekti käynnissä, josta voi tulla ylimääräisiä

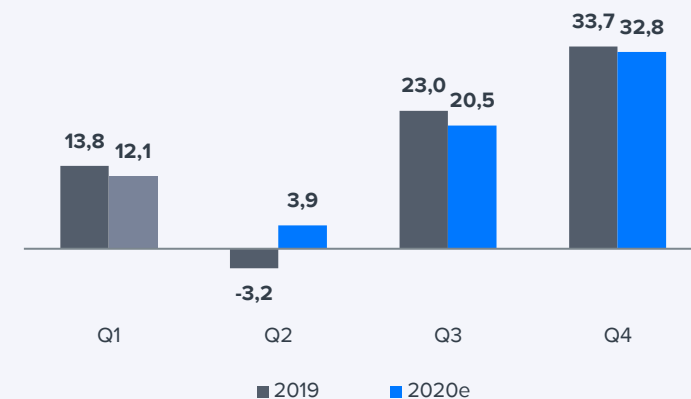
kuluja, mutta muuten isoja eriä ei pitäisi olla. Ennustamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen olevan vuonna 2020 0,22 euroa, kun se vuonna 2019 oli 0,14 euroa. Caverionin osakekohtaisessa tuloksessa on tärkeää huomata, että hybridilainan korot painavat suoraan osakekohtaista tulosta (eivät näy rahoituskuluissa) luonteensa takia. Vuosittain tämän uuden hybridilainan (35 MEUR) negatiivinen vaikutus on arviomme mukaan noin 0,01 euroa osakekohtaiseen tulokseen niin kauan kuin hybridilaina on voimassa.

Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme osingon nousevan 0,14 euroon viime vuoden 0,08 eurosta. Huomioitavaa on, että viime vuoden osinko ei tosin ole vielä varma, sillä se on vasta hallituksen esitys. Caverionin hallitus ehdottaa 25.5.2020 pidettävälle varsinaiselle yhtiökokoukselle, että vuodelta 2019 vahvistettavan taseen perusteella ei jaeta osinkoa suoraan yhtiökokouksen päätöksellä vaan, että yhtiökokous valtuuttaa hallituksen päättämään tämän harkinnan mukaan enintään 0,08 euron osakekohtaisen osingon jakamisesta kertyneistä voittovaroista. Tämän myötä osinko voi vielä peruuntuakin. Poliittikkansa mukaisesti yhtiö pyrkii jakamaan yli 50 % tuloksestaan omistajille kannattavuuden ja velka-aseman sen salliessa. Korostamme kuitenkin tässä vaiheessa, että osinko ei ole sijoittajille osakkeessa se tärkein ajuri ja sen leikkaantuminen voi olla muut liiketoiminnan tarpeet huomioiden mahdollista. Tärkeämpää on seurata kannattavuuden ja kasvun kehitystä.

Liikevaihdon kehitys kvartaaleittain



EBITA (oik.) kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 3/4

Vuonna 2021 markkina palaa hiljalleen

Ensi vuonna odotamme liikevaihdon olevan noin 2246 MEUR ja kasvavan noin 1,4 %:lla, mutta painottuen loppuvuoteen lyhyellä aikavälillä nähtävän epävarmuuden kasvun aiheuttaessa notkahduksen investointipäätöksiin. Kasvun odotamme olevan edelleen vahvinta Palveluissa (+2,1 %), mutta myös Projekteissa nähtävän jo pientä kasvua (+0,3 %). Oikaistun EBITA:n odotamme nousevan 85,0 MEUR:oon ja marginaalin parantuvan 3,8 %:iin. Ensi vuonna yhtiön kannattavuutta parantaa arviomme mukaan markkinakasvun piristyminen, kustannussäästötoimet, kunnossa olevien divisioonien kasvava määrä ja tervehtyneempi tilaus- ja projektikanta sekä edelleen kasvava palveluiden osuus.

Ajatuksenamme on, että yhtiö on saanut vuonna 2020 strategian Kuntoon-vaiheen päätökseen ja Kasvuun-vaihe voi todenteolla alkaa vuoden 2020 ja 2021 aikana. Olemme kuitenkin tässä vaiheessa vielä varovaisia kasvun suhteen markkinan epävarmasta suhdannekuvasta johtuen. Arvioimme, että orgaanisen kasvun lisäksi yhtiö tulee tekemään yritysostoja seuraavan kahden vuoden aikana ja ne tulevat olemaan myös iso osa kasvua lähitulevaisuudessa orgaanisen kasvun ollessa vähäistä. Näitä yritysostoja emme kuitenkaan ennusteissamme esitä niiden ajoitukseen ja kokoon liittyvän epävarmuuden vuoksi.

Vahva kasvu vuonna 2022 maltillistuu pitkälle aikavälille

Vuoden 2021 jälkeen näemme kasvun vahvistuvan yhtiön ja markkinan vakaamman

kehityksen myötä. Vuoden 2021 aikana tehdyt investoinnit alkavat näkymään ja kasvu pääsee kunnolla käyntiin. Jos 2020-2021 on suhdanteen heikoimpia vuosia, on kasvu oletettavasti hieman nopeampaa suhdanteen pohjien jälkeen vuosina 2022-2023, kun ala ja markkina yleisesti tulee jälkisyklisesti hieman talouskasvun perässä. Yhtiön kasvusta ja sen vahvuudesta ei olla saatu vielä oikein kunnolla viitteitä, mutta ennustamme liikevaihdon nousevan noin 5 %:lla vuonna 2022 ja vuonna 2023 olevan noin 4 %, josta se hiipuu hiljalleen pitkällä aikavälillä noin 1 %:iin. Yhtiö hakee itse tavoitteissaan yli 4 %:n orgaanista liikevaihdon kasvua yli syklin. Yli syklin tarkoitetaan tässä tapauksessa suhdanteiden yli katsovia kasvuprosentteja. Vuosien 2021-2026 aikana ennusteemme kasvulle on keskimäärin noin 3,7 % vuosittain ollen hieman alle yhtiön yli syklin orgaanisen kasvun tavoitteiden kanssa.

Yhtiön kannattavuusparannus on saatu liikkeelle, mutta meidän mielestämme tavoitteisiin (yli 5,5 % EBITA-%) on kuitenkin vielä matkaa. Lähivuosina odottamamme kannattavuuden parannus syntyy yhtiön tehdyistä (kunnossa olevat divisioonat) ja tekemättömistä (ei kunnossa olevat divisioonat) tehostustoimista, palveluiden osuuden kasvusta, yleisestä kustannuspaineiden laskusta, tilauskannan paremmasta katerakenteesta ja nyt myös liikevaihdon kasvusta.

Yhtiön nykyiset strategiset tavoitteet Palveluiden osuuden kasvattamiseksi tulee arviomme mukaan näkymään selvästi yhtiön liiketoiminnan kannattavuudessa. Isoin parannuspotentiaali on kuitenkin nyt lyhyellä tähtäimellä Projektit-liiketoiminnan kääntämisessä selvästi positiivisen puolelle. Käänte on Projekteissa ollut

odotuksiamme hitaampaa, mutta odotamme sen pääsevän hyvään alkuun kuluvana vuonna ja näin tukien yhtiön odotettua isoa kannattavuusparannusta lähivuosille. Projektien tulokunnan parannuksella yhtiö voisi jo päästä lähemmäs tavoitteitaan arviomme mukaan, mutta koronan vaikutukset tulevat kuitenkin hidastamaan parannusta merkittävästi, kun projektien kysyntäympäristö heikkenee.

Projektien ollessa kunnossa voi entisestään kasvava Palveluiden osuus nostaa kannattavuuden jo yli yhtiön tavoitteiden. Pidemmälle aikavälille katsottuna näemme lisäksi skaalautuvien digitaalisten palveluiden olevan isompi osa yhtiön tulevaisuuden liiketoimintaa ja niiden osuuden kasvu voi nostaa kannattavuuden selvästi lähemmäs aikaisemmin esittelemäämme verrokkien tasoa (+7 % EBITA-%) ja yli nykyisten tavoitteiden. Olemme kuitenkin vielä varovaisia kannattavuuden ennusteissamme, sillä strategia ja kannattavuuden nousu on edennyt hieman odotuksiamme hitaammin.

Näemme EBITA-marginaalin saavuttavan 5,5 %:n tason vuonna 2022 divisioonien ollessa kunnossa ja yhtiön päästessä selkeään kasvuun. Kasvun ansiosta näemme kannattavuuden edelleen parantuvan hieman vuonna 2023. Pidemmällä aikavälillä näemme yhtiön kannattavuuden tasaantuvan noin 4,5 %:n EBITA-marginaaliin, mutta tässä voi olla nousuvaraa, jos yhtiö pystyisi kestävästi pitämään kannattavuutensa yli tavoitteidensa tasolla. Vielä selkeät näytöt yhtiöltä puuttuu ja pitkän aikavälin potentiaalin saavuttamiseen liittyy vielä käänne/kasvuyhtiölle tyypillistä epävarmuutta.

Ennusteet 4/4

Hyvät tulokasvunäkymät, mutta riskejäkin on

Yhtiön kannattavuuskäänteeseen mennessä odotuksiemme mukaisesti ja yhtiön saadessa liikevaihtonsa odotetusti kasvu-uralle, on yhtiön tulokasvunäkymät varsin hyvät seuraaville vuosille. Oikaistun EBITA:n avulla mitattuna yhtiön tulos kasvaa kuluvana vuonna noin 3 %, mutta lähtee selvään kasvuun ensi vuoden aikana. Tämä tekee ennusteillamme vuosien 2019-2021e EBITA:n kasvuksi noin 12 % (CAGR-%). Alariveillä kasvu vahvistuu ja ennusteidemme toteutuessa yhtiön EPS-kasvu olisi keskimäärin hieman yli 30 % vuosittain vuosien 2019-2021 aikana (CAGR-%).

Lyhyellä aikavälillä riskit tulostason heilahteluille ovat korkealla, kun koronaviruspandemian vaikutuksia ja kestoja on vielä vaikea arvioida. Sen myötä voi olla, että yhtiön liiketoiminnan kehitys ei yllä ennakoimillemme tasolle lähivuosina ja strategian toteutus hidastuu entisestään. Yksi keskeinen riski on myös, että Projektien kannattavuuskäänteeseen ei toteudu ja ongelmia joudutaan korjaamaan vielä odotuksia pidempään. Lisäksi on mahdollista, että hidastuva ja epävarma markkina johtaa heikompiin projekteihin, joka taas voi johtaa heikompaan tilauskannan katetasoon. Tällöin kunnossakkaan oleva projektiliiketoiminta ei välttämättä auta, jos lähtökohtaisesti katetaso on matalampi.

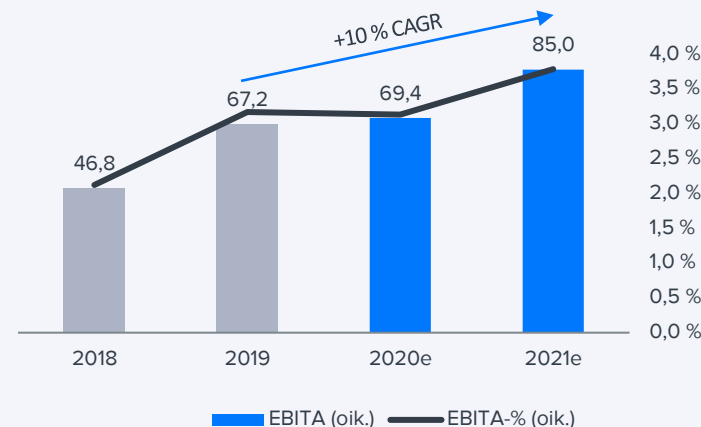
Taantuman pitkittyessä myös markkinakasvuun ja sen oletuksiin liittyy epävarmuuksia, vaikka palveluiden suhdannekestävyys on parempi.

Täytyy silti muistaa, että noin 40 % yhtiön liikevaihdosta on vielä projektiliiketoimintaa, jossa taloussuhdanteen voimakkaalla kääntymisellä voi olla merkittäviä vaikutuksia yhtiön liiketoimintoihin. Lisäksi yhtiön Palvelut ovat osin riippuvaisia Projekteista, kun usein talotekniikan ylläpitopalvelut ja elinkaari palvelut tulevat projektintoteuttajalta.

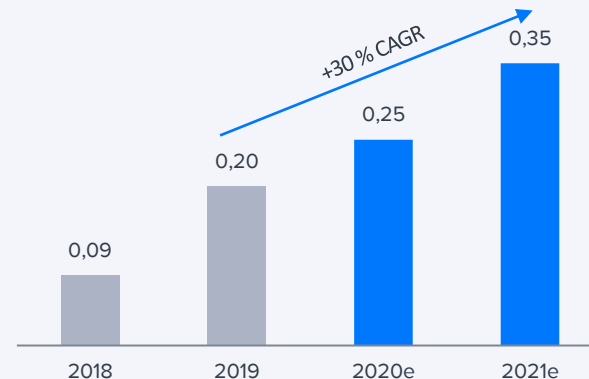
Yllä mainitut riskitekijät ja Caverionin heikko historiallinen suorituskyky huomioiden, ennusteemme voivat vaikuttaa varsin optimistisilta. Samalla täytyy kuitenkin huomioida, että nykyisen ja uudistuneen Caverionin strategia on mennyt aikalailla odotuksien mukaisesti, vaikkakin ehkä kannattavuus on noussut hieman odotuksiamme hitaammin. Korona tulee tätä vielä hidastamaan, mutta yhtiöllä on aikaisemmin esittämiemme perusteluiden myötä liiketoiminnoissaan kuitenkin vielä selvästi potentiaalia jäljellä.

Historiallista suoritusta ja yhtiötä ei voi myöskään mielestämme suoraan verrata nykyiseen, sillä aikoinaan Caverion oli enemmänkin sekalainen kokoelma yritysostojen kautta liitettyjä osia ja maita, joiden suhteen kontrolli ja läpinäkyvyys olivat heikkoja. Nyt yhtiö on eri tasoilla selvästi enemmän tietoinen mitä kussakin yksikössä tai maassa tapahtuu. Lisäksi yhtiön johto ja hallitus omaa taustaa merkittävistä positioista teollisuuden palveluliiketoiminnan parissa ja näemme sen olevan merkittävä voimavara yhtiön murroksessa kohti vakaampaa ja kannattavampaa liiketoimintaa.

EBITA (oik.) kehitys



Osakekohtainen tulos (oik.)



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	2204	514	512	507	589	2123	542	520	528	624	2214	2246	2348	2442
Palvelut	1213	304	311	297	368	1280	343	329	326	408	1407	1436	1522	1583
Projektit	991	210	201	211	221	843	199	191	202	215	807	810	826	859
Käyttökate (oik.)	53,4	27,1	10,0	36,2	47,0	120,4	26,3	18,2	33,8	46,0	124,2	137,8	185,3	196,4
Käyttökate	-8,8	22,6	9,1	35,3	36,0	103,0	24,1	17,2	33,3	45,5	120,1	137,8	185,3	196,4
Poistot ja arvonalennukset	-27,1	-17,3	-16,9	-16,5	-17,0	-67,7	-17,6	-18,0	-17,0	-17,0	-69,6	-68,8	-69,1	-69,4
EBITA (oik.)	46,8	13,8	-3,2	23,0	33,7	67,2	12,1	3,9	20,5	32,8	69,4	85,0	130	141
EBITA	-15,4	9,3	-4,1	22,1	22,5	49,8	10,0	2,9	20,0	32,3	65,2	85,0	130	141
Liikevoitto	-35,9	5,3	-7,7	18,8	19,0	35,3	6,5	-0,8	16,3	28,5	50,5	69,0	116	127
Nettorahoituskulut	-7,9	-1,2	-2,2	-2,3	-2,6	-8,3	-4,3	-2,3	-2,4	-2,5	-11,5	-8,4	-7,9	-8,5
Tulos ennen veroja	-43,9	4,1	-9,9	16,5	16,4	27,0	2,2	-3,1	13,9	26,0	39,0	60,6	108	119
Verot	-4,3	-1,1	2,9	-4,9	-1,3	-4,4	-0,6	0,6	-2,6	-4,9	-7,6	-12,1	-21,7	-23,7
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	0,0
Nettotulos	-48,1	3,0	-7,1	11,6	15,1	22,6	1,6	-2,5	11,2	21,1	31,4	48,5	86,6	94,8
EPS (oikaistu)	0,09	0,04	-0,05	0,08	0,12	0,20	0,03	-0,01	0,08	0,16	0,25	0,35	0,63	0,69
EPS (raportoitu)	-0,40	0,01	-0,06	0,07	0,12	0,14	0,01	-0,02	0,08	0,15	0,22	0,35	0,63	0,69

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,2 %	-2,4 %	-9,3 %	-3,3 %	0,2 %	-3,7 %	5,3 %	1,6 %	4,1 %	5,9 %	4,3 %	1,4 %	4,6 %	4,0 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	-	-	-	-	-	43,7 %	-12,0 %	-221,0 %	-10,8 %	-2,6 %	3,2 %	22,5 %	53,1 %	9,4 %
Oikaistu käyttökate -%	2,4 %	5,3 %	2,0 %	7,1 %	8,0 %	5,7 %	4,8 %	3,5 %	6,4 %	7,4 %	5,6 %	6,1 %	7,9 %	8,0 %
Oikaistu EBITA-%	2,1 %	2,7 %	-0,6 %	4,5 %	5,7 %	3,2 %	2,2 %	0,8 %	3,9 %	5,3 %	3,1 %	3,8 %	5,5 %	5,8 %
EBITA-%	-0,7 %	1,8 %	-0,8 %	4,4 %	3,8 %	2,3 %	1,8 %	0,6 %	3,8 %	5,2 %	2,9 %	3,8 %	5,5 %	5,8 %
Nettotulos-%	-2,3 %	0,3 %	-1,6 %	2,0 %	2,7 %	0,9 %	0,3 %	-0,5 %	2,0 %	3,3 %	1,4 %	2,1 %	3,6 %	3,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/5

Arvostuksen ajurit

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

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

Odotukset kannattavuuden noususta nostaa yhtiön lähivuosien kertoimia

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

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

Lisäksi yksi iso huomioonotettava asia osakkeen hinnoittelussa on tuloskäänteen lisäksi toimialan syklisyys. Tulonäkymät voivat muuttua nopeastikin, jolloin hinnoittelu joustaa ja yhtiön tulos seuraa perässä alaspäin. Sama toimii myös ylöspäin mentäessä. Myös hyväksyttävä arvostustaso ja verrokkiryhmä liikkuu suhdanteen mukana. Suhdanteen lähestyessä huippuaan kertoimet alkavat yleisesti laskea, kun tulokset pysyvät vielä korkealla. Suhdanteen käännteessä taas kertoimet vaikuttavat vallitsevaan tulostasoon nähden korkeilta. Yhtiö ei ole kuitenkaan syklisyydeltään pörssin kärkipään yhtiöitä.

Arvostuskertoimet ovat maltillisia

Olemme valmiita katsomaan jo vuoden 2021 kertoimia koronan vaikutuksien heikentäessä vuoden 2020 suoritusta. Vuosi 2020 ei myöskään nyt anna mielestämme täysin oikeaa kuvaa yhtiön potentiaalista, minkä vuoksi nojaamme vuoteen 2021. Osakkeen kuluva vuoden arvostus on tulosparannusta havittelevalla yhtiölle tyypillisellä tavalla koholla. Caverionin hyvä tuloskasvunäkymä (2019-2021e: +33 % CAGR) ja jatkuvien palveluiden kasvava osuus huomioon ottaen yhtiön arvostus ensi vuodelle on kuitenkin mielestämme jo houkuttelevalla tasolla (EV/EBITDA: 6,3x, P/E: 15,5x, EV/EBIT: 12,7x).

Caverionin arvostuksessa huomioonotettavat tekijät:

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

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,43	5,43	5,43
Osakemäärä, milj. kpl	136,1	136,1	136,1
Markkina-arvo	739	739	739
Yritysarvo (EV)	911	873	804
P/E (oik.)	21,3	15,5	8,6
P/B	3,4	3,0	2,4
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (oik.)	7,6	6,3	4,3
EV/EBIT (oik.)	16,7	12,7	6,9
Osinko/tulos (%)	62,5 %	51,5 %	44,5 %
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,3 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/5

Volyympohjainen EV/liikevaihto-kerroin on vuodelle 2020 ja 2021 noin 0,4x, mikä on linjassa yhtiön seuraavilla sivuilla nähtävään viimeisien vuosien historialliseen tasoon. Käytämme volyympohjaista arvostusta lähinnä tukena huomataksemme selkeitä yli- tai alihinnoitteluja. Taseen keveydestä johtuen P/B-luku toimii mielestämme heikosti yhtiölle. Ennustettu osinkotuotto on lähivuosille ennusteillamme noin 3 % eikä tarjoa vielä merkittävää tukea.

Hyväksyttävä arvostustaso

Caverionin tulostaso on ollut todella heikolla tasolla lähihistoriassa ja samalla arvostuskertoimet ovat vaihdelleet voimakkaasti, eikä toteutuneisiin lukuihin ole mielekästä nojata. 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. Pidämme Bravidaa yhtenä parhaista verrokeista Caverionille.

Oikealla näkyvissä kuvioissa näkyy sekä Caverionin että Bravidan arvostuskertoimien keskiarvo. Eniten käyttämämme EV/EBITDA-kerroin (Forward) on historiallisesti ollut 10x tasolla Caverionilla ja Bravidalla hieman korkeammalla 11x-tasolla. IFRS 16 -muutoksen vuoksi luku on aikaisempaa alhaisempi ja vertailtavuus historiaan on heikentynyt. Mielestämme neutraali EV/EBITDA-kerroin olisi muutosten myötä 6-8x tasolla, mikä on

suunnilleen linjassa nykyiseen arvostukseen.

EV/EBIT-kerroin on historiallisesti yhtiöllä ollut korkeahko noin 14x, kun taas tasaisemman tuloshistorian omaavalla Bravidalla kerroin on ollut noin 12x. Mielestämme yhtiölle tulisi hyväksyä kasvaneen palveluiden osuuden myötä noin 12-16x EV/EBIT-kerroin. P/E-luku on historiallisesti ollut 17x tasolla kovien tuloskasvuodotusten vuoksi. Bravidalla taso on ollut myös tällä mittarilla Caverionia alhaisemmalla 15x-tasolla. Tässäkin kertoimessa heijastuu yhtiön liiketoimintamallin keveys ja palveluiden kasvava osuus, ja mielestämme neutraali P/E liikkuu 14-18x tasojen välissä. Molemmissa (EV/EBIT ja P/E) hyväksymme aikaisempaa korkeammat kertoimet myös IFRS 16 -muutoksen vuoksi.

Otaen huomioon, että yhtiössä on käynnissä tuloskäänteen kannalta merkittävämmät vuodet, voi hyväksyttävä taso vaihdella paljonkin, kuten aikaisemmin mainitsimme. Tämän vuoksi myös haarukkamme on suhteellisen leveä.

Arvonmäärityksessämme olemme siirtäneet katseemme jo vuoteen 2021, johon käytämme yllä kuvaamaamme arvostustasohaarukkaa. Vuodelle 2020 mielestämme hyväksyttävä arvostustason tulisi olla korkeampi, sillä silloin yhtiön tulostaso on vielä alhainen normaaliin tulostasoon nähden. Vuodelle 2021 painotamme vielä haarukkamme keskivaihetta markkinoihin liittyvän epävarmuuden vuoksi. Ennusteillamme ja arvostushaarukkamme keskivaiheella (EV/EBITDA: 7x, EV/EBIT: 14x, P/E: 16) osakkeen arvoksi muodostuu 5,9 euroa.

FW EV/EBITDA



FW EV/EBIT



FW P/E



Arvonmääritys 3/5

Verrokkiryhmän lyhyt esittely

Caverionille on saatavilla suhteellisen hyvä verrokkiryhmä pohjoismaisten ja kansainvälisten listattujen verrokkien ansiosta. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat ruotsalaiset Bravida sekä Instalco sekä Skanskasta aikaisemmin irronnut Coor heidän samankaltaisen liiketoiminnan ja sijoittajaprofiilinsa takia. Samalla on hyvä huomata, että näillä yhtiöillä on yleisesti Caverionia vakuuttavampi historiallinen suoritus. Nykyisellään Caverionin arvostuksen tulisi heijastella mielestämme Bravidan ja Instalcon tasoa, mutta tulevaisuudessa, palveluiden kasvaessa, Coorin kaltaiset kertoimet voivat olla mahdollisia.

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.

Verrokkien arvostustaso

Sektorin arvostustasot ovat olleet viime aikoina paineessa koronan vuoksi eivätkä ne vaikuta mielestämme kovinkaan kalliilta. Tulostasoissa voi tosin koronan epävarmuuden vuoksi tapahtua joissain yhtiöissä yllätyksiä, jonka vuoksi markkinan epävarmuuden hinnoittelu on ymmärrettävää. Näkemyksemme mukaan

kertoimiin on jo hinnoiteltu talouskasvun hiipumista, mutta nousuvara on mielestämme riskit huomioon ottaen pieni tällä hetkellä. Käytämme koronan ennusteisiin luoman epävarmuuden vuoksi verrokkeja normaalia pienemmällä painoarvolla arvonmäärityksessä.

Seuraamme myös verrokkien osalta vuoden 2021 kertoimia. Oikealla puolella esittelemämme verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2021e mediaani: P/E: 12,6x, EV/EBITDA: 7,3x, EV/EBIT: 12,0x) ovat suhteellisen lähellä Caverionia ja näiden keskiarvolla yhtiö on arvostettu 6 % yli verrokkien. Caverionin ydinryhmään (Palvelut ja Projektit) nähden arvostus on selvästi koholla, mutta pääverrokki Bravidaan nähden selvällä diskontolla. Verrokkiryhmässä on hyvä sekoitus enemmän projektiliiketoimintaan keskittyneitä yhtiöitä sekä enemmän palveluliiketoimintaan keskittyneitä, kuten seuraavan sivun erittelystä huomaatte.

Mielestämme ainakin toistaiseksi on perusteltua, että Caverion arvostetaan verrokkiryhmän kanssa vähintään linjaan yhtiön kovan tuloskasvunäkymän ja käänneyhtiöprofiilin vuoksi. Riskit ja epävarmuustekijät yhtiön suoritus tasoa kohtaan ovat kuitenkin olemassa, vaikka viime vuosien suoritus onkin mennyt lähes suunnitelmien mukaan.

Näiden syiden takia pidämme vuoden 2021 ennusteille noin verrokkiryhmän tasolla olevaa arvostusta hyväksyttävänä. Tämän mukaan osakkeen arvo olisi noin 5,1 euroa. Positiivisen tuloskehityksen myötä voimme nähdä isomman premion olevan Caverionille hyväksyttävä, mutta se kaipa yhtiötä vielä enemmän näyttöjä.

Verrokkiryhmä

2021e	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/E
Bravida Holding AB	14,2	10,7	17,2
Spie SA	9,5	7,0	9,0
Bilfinger SE	5,9	3,7	5,2
Mitie Group PLC	7,2	4,6	4,9
Instalco AB	13,4	11,1	16,8
Coor Service Management Holding AB	19,1	9,3	12,0
Engie SA	9,2	5,1	8,5
Lassila & Tikanoja Oyj	14,2	6,5	14,2
Sodexo SA	13,0	8,9	13,5
Aramark	14,3	9,2	14,7
Compass Group PLC	12,6	9,0	14,4
CBRE Group Inc	10,4	7,3	10,1
Iss A/S	9,8	6,4	8,9
Mediaani	12,6	7,3	12,0
Caverion (Inderes)	12,7	6,3	15,5
Ero verrokkeihin (keskiarvo)	5,6 %		

Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Palvelut ja projektit														
Bravida Holding AB	81,50	1531	1691	14,8	14,2	11,0	10,7	0,9	0,9	18,1	17,2	2,8	3,3	2,6
Spie SA	13,21	2037	3533	11,4	9,5	7,8	7,0	0,5	0,5	10,9	9,0	3,7	4,7	1,3
Bilfinger SE	14,15	593	782	8,5	5,9	5,4	3,7	0,2	0,2	9,4	5,2	6,6	7,8	0,5
Mitie Group PLC	75,00	295	588	6,4	7,2	4,4	4,6	0,2	0,2	4,8	4,9	5,7	5,3	82,9
Instalco AB	136,80	627	711	13,5	13,4	11,2	11,1	1,1	1,1	17,3	16,8	1,8	1,9	3,8
Mediaani				11,4	9,5	7,8	7,0	0,5	0,5	10,9	9,0	3,7	4,7	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				46 %	34 %	-3 %	-9 %	-23 %	-23 %	96 %	73 %	-31 %	-30 %	33 %
Palvelut														
Coor Service Management Holding AB	57,20	500	646	29,5	19,1	11,9	9,3	0,7	0,7	18,4	12,0	4,2	5,4	2,6
Engie SA	9,69	22810	53349	10,6	9,2	5,5	5,1	0,9	0,9	10,4	8,5	7,3	8,4	0,7
Lassila & Tikanoja Oyj	12,38	488	645	19,8	14,2	7,2	6,5	0,9	0,8	22,2	14,2	7,3	7,3	2,6
Mediaani				19,8	14,2	7,2	6,5	0,9	0,8	18,4	12,0	7,3	7,3	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				-16 %	-11 %	5 %	-3 %	-52 %	-54 %	16 %	30 %	-65 %	-55 %	31 %
Kansainväliset palveluyritykset														
Sodexo SA	58,3	8573	13041	24,1	13,0	12,9	8,9	0,7	0,6	39,2	13,5	2,2	4,2	2,0
Aramark	24,0	5604	11857	24,8	14,3	13,2	9,2	1,0	0,8	43,3	14,7	1,9	1,9	1,9
Compass Group PLC	1106,0	19374	23285	23,4	12,6	12,5	9,0	0,9	0,8	31,1	14,4	1,5	3,5	4,9
CBRE Group Inc	36,0	11154	13495	14,2	10,4	8,7	7,3	0,6	0,6	12,5	10,1			1,9
Iss A/S	106,8	2377	4375	15,8	9,8	8,5	6,4	0,4	0,4	21,4	8,9	5,5	7,3	1,3
Mediaani				23,4	12,6	12,5	8,9	0,7	0,6	31,1	13,5	2,0	3,8	1,9
Erotus-% vrt. mediaani				-29 %	0 %	-40 %	-29 %	-38 %	-37 %	-31 %	15 %	26 %	-14 %	80 %
Yhteensä														
Caverion (Inderes)	5,43	739	911	16,7	12,7	7,6	6,3	0,4	0,4	21,3	15,5	2,6	3,3	3,4
Keskiarvo				16,7	11,8	9,3	7,6	0,7	0,7	19,9	11,5	4,2	5,1	8,4
Mediaani				14,8	12,6	8,7	7,3	0,7	0,7	18,1	12,0	4,0	5,0	2,0
Erotus-% vrt. mediaani				13 %	0 %	-13 %	-14 %	-41 %	-42 %	18 %	30 %	-35 %	-33 %	70 %

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

Haettu 18.5.2020

Arvonmääritys 4/5

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) toiseksi eniten painoarvoa liiketoiminnan ennustettavan kassavirran vuoksi, vaikka rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden. Se toimii kuitenkin vielä varsinkin käänteen aikana tukena arvonmääritykselle, sillä yhtiön kestävä tulostaso on vielä kysymysmerkki. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 6,3 euroa potentiaaliin nähden hyvin maltillisella tulevaisuuden skenaariolla.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,0 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 4,0 %:iin liikevaihdosta. Taso on matala suhteessa potentiaaliin, mutta korkea suhteessa viime vuosien suorituksiin. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on noin 44 % korostaen oikeutetusti käänteen merkitystä yhtiölle. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,3 % ja oman pääoman kustannus on 11,0 %. Mielestämme tuottovaatimuksessa ei ole nykyisellään laskuvaraa, vaan parannuksen on tultava yhtiön kassavirtojen parantumisen kautta.

Tuottopotentialiaalia löytyy

Mielestämme osakkeen käypä arvo on nykyisellään noin 6-7 euron välillä. DCF-laskelman nykyinen taso mielestämme kuvastaa yhtiölle nykyisellään hyväksyttävää käyvän arvon tasoa suhteellisen hyvin, jota myös pitkän aikavälin potentiaali nykytasolle diskontattuna tukee.

Jos yhtiö yltäisi vuoden 2022 lopussa ennustamaamme tulokseen ja käyttäisimme aikaisemmin haarukoimaamme 7x EV/EBITDA-kerrointa hyväksyttävänä tasona, olisi osakkeen arvo vuoden 2022 lopussa noin 9,1 euroa.

Nykypäivään mielestämme yhtiön riskit ja epävarmuustekijät hyvin huomioon ottavalla 15 %:n tuottovaatimuksella diskontattuna olisi osakkeen arvo nyt 6,3 euroa. Edelleen 6,3 euron tasoilta osake siis tarjoaisi vuosittain noin 15 %:n tuotto-odotuksen parametrimme osuessa kohdalleen.

Vuoteen 2022 nojaaminen on kuitenkin mielestämme vielä ennen aikaista, mutta kertoo hyvästä tuottopotentialista nykyisiltä tasoilta perustellen myös nykyistä suositustamme.

Tuottopotentialiaalia on olemassa

Tulostaso	
Liikevaihto 2022e	2348
EBITDA-%	7,9 %
EBITDA	185
Hyväksytty arvostustaso	
EV/EBITDA	7
Osakekannan arvo	
Yritysarvo 2022e	1297
Nettovelka 2022e	64
Markkina-arvo 2022e	1232
Osakkeen arvo 2022e	9,1
Osakkeen arvo nykypäivänä*	6,3

*15 %:n tuottovaatimus

Arvonmääritys 5/5

Tavoitehinta ja suositus

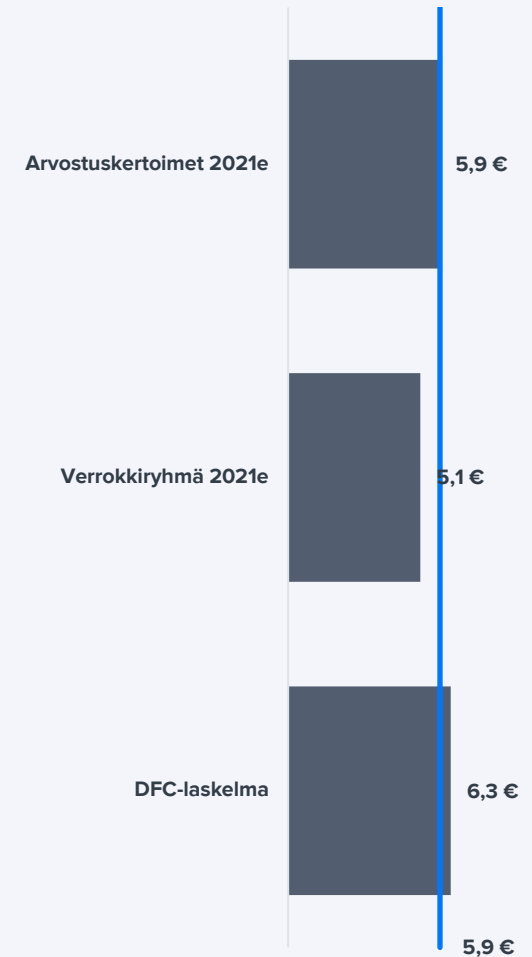
Nostamme Caverionin suosituksen lisää-puolelle (aik. vähennä) ja nostamme tavoitehintamme 5,9 euroon (aik. 5,4 euroa). Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin hyväksytyjä arvostuskertoimia ja pienemmällä painolla verrokkiryhmää sekä DCF-laskelmaa.

Kuten aikaisemmin olemme todenneet lyhyen aikavälin epävarmuus markkinatilanteen kehityksestä on korkealla tasolla myös yhtiön näkymien ja Q1-raportin kommenttien mukaisesti. Osake on epävarmasta markkinatilanteesta huolimatta kuitenkin mielestämme houkuttelevasti hinnoiteltu suhteessa lähivuosien tulokasvunäkymiin eikä markkina täysin huomioi yhtiön potentiaalia. Tulokasvunäkymiin liittyy nyt paljon riskejä, mutta osaltaan näemme markkinoiden vielä pitävän Caverionia vielä vanhan maineensa vankina.

Volatiliteettia osakkeesta ei tosin tule arviomme mukaan puuttumaan, sillä yhtiön liiketoiminta on vielä kohtuullisen syklistä ja osake on myös suhteellisen herkkä indeksin liikkeille.

Yhtiön pystyessä saavuttamaan ennusteemme tai jopa ylittämään ne markkinatilanteen säilyessä samanaikaisesti kohtuullisena, näemme osakkeessa hyvinkin suurta nousuvaraa. Lyhyellä aikavälillä riskinä näemme markkinasentimentin kääntymisen jälleen negatiiviseksi, jolloin sykliset yhtiöt yleensä kärsivät defensiivisempiä yhtiöitä enemmän. Positiivista on kuitenkin, että yhtiön taloudellinen tilanne on vahva ja palveluiden osuus on nykyisellään korkeampi tasaten syklisiä riskejä.

Tavoitehinnan muodostuminen



DCF-laskelma

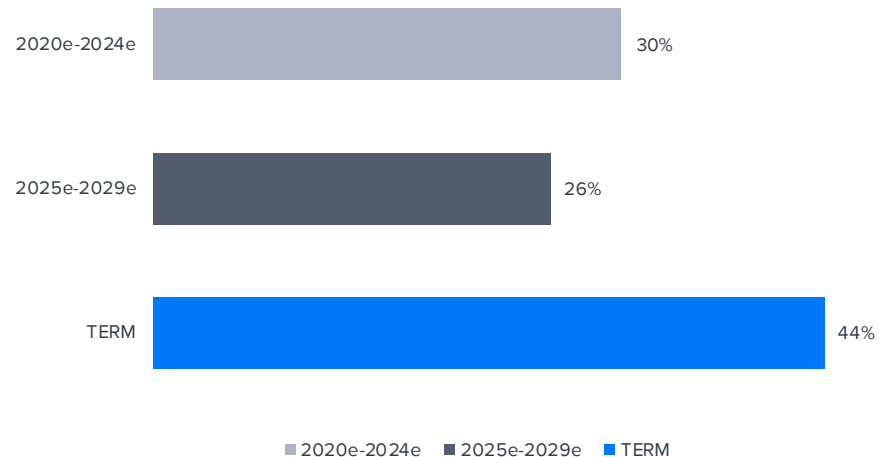
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	35,3	50,5	69,0	116	127	127	145	137	127	116	117	
+ Kokonaispoistot	67,7	69,6	68,8	69,1	69,4	69,5	65,9	63,6	62,0	61,0	60,4	
- Maksetut verot	-14,3	-3,3	-4,1	-19,7	-23,7	-23,6	-27,2	-25,6	-23,6	-21,4	-21,6	
- verot rahoituskuluista	-1,4	-2,2	-1,7	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	58,4	4,4	1,5	4,9	4,5	4,7	4,9	5,1	4,0	3,4	1,4	
Operatiivinen kassavirta	146	119	134	169	176	176	187	179	168	157	155	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	9,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-260,6	-69,0	-69,0	-69,0	-69,0	-59,0	-59,0	-59,0	-59,0	-59,0	-62,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-105,3	50,0	64,5	100,0	107	117	128	120	109	98,3	93,0	
+/- Muut	139	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
Vapaa kassavirta	33,6	49,0	63,6	99,0	106	116	127	119	108	97,3	92,0	1123
Diskontattu vapaa kassavirta		46,4	55,1	78,5	76,6	76,9	77,2	65,9	54,9	45,3	39,2	478
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1094	1047	992	914	837	760	683	617	562	517	478
Velaton arvo DCF		1094										
- Korolliset velat		-328,0										
+ Rahavarat		93,6										
-Vähemmistöosuus		-1,3										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		858										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-premio	5,00 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,3 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

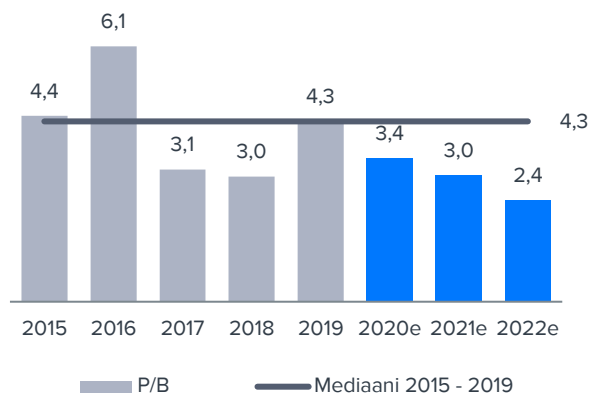


Arvostus

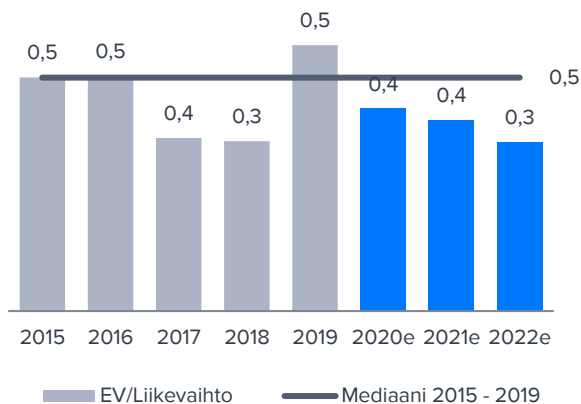
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	9,03	7,92	5,89	5,93	7,19	5,43	5,43	5,43	5,43
Osakemäärä, milj. kpl	125,1	125,1	125,1	127,0	136,1	136,1	136,1	136,1	136,1
Markkina-arvo	1130	991	737	753	978	739	739	739	739
Yritysarvo (EV)	1160	1131	802	761	1148	911	873	804	779
P/E (oik.)	19,9	neg.	neg.	68,5	36,4	21,3	15,5	8,6	7,9
P/B	4,4	6,1	3,1	3,0	4,3	3,4	3,0	2,4	2,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	12,7	neg.	>100	neg.	11,2	7,6	6,3	4,3	4,0
EV/EBIT (oik.)	15,4	neg.	neg.	29,0	26,9	16,7	12,7	6,9	6,1
Osinko/tulos (%)	75,2 %	0,0 %	0,0 %	neg.	55,8 %	62,5 %	51,5 %	44,5 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	3,1%	0,0 %	0,0 %	0,8 %	1,1%	2,6 %	3,3 %	5,2 %	6,4 %

Lähde: Inderes

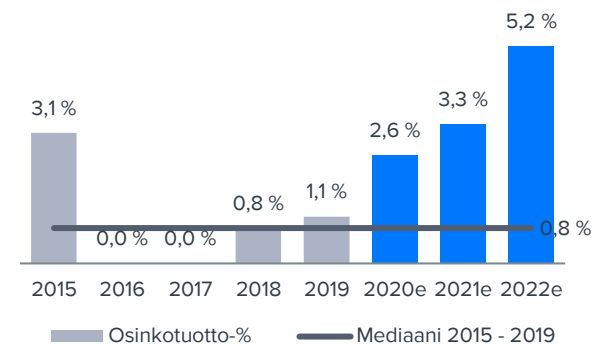
P/B



EV/Liikevaihto



Osinkotuotto-%



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	2275,8	2204,1	2123,2	2214,0	2246,0	EPS (raportoitu)	-0,24	-0,40	0,14	0,22	0,35
Käyttökate	3,9	-8,8	103,0	120,1	137,8	EPS (oikaistu)	-0,18	0,09	0,20	0,25	0,35
Liikevoitto	-26,5	-35,9	35,3	50,5	69,0	Operat. kassavirta / osake	-0,16	0,13	1,07	0,87	0,98
Voitto ennen veroja	-32,2	-43,9	27,0	39,0	60,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,18	-0,03	0,25	0,36	0,47
Nettovoitto	-30,0	-51,2	19,5	30,5	47,5	Omapääoma / osake	1,88	2,00	1,68	1,60	1,80
Kertaluontoiset erät	-7,3	-62,2	-7,4	-4,2	0,0	Osinko / osake	0,00	0,05	0,08	0,14	0,18
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	1093,2	1024,5	1281,4	1283,7	1327,0	Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	-3 %	-4 %	4 %	1 %
Oma pääoma	235,6	254,0	229,0	217,5	245,9	Käyttökateen kasvu-%	-135 %	-327 %	-1265 %	17 %	15 %
Liikearvo	331,6	334,4	366,5	366,5	366,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	38 %	-237 %	62 %	28 %	26 %
Nettovelat	64,0	6,9	168,3	170,5	132,7	EPS oik. kasvu-%	383 %	-148 %	128 %	29 %	37 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	0,2 %	-0,4 %	4,8 %	5,4 %	6,1 %
Käyttökate	3,9	-8,8	103,0	120,1	137,8	Oik. Liikevoitto-%	-0,8 %	1,2 %	2,0 %	2,5 %	3,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-11,2	29,3	58,4	4,4	1,5	Liikevoitto-%	-1,2 %	-1,6 %	1,7 %	2,3 %	3,1 %
Operatiivinen kassavirta	-20,1	16,0	145,7	119,0	133,5	ROE-%	-15,0 %	-21,0 %	8,1 %	13,7 %	20,5 %
Investoinnit	0,5	-16,1	-260,6	-69,0	-69,0	ROI-%	-7,7 %	-11,2 %	8,8 %	10,6 %	14,3 %
Vapaa kassavirta	-23,0	-3,8	33,6	49,0	63,6	Omavaraisuusaste	26,2 %	30,2 %	21,5 %	20,4 %	22,1 %
						Nettovelkaantumisaste	27,2 %	2,7 %	73,5 %	78,4 %	54,0 %
Suurimmat omistajat	4/2020	% -osakkeista				Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Antti Herlin		14,8 %				EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,5	0,4	0,4
Fennogens Investments S.A		10,2 %				EV/EBITDA (oik.)	>100	neg.	11,2	7,6	6,3
Varma Mutual Pension Insurance Company		8,0 %				EV/EBIT (oik.)	neg.	29,0	26,9	16,7	12,7
Mandatum Life Insurance Company Limited		4,4 %				P/E (oik.)	neg.	68,5	36,4	21,3	15,5
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company		2,8 %				P/B	3,1	3,0	4,3	3,4	3,0
Säästöpankki Fonder		2,1 %				Osinkotuotto-%	0,0 %	0,8 %	1,1 %	2,6 %	3,3 %

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 suosituskin 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:
Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyttikon 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.

Suositus historia (>12 kk)

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



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 analyysiä 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.**