

Cramo

Yhtiöraportti

09/2019

Suhdannekäännettä kohti hyvässä asemassa

Nostamme konevuokraaja Cramon tavoitehinnan 10,2 euroon (aik. 8,5 euroa) ja suosituksen lisää-puolelle (aik. vähennä) heijastellen laajan raportin yhteydessä tehtyjä ennustemuutoksiamme. Rakennus- ja konevuokrausmarkkina on keskellä suhdannekäännettä, jonka vuoksi tulonäkymät yhtiölle lähivuosille ovat heikot. Epävarmoista ajoista huolimatta yhtiö ohjeistaa rohkeasti jo vuodelle 2020 rajaten sillä merkittävän tulostason laskun epätodennäköiseksi. 2019-2023 strategiajakson mukainen kaksinumeroinen EPS-kasvutavoite on myös mielestämme realistinen ja tukee osakkeen pitkän aikavälin näkymiä. Vaikka sykliset riskit osakkeessa ovat juuri nyt koholla, tarjoaa maltillinen tulos pohjainen arvostus, yli syklin katsova käypä arvo, alhainen tasearvostus ja vahva osinko osakkeeseen tällä hetkellä nousuvaraa.

Jatkuvat investoinnit sitovat pääomaa ja operatiivinen vipu toimii molempiin suuntaan

Cramo on Pohjois-, Keski- ja Itä-Euroopassa toimiva kone- ja laitevuokrauksen tuotteiden ja palveluiden tarjoaja. Yhtiö toimii 11 maassa noin 300 toimipisteen avulla Pohjoismaiden ollessa yhtiön päämarkkina (74 % lv:sta vuonna 2018). Yhtiön liiketoimintamallille ominaista on syklisestä luonteesta johtuva operatiivinen vipu, joka toimii molempiin suuntiin. Markkinan vetäessä yhtiö investoi kalustoon, käyttöasteet nousevat ja kannattavuus nousee liikevaihtoa nopeammin. Markkinan hiipuessä investoinnit vähenevät, käyttöasteet laskevat ja kannattavuus laskee liikevaihtoa nopeammin. Nyt olettavasti käynnissä olevassa syklin käänteessä ominaista on liikevaihtojen kasvu kannattavuuden jo laskiessa. Tällöin ylikuumentuminen kasvattaa kuluja, vaikka käyttöasteet ovat vielä korkealla tasolla.

Omistaja-arvoa luotu runsaasti, mutta heilahteluihin kannattaa varautua

Osake on viimeisen kymmenen vuoden aikana tuottanut omistajilleen yli kaksinkertaisesti indeksiin nähden, joka on seurausta hyvästä operatiivisesti suorituksesta finanssikriisin pohjista. Vuodesta 2009 yhtiö on kasvanut noin 6 %:n vuosivauhtia, mutta kannattavuus on noussut yli 20 %:n vuosivauhtia. Nykyisen suhdanteen pitkittyessä hidastuminen on kuitenkin alkanut, ja odotuksissamme on noin 20 %:n tuloslasku vuoteen 2020 mennessä. Merkittävin tuloslasku tapahtuu kuitenkin odotuksiemme mukaan jo kuluvana vuonna ja tulos lähtee jälleen kasvamaan vuonna 2020 yhtiön ohjeistaessa yli 75 MEUR:n EBITA:a. Yhtiö tavoittelee strategiansa mukaisesti vuosien 2019-2023 aikana yli kaksinumeroista EPS-kasvua vuosittain, johon näemme yhtiöllä olevan realistiset mahdollisuudet (19-23e: +12 % CAGR). Lyhyellä aikavälillä tulos kuitenkin laskee ennusteissamme tänä vuonna oikaistulla EBITA:lla mitattuna 71,6 MEUR:oon viime vuoden 94,8 MEUR:sta liikevaihdon laskiessa noin 2 % 622 MEUR:oon (2018: 632 MEUR).

Arvostus houkutteleva pitkän aikavälin tuloskasvunäkymiin nähden

Yhtiön tulostulokset (19-20e P/E: 10x, EV/EBIT 11) ovat ennustamastamme tuloslaskusta huolimatta lähivuosille maltilliset ja alle yhtiölle yli syklin hyväksytystä tasosta (P/E: 14x ja EV/EBIT: 12x). Myös laskelmiemme mukainen käypä arvo osakkeelle on nykyistä korkeammalla eikä suhteellisesta arvostuksesta voida löytää merkkejä yliarvostuksesta. Tasearvostus (P/B: 1,1x) on historiaan nähden alhainen (1,4x) ja lähivuosina yhtiön osinkotuotto nousee yli 6 %:iin tulostason pysyessä lähellä ennusteitamme. Lyhyellä aikavälillä riskit osakkeessa tulostason tai yleisen markkinakehityksen suhteen ovat koholla, mutta mielestämme nykyinen arvostus antaa pitkän aikavälin sijoittajalle jo tarpeeksi hyvän tuotto-odotuksen.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Vähennä



10,2 EUR

Edellinen: 8,5 euroa

Osakekurssi: 9,56 EUR

Potentiaali: 7 %

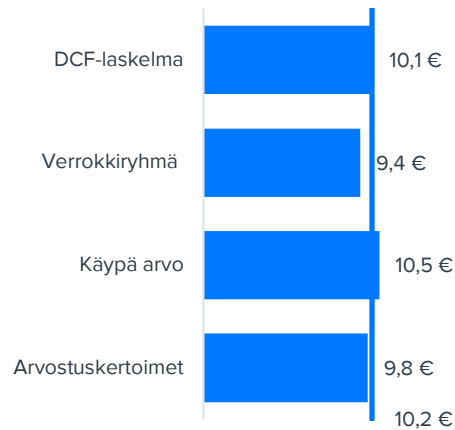
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	632	622	619	641
kasvu-%	-13 %	-2 %	-1 %	4 %
EBITA oik.	95	72	77	84
EBITA-% oik.	15,0 %	11,5 %	12,4 %	13,1 %
Nettotulos	61	42	48	55
EPS (oik.)	1,40	0,93	1,08	1,22

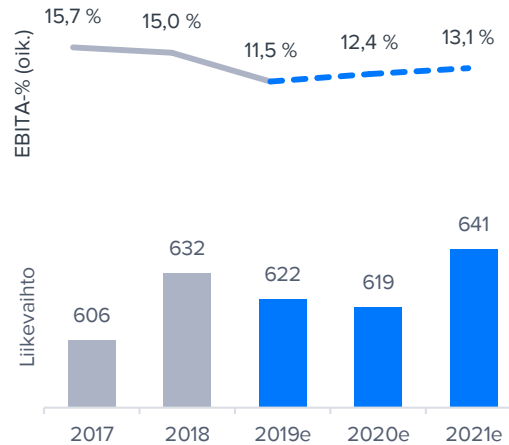
P/E (oik.)	10,7	10,2	8,9	7,8
P/B	1,6	1,1	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,3 %	6,8 %	7,3 %
EV/EBIT (oik.)	12,0	12,0	10,6	9,4
EV/EBITDA	5,1	4,1	3,9	3,8
EV/Liikevaihto	1,7	1,3	1,3	1,2

Lähde: Inderes

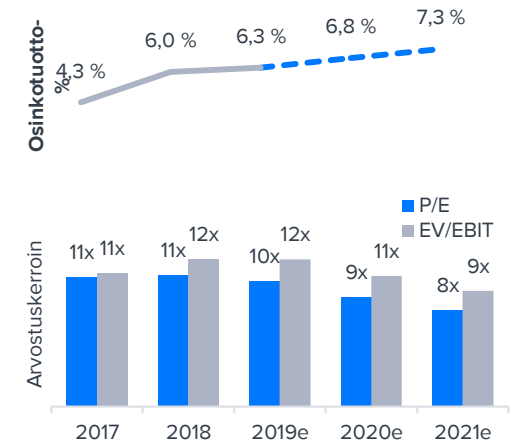
Arvonmääritys



Liiketoiminnan kehitys



Arvostus



MCAP
427
MEUR

EV
809
MEUR

EV/EBIT
12
2019e

P/E (oik.)
10
2019e



Arvoajurit

- Jakamistalouden yleistyminen luo pohjaa uudelle kysynnälle
- Isojen ja pienten toimijoiden koneiden ja laitteiden hallinnan ulkoistamisen lisääntyminen
- Mittakaavaetujen parantuminen kasvun ja suuremman koon kautta
- Digitaaliset skaalautuvat palvelut laajalle asiakasverkostolle
- Strategiaan kuulumattomat liiketoimintoyksiköt myyty ja toimintaa tehostettu
- Yritysjärjestelyt
- Suhdanteen parantuminen



Riskitekijät

- Kysynnän korkea suhdanneherkkyys
- Operatiivinen vipuvaikutus suuntaan ja toiseen suuri
- Heikko tuottojen jatkuvuus
- Yksittäisen maan korkea painoarvo liiketoiminnasta
- Kilpailutilanteen kiristymisen ja hintapaineiden jatkuminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Kustannusrakenteen skaalautuvuus heikko



Arvostus

- Tulospohjaiset arvostuskertoimet maltillisella tasolla
- Käypä arvo korkeammalla
- Lyhyellä aikavälillä riskit ja epävarmuus syklin käännteestä aiheuttavat huolta
- Yhtiön parantunut kannattavuus ja kassavirtaprofiili mahdollistaa hyvän osinkotuoton

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Strategia	14-19
Markkina ja kilpailu	20-25
Historiallinen kehitys	26-28
Taloudellinen tilanne	29-31
Sijoitusprofiili	32-33
Ennusteet	34-41
Arvonmääritys	42-51
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	52-

Cramo lyhyesti

Cramo on pohjoisen Euroopan johtavia kone- ja laitevuokrauksen tarjoajia. Yhtiö palvelee rakennusyrhtiötä, kuluttajia, teollisuutta ja julkisia toimijoita nyt 11 maassa 300 toimipisteen kautta.

2006

Rakentajain Konevuokraamo Oy muuttuu Cramoksi

2019

Cramon konevuokrauksen ja siirtokelpoisten tilojen eriytyminen

632 MEUR

Liikevaihto 2018

94,8 MEUR (15,0 % lv:sta)

Oikaistu EBITA 2018

10,5 %

Vertailukelpoinen ROCE-% 2018

2546

Henkilöstö 2018 lopussa keskimäärin

74 %

Pohjoismaiden osuus yhtiön liikevaihdosta 2018

- Vuoden 2008 toisella vuosipuoliskolla ongelmia alkaa markkinassa näkymään
- Itä-Euroopasta haettiin toimintaan vakautta, mutta tappiot olivat lopulta hyvin suuret
- 2011 kovaa orgaanista ja yrityskauppavetoista (Theisen) kasvua
- Seuraavina vuosina kasvun sijaan kuitenkin keskityttiin kannattavuuden optimointiin heikon markkinanäkymän vuoksi

- Vuonna 2018 päätös eriyttää siirtokelpoisten tilojen liiketoiminta omaan yhtiöön
- Kohti rakennussuhdanteen hidastumista
- Vuodesta 2019 eteenpäin Cramo koostuu vain kone- ja laitevuokrauksesta
- Uusi strategia 2019-2023 keskittyy operatiiviseen suorituskyykyyn

- Cramosta tulee vuonna 2005 Rakentajain konevuokraamon tytäryhtiö
- Konsernin nimeksi Cramo Oyj vuonna 2006
- Markkina vetää hyvin vuosien 2005-2007 aikana
- Vuonna 2008 markkinan odotetaan hidastuvan Pohjoismaissa, mutta Keski- ja Itä-Euroopasta odotetaan pitkää kasvujaksoa

- Markkina alkaa vetämään epävarmojen aikojen jälkeen vuosien 2014-2015 aikana
- Vuonna 2016 uusi strategia Shape & Share 2017-2020
- Strategian mukaisesti siirtokelpoisten tilojen liiketoiminta kasvoi ja konevuokrauksen kannattavuus parani



Lähde: Cramo, Inderes

*Vuosi 2018 nykyisellä yritysrakenteella (ilman Adapteota). Aikaisemmat vuodet eivät ole vertailukelpoisia.

Yhtiökuvaus 1/2

Yhtiökuvaus

Työkalut ja palvelut koko rakennusprosessin läpiviemiseksi

Cramo Oyj on kone- ja laitevuokrausta tarjoava yhtiö. Nykyisen toimintansa ytimen yhtiö sai vuonna 2005, kun Rakentajain Konevuokraamo osti Ruotsissa johtavassa asemassa olleen Cramon tytäryhtiökseen. Vuonna 2006 yhtiön nimi muuttui Cramo Oyj:ksi. Cramon organisaatio muuttui kuluvaan vuoden puolella välissä, kun Cramo Adapteo ja Cramon konevuokraustoiminnot eriytettiin eri yhtiöihin. Cramo Adapteon Siirtokelpoiset tilat -liiketoiminta listattiin Ruotsin pörssiin omana yhtiönään. Tämä raportti keskittyy vain nykyisen Cramon liiketoimintoihin.

Cramo on nykyisellään yksi Euroopan johtavia konevuokraamoja tarjoten myös laajan kattauksen rakentamisen palveluita. Yhtiö toimii merkittävässä asemassa etenkin Pohjoismaissa. Suomen, Ruotsin ja Norjan lisäksi yhtiöllä on toimintaa Keski- ja Itä-Euroopassa. Venäjällä ja Ukrainassa yhtiö toimii Fortrent-yhteisyrityksen voimin. Cramon vuoden 2018 liikevaihto oli 780 MEUR, josta nykyisen Cramon osuus oli noin 630 MEUR (80 %). Vanhan Cramon liikevoitto vuonna 2018 oli noin 120 MEUR ja nykyisen Cramon osuus liikevoitosta oli noin 75 %. Näin ollen suurin osa yhtiön liiketoiminnasta on jo historiassa keskittynyt konevuokraukseen.

Yhtiön asiakkaina toimivat etenkin rakennusalan yritykset isoissa ja pienissä projekteissa. Lisäksi asiakkaisiin kuuluu isona osana teollisuus, julkinen

sektori sekä normaalit kuluttajat. Cramolla on noin 2700 työntekijää kaikkiaan 11 toimintamaassa jakautuen noin 300 toimipisteeseen.

Keskittyminen konevuokraukseen

Liiketoiminnan jakautumisen myötä Cramo keskittyy vain kone- ja laitevuokraukseen. Cramolla on kolme segmenttiä, jotka raportoivat konevuokrausliiketoiminnasta maantieteellisesti jaoteltuna. Cramon tarjooma kattaa rakentamiseen tarvittavien työkalujen sekä koneiden vuokrauksen ja oheispalveluiden kokonaisvaltaisen toimittamisen asiakkaille. Tämä tarkoittaa käytännössä esimerkiksi porakoneiden ja henkilönostimien vuokrausta, mutta se voi käsittää myös palvelunomaisesti sääsuojauksen, työmaalogistiikan tai vaikka työturvallisuuden suunnittelun sekä toteutuksen.

Jakamistalouden yleistyminen on yksi yhtiön toiminnan kulmakivistä, missä yhtiö näkee koneiden ja laitteiden vuokraamisen nousevan omistamista järkevämmäksi. Työmaapalveluiden ja työkalujen omistamisen ulkoistamisen trendi tukee näin pitkän aikavälin näkymiä.

Yhtiön liiketoiminta on kuitenkin hyvin syklistä, mikä näkyy liikevaihdon ja kannattavuuden isoissa vaihteluissa suhdanteiden mukaisesti. Yhtiön toimintamaissa talouskasvun hidastuminen ja rakennusmarkkinoiden heikentyvät näkymät aiheuttavat paineita nykyisen tason ylläpidolle. Käymme tutkimuksessa laajasti läpi miltä yhtiön tulevaisuus heikentyvässä talousympäristössä näyttää, ja kuinka yhtiö siitä näkemyksemme mukaan selviää.

Cramon markkinat ja palvelut



Cramon päätuotealueet:

- Maanrakennus
- Nosto- ja siirtokalusto
- Rakennuskoneet ja -laitteet
- Työmaatilat
- Telineet
- Kaiteet ja aidat
- Muotit sekä tuentakalustot
- Kulunvalvonta ja etävalvointi



Yhtiökuvaus 2/2

Liiketoimintarakenne

Cramon kone- ja laitevuokrausliiketoiminta jakautuu kolmeen maantieteelliseen segmenttiin:

- **Skandinavia**
- **Suomi ja Itä-Eurooppa**
- **Keski-Eurooppa**

Konevuokrausliiketoiminta on ollut yhtiön pääliiketoimintaa ja nyt siirtokelpoisten tilojen eriyttämisen myötä yhtiö pystyy keskittymään ydintekemiseensä. Eriyttämisen on tarkoitus vahvistaa yhtiön kilpailukykyä sekä kasvumahdollisuuksia organisaation optimoinnin ja erikoistumisen myötä.

Skandinavia

Skandinavia on selvästi Cramon suurin segmentti ja se edusti vuonna 2018 noin 59 % koko kone- ja vuokrausliiketoiminnasta. Suuruudeltaan isoin on myös ollut selvästi kannattavin segmentti yhtiölle viime vuosina ja se vastasi vuonna 2018 noin 80 %:sta yhtiön oikaistusta EBITA:sta marginaalin noustessa segmentissä yli 20 %:iin. Segmentti sisältää Ruotsin ja Norjan liiketoiminnot. Ruotsin osuus liikevaihdosta nousi vuonna 2018 yli 300 MEUR:oon ollen konserninkin tasolla lähes 50 % liikevaihdosta. Sanomattakin on selvää, että Ruotsin rakennusmarkkinalla ja sen kehityksellä on Cramolle suuri merkitys. Norjan liikevaihto segmentin noin 370 MEUR:sta oli noin 67 MEUR vuonna 2018 ollen konsernitasolla isoimmista maista pienin.

Segmentin kehitys on Ruotsin osalta ollut nousujohteista vuodesta 2013-2014 alkaen, kun rakennusmarkkinat alkoivat kasvaa voimakkaalla vauhdilla. Nykyisellään vauhti on hiukan hiipunut, joka näkyy koko segmentin liikevaihdon laskussa vuonna 2018. Norjassa vuosien 2013 ja 2014 aikana suoritettavat uudelleenjärjestelyt ovat laskeneet liikevaihdon tason vuoden 2013 91 MEUR:sta nykyiseen noin 67 MEUR:oon, mutta samalla kannattavuus on noussut paremmalle tasolle.

Suomi ja Itä-Eurooppa

Suomi ja Itä-Eurooppa -segmenttiin kuuluvat maat ovat: Suomi, Viro, Liettua, Puola. Lisäksi segmenttiin kuuluu Cramon ja Ramirentin puoliksi omistaman Fortrent-yhteisyrityksen myötä Venäjä ja Ukraina, mutta niiden merkitys on vähäinen (2018: 0,5 MEUR Cramon osuus nettotuloksesta). Kokonaisuutena segmentti edusti vuonna 2018 noin 23 %:sta koko yhtiön konevuokrausliiketoiminnoista. Näistä maista selvästi isoin on Suomi, jossa yhtiön liikevaihto vuonna 2018 oli 98 MEUR edustaen valtaosaa segmentin 147 MEUR:n liikevaihdosta. Puolalle, Virolle ja Liettualle jää näin noin 49 MEUR.

Segmentin kehitys on vuosien 2013-2016 ollut pitkälti Suomen varassa, sillä Itä-Euroopassa liikevaihto laski ja kannattavuus heikkeni. Suomen rakennusmarkkinoiden lähtiessä tukemaan yleistä talouskasvua vuoden 2015 aikana, lähti myös yhtiön liikevaihto segmentissä paranemaan. Vuonna 2016 luodun segmentin viimeaikainen suoritus on saanut tukea myös Itä-Euroopan maista, ja on kasvanut vuoden 2016

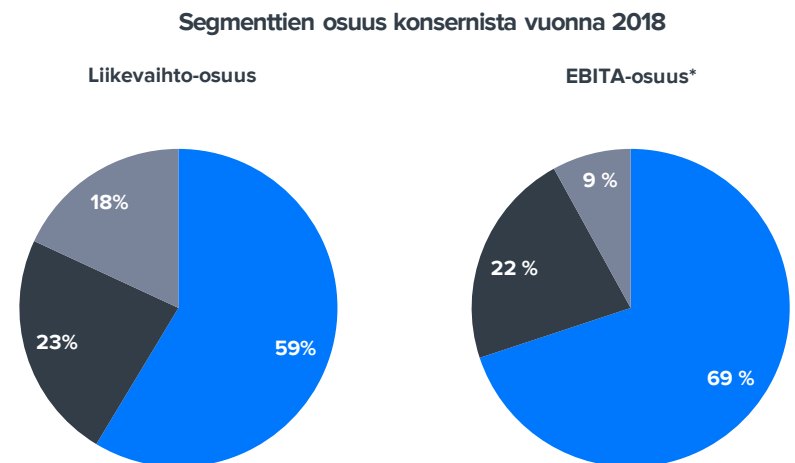
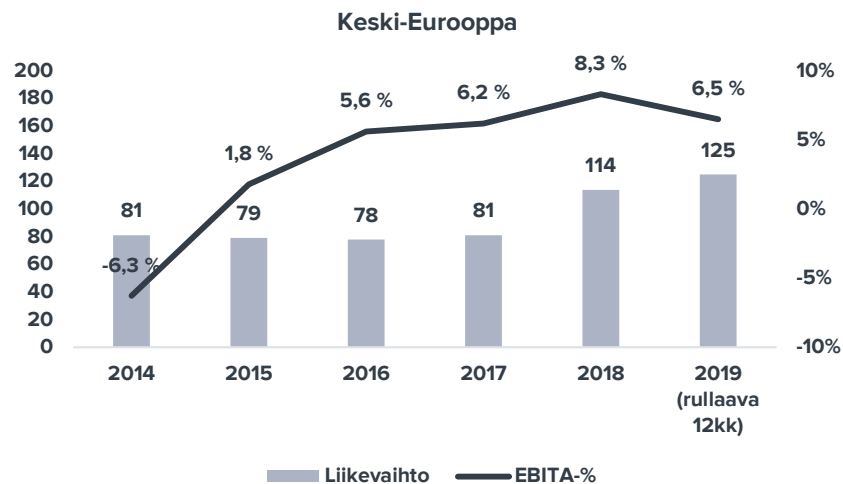
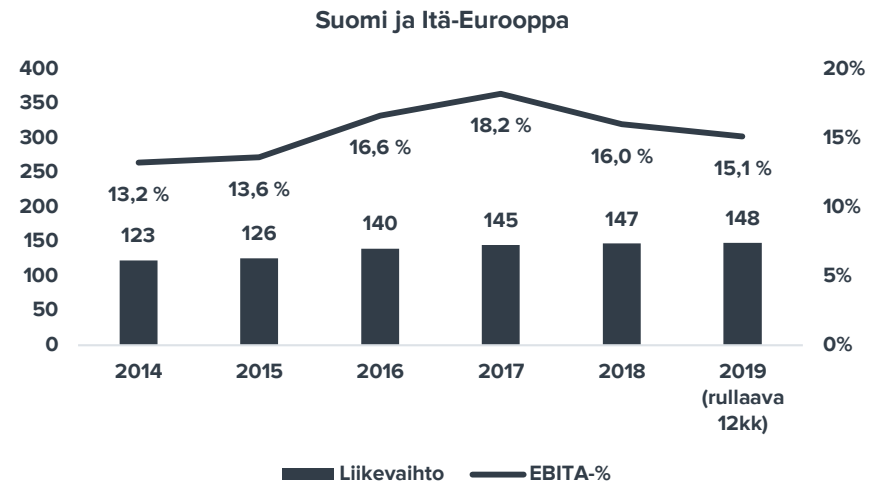
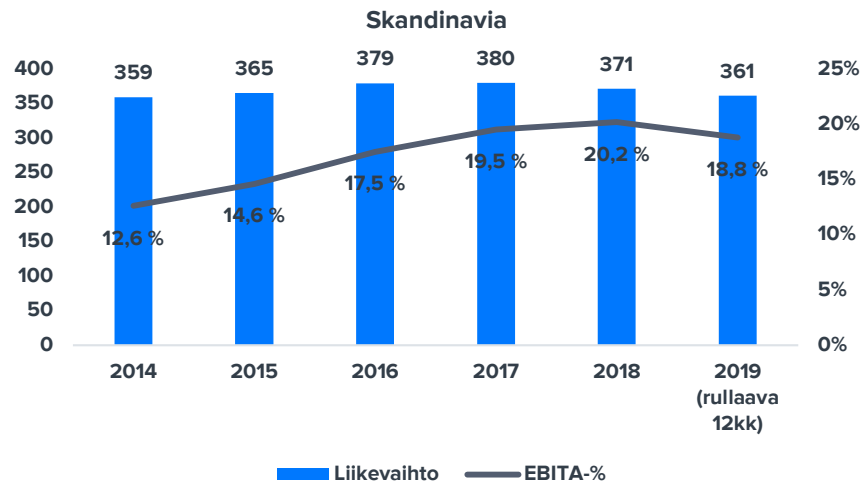
noin 139 MEUR:n liikevaihdosta vuoden 2018 lopun 147 MEUR:oon. Hyvästä volyymikehityksestä huolimatta segmentin kannattavuus on jäänyt Skandinavia-segmentistä jälkeen EBITA-%:n ollessa vuonna 2018 noin 16 %. Vuonna 2017 marginaali hipoi 19 %:n tasoja, mutta Suomen hintakilpailu ja heikko suoritus on painanut tulosta viime aikoina. Fortrent-yhteisyrityksen nettotulos kohdistetaan segmentin EBITA-lukuun.

Keski-Eurooppa

Cramon kolmanteen Keski-Eurooppa -segmenttiin kuuluvat Saksa, Itävalta, Unkari, Tšekki ja Slovakia. Kokonaisuutena segmentti edusti vuonna 2018 noin 18 % yhtiön liikevaihdosta, mutta EBITA:lla mitattuna vain noin 10 % heikomman kannattavuutensa vuoksi. Segmentin liikevaihto oli vuonna 2018 noin 114 MEUR ja suurin osa siitä muodostui Saksassa (91,8 MEUR). Vuoden 2018 helmikuussa hankittu KBS Infra -yrityskauppa kasvattaa Saksan osuutta vielä hieman lisää vuonna 2019.

Segmentin liikevaihto on vuoden 2016 noin 78 MEUR:n tasosta noussut viime vuoden lopun 114 MEUR:oon pääosin KBS Infran myötä. Kannattavuus on ollut segmentillä vuodesta 2016 keskimäärin noin 6 % EBITA-marginaalilla mitattuna. Kannattavuus on selkeästi alhaisempi kuin muilla segmenteillä, mutta on kuitenkin parantunut vuoden 2016 noin 5 %:sta vuoden 2018 lopun yli 7 %:iin.

Liiketoimintarakenne



Liiketoimintamalli 1/3

Liiketoimintamalli

Cramon liiketoiminta perustuu koneiden ja laitteiden vuokraukseen. Yhtiö pitää itsellään taseessa kalustoa, jota se vuokraa asiakkailleen palveluiden kera. Tärkeää yhtiölle tässä liiketoimintamallissa on oman kapasiteetin hallinta ja sen optimaalisen korkea käyttöaste sekä vuokrausprosessin tehokkuuden optimointi.

Kapasiteetin käyttöasteen ollessa alhainen ei yhtiö ota taseen varoistansa täyttä hyötyä. Kapasiteetin käyttöasteen ollessa korkea, mutta vuokrausprosessin hallinnan ollessa heikkoa, nousee muuttuvat eli suorat vuokraukseen liittyvät kustannukset liian suuriksi. Vuokrausprosessin tehokkuuden optimoinnissa pyritään nostamaan vuokra-aikaa ja vastavuoroisesti pienentämään aikaa mitä kuluu vuokraajan ulkopuolella esimerkiksi kuljetuksiin, palautukseen, tarkistukseen, huoltoon tai tyhjäkäyttöön (kts. kuva).

Liiketoiminta hyvin syklistä

Cramon liiketoiminta on hyvin riippuvainen rakentamisesta, sillä yhtiön tuotteiden ja palveluiden ensisijainen tarve liittyy rakentamiseen.

Yhtiön liikevaihdosta kuitenkin vain noin 60 % tulee suoraan rakennusteollisuudelta. Rakentamisen osuus liikevaihdosta on kuitenkin tätä suurempi, sillä muissa asiakasryhmissä rakentamista myös harjoitetaan. Muulla teollisuudella oli kuitenkin vuonna 2018 yli 20 %:n osuus liikevaihdosta. Teollisuudessa on isoja

rakennusprojekteja ja esimerkiksi tarve henkilönostimille, siirtolaitteistolle tai pienkoneille muun muassa kunnossapito ja huoltotöissä.

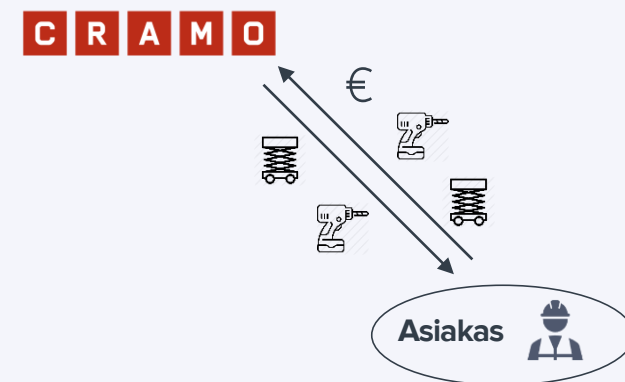
Rakentamisen suhdanteet ajavat kuitenkin pääosaa liiketoimintaa, ja siihen nähden yhtiö on vielä jälkisyklisyklinen. Yhtiön tuotteille ja palveluille on kaikista kovin tarve, kun rakentamisessa suhdanne on kuumimmillaan. Tällöin yleensä konevuokrausyhtiöt joutuvat investoimaan raskaasti kalustoon, jotta kysyntä saadaan paikattua. Kysynnän ollessa tapissa, on myös yhtiöiden kapasiteetti täysikäytössä, jolloin yhtiöt takovat ennätystuloksia ja huippumarginaaleja. Noususuhdanteessa volyymien kasvaessa ja yhtiön kaluston käyttöasteen noustessa, on kulujen kasvu volyymien kasvua pienempää, jolloin kannattavuudessa on vipuvaikutusta ylöspäin.

Isojen projektien loppuessa ja suhdanteen hiljentyessä kapasiteetin käyttöaste pienenee. Tämä tarkoittaa, että yhtiön volyymien laskiessa kulut kasvavat nopeammin ja näin ollen vipuvaikutus kannattavuuden osalta on volyymia suurempi. Hypoteettisena esimerkkinä, jos yhtiön liikevaihto laskee yhdellä laskee kannattavuus kolmella. Suhdanteen hiljentyessä yhtiöt myyvät kalustoaan ja sykli alkaa pohjan jälkeen uudestaan.

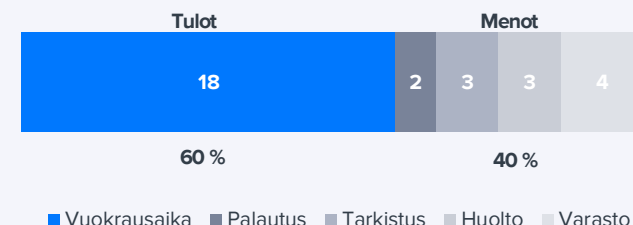
Palvelut ei mielestämme suojaa suhdanteilta

Yhtiön liikevaihdosta noin 72 % muodostuu kone- ja laitevuokrauksesta, mutta yhtiö tarjoaa myös palveluita. Palvelut ovat noin 22 % nykyisestä liikevaihdosta ja ne on tarkoitus nostaa 30 %:iin vuoteen 2023 mennessä.

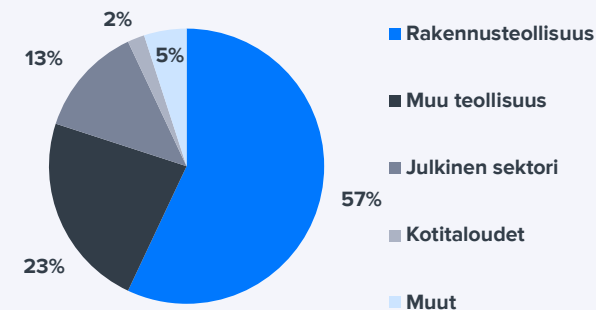
Koneiden ja kaluston vuokraus



Vuokrausprosessi 30 pv (esimerkki)



Liikevaihto asiakasryhmittäin 2018



LV:

632

MEUR

EBITA:

94

MEUR

Cramo-konserni

EBITA-%

2018.:

14,9

%

ROCE-%

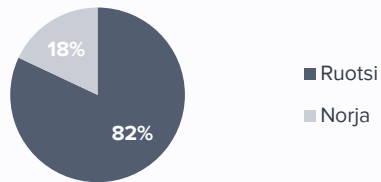
2018:

10,4

%

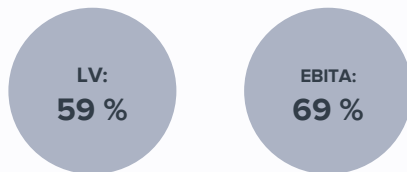
Skandinavia

Liikevaihto



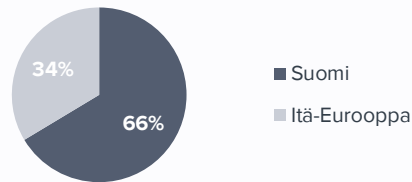
- Liikevaihto 2018: 371 MEUR
- EBITA 2018: 74,8 MEUR
- EBITA-% 3 vuoden ka.: 18,4 %
- ROCE-% 2018: 17 %
- Henkilöstö 2018: 1088

Segmentin osuus konsernista:



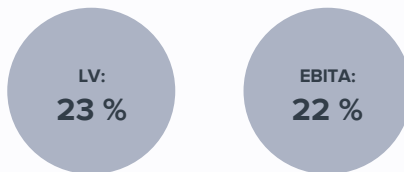
Suomi ja Itä-Eurooppa

Liikevaihto



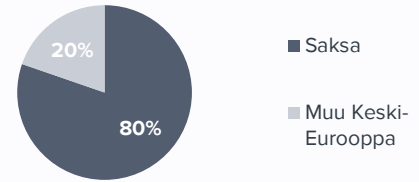
- Liikevaihto 2018: 147
- EBITA 2018: 23,6 MEUR
- EBITA-% 3 vuoden ka.: 16,9 %
- ROCE-% 2018: 10 %
- Henkilöstö 2018: 841

Segmentin osuus konsernista:



Keski-Eurooppa

Liikevaihto



- Liikevaihto 2018: 114 MEUR
- EBITA 2018: 8,6 MEUR
- EBITA-% 3 vuoden ka.: 5,9 %
- ROCE-% 2018: 5 %
- Henkilöstö 2018: 562

Segmentin osuus konsernista:



Liiketoimintamalli 2/3

Palvelut liittyvät kuitenkin rakentamiseen hyvin keskeisesti (projektinhallinta, työmaalogistiikka, pölyntorjunta, kosteudenhallinta, työturvallisuus, valvonta), emmekä näe näillä olevan jatkuvan liikevaihdon kaltaista ominaisuutta, joka voisi suojata suhdanteilta tai sykliseltä toimialalta.

Toimialalla muutosnopeus pientä

Toimialana konevuokraaminen muuttuu mielestämme hitaasti, mutta teknologinen kehitys, vuokrauksen ulkoistumisen lisääntyminen ja jakamistalouden megatrendi siivittävät alaa eteenpäin. Jakamistalouteen liittyvät työkalujen hallintapalvelut ja verkkoalustat luovat uutta kysyntää, mutta etenkin parantaa kalustonhallinnan tehokkuutta.

Kaluston vuokraamisen ulkoistumisen lisääntyminen luo kasvumahdollisuuksia Cramolle etenkin Keski-Euroopan ja Skandinavian markkinoilla. Näissä segmenteissä suuryritykset hoitavat vielä itse usein kaluston eivätkä ole ulkoistaneet sitä samalla tavalla kuin meillä esimerkiksi Suomessa on tehty. Tätä kasvua on mielestämme vaikea Suomessa enää saavuttaa, ja siitä myös kiristynyt kilpailu- ja markkinatilanne kertoo.

Kilpailu digitaalisessa ympäristössä on myös kovaa ja yhtiöt kilpailevat uusilla digitaalisilla ratkaisuilla. Cramolla on muun muassa heidän toimipisteillään käytössä digitaaliset hankinta- ja logistiikka-alustat, joiden avulla toimipisteet voivat kommunikoida kaluston kapasiteetista tai varastotilanteesta.

Yksi iso muutos, mikä toimialaa on mielestämme viime vuosina myös ajanut hyvään suuntaan, on työturvallisuuteen ja kulunvalvontaan liittynyt kehitys sekä sääntely. Kulunvalvontaan liittyen jokaisella työntekijällä on rakennustyömaalla oltava verokortti ja yleensä isoimmat työmaat ovat aidattuna sekä sähköisten kulkuporttien takana. Näihin luodut järjestelmät ja valvontalaitteet ovat ulkoistettu yleensä erillisille toimittajille.

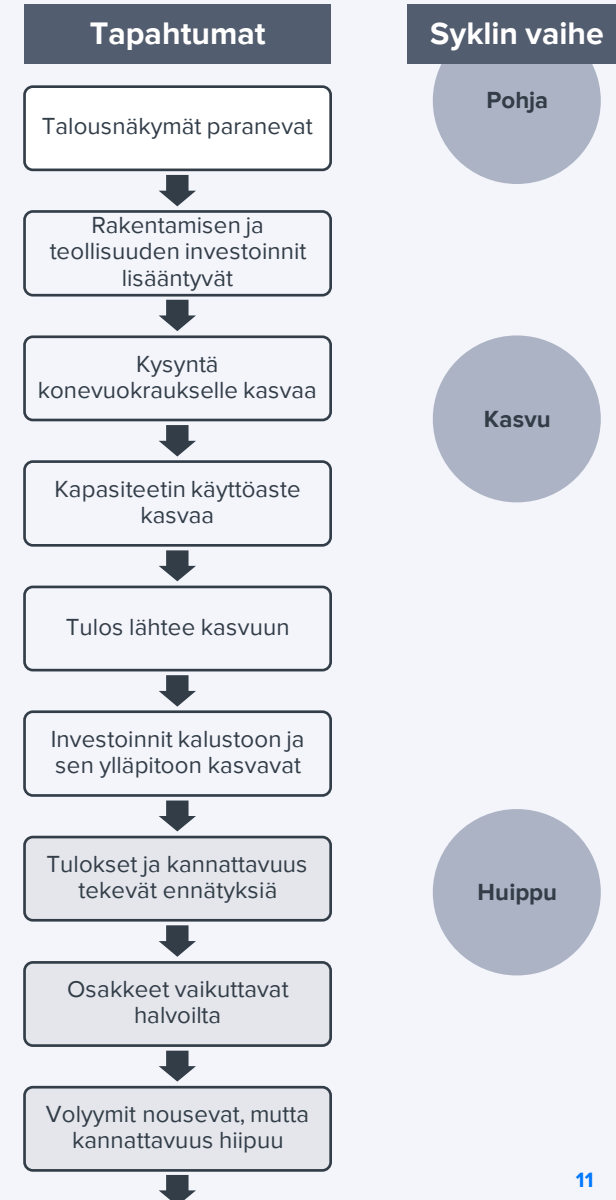
Turvallisuus ja puhtaus on myös yksi iso muutos, mitä sääntely on rakennustyömaille tuonut. Työturvallisuuteen on investoitu rakennustyömailla ja teollisuudessa huomattavasti viime vuosina. Lisäksi turvallisuuteen liittyvä siisteys, pölynhallinta ja yleisen muun logistiikan parantaminen ovat lisänneet kone- ja laitevuokraajien ansaintamahdollisuuksia. Turvallisuuteen liittyen työmaalla sijaitsevien laitteiden ja koneiden kunto on myös jatkuvan seurannan alla, mikä luo kysyntää vuokrakoneille.

Skaalautuvuutta vaikea saavuttaa pitkällä aikavälillä

Arviomme mukaan yhtiön on haastavaa saavuttaa isoa skaalautuvuutta. Yhtiön kuluista noin puolet muuttuu lähes suoraan liikevaihdon mukana ollen näin muuttuvia. Ei-suoria eli ainakin osaksi kiinteiksi laskettavia kustannuksia yhtiön kuluista on myös noin puolet, joka on normaaliin tasoon nähden paljon.

Lyhyellä aikavälillä yhtiön liiketoiminnan vipuvaikutus on näkemysemme mukaan hyvinkin voimakasta molempiin suuntiin kuten aikaisemmin

Esimerkki konevuokrauksen syklisyydestä



Liiketoimintamalli 3/3

mainitsimme: korkeasuhdanteessa kapasiteetti menee vuokralle ja näin ollen liikevaihto kasvaa kuluja nopeammin, vaikka resursseja ei lisättäisi samaan tahtiin.

Pitkällä aikavälillä yhtiön täytyy kuitenkin investoida laitteisiin ja koneisiin sekä ihmisiin, että kasvua voidaan tuottaa. Kapasiteetin ylärajan tullessa vastaan, yhtiö ei voi enää kasvaa vuokraamalla samaa fyysistä laitetta tai konetta toiselle asiakkaalle samanaikaisesti. Tällöin on investoitava uusiin laitteisiin, jotta liikevaihto voitaisiin nostaa uudelle tasolle.

Uuden tyyppisten digitaalisten palveluiden avulla skaalautuvuuden saavuttaminen on mielestämme kuitenkin mahdollista. Esimerkkinä Cramon osalta voitaneen mainita tietomallintamisen (Building Information Modelling, BIM) tarjoaminen palveluna. Kyseessä on 3D-mallintamiseen perustuva menetelmä, jota käytetään rakennushankkeiden suunnitteluun, rakentamiseen sekä kunnossapitoon. Tämän kaltaisten palvelujen kasvu on skaalautuvaa, mutta on hyvinkin perinteisten konevuokraus- ja rakennusalojen keskuudessa vielä pientä liiketoimintaa.

Investointitarve suurta

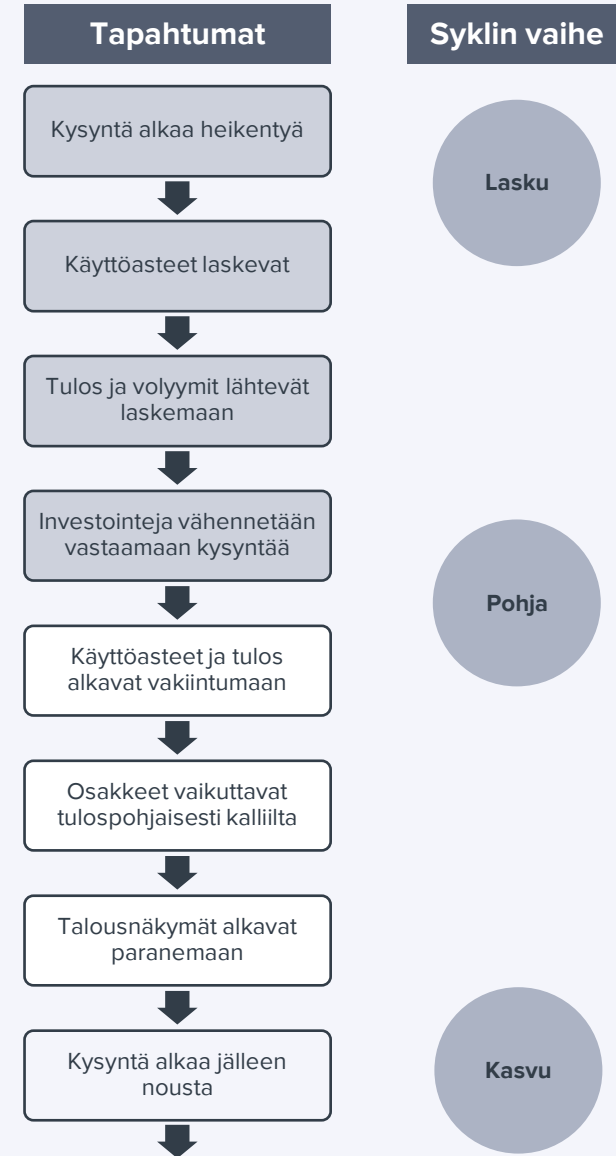
Yhtiön liiketoiminta sitoo huomattavan määrän pääomia, sillä yhtiön liiketoiminta perustuu taseessa olevan kaluston vuokraamiseen. Tämä kalusto ikääntyy ja sitä on uusittava sekä huollettava, joka aiheuttaa ylläpitoinvestointeja.

Sykliisyys näkyy myös pääomien sitoutumisessa. Noususuhdanteessa yhtiö tyypillisesti investoi

jatkuvalla syötöllä uuteen kalustoon, jotta olemassa oleva kysyntä saadaan tyydytettyä, ja vanhojen myytyjen kalustojen jättämä kapasiteettiaukko saadaan täytettyä. Matalasuhdanteessa kysynnän heikentyessä ylimääräistä kapasiteettia myydään markkinoilla, ja näin pääomia pyritään vapauttamaan.

Yllämainitun pääomien sitoutumisen ja toimintaan liittyvien ylläpitokustannusten myötä yhtiön operatiivisen kassavirran tulee olla hyvällä tasolla, jotta yhtiö pystyy rahoittamaan toimintansa ilman ulkopuolista rahoitusta. Yhtiön organiset bruttoinvestoinnit (ilman yritysostoja) olivat vuonna 2018 vanhalla rakenteella noin 26 % liikevaihdosta (204 MEUR), kun ne vuonna 2017 olivat korkeammalla noin 28 %:ssa (204,5 MEUR). Investointien hiipuminen yhdistyy yleensä syklin käännteisiin. Vuonna 2018 NMG ja KBS Infra yrityskaupat vastasivat yli 300 MEUR:sta bruttoinvestointeja nostaen kokonaisinvestointeja (2018: 517 MEUR).

Eri liiketoimintojen eriyttämisen jälkeen Cramon rahoitustarve on mielestämme pienentynyt, sillä Adapteo satoi nykyistä Cramoa enemmän pääomia ja oli selkeässä kasvuvaiheessa. Nykyisellä Cramolla kasvun kiivain vaihe on näkemysemme mukaan ohi eikä liiketoiminnan pyörittämiseen tule sitoutumaan niin paljon pääomia. Mahdollisiin yritysostoihin tai hyviin kasvuaikoihin investointi kuitenkin helpottui myös eriytymisen myötä, kun yhtiön nettovelka/käyttökate suhdeluku laski 2,9x-tasosta noin 2x-tasoon selvästi alle yhtiön tavoitteen (3,0x).



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia 1/4

Shape & Share jäi kesken, mutta tavoitteisiin päästiin

Yhtiön vuonna 2017 julkistama Shape & Share -strategia päättyi ennen aikojaan liiketoimintojen eriyttämisen myötä. Vanhalla strategialla ei ole mielestämme osakkeenomistajalle suurta merkitystä, mutta sen tavoitteiden saavuttamisesta voi saada apua johdon ja yhtiön suorituskyvyn analysointiin. Nykyinen Cramo julkisti uuden strategian 12.9.2019 pääomamarkkinapäivillä, jossa saimme tarkempaa tietoa kone- ja vuokraliiketoiminnan tavoitteista. Esittelemme kuitenkin vanhan strategian taloudelliset tavoitteet sekä arvioimme siitä kuinka yhtiö niihin nähden suoriutui. Taloudelliset tavoitteet ovat yhtiöllä historiassa liittyneet velkaantuneisuuden hallintaan, kasvun aikaansaamiseen, pääoman tuottojen nostoon ja kestävänsä osingon jakamiseen omistajille:

Konevuokrauksen taloudelliset tavoitteet:

- **Orgaaninen kasvu > markkinakasvu**
- **ROCE > 14,5 % (IFRS 16 ml.: 12,8 %)**

Konsernin taloudelliset tavoitteet:

- **ROE > 15 %**
- **Nettovelka/käyttökate < 3x**
- **Osingonjakosuhde noin 40 % tuloksesta**

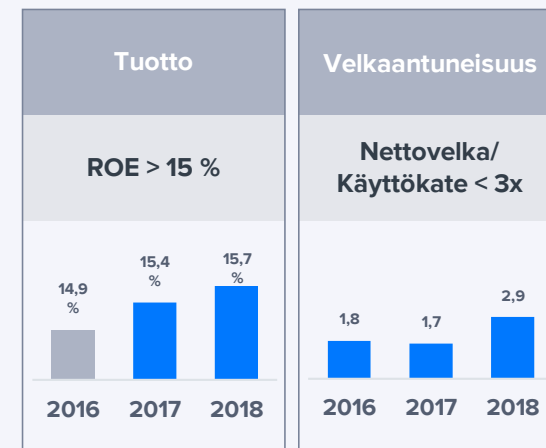
Konsernin osalta tavoitteet täyttyivät jo vuoden 2018 aikana. Oman pääoman tuotto ylsi vanhalla yrittäjäkanteella 15,7 %:iin ja nettovelka/käyttökate suhde oli 2,9x. Osinkoakin

yhtiö jakoi noin 45 % tuloksesta.

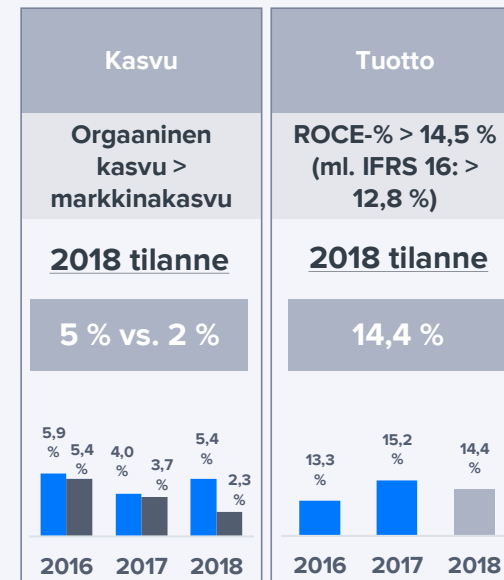
Konevuokrauksen segmentissä yhtiö kasvoi orgaanisesti noin 5 %, kun markkina kasvoi noin 2 % ylittäen myös selvästi tavoitteet. Vertailukelpoinen ROCE-% ylsi viime vuonna ilman IFRS 16 -vaikutusta 14,4 %:iin, kun tavoite keskimäärin strategiakaudelle oli 14,5 %. Viimeisenä vuonna strategian tavoitteesta hieman jäätettiin, mutta keskimäärin se ylitettiin.

Lyhyen Shape & Share -strategiakauden aikana yhtiö on mielestämme edennyt oikeaan suuntaan ja ollut kokonaisuudessaan antamiensa tavoitteidensa arvoinen. Luottoamme yhtiöön ja sen pitkän aikavälin suoritukseen vahvistaa myös vanhan 2013-2016 strategiakauden suoritus, jolloin yhtiö ylsi tavoitteisiin velkaantuneisuuden, kannattavuuden ja kasvun osalta. Nykyisen strategian pitkän aikavälin tavoitteita ja painopisteitä arvioimme seuraavilla sivuilla erikseen, mutta lähtökohdat niiden saavuttamiselle ovat hyvät.

Cramo-konserni*



Kone- ja laitevuokraus*



Strategia 2/4

Cramo NXT vuosille 2019-2023

Cramo päivitti strategiansa ja pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteensa vuosille 2019-2023 syyskuussa pidetyillä pääomamarkkinapäivillä. Strategiassa painotetaan operatiivisen tehokkuuden kasvattamista eri alueilla ja maissa muun muassa yhdeksi taloudelliseksi tavoitteeksi annetun kaksinumeroisen osakekohtaisen tuloksen kasvun aikaansaamiseksi.

Strategia keskittyy 1) huipputason suorituskykyyn, 2) teollisuuden alalta tulevan liikevaihdon kasvattamiseen 30 %:iin (nyt 23 %), 3) palveluiden osuuden nostamiseen 30 %:iin (nyt 22 %), ja 4) digitalisiin ratkaisuihin.

”Top-tier performance” eli huipputason suorituskyky

Operatiivisen tehokkuuden parantaminen tai huipputason suorituskyvyn mahdollistaminen saavutetaan keskittymällä taloudelliseen suorituskykyyn hinnoittelun parantamisen ja mittakaavan lisäämiseen avulla. Toiseksi tavoitteena on nousta 1-2 asemaan yhtiölle tärkeillä alueilla tai maissa. Kolmanneksi operatiivinen tehokkuus nousee optimaalisen kalustonhallinnan kautta, missä koko ketjun huoltokustannuksia pyritään alentamaan mm. dataohjautuvuuden kautta.

Taloudellisen suorituskyvyn parantamisen avulla olisi tarkoitus nostaa kaikkien maiden ja alueiden

suorituskyky omalle potentiaalitasolle. Me tiedämme, että Keski-Eurooppa ja Suomi ja Itä-Eurooppa ovat näistä selkeimmät tapaukset, missä parannettavaa tällä hetkellä on. Yhtiö myös itse esitteli Suomen ja Saksan esimerkkitapauksena, joissa on uuden tiimin avulla lähdetty kehittämään myyntiä optimoimalla varastoverkostoa ja kapasiteettia lisäämällä semmoisiin osa-alueisiin, missä kysyntää on. Norjassa strategiaa on toteutettu vuosien 2017-2018 aikana. Siellä liikevaihto nousi yli 10 %:lla ja pääomantuotto noin 2 %:lla. Tämä vahvistaa luottamusta yhtiön käänteen tekemiselle myös alisuoriutuneissa maissa. Tähän avuksi pyritään vielä konsernin yhteisen hinnoittelumallin avulla luomaan selkeyttä ja systemaattisuutta sekä varmistamaan, että kalustoa vuokrattaisiin kustannustehokkaasti Cramon sekä asiakkaan kannalta. Mittakaavaetuja tullaan myös entistä enemmän hyödyntämään toimintamaissa muun muassa panostamalla pienempien ”sisäänkävely” -varastojen (Depot) ja isoimpien keskusvarastojen järkevällä suunnittelulla sekä yhdistelmällä.

Johtavaan asemaan relevanteissa toimintamaissaan yhtiö pyrkii kasvamaan orgaanisesti, mutta myös käyttämään epäorgaanisen kasvun keinoja. Markkina on Euroopassa vielä varsin pirstaloitunut ja konsolidaatiota on odotettavissa jatkossakin. Cramon markkinoista Pohjoismaat alkavat olla jo

kypsiä, missä vuokrauksen penetraatio on korkea ja ulkoistusmahdollisuudet vähäisempiä. Lopuissa noin 30 % liikevaihdosta tuovista maista penetraatio taas on vähäistä ja ulkoistumismahdollisuudet ovat hyvät. Isoin orgaaninen kasvu voi näin tulla näistä vähemmän kypsistä maista. Molemmissa tapauksissa nähdään kuitenkin mahdollisuuksia yritysostoihin, mutta fokus tuntuisi olevan enemmän Länsi-Euroopassa. Yhtiöllä on myös yritysostoihin hyvin liikkumavaraa, sillä yhtiön nettovelka/EBITDA-tavoite 3x-tasolla ei tule ihan heti vastaan (nyt: 2x).

Huipputason kalustonhallinnalla pyritään parantamaan kaluston käyttöasteita ja kalustosta saatavaa tuottoa. Tämä tehdään investoimalla tuotekategorioihin, joissa on hyvä tuottopotentiaali ja luopumalla niistä, missä sitä ei ole. Kalustonhankinnasta pyritään myös tekemään entistä enemmän keskitettyä nostamalla konsernin tasoisten kalustohankintasopimuksien osuus nykyisestä noin 75 %:sta noin 95 %:iin vuoden 2020 lopussa. Käyttöasteita pyritään myös edelleen kohottamaan varastojen kapasiteetin ja asiakkaiden tarpeiden kohtaamista parantamalla muun muassa digitaalisten kanavien kautta.

Strategia 3/4

Teollisuuden liikevaihto 30 %:iin

Teollisuusalan liikevaihdon osuuden nostaminen tuo yhtiölle tärkeää ei suoraan rakennusalaan liittyvää kysyntää. Nykyisellään teollisuuden osuus on yhtiölle noin 23 % liikevaihdosta jakautuen teollisuuden projekteihin ja teollisuuden kunnossapitoon. Teollisuuden lisääminen hajauttaa yhtiön liiketoimintamixiä ja vähentää riskiä riippuvuudesta yhdestä toimialasta. Täytyy kuitenkin muistaa, että teollisuudessa konevuokraus voi vaatia isoja investointeja erikoiskalustoon eikä teollisuus alana itsessään ole kovinkaan riippumaton sykleistä. Yhtiön isoimmat liikevaihto-osuudet tulevat taloussykleille alttiina olevista teollisuuden tehtaiden rakentamisista ja pienempi osa tulee huolto sekä kunnossapitoprojekteista, jotka voivat tuoda tasaisempaa muista sykleistä riippumatonta liikevaihtoa. Positiivista on, että sopimusajat ovat normaalia pitempiä teollisuudessa, ja ne voivat näin viedä yhtiötä eteenpäin monia vuosia vaikka uudisrakentamisen syklin yli.

Palveluiden osuus liikevaihdosta 30 %:iin

Palveluiden lisääminen ja liikevaihto-osuuden nostaminen oli myös yksi CMD:n kärkiteemoista. Tähän kuuluu muun muassa kaluston kokoonpanot, suunnittelut, logistiikkapalvelut, työturvallisuus ja esimerkiksi koulutukset. Näiden lisääminen toisi yhtiölle myös tasaisempaa tulovirtaa, mutta pidämme yhtiön palveluita hyvinkin

riippuvaisena itse vuokrausliiketoiminnasta ja rakentamisen tai teollisuuden kysynnästä. Palvelutarjoaman kasvattaminen, esimerkiksi logistiikassa, kuitenkin voi nostaa yksittäisistä projekteista saatavia tulovirtoja. Logistiikka on myös hyvä kohde, sillä se on yksi työmaiden vaikeitten hallittavista osa-alueista. Usein sen hoitaa kuitenkin työmaahenkilöstö, koska sitä on helpompi hallita työmaalta. Työmaalla tiedät kokoajan mitä tavaraa on tulossa ja mihinkin aikaan. Näin osaat ennakoida logistiikkaa. Tähän kilpailukykyisen tuotteen rakentaminen voi olla yleistettynä vaikeaa, sillä työmaat ovat poikkeuksetta kaikki erilaisia.

Digitaalisuuden johtaja alallansa

Digitaalisuuden johtajuus oli myös jälleen strategian kärkiteemoja. Digitaalisuuden käyttäminen alalla on vielä verrattain vähäistä, mutta Cramo pyrkii olemaan siinä johtava toimija. Moni tekee tilauksensa kävelemällä varastolle sisään tai soittamalla. Netistä ja verkkokaupasta tilaaminen kuitenkin yleistyy ja tähän Cramo haluaa luoda tarvittavat sovellukset niin asiakkaille kuin työntekijöillekin. Samalla skaalautuvat digitaaliset palvelut, kuten BIM-mallinnus, ovat hyviä lähtökohtia, mutta edustavat vielä pientä osaa yhtiöstä.

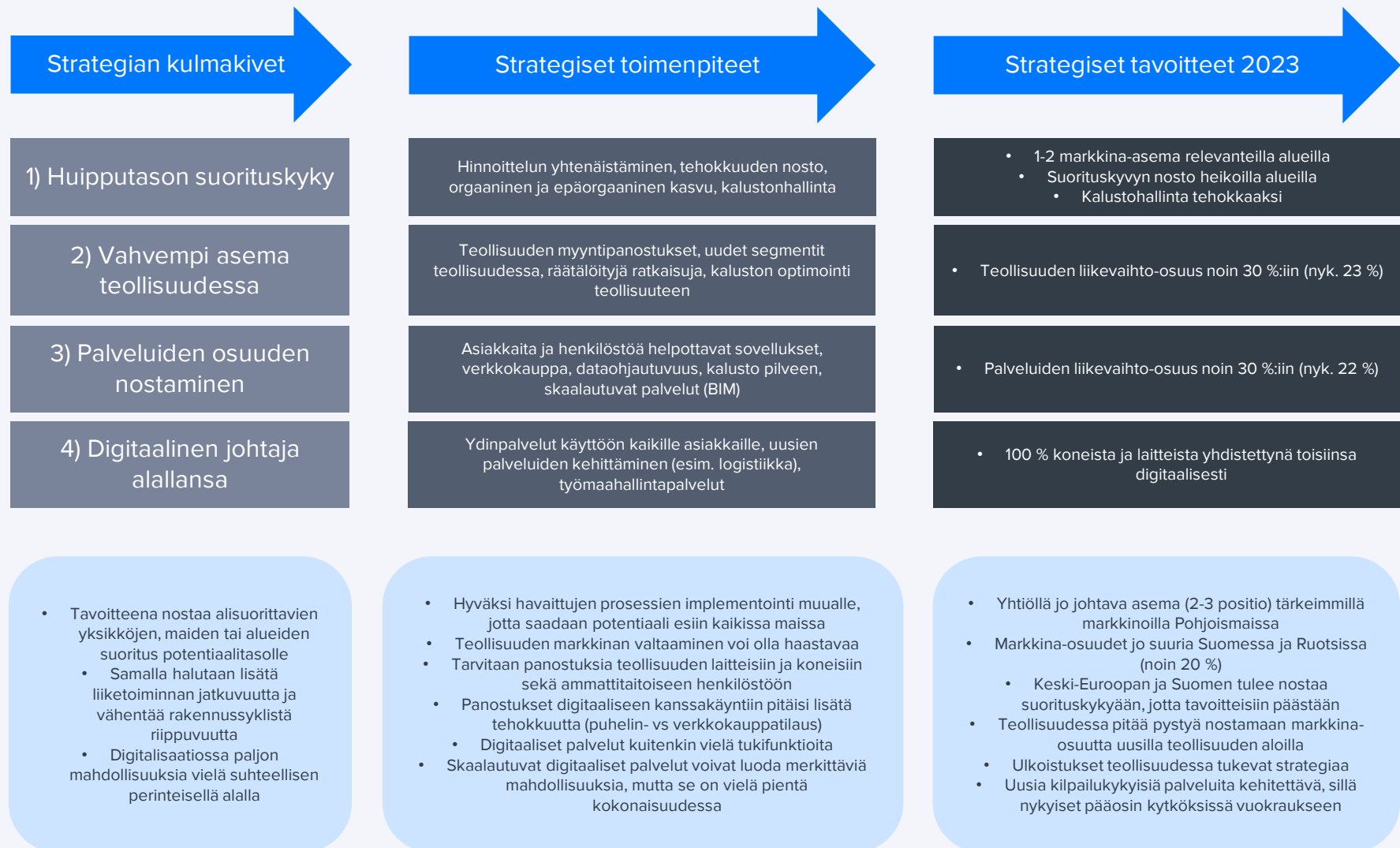
Strategia keskittyy oikeisiin asioihin

Mielestämme strategian keskipisteet keskittyvät oikeisiin asioihin ja kertovat yhtiön halusta panostaa

liiketoiminnan tasaisuuden lisäämiseen ja suhdanteiden vaikutusten vähentämiseen. Lisäksi jokaiselle painopisteelle tai alueelle on annettu selkeitä tavoitteita, joihin voidaan konkreettisesti nojata. Tämä helpottaa strategian arvioimista matkan varrella taloudellisten tavoitteiden lisäksi. Palveluiden ja teollisuuden liikevaihto-osuuden nosto ei kuitenkaan tule olemaan helppoa. Kuten aiemmin totesimme palvelut liittyvät yleensä rakennusprojekteihin eikä kaikkea ole järkevä ulkoistaa. Teollisuuden konevuokrausmarkkina näyttää Cramossa vielä kokonaisuudessaan pientä osaa ja se vaatii oman erikoistumisensa erilaisten asiakkaiden tarpeiden mukaan.

Riskinsä liittyy myös siihen saadaanko operatiivista kannattavuutta muissa toimintamaissa nostettua lähemmäksi Skandinavian tasoa. Keski-Eurooppa on jo pitkään ollut heikkoa aluetta Cramolla ja voi johtaa pahimmassa tapauksessa Tanskan yksikön kaltaisiin divestointeihin, jos tilanne ei parane. Suomessa emme näe parannuksen olevan niin yksinkertaista sillä penetraation kautta kypsällä ja kysynnän kautta heikentyvällä markkinalla on vaikea tehdä isoja liikkeitä kilpailun polkiessa hintoja. Yhtiöllä itsellään näyttää kuitenkin olevan vankka usko strategiaan, sillä vuodelle 2020 annettiin CMD:n yhteydessä rohkeasti jo ohjeistus, vaikka läpinäkyvyys yhtiön liiketoimintaan on yleensä hyvin heikkoa. Teollisuuden isot projektit ovat kuitenkin parantaneet yhtiön läpinäkyvyyttä oman tuloskehitykseen.

Cramo NXT-strategia 2019-2023



Strategia 4/4

Taloudelliset tavoitteet

Cramon uuden strategian taloudelliset tavoitteet koostuvat kannattavasta kasvusta, pääoman tuotosta, tase-aseman hallinnasta ja vahvasta osingosta.

- **Kasvu ja kannattavuus:**
Vertailukelpoinen (oik.) EPS-kasvu kaksinumeroista vuosien 2019-2023 aikana
- **Pääoman tehokkuus:**
Operatiivinen ROCE-% yli 15 % vuoden 2023 loppuun mennessä
- **Velkavipu:**
Nettovelka/EBITDA alempi kuin 3,0x
- **Osinkotuotto:**
Osingonjakotavoite yli 50 % osakekohtaisesta tuloksesta

Uusia tavoitteita

Viimeisimpään strategiaan nähden yhtiö asetti itselleen uuden tuloskasvutavoitteen, mutta muuten tavoitteet olivat aikalailla samoja. Sitoutuneen pääoman tuottotavoite kuitenkin hieman muuttui laskentakaavamuutoksen myötä.

Kasvutavoitteen näkökulmasta yhtiö tavoitteli aikaisemmin konevuokrauksen segmentilleen markkinaa nopeampaa orgaanista liikevaihdon kasvua, mutta nyt liikevaihdon kasvutavoitetta ei erikseen mainittu. EPS-tuloskasvu on kuitenkin sijoittajille mielestämme paljon merkityksellisempi tavoite, ja pidämme tämän tavoitteen nostoa kasvun ja kannattavuuden osalta hyvänä signaalina yhtiön tulevaisuuden näkymistä. Täytyy

lisäksi muistaa, että osakkeiden arvonmuodostuksessa tuloskasvu on pitkällä aikavälillä määräävä tekijä. Lisäksi tuloskasvuun liittyy aina myös liikevaihdon kasvun komponentti, joten nollakasvua yläriviltäkään tuskin tavoitellaan tai kannattaa odottaa. Lähivuosina liikevaihdon tasoon liittyy kuitenkin riskinsä suhdannekäänteen vuoksi.

Pääoman tuoton kannalta tavoitellaan nyt yli 15 %:n operatiivisen sitoutuneen pääoman tuottoa (ROCE-%). Operatiivinen ROCE määritellään yhtiön mukaan vertailukelpoinen EBITA jaettuna keskimääräisillä aineellisilla hyödykkeillä ja nettokäyttöpääomalla. Tämä ei sisällä liikearvoa tai aineettomia hyödykkeitä. Aikaisemmin yhtiö ei ole avannut sitoutuneen pääoman kaavaa, mutta aikaisempiin lukuihin nähden muutos on merkitykseltään iso (2018 ROCE 865 MEUR vs operatiivinen ROCE 670 MEUR).

Tarkasteltuna yhtiön nyt raportoimia operatiivisen ROCE:n ja vanhoja ROCE:n tuottolukuja, nousee nykyiset luvut selvästi korkeammalle tasolle. Vuonna 2018 yhtiön jatkuville toiminnoille laskettu vertailukelpoinen ROCE-% oli 10,5 % ja nyt vuodelle 2018 ilmoitettu operatiivinen ROCE-% oli 14,1 %. Vertailukelpoinen EBITA ei ole muuttunut, mutta viivan alla olevan pääoman määrä on laskenut, joka nostaa tuottoluvun 3,6 % korkeammalle. Yhtiöllä oli vanha tavoite konevuokrauksen segmentille (12,8 % ml. IFRS 16), ja lukuja hieman summailemalla voisi päätellä, että tavoite on jopa hieman laskenut. Nykyinen konsernin tavoite ei ole siihen kuitenkaan vertailukelpoinen eikä suoria johtopäätöksiä voi

vetää. Kaavamuutoksen perusteella yhtiö ei kuitenkaan näyttäisi laittavan alarajaansa pääoman tuoton osalta kovinkaan korkealla.

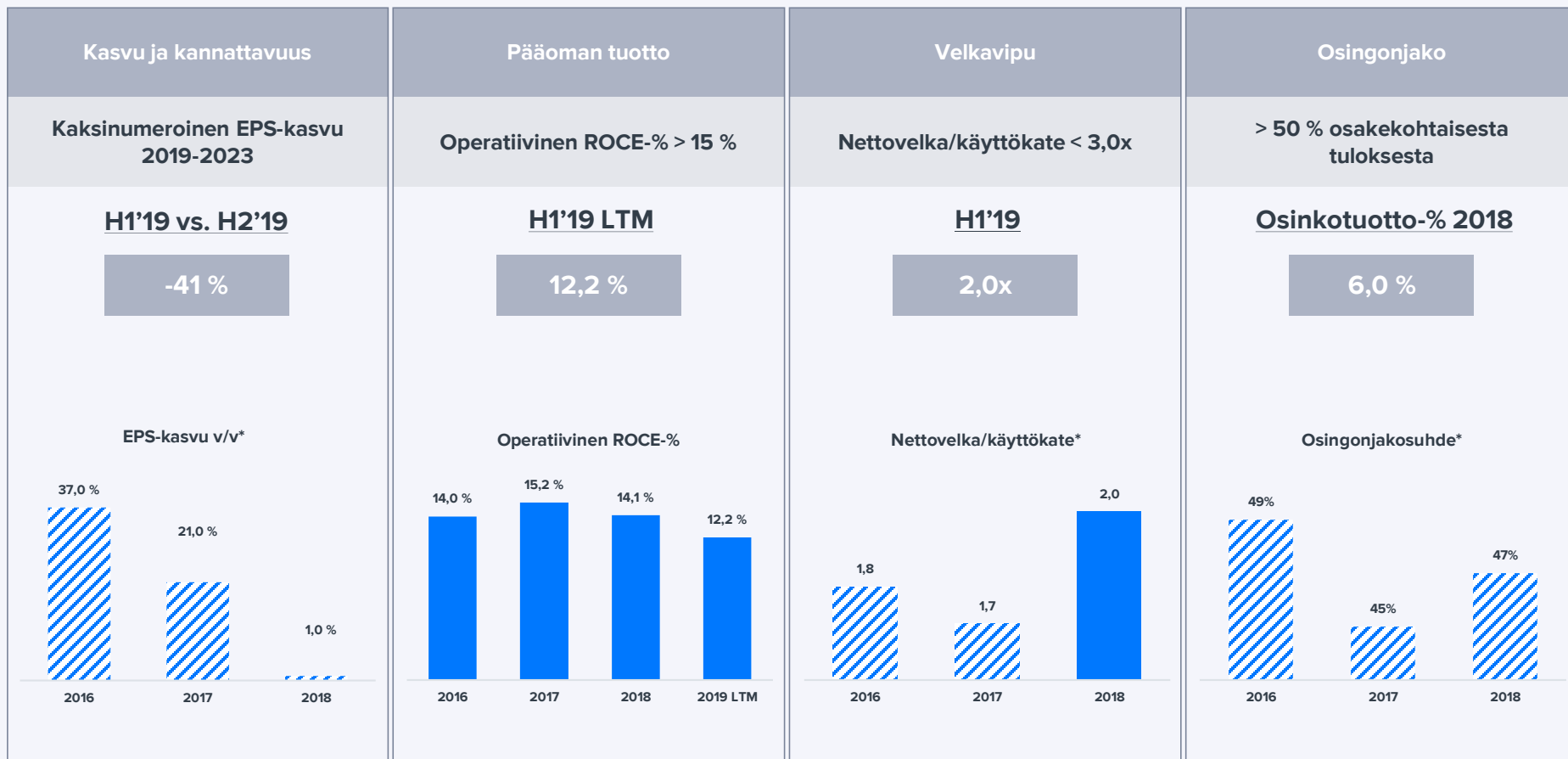
Velkavivun kannalta tavoite jäi ennalleen 3,0x nettovelka/käyttökate-tasolle. Yhtiöllä on velan puolesta nyt ruutia kasvaa myös epäorgaanisesti, sillä vuoden 2018 lopussa kyseinen tunnusluku oli 2x-tasolla. Tämä tarkoittaa vuoden 2018 luvuilla noin 220 MEUR:n lisäystä vieraan pääoman määrään.

Osinkotuottotavoite nousi yhtiön osalta nyt enemmän osinkosijoittajille ystävälliseksi. Aikaisemmin yhtiön tavoite osingonjakosuhteelle oli noin 40 %, mutta nyt yli 50 %:iin noussut suhde kertoo mielestämme yhtiön halusta jatkaa vakuuttavaa osinkohistoriaansa myös läpi syklin. Tähän tietenkin aina liittyy syklisissä yhtiöissä omat riskinsä tulostason pitävyydestä, mutta operatiivisesti ja taseperusteisesti paremmassa kunnossa oleva yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet tehdä siitä kestävä.

Ei pitäisi olla vaikeuksia saavuttaa

Näemme Cramon yltävän tavoitteisiinsa strategiakaudella selkeästi. Nykyinen EPS-tuloskasvuennustemme yhtiölle vuosien 2019-2023 aikana on noin 12 %, eikä sitoutuneen pääoman tuoton tavoitteeseen mielestämme ole yhtiöllä vaikeuksia nousta. Taseasema on hyvä ja velkaa voidaan lisätä. Kassavirrat ovat vuosien varrella parantuneet, joka mahdollistaa hyvän osingon myös jatkossa.

Taloudelliset tavoitteet 2019-2023



Markkina 1/2

Markkinat jälkisyklisiä

Kone- ja laitevuokrauksen markkinat ovat riippuvaisia rakennusmarkkinoista, ja ovat näihin nähden jälkisyklisiä. Koneita ja laitteita sekä niihin liittyviä palveluita tarvitaan pitkälle suhdanteen huipulle, jolloin esimerkiksi isoja liikerakentamisen tai teollisuuden kohteita rakennetaan. Vakautta tarjoaa hieman muiden asiakkaiden kysyntä (teollisuus, julkinen sektori, kotitaloudet). Isossa kuvassa talouskasvu näyttää hidastuvan ja euroalueen luottamusluvut sekä talousindikaattorit näyttävät kääntyneen heikompaan suuntaan, mikä näkyy myös heikkoutena rakentamisessa.

Rakennusmarkkinoiden kasvu hidastumassa

Isoin vaikutus Cramoon on rakennusmarkkinoilla. Rakennusmarkkinoilla Cramon toimintamaissa kasvu on hidastumassa viime vuosien hyvästä kehityksestä. Eri ennustelaitoksilta kerätyiltä ennusteilla yhtiölle laskemiemme Cramon toimintamaiden painotetulla keskiarvolla kasvu kääntyy negatiiviseksi vuonna 2019 (2019e: -1,1 %). Vuonna 2020 kasvu jatkuu edelleen odotuksissamme syvemmälle negatiiviseksi (2020e: -1,7 %).

Isoin osa Cramon liiketoiminnasta tulee Ruotsista (yli 50 %), ja sieltä myös heikko markkinakasvu syntyy. Ruotsissa Euroconstructin kesäkuun ennusteen mukaan odotuksissa on -3,2 %:n laskua kokonaismarkkinoilla, joka jatkuu vielä vuonna 2020 noin 2,9 % negatiivisena. Markkinaa vetää alas heikko asuntomarkkinoiden kehitys, mutta infrassa kehitys on hyvää julkisten investointien

vuoksi. Skandinavia-segmentin suoritusta parantaa ennustettu vahva lähivuosien kasvu Norjassa (2019: 4,7 % ja 2020: 1,9 %), jossa päähuomio on myös infrassa ja julkisessa rakentamisessa.

Cramolle myös tärkeässä markkinassa, Suomessa, rakentamisen kasvu lähtee myös ennusteiden mukaan tänä vuonna laskuun. Foreconin toukokuisen ennusteen mukaan Suomen rakentamisen määrän odotetaan laskevan 1,9 % vuodesta 2018. Vuonna 2020 markkinan laskun odotetaan jyrkkenevän 2,6 %:iin. Suomessa kova uudisrakentamisen tahti viime vuosina hidastuu merkittävästi eikä infrasta tai julkisesta rakentamisesta saada niin paljon apua kuin muissa pohjoismaissa. Isot hankkeet päättyvät tänä vuonna eikä merkittäviä julkisia hankkeita ole näköpiirissä.

Itä-Euroopassa rakentamisen vauhti on ollut viime vuodet kovalla tasolla, ja jatkaa myös näin tulevina vuosina Euroconstructin mukaan. Puolan, Viron ja Liettua keskimääräisen kasvun odotetaan olevan seuraavan kahden vuoden aikana jopa 6 %. Tällä on Cramolle kuitenkin suhteellisen pieni vaikutus kokonaisuudessaan.

Keski-Euroopassa tärkeän Saksan kasvu alkaa hiipua tänä vuonna ennusteen mukaan. Kuluvalle vuodelle kasvu ennustetaan vain 0,2 % ja seuraavalle vuodelle kasvu laskee 0,7 % negatiiviseksi. Muissa vähemmän merkittävässä Keski-Euroopan maissa kasvu on keskimäärin vielä kuitenkin noin 3 % lähivuosille.

Talouskasvu hidastuu

BKT:n kasvu	2018	2019e	2020e
Skandinavia	2,1 %	1,5 %	1,6 %
Ruotsi	2,3 %	1,4 %	1,6 %
Norja	1,4 %	1,8 %	1,8 %
Suomi ja Itä-Eurooppa	2,5 %	1,8 %	1,4 %
Suomi	2,3 %	1,6 %	1,2 %
Puola	5,1 %	4,2 %	3,6 %
Viro	3,9 %	2,8 %	2,4 %
Liettua	3,4 %	2,7 %	2,4 %
Keski-Eurooppa	1,9 %	1,0 %	1,7 %
Saksa	1,4 %	0,5 %	1,5 %
Itävalta	2,7 %	1,5 %	1,6 %
Unkari	4,9 %	3,7 %	2,8 %
Tsekki	2,9 %	2,6 %	2,4 %
Slovakia	4,1 %	3,8 %	3,4 %
Painotettu keskiarvo	2,2 %	1,5 %	1,6 %

Rakentamisen näkymät heikot

Rakentaminen markkinakasvu	2018	2019e	2020e
Skandinavia	-0,6 %	-1,8 %	-2,0 %
Ruotsi	-0,7 %	-3,2 %	-2,9 %
Norja	-0,2 %	4,7 %	1,9 %
Suomi ja Itä-Eurooppa	3,4 %	-0,9 %	-1,9 %
Suomi	2,0 %	-1,9 %	-2,6 %
Puola	12,9 %	8,9 %	4,2 %
Baltian maat	18,1 %	7,0 %	3,9 %
Keski-Eurooppa	3,8 %	1,0 %	-0,1 %
Saksa	1,9 %	0,2 %	-0,7 %
Itävalta	2,8 %	1,8 %	1,2 %
Unkari	22,4 %	9,2 %	5,4 %
Tsekki	13,2 %	4,1 %	3,1 %
Slovakia	8,0 %	0,7 %	-0,7 %
Painotettu keskiarvo	1,1 %	-1,1 %	-1,7 %

Markkina 2/2

Konevuokrauksessa tehoja vielä tälle vuodelle

Konevuokrauksen markkinat seuraavat rakentamisen markkinoita viiveellä. Oikealla näkyvissä ennusteissa olemme hyödyntäneet eri ennustelaitosten konevuokrauksen ja rakentamisen ennusteita luodaksemme tulevaisuuden kuvaa kone- ja laitevuokrauksen kysynnästä.

Kokonaiskuvassa Cramon konevuokrauksen markkinat kasvavat Cramon toimintamaiden painotetulla keskiarvolla mitattuna vuonna 2019 vielä noin 1,7 %. Vuonna 2020 kasvu kuitenkin hiipuu noin 0,2 %:iin. Kasvu vaikuttaa rakentamisen kasvuun nähden olevan korkeammalla vielä lähivuodet ja talouskasvun tai rakentamisen kasvun pitäessä pintansa, mitään suurta romahdusta ei ole odotettavissa. Infrarakentamiseen, isoihin julkisiin hankkeisiin ja teollisuuteen tarvittavien koneiden ja laitteiden kysyntä kasvaa, vaikka muu uudisrakentaminen hidastaa.

Segmentteittäin katsottuna ennusteiden perusteella Skandinavian markkina kasvaa vuonna 2019 noin 1,7 % ja lähtee noin 1 %:n laskuun seuraavana vuonna. Laskua ajaa pääosin Ruotsin heikko rakentamisen markkina. Tänä vuonna muun muassa Forecon ennustaa markkinan kasvavan vielä 1 %:lla, mutta ensi vuodelle kasvu hiipuu. Norjassa rakentamisen hyvä kasvu pitää myös laitekysyntää yllä.

Suomessa ja Itä-Euroopassa kasvun odotetaan laantuvan selvästi. Vuodelle 2019 kasvun

odotetaan hiipuvan 0,4 %:iin, mutta vuodelle 2020 kasvu nousisi jälleen noin 2 %:iin. Itä-Euroopassa kasvu on kovaa ollon vuosille 2019-2020 keskimäärin noin 4 %. Suomessa tosin Forecon ennustaa kasvun laskevan tänä vuonna nolleen, mutta lähtien ensi vuonna jälleen 2 %:n nousuun. Tänä vuonna Suomessa kasvu on alkuvuonna isojen projektien ja runsaan käynnissä olevan asuntotuotannon vuoksi korkealla, mutta laskee selvästi loppuvuonna. Vuokramarkkinoiden kasvuajureina toimii Foreconin mukaan korjausrakentaminen, teollisuuden palvelualat, julkiset hankkeet ja kotitaloudet, kun uudisrakentaminen hidastaa.

Cramon Keski-Eurooppa -segmentissä rakennus- ja konevuokrauksen markkinat kasvavat Saksan heikosta rakentamisen kasvusta huolimatta hyvin, sillä ulkoistumisen lisääntyminen tukee koneiden vuokrauskysyntää. Keski-Euroopassa kasvun odotetaan vuonna 2019 olevan noin 3,3 % ja edelleen vuonna 2020 noin 2,2 %.

Kokonaiskuvassa markkinat kasvavat Cramolle vielä tänä vuonna suotuisasti. Näemme kuitenkin riskin ennusteissa olevan alaspäin. Viitteitä markkinan heikentymisestä on saatu jo Ruotsin markkinoilla, kun isot projektit ovat loppuneet ja uudet viivästyneet. Markkinan heikentyminen on edessä myös muualla ennusteiden perusteella.

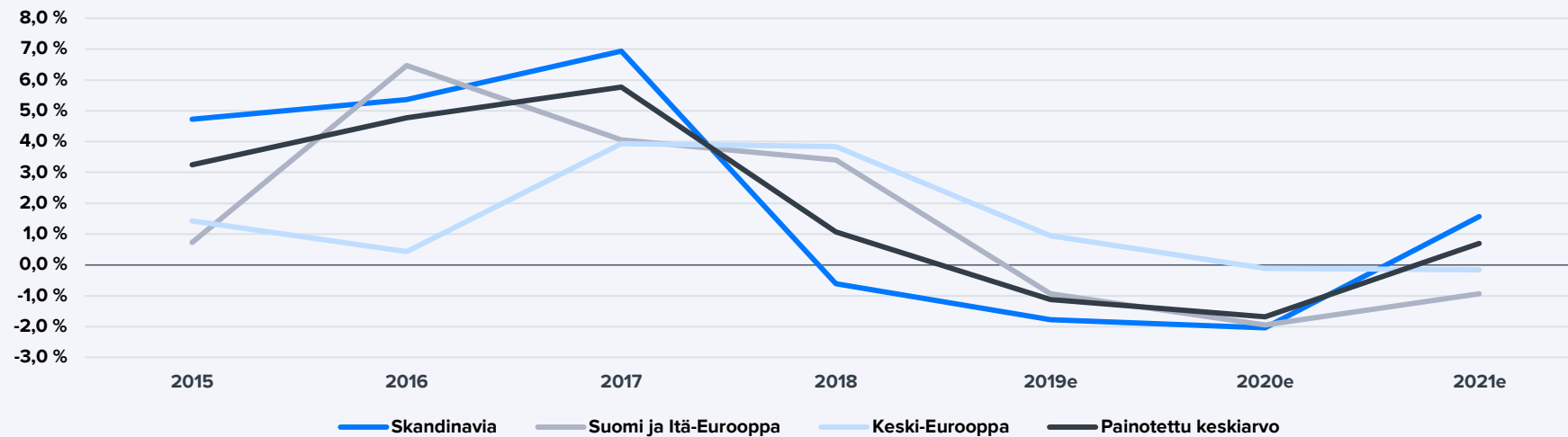
Pitkällä aikavälillä konevuokrauksen markkinat kasvavat Cramolle arviomme mukaan noin 4-6 %:n vuosivauhtia rakentamisen noin 2-4 %:n kasvun ja koneiden ja laitteiden markkinapenetratation tuoman 1-3 %:n kasvun myötä.

Konevuokrauksessa riittää vielä kasvua

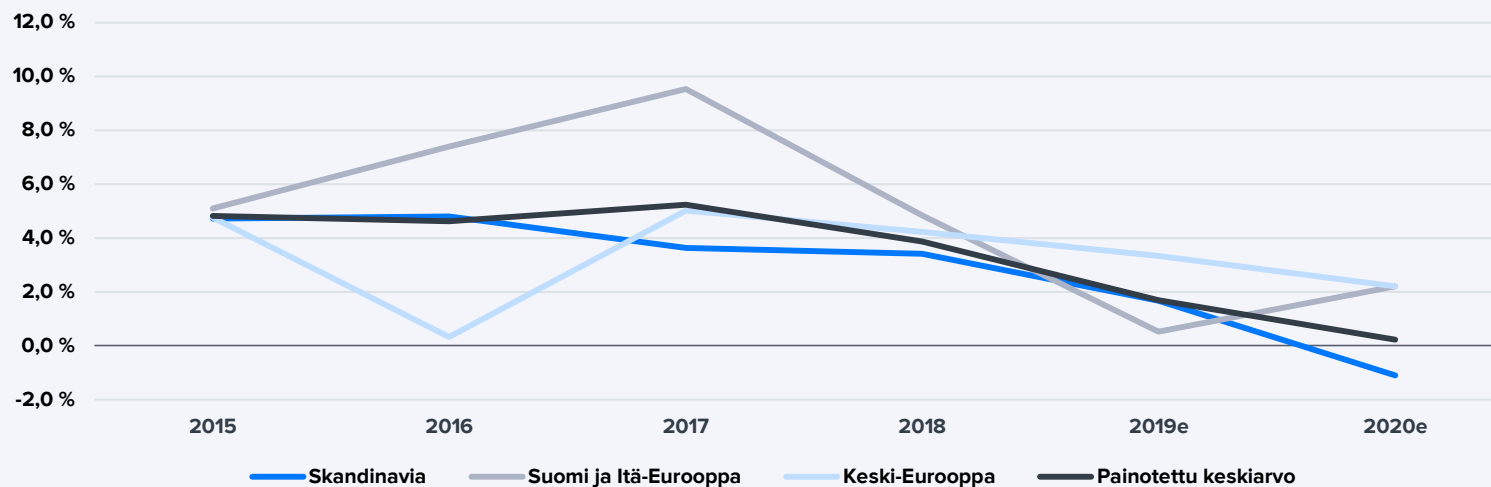
Konevuokrausmarkkina	2018	2019e	2020e
Skandinavia	3,4 %	1,7 %	-1,1 %
Ruotsi	3,3 %	1,0 %	-2,0 %
Norja	3,9 %	4,7 %	3,0 %
Suomi ja Itä-Eurooppa	4,8 %	0,4 %	2,2 %
Suomi	4,0 %	0,0 %	2,0 %
Puola	3,6 %	3,9 %	4,0 %
Viro	18,1 %	2,0 %	3,0 %
Baltian maat	18,1 %	6,0 %	4,0 %
Keski-Eurooppa	4,2 %	3,3 %	2,2 %
Saksa	3,2 %	3,0 %	2,0 %
Itävalta	3,4 %	4,2 %	3,0 %
Unkari	18,0 %	8,0 %	6,0 %
Tsekki	3,8 %	2,5 %	2,0 %
Slovakia	8,0 %	4,0 %	1,0 %
Painotettu keskiarvo	3,9 %	1,7 %	0,2 %

Markkinakasvu heikkenee

Rakentaminen



Konevuokraus



Kilpailu 1/2

Kilpailu Cramon päämarkkinoilla on kiristynyt varsinkin Suomessa. Pienet toimijat ovat pärjänneet markkinoilla myös isojen Ramirentin ja Cramon seurassa. Ruotsissa Cramo ja Ramirent hallitsevat markkinoita eikä siellä kilpailu ole tietojemme mukaan aivan niin kireää. Pienempiä toimijoita on kuitenkin paljon ja he ovat paikallisen läsnäolonsa vuoksi myös suosittuja vaihtoehtoja isoille toimijoille. Lisäksi Cramon kilpailijoita ovat osaltaan myös teollisuuden tai rakennusyrityksien omat kalusto-osastot. Etenkin Saksassa ja Keski-Euroopassa tilaa on kasvaa vielä näiden kustannuksella, jos ulkoistumistrendi jatkaa siellä kasvuaan.

Markkina-asema vahva

Nykyisen Cramon liikevaihdosta noin 75 % tulee Pohjoismaista (Ruotsi, Suomi ja Norja) ja tämä on yhtiölle selkeästi tärkein markkina. Yhtiön pääkilpailijoita pohjoismaissa ovat esimerkiksi Ramirent (Stavdal AB), Renta Group ja useat pienemmät toimijat. Pohjoismaiden markkinan koko vuonna 2018 oli Cramon arvion mukaan noin 3 000 MEUR, josta Cramon markkinaosuus oli noin 16 %. Maittain jaettuna yhtiö oli Suomessa markkinaosuudessa toiseksi suurin, Ruotsissa toiseksi suurin (Ramirentin Stavdal kaupan jälkeen) ja Norjassa kolmas.

Keski-Eurooppa (Saksa, Tšekki, Itävalta, Slovakia, Unkari) vastaa noin 18 % yhtiön liikevaihdosta. Keski-Euroopassa yhtiö kilpailee muun muassa Ramirentin ostaneen Loxamin ja muiden isojen toimijoiden kanssa. Siellä yhtiön markkinaosuus oli viiden parhaan joukossa jokaisessa

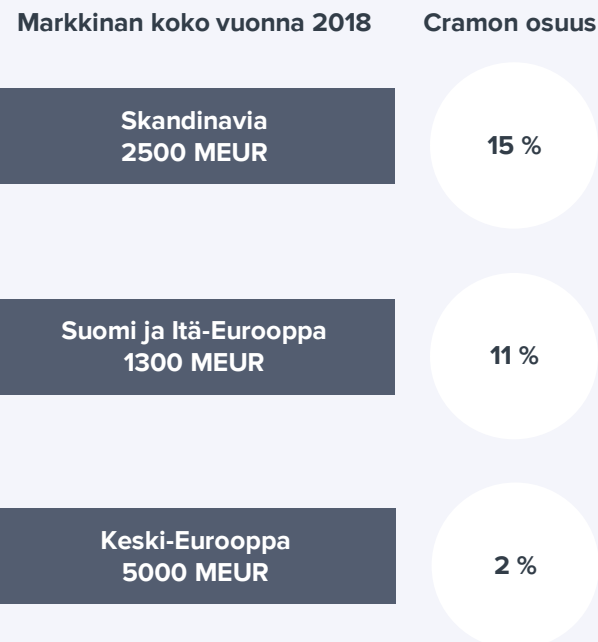
toimintamaassa. Markkinan koko Keski-Euroopassa on noin 5 000 MEUR ja omaa ison potentiaalin laajentumiselle etenkin Saksassa.

Itä-Eurooppa vastaa liikevaihdoltaan noin 8 %:sta koko yhtiön liikevaihdosta. Markkinan koko on yhtiön arvion mukaan noin 800 MEUR ollen selvästi pienin yhtiö toiminta-alueista. Itä-Euroopassa Ramirent on yhtiön tärkeimpiä kilpailijoita.

Kilpailijoista Ramirent selkein verrokki

Yhtiö pääkilpailijat löytyvät Pohjoismaista ja selvin tai suurin verrokki on Loxamin omistukseen siirtynyt Ramirent. Ramirentin omistukseen siirtynyt ruotsalainen Stavdal AB sekä suomalainen vahvasti kasvanut ja yritysostoin Ruotsiin sekä Norjaan laajentunut Renta Group ovat olleet myös isoimpien kilpailijoiden joukossa Pohjoismaissa. Pohjoismaisilla markkinoilla, varsinkin Suomessa, hintakilpailu on kovaa ja pienetkin toimijat pärjäävät paikallisesti oikein hyvin. Ala vaatii toimijoilta paikallista läsnäoloa ja tuntemusta eikä välttämättä pienemmille paikkakunnille kannata lähteä kilpailemaan.

Suomessa kasvu alkaa olla Cramon osalta niukassa emmekä näe, että siellä pystytään merkittävästi markkinaa nopeampaan kasvuun. Ruotsissa ja Norjassa kasvua voi tukea kalustohuollon ulkoistukset, mutta sielläkin asema alkaa olla jo hyvin vahva.



Kilpailu 2/2

Cramon kilpailijoita Saksassa ja Keski-Euroopassa esiin nousee muun muassa Loxam, Boels Verhuur, Kiloutou ja HKL, mutta markkinaposition ja liiketoimintojen perusteella pohjoismaiset kilpailijat ovat lähempänä Cramoa. Tässä Keski-Euroopan markkinassa Cramolla on kuitenkin saumat nostaa markkinaosuuttaan, johon myös uudessa strategiassa viitattiin.

Kilpailijoihin nähden suoritus on ollut hyvä

Vertailimme hieman vanhan Cramon (ml. Siirtokelpoiset tilat, ei vertailukelpoinen) suoritusta sen kilpailijoihin tai samalla alalla toimiviin verrokkeihin, joista löytyy tärkeimpiä taloudellisia tietoja. Monesta pienemmästä tai listaamattomasta yhtiöstä ajankohtaista tietoa ei ole saatavilla eikä näin ollen vertailuyhtiöt välttämättä edusta samaa markkinaa tai liiketoimintaprofilia, mutta antavat kuvan, miten Cramo suoriutuu muihin kone- ja laitevuokraajiin nähden.

Pääosin kannattavuuden, kasvun ja pääomien tuoton avulla mitattuna Cramo on ollut hyvin lähellä Ramirentin lukuja tai jopa hieman parempi. Molemmat ovat kuitenkin jääneet jälkeen verrokkien suorituksesta, jolloin parannusvaraakin tulisi löytyä.

Konevuokraamisen markkina on ollut hyvässä kasvussa rakentamisen ja talouden kasvun myötä. Tämä näkyy myös yhtiöiden luvuissa, jotka on esitetty seuraavalla sivulla.

Cramon suoritus viimeisen viiden vuoden aikana on ollut lähimpiin kilpailijoihin nähden hyvä,

mutta toimialaan nähden heikompi. Yhtiön liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin noin 5 %, kun se yhtiön vertailuyhtiöillä on ollut lähempänä 8 %. Ramirenttiin (3,8 %) verrattuna yhtiö on kuitenkin kasvanut hieman nopeammin.

Liikevoitolla mitattuna Cramon kannattavuus on myös ollut Ramirenttiä hieman parempi (10 % vs. 12 %). Kannattavuus on kuitenkin jäänyt hieman verrokkiyhtiöistä. Viiden vuoden keskimääräinen EBIT-% on verrokeilla keskimäärin ollut 15 %:n tasoa.

Pääoman tuotto ollut hyvällä tasolla

Alan pääoman tuotot ovat olleet hyvällä tasolla viimeisen viiden vuoden aikana. Keskimäärin verrokkien OPO:n tuottoprosentti on ollut vahva 18 %. Cramolla ROE-% on jäänyt hieman Ramirentin tasoista (12 % vs. 13 %) Ramirentin aavistuksen korkeamman velkavivun ja Cramon Siirtokelpoisten tilojen -liiketoiminnan vaatiman pääoman myötä. Thomson Reutersin tietojen mukaan Ramirentin viimeisen viime vuoden aikainen D/E-suhde on ollut noin 1x, kun Cramolla vastaava oli noin 0,6x. Velkavipu nostaa oman päätuottoa ja parempi olisikin tarkkailla esimerkiksi sijoitetun pääoman tuottoja. Tunnuslukua ei kuitenkaan ole saatavilla kaikilta kilpailijoilta, joten sen vertaaminen sektoritasolla olisi ollut hankalaa.

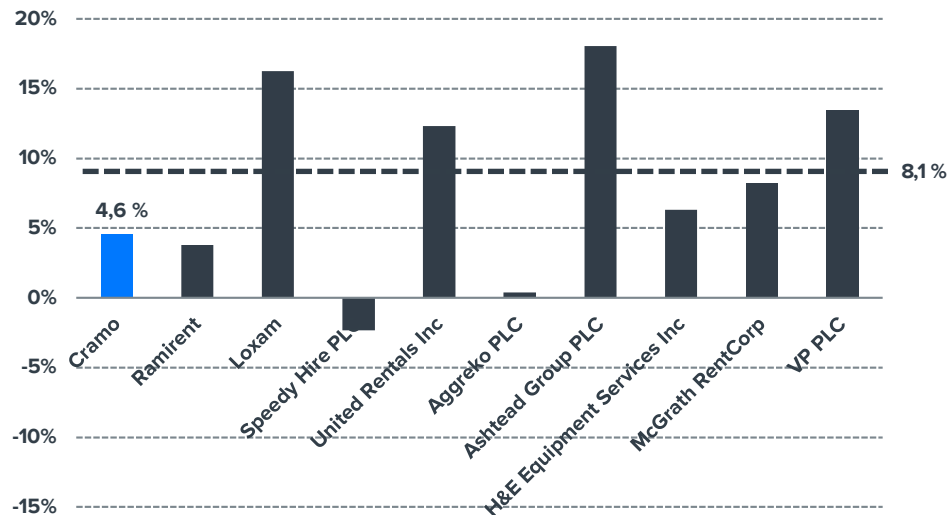
Cramon ja Ramirentin sivuilta löytyviin taloustietoihin pohjautuen Ramirentin viimeisen viiden vuoden aikainen vertailukelpoinen sijoitetun pääoman tuotto on ollut noin 12 %, kun

se Cramolla on tulosraporteista laskettuna on ollut noin 9 %. Tämä tarkoittaa, että Ramirent on pystynyt tuottamaan viimeisen 5 vuoden aikana paremmin sijoitetulle tai toisissa tapauksissa sitoutuneelle pääomalle. Molemmissa tapauksissa puhutaan kuitenkin ROCE-%:sta. Osittain tämän vuoksi myös Ramirentin arvostuskertoimet, etenkin taseen osalta, ovat olleet Cramoa korkeammalla.

Mahdollisuudet Cramolla on näkemyksemme mukaan nyt parempaan Adapteen irtaantumisen myötä, kun yhtiö keskittyy vähemmän pääomaintensiiviseen konevuokraukseen. Yhtiön yli 15 %:n operatiivisen ROCE-% tavoite on mielestämme hyvinkin realistinen ja yhtiö ylsi siihen viimeksi vuoden 2017 aikaan (15,2 %).

Cramon kehitys toimialan verrokkeihin ja kilpailijoihin

Liikevaihdon kasvu 5v (CAGR-%)

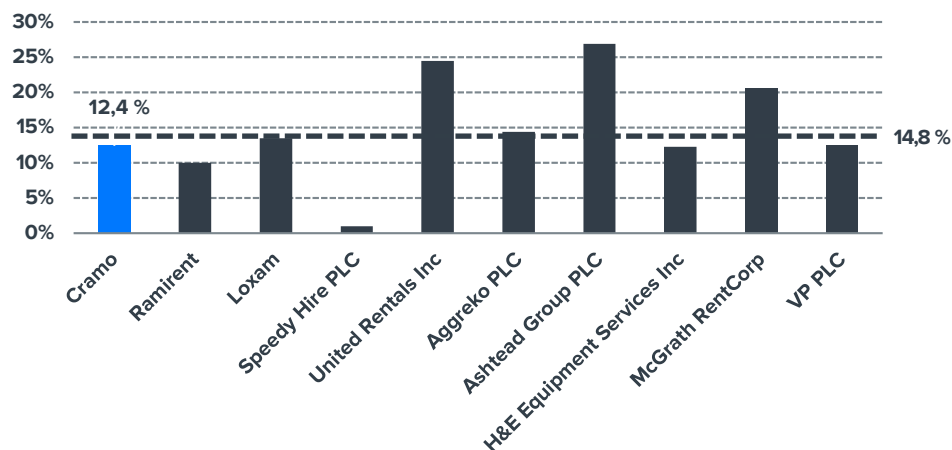


Pääkilpailijat ovat kasvaneet keskimäärin Cramoa nopeammin (8 %), mutta suurin osa kasvusta on tullut yritysostoista sekä alan konsolidaatioista. Ramirenttiin nähden kasvu on ollut hieman nopeampaa.

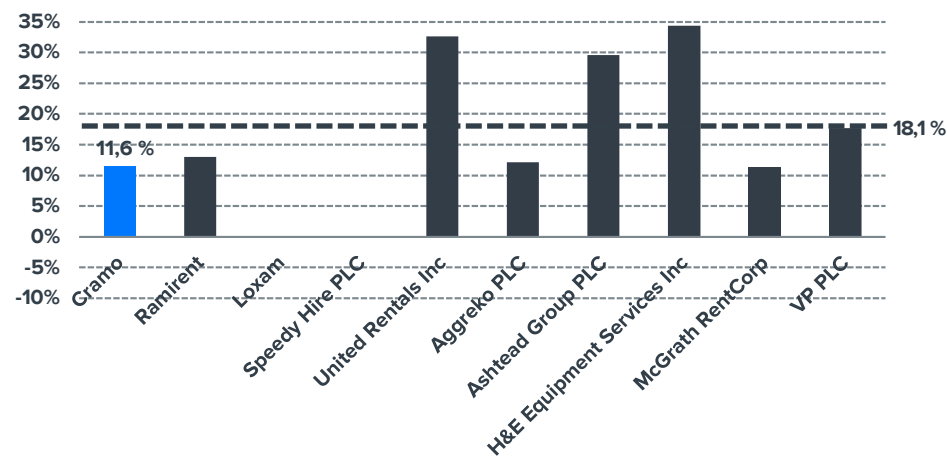
Toimialan kannattavuus on ollut keskimäärin Cramoa parempi viimeisen 5 vuoden aikana (EBIT-% 14,7 %). Cramo on kuitenkin kannattanut Ramirenttiä paremmin.

Oman pääoman tuoton osalta vertailuryhmä on yltänyt keskimäärin noin 18 %:iin. Cramo on jäänyt Ramirenttiä heikommaksi mm. enemmän pääomaa sitovan liiketoiminnan ansiosta.

EBIT-% (5 vuoden ka.)



Pääoman tuotto (5 vuoden ka.)



Historiallinen kehitys 1/3

Vanhan Cramon juuret kaukana historiassa

Cramon juuret jakautuvat kahteen osaan. Alun perin yhtiö tunnettiin nimellä Rakentajain Konevuokraamo (RK), joka sai alkunsa 1950-luvun alkupuolella. Lyhyemmin RK:na tunnettu yhtiö listautui Helsingin pörssin päälistalle vuonna 1998 ja kasvoi vauhdikkaasti yritysostoin sekä orgaanisesti. Vuonna 2005 RK osti vuonna 1969 perustetun ruotsalaisen Cramon osakkeet, ja yhtiön nimi muuttui vuonna 2006 Cramo Oyj:ksi.

Kova kasvu tapahtui vuosituhaten alussa

Seuraavaksi esitettävät luvut eivät ole vertailukelpoisia, mutta antavat suuntaa viime vuosien kehityksestä. Cramo on kasvanut vauhdilla, vaikkakin suurin osa kasvusta on tullut Cramon ja vuonna 2011 hankitun Theisen

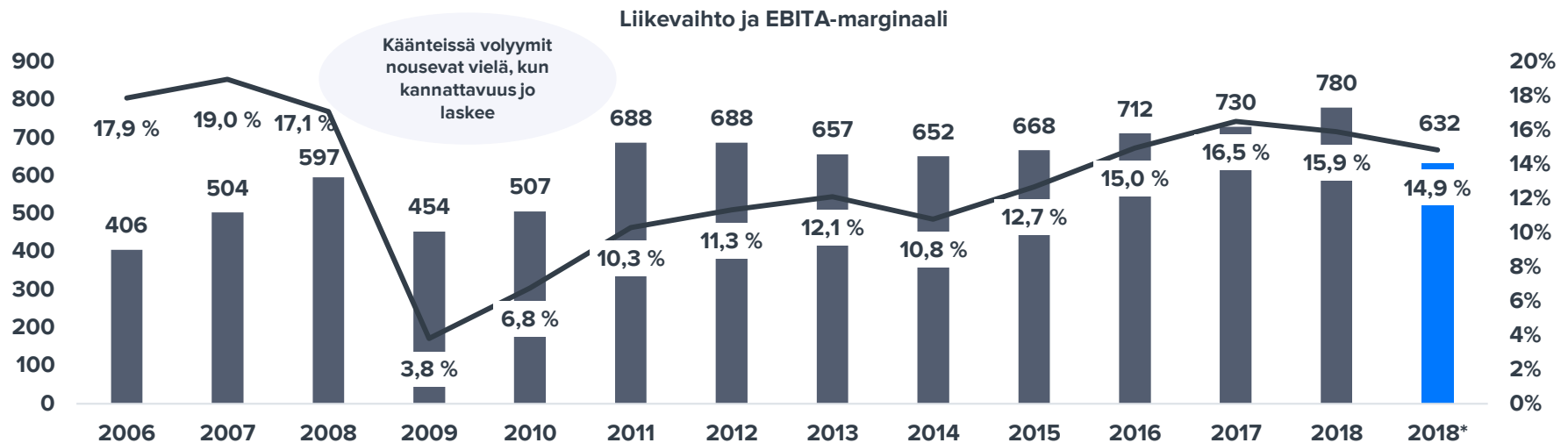
Baumaschinen-yrityksostojen myötä. Vuonna 2006 yhtiön liikevaihto yli nelinkertaistui ja vuonna 2011 se kasvoi yli kolmanneksella.

Pitkä historia huomioiden yhtiö on kasvanut vuodesta 2001 vuoteen 2018 asti keskimäärin jopa 15 %:n vuosivauhtia. EBITA on samaan aikaan myös kasvanut hyvää, noin 12 %:n, keskimääräistä vuosivauhtia (CAGR-%).

Cramon aikaan vuodesta 2006 aina vuoteen 2018 asti yhtiön kasvu on kuitenkin ollut selvästi heikompaa. Yhtiön liikevaihto on aikavälillä kasvanut 6 % keskimäärin vuosittain ja EBITA on kasvanut noin 5 %. Ottaen huomioon, että finanssikriisi ja eurokriisi ovat molemmat tapahtuneet tällä aikajaksolla, on noinkin hyvä yli syklin kasvu mielestämme ollut hyvä suoritus.

Finanssikriisin pohjilta vuodesta 2009 aina vuoteen 2018 asti yhtiö on kasvanut etenkin tuloksen osalta. Liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin 6 %:n tasolla, mutta EBITA:n kasvu on ollut hyvinkin alhaisesta lähtötasosta johtuen jopa 24 % vuosittain. Vuonna 2009 yhtiön tulos oli tappiolla, ja siitä yhtiön EBITA on seitsenkertaistunut vuoteen 2018 mennessä.

Finanssikriisin jälkeen vuodesta 2010 EBITA-marginaali on ollut keskimäärin selvästi alempana 12,4 %:ssa. Yhtiön liiketoimintamalli ja liiketoimintarakenteet ovat olleet vuosien saatossa myös muutoksessa, mistä osa eroa johtuu. Samanlaisille marginaaleille ei yhtiö ole kuitenkaan päässyt kuin aikaisemmin ja se näkyy myös yhtiön osakkeen kehityksessä.



Lähde: Inderes, Cramo, Thomson Reuters, 2006-2018 eivät ole vertailukelpoisia nykyiseen

*= nykyinen Cramo ml. IFRS 16

Historiallinen kehitys 2/3

Osake oli 2000-luvun alkupuolella kovassa lennossa

RK:n ostettua Cramon vuonna 2005 lähti myös markkinat sekä Cramon osake liitoon. 2000-luvulla ja sen alussa suoritettut yritysostot tukivat yhtiön vahvaa kasvua ja markkinat arvioivat yhtiöiden kasvavan ikuisesti. Vuonna 2005 alkanut Cramon kulta-aika nosti osakekurssia huipulle lähemmäs 500 %:lla. Vielä keväällä 2007 lehdet kirjoittivat ja yhtiöt sanoivat, että kysyntä käy hyvin kuumana, ja että kaikki tuotteet revitään käsistä. Investointeja luvattiin tehdä. Kysynnän hiipumisen jossain maassa ei nähty olevan ongelma kaluston ja kapasiteetin hallinnalle, sillä

sen voisi viedä johonkin muuhun maahan, missä kysyntää riittää. Muutamaa kuukautta myöhemmin Cramon osake kohtasi huippunsa vuoden 2007 heinäkuussa ja laski seuraavan 1,5 vuoden aikana lähes 90 %.

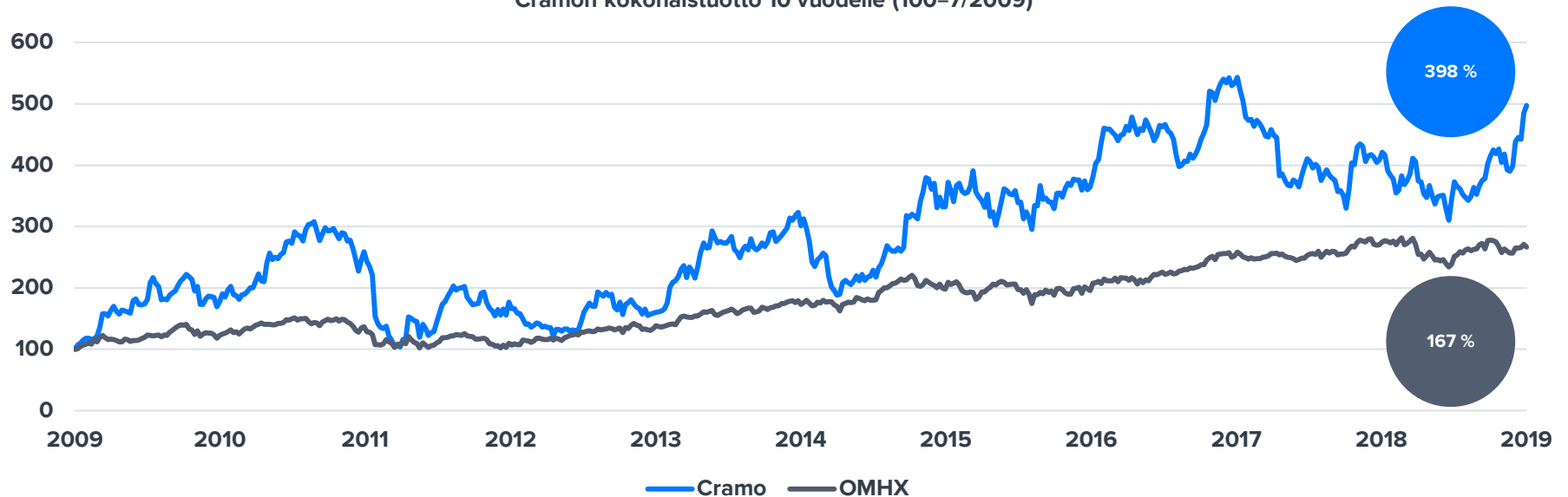
Pohjalta on ollut yksi suunta, mutta se on ollut kivikkoinen

Pohjalta yhtiön osake on noussut hinnan perusteella lähes 400 %, mutta vuoden 2011 aikana alkaneen eurokriisin seurauksena osake laski lähes 70 %, kun markkinoilla pelättiin uutta taantumaa. Cramon operatiivinen kehitys on noussut kuitenkin EBITA-marginaalilla mitattuna yhtä poikkeusvuotta lukuunottamatta (vuosi 2014).

Kokonaistuotto 10 vuodelta kuitenkin yli tuplat indeksiin

Kokonaistuotolla mitattuna Cramon osake on ollut selvästi tuottoisampi, kuin Helsingin pörssin vertailuindeksi. Osingot mukaan lukien kokonaistuotto Cramolla on 10 vuodessa ollut noin 400 %, kun se Helsingin pörssillä on ollut noin 170 %. Tätä kautta omistaja-arvoa on selvästi pystytty luomaan yhtiön syklisestä luonteesta huolimatta. Kovaan tuottoon on ollut osittain syynä vuodesta 2009 vuosittain lähes yhtäjaksoisesti kasvaneet osingot, jotka parantunut tasetilanne ja tervehtynyt kassavirtaprofiili ovat mahdollistaneet.

Cramon kokonaistuotto 10 vuodelle (100=7/2009)



Historiallinen kehitys 3/3

Vuosi 2019 mennyt hieman odotuksia heikommin

Yritystämisestä irronneesta Adapteosta oikaistun Cramon liiketoiminta on kehittynyt alkuvuonna 2019 odotuksia heikommin. Yhtiön liikevaihtoa ja kannattavuutta on painanut etenkin Ruotsin heikkous.

Yhtiö vuoden ensimmäinen kvartaali kone- ja laitevuokrausdivisioonan osalta oli hieman odotuksiamme heikompi. Liikevaihto kasvoi noin 3 % (orgaanisesti 1,3 %) pääosin KBS Infra - yrityskaupan myötä. Liikevaihdon kasvusta huolimatta vertailukelpoinen EBITA-liikevoitto laski jopa 21 % vertailukaudesta Suomen ja Ruotsin heikon liikevaihdon kehityksen myötä.

Skandinaviassa etenkin Ruotsissa suurten projektien päättymisellä ja uusien projektien siirtymisellä oli iso negatiivinen vaikutus. Lisäksi heikko Ruotsin kruunu alensi raportoituja lukuja. Liikevaihto laski segmentissä 3 %:lla ja EBITA ison vivun ansiosta 10 %:lla. Liikevaihto laski Ruotsissa 5 %:lla eikä Norjan kasvu pystynyt paikkaamaan tätä Ruotsin heikkoutta.

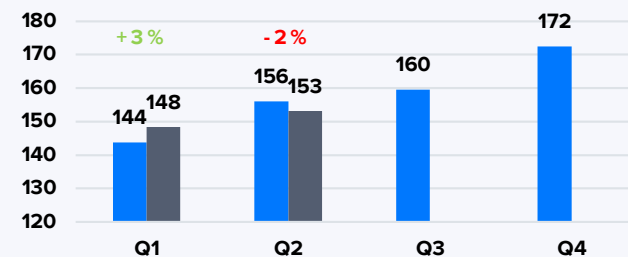
Suomen ja Itä-Euroopan segmentissä liikevaihdon noin 2,1 %:n kasvua edesauttoivat kaikki muut maat paitsi Suomi, missä liikevaihto oli edellisvuoden tasolla. Suomen heikkouden ansiosta EBITA laski jopa 29 % vertailukaudesta. Suomessa kilpailutilanne on muuttunut hyvin kireäksi ja liian korkeat käyttöasteet ovat nostaneet esimerkiksi kuljetuksista, huolloista ja tarkistuksista aiheutuvia suoria kuluja.

Keski-Euroopassa liikevaihto oli KBS Infran myötä 36 %:n kasvussa. Kovasta kasvusta huolimatta Saksan kannattavuus oli vielä heikossa hapessa ja EBITA oli 2,1 MEUR tappiolla.

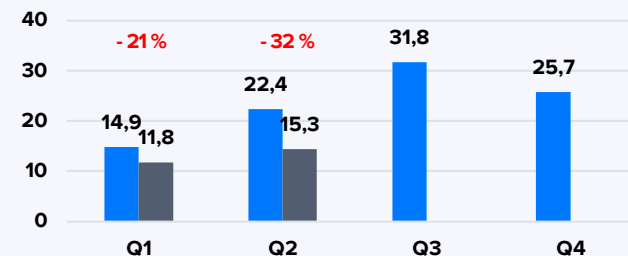
Ennen Q2-tulosta yhtiö antoi odotuksiin nähden heikon ohjeistuksen vuodelle 2019 ja myös toiselle kvartaalille. Yhtiö odotti Ruotsin ja Suomen heikkouden ajamana Q2:n EBITA:n olevan 14-16, joka oli silloin noin 30 % alle meidän ennusteiden ja 40 % alle konsensuksen. Ruotsia painoi edelleen suurten projektien päätyminen ja korvaavien siirtyminen, ja Suomessa kannattavuutta ei oltu yhtiön mukaan saatu kuntoon.

Q2-tulos lähinnä toisti Q1:sen ja ohjeistuksen sanoman. Yhtiön liikevaihto laski noin 2 % 153,1 MEUR:oon ja oikaistu EBITA laski 32 % 15,3 MEUR:oon. EBITA-marginaali tippui vertailukauden 14,4 %:sta 10 %:iin kertoen heikentyvän syklin aiheuttamista kannattavuuspaineista. Merkittävintä heikentymistä nähtiin Skandinavian segmentissä, jossa Ruotsin tulosta laski vertailukaudelle osuneet isot projektit ja heikentynyt Ruotsin kruunun kurssi. Lisäksi Suomessa hintakilpailu on kovaa ja kysyntä näyttäisi heikkenevän toisella vuosipuoliskolla. Keski-Euroopan tulos myös hieman yllättäen heikkeni eikä ole lähelläkään toivottuja tasoja.

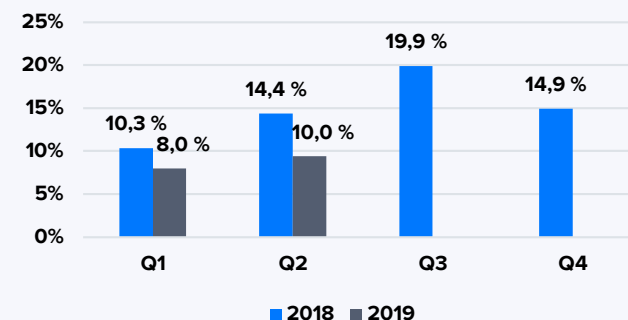
Liikevaihdon kehitys



EBITA (oik.)



EBITA-% (oik.)



Taloudellinen tilanne 1/2

Cramon kulurakenne melko suoraviivainen

Cramolla on kulurakenteessa neljä merkittävää kuluerää: materiaalit ja palvelut, henkilöstökulut, liiketoiminnan muut kulut ja poistot. Yhtiö itse käyttää myös suorien ja ei-suorien kulujen määritelmiä.

Ennen käyttökatetta tulevista kuluista materiaalit ja palvelut ovat yhtiön suurin kuluerä ja se vastasi vuonna 2018 noin 49 % näistä kuluista.

Henkilöstökulut olivat toiseksi suurin kuluerä noin 35 %:n osuudellaan ja liiketoiminnan muut kulut vastasivat noin 16 %:n osuudesta. Yhtiön kulurakenne on eriytymisen myötä kasvanut hieman henkilöstökulujen puolelta, mutta laskenut liiketoiminnan muiden kulujen puolelta. Rakennus- ja konevuokrauksen kuluista suurin osa on vuokrattavaan kalustoon liittyvien materiaalin tai palveluiden ostoa.

Ei-suorissa kuluissa parantamisen varaa

Yhtiöllä on oman määritelmänsä mukaan ns. suoria ja ei-suoria kuluja. Suorat kulut viittaavat osittain materiaaleihin ja palveluihin ja liikkuvat yleensä enemmän liikevaihdon mukana ollen muuttuvia. Ei-suorat viittaavat enemmän henkilöstökuluihin ja liiketoiminnan muihin kuluihin ollen kiinteitä. Suorat kulut yleensä vastaavat hyvin liikevaihdon muutoksiin, mutta suorat kulut voivat kasvaa myös liikevaihdosta erillään. Tämä voi käydä vaikka silloin, jos käyttöasteet ovat korkealla, jolloin kuljetukset ja huollot eli suorat kulut lisääntyvät. Liikevaihtoa tulee hyvin, mutta suorat kulut näihin nähden kasvavat nopeammin. Suorat kulut olivat vuonna 2018 noin 49 % kuluista ja nousivat hieman

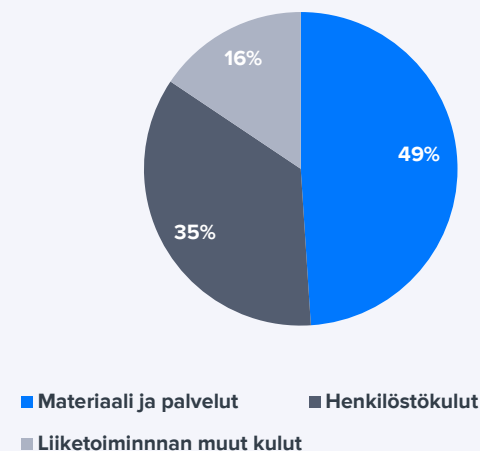
eriytymisen myötä.

Suhteellisesti liikevaihtoon nähden suorat kuluerät ovat liikkuneet alaspäin vuodesta 2014 ja tehokkuus yhtiöllä on parantunut selkeästi vuosien varrella. Ei-suorissa kuluissa suhteellinen osuus on tosin noussut. Poistoissa osuus on hieman laskenut, mutta pysynyt absoluuttisesti samoilla tasoilla. Eniten parannusvaraa yhtiöllä on ei-suorien kulujen kanssa, sillä organisaatio on Adapteon eriyttämisen jälkeen osittain ylimitoitettu nykyiselle Cramolle. Tämä on myös yhtiön myöhemmin raportissa esiteltävän säästöohjelman tavoite. Ei-suorat kulut voisivat yhtiön mukaan laskea suhteellisesti vuoden 2015 tasolle noin 35 %:iin. Muissa kuluissa ei ole suurta parannusvaraa.

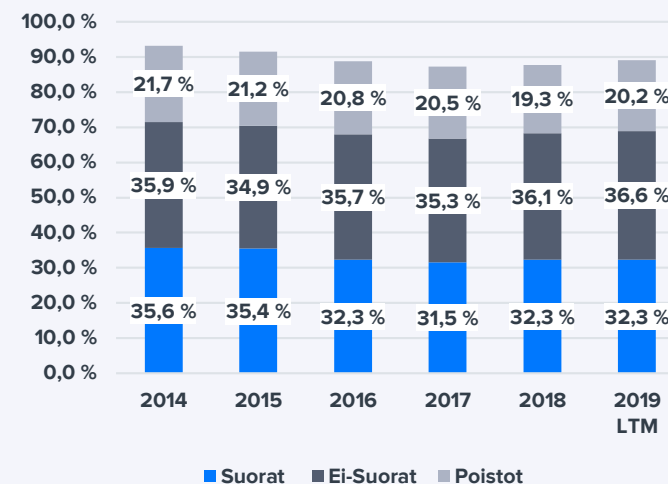
Myös tase ja kassavirta vahvistunut

Cramon tase on vahvistunut viime vuosina ja vuoden 2018 lopussa se oli hyvässä kunnossa. Eriytymisen myötä nykyisen Cramon tasetunnusluvut parantuivat entisestään (esim. nettovelka/käyttökate alle 2x vs 3x) NGM-yritystason tasevaikutuksien siirtyessä Adapteoon. Jos katsoo nykyisen Cramon lukuja, on omavaraisuus laskelmiemme mukaan noin 40 % ja nettovelkaantumisaste noin 107 % (IFRS 16 - muutokset sisältäen). Viimeisen syklin käänteen aikaan vuonna 2008 omavaraisuusaste oli noin 30 %:ssa ja nettovelkaantumisaste oli noin 150 %:ssa tosin luvut eivät ole vertailukelpoisia. Myös kassavirtaprofiili on parantunut, kuten seuraavan sivun kuvasta nähdään. Konevuokrauksessa yleensä hyvän suhdanteen aikaan kassavirtojen kehitys on laskevaa, mutta Cramolla se on ollut kasvussa vuodesta 2014.

Kustannusrakenne 2018



Kulujen osuus liikevaihdosta

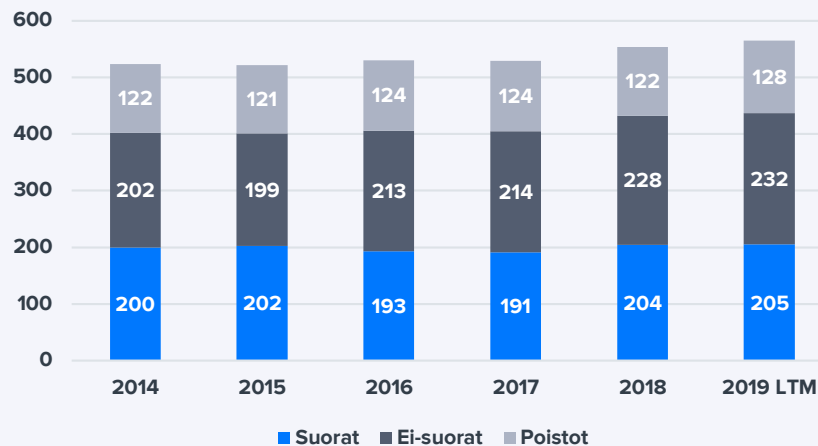


Taloudellinen tilanne

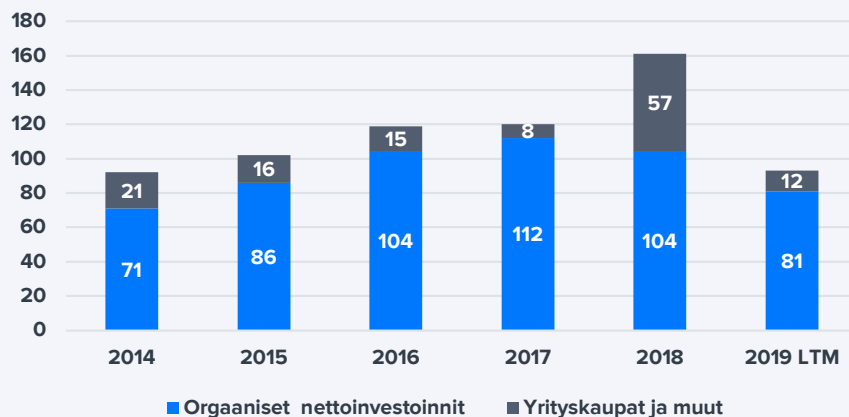
Kassavirta 1) pysynyt kasvussa hyvässäkin suhdanteessa



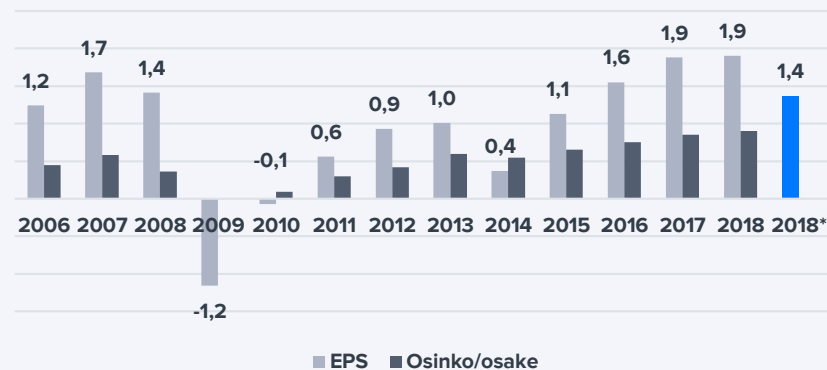
Kulurakenne 1)



Investoinnit 1) vähenevät selvästi suhdannekäänteessä



Vahvistunut kassavirta ja tulos mahdollistanut vakaan osingon*



Lähde: Inderes, Cramo,

1) Havainnollistavat luvut 2014-2018 ml. IFRS 16, kassavirta= oik. EBITDA vähennettynä nettoinvestoinnit (poislukien yritysostot ja -myynnit, IFRS 16 varat)

*2006-2018 vanha Cramon rakenne ei vertailukelpoisia, sinisellä nykyisen Cramon EPS 2018

Taloudellinen tilanne 2/2

Nykyisen Cramon taseessa pääosin kalustoa

Nykyisen Cramon taseen loppusumma oli vuoden 2018 lopussa noin 1022 MEUR. Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2018 lopussa 404 MEUR, mikä on kasvanut hyvän tuloksen ansiosta.

Pitkäaikaisesta 300 MEUR:n velasta korotonta on noin 70 MEUR noin 230 MEUR korollista. Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 197 MEUR. Suurin osa lainoista on maksussa seuraavan kahden vuoden aikana ellei niitä järjestellä uudelleen. Noin 47 % lainasta on kiinteäkorkoista, jota yhtiö suojaa johdannaisilla välttyäkseen korkojen muutoksen aiheuttamilta kuluilta. Koronvaihtosopimuksien lisäksi yhtiöllä on tavanomaisia valuuttajohdannaisia suojaamaan operatiivisia kassavirtoja eri toimintamaissa.

Koroton lyhytaikainen vieraspääoma koostuu erityisesti ostovelosta muiden erien ollessa pieniä. Ostovelat olivat 114 MEUR vuonna 2018 ja yhteensä noin kolmasosan lyhytaikaisesta vieraasta pääomasta.

Kalusto sitoo pääomia, mutta on suhteellisen likvidiä

Vastaavaa puolella vuoden 2018 taseessa korostuu aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet (676 MEUR), joka vastaa noin 66 %:sta taseen loppusummasta. Yhtiön taseeseen sitoutuu huomattava määrä kiinteää kalustoa ja sen vuoksi taseasema on hieman raskas. Kaluston on kuitenkin liikuteltavissa nopeastikin ja on suhteellisen likvidiä. Liikearvoa on varojen

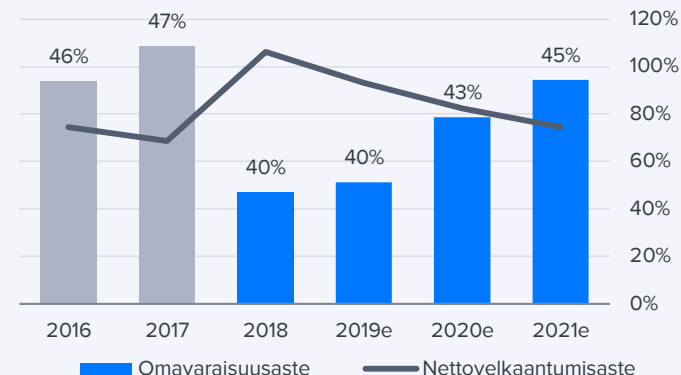
puolella seuraavaksi eniten (119 MEUR) muiden erien ollessa pieniä pitkäaikaisissa varoissa.

Lyhytaikaisissa varoissa Cramolla korostuu myyntisaamiset. Myyntisaamiset oli vuoden 2018 taseessa noin 124 MEUR ja vastaavat noin 88 % lyhytaikaisista varoista. Saamiset ovat hajaantuneet useille toimijoille, eikä niissä ole merkittäviä riskikeskittymiä. Kassa ja käteisvarat edustavat vain muutamaa prosenttia lyhytaikaisista varoista (3 MEUR).

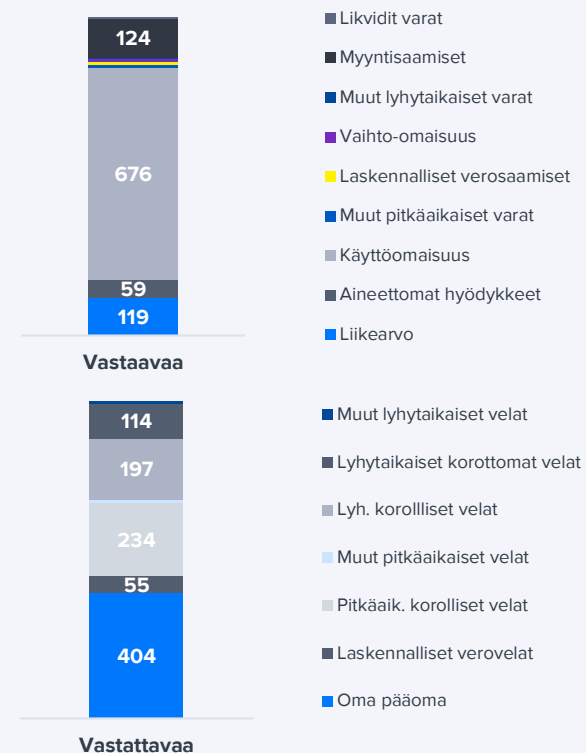
Yhtiön liiketoiminta pyörii paljon ostovelkojen ja saamisten ympärillä. Käyttöpääoma on yhtiön liiketoimintamallissa yleensä nollan tuntumassa ja enemmän kallellaan plussan puolelle yhtiön saamisten ja varaston ollessa ostovelkoja suurempia. Yhtiö ostaa koneet ja laitteet itselleen ennen kuin se saa ne vuokrattua eteenpäin, jolloin yhtiön myyntisaamiset tuloutuvat ostovelkoja yleensä myöhemmin. Emme näe yhtiöllä olevan merkittävää neuvotteluvoimaa kumpaankaan suuntaan saamisten tai ostovelkojen puolella. Kalustoa ostetaan isoilta kansainvälisiltä toimijoilta ja kalustoa vuokrataan, jos sitä taseesta löytyy. Ennusteissamme käyttöpääoma pysyy positiivisena myös jatkossa.

Taseasema on hyvällä tolalla suhdannekäänteeseen lähdetessä, eikä selkeää ylivelkaantumista ole mielestämme havaittavissa. Tase on paremmassa kunnossa ja kassavirta on vahvistunut vuosien saatossa, mikä antaa hyvät eväät tulevaisuuden osingonmaksuun, jos tulostasossa ei tapahdu merkittäviä muutoksia.

Taseen avainlukujen kehitys*



Tase 2018



Lähde: Inderes, Cramo, *2018 eteenpäin nykyinen Cramo, 2016-2017 ei vertailukelpoisia

Sijoitusprofiili 1/1

Sijoitusprofiili

Vakaasti kasvanut syklinen osinkoyhtiö

Mielestämme nykyinen Cramo on sijoitusprofiililtaan syklinen kasvuyhtiö, joka voi nykyisessä kehitysvaiheessa tarjota vakaata osinkoa.

Niin kuin historiallisessa kehityksessä puhuimme yhtiö on ollut pitkässä historiassa todellinen kannattavan kasvun yhtiö (2001-2018 CAGR: Liikevaihto 15 % ja EBITA 12 %), mutta finanssikriisiä edeltäneistä luvuista kasvu on hidastunut sekä liikevaihdon että kannattavuuden osalta (2008-2018: 3 % ja 2 %).

Yhtiön aikaisemmassa vuosien 2017-2020 strategiassa konevuokraukselle tavoiteltiin liikevaihdon orgaanista kasvua, joka ylittäisi markkinakavun. Samalla kuitenkin yhtiö on halunnut painottaa terveeseen ja kannattavaan kasvuun sitoutuneen pääoman tavoitteellaan. Uudessa strategiassa 2019-2023 painotetaan edelleen kasvua joko yritysostoin tai orgaanisesti, mutta tärkeimpänä ajurina on operatiivisen suorituskyvyn parantamisen kautta syntyvä tuloskasvu. Kaksinumeroinen EPS-kasvutavoite vuosille 2019-2023 on mielestämme realistinen, ja on sijoittajan kannalta liikevaihdon kasvua tärkeämpi tavoite.

Olemme mielestämme yhtiön toimialalla ja toimintamaissa lähellä suhdannekäännettä, mihin yleensä yhdistyy voimakas tuloslasku. Tänä vuonna tulos tulee laskemaan ja tuloskasvutavoite onkin asetettu vasta alkamaan vuodesta 2019.

Tässä vaiheessa yleensä arvioidaan käänteiden pituutta ja syvyyttä, mutta yhtiö poisti merkittävästi epävarmuutta antamalla rohkeasti vuoden 2020 EBITA-ohjeistuksen (> 75 MEUR). Vuoden 2018 EBITA-tasosta tämä tarkoittaa noin 20 % tulospudotusta. Tälle vuodelle tulosoheistusta ei olla annettu, ja lyhyellä aikavälillä käänteet yhtiön markkinoilla tai osakemarkkinoilla voivat vaikuttaa kurssiin. Pitkällä aikavälillä tuloskasvu tulee määräämään yhtiön kehitystä.

Osinkohistoria vakuuttava

Yhtiö on maksanut lähes yhtäjaksoisesti kasvavaa osinkoa vuodesta 2010 (2014 laski), joka on mielestämme hyvä suoritus näinkin sykliselle yhtiölle. Näemme, että yhtiö pyrkii myös tähän jatkossa, mutta liiketoiminnan eriyttämisen myötä pienentynyt yhtiön koko rajoittaa ja leikannee osinkoa väliaikaisesti. Myös laskevalla tulosasolle voi olla vaikutusta, joka sijoittajan on huomioitava. Osinko leikkaantui esimerkiksi vuonna 2009 kokonaan. Tämän takia syklisissä osakkeissa osingon pitävyyteen pitää kiinnittää erityistä huomiota. Samankaltainen tuloslasku on kuitenkin mielestämme epärealistista, kassavirta on parantunut ja tase-asema vahvistunut, joka tietää hyvää Cramon tulevaisuuden osingoille.

Vahvuudet

Kokonaisuus. Cramo pystyy tarjoamaan asiakkaille kokonaisvaltaisesti huomattavan määrän koneista/laitteista sekä näihin liittyvistä palveluista mitä rakentamisessa ja teollisuudessa tarvitaan.

Vakaa asema ydinmaissa ja tilaa kasvaa muissa.

Vakautta tarjoaa Pohjoismaiden stabiloitunut markkina-asema, kun taas Keski-Eurooppa tarjoaa kasvumahdollisuuksia.

Ulkoistuksien lisääntymisen luoma mahdollisuus antaa yhtiölle hyvät kasvuajurit Skandinaviassa ja Keski-Euroopassa.

Eriyttämisen jälkeen selkeytynyt yritysprofiili mahdollistaa resurssien keskittämisen oman liiketoiminnan kehittämiseen.

Vahvistunut tase ja parantunut kassavirta antavat liikkumavaraa kasvuinvestointeihin sekä kasvavan ja vakaan osingon tavoitteluun.

Heikkoudet

Syklisyys. Yhtiön tuotteiden ja palveluiden kysyntä on hyvinkin syklistä eikä rakentamiseen liittyvät palvelut anna mielestämme tarvittavaa jatkuvuutta liiketoimintaan. Eriyttäminen poisti vielä Adapteen defensiivisen ja jatkuvan liikevaihdon komponentin Cramosta. Kasvu on ollut viime vuodet kovaa ja riskinä on sen odotuksia suurempi heikentyminen.

Riippuvuus yhdestä maasta. Ruotsin osuus yhtiön liikevaihdosta on noin 50 % ja arviomme mukaan tuloksesta selkeästi enemmän. Jos Ruotsissa talous hidastuisi merkittävästi, olisi sillä isoja vaikutuksia Cramoon.

Uudet nousevat kilpailijat. Kilpailu asiakkaista eri kokoluokissa on kovaa ja alalla on nopeasti kasvavia keskitason kilpailijoita, jotka ovat vieneet suurilta markkinaosuutta viime vuosina.

Ei skaalautuvuutta. Liiketoiminta ei skaalaudu vaan lisäkasvuun tarvitaan lisäresursseja.

Sijoitusprofiili



1.

Vakaa markkina-asema ydinmaissa

2.

Kaluston vuokrauksen ulkoistumisen lisääntyminen tukee kasvua

3.

Markkinakasvu kuitenkin hidastuu toimintamaissa

4.

Toimialalla hyvin syklinen kysyntä

5.

Parantunut tase-asema ja vahva osinkohistoria

Potentiaali

- Skandinavian ja Keski-Euroopan markkinoilla koneiden ja laitteiden hallinnan ulkoistaminen vielä vähäistä
- Lähes kaiken kattavan tuotevalikoiman avulla mahdollisuus tarjota kokonaisvaltainen palvelu asiakkaalle
- Paikalliset ja pienemmät toimijat houkuttelevia yrityskohteita
- Parantunut tase-asema ja kassavirta parantaa mahdollisuuksia hyvän osinkohistorian jatkamisen

Riskit



- Toimialan nousumarkkinalla kapasiteettiin potentiaalisesti yli-investoitu, mikä on jo johtanut merkittävään kilpailun lisääntymiseen etenkin Suomessa
- Kysynnän merkittävä syklisyys voi aiheuttaa suuria heilahteluja yhtiön tulokseen, kassavirtaan ja sitä myöten myös osinkoon
- Ruotsin markkinan iso osuus altistaa riskeille markkinan heikkoon kehitykseen liittyen
- Epävarmuus tulossyklin käänteestä ja pohjasta

Ennusteet 1/6

Ennusteiden lähtökohdat

Cramon tulevaisuuden kasvu on hyvin riippuvaista rakentamisen kasvusta. Rakentamisen kasvu on taasen riippuvainen talouden kasvusta. Lähtökohdiana Cramon ennusteille toimii siis toimintamaiden odotettu talouskasvu ja rakentamisen kasvu, josta myös konevuokrauksen markkinoiden kasvu loppujen lopulta muodostuu.

Ennustamme Cramon liikevaihdon kehitystä lyhyellä- ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa toimintamaiden rakentamisen ja konevuokrauksen kasvuennusteiden, ennakoivien indikaattoreiden (mm. rakennusluvut), yhtiön ohjeistuksen ja talouskehityksen kautta. Lyhyen ja pitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta ja volyymien vipuvaikutusta. Samalla pyrimme arvioimaan syklin käänteen vaikutuksia yhtiön investointeihin, volyymeihin ja kannattavuuteen.

Taloussympäristössä epävarmuudet nousevat

Yhtiön toimintamaissa talouskasvu on hiipumaan päin. Euroalueella teollisuus kärsii edelleen Saksa etunenässä, vaikkakin pientä tasaantumista on ollut nähtävissä. Vaikka Suomen teollisuustuotanto on pysynyt yllättävänkin vahvana, riskitason nousu voi heijastua nopeasti tännekin. Vastapainona teollisuudelle on kuitenkin edelleen kasvava palvelusektori, jonka ansiosta pahimmalta synkistelyltä taloudessa on välttytty. Ruotsissa asuntojen hintojen laskusta alkanut alakulo painaa kuluttajia ja teollisuuden luotto maailmankaupan piristymiseen aiheuttaa epävarmuutta investointeihin. Kokonaisuudessaan Cramon isoimmissa toimintamaissa odotetaan

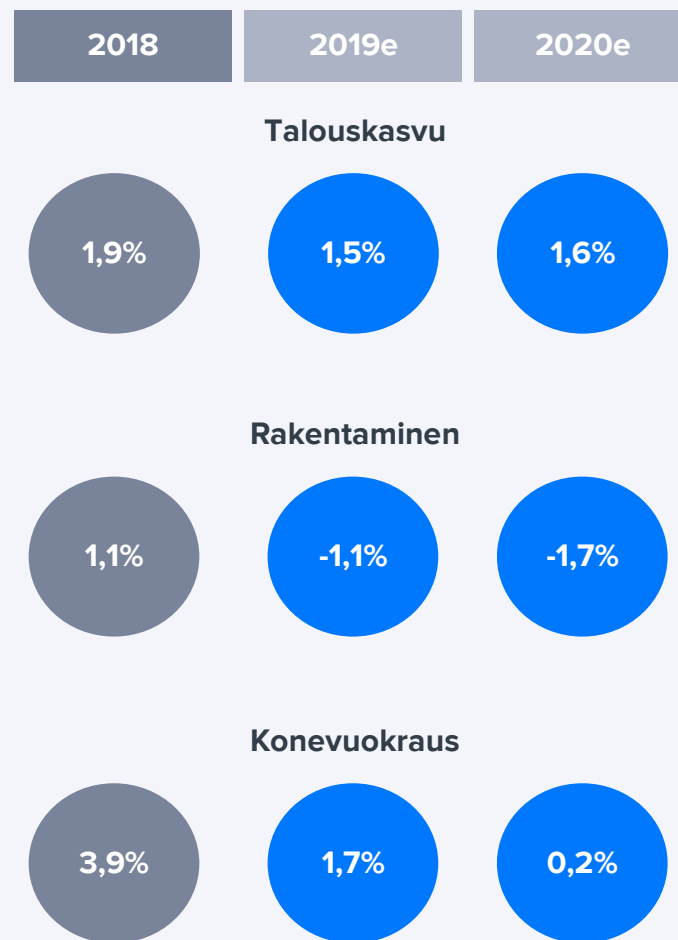
talouskasvun vuosien 2019-2020 aikana olevan noin 1,5 %. Huolestuttavaa on, että ennusteissa suunta on ollut koko vuoden alaspäin, mutta nykyisillä ennusteilla kasvu pysyisi kuitenkin nollan yläpuolella.

Rakentaminen lähtee laskuun

Rakentamisen kasvu on toiminut talouskasvussa positiivisena ajurina viime vuosien aikana, mutta tilanne kääntyy päinvastaiseksi seuraavina vuosina. Kuten aikaisemmin kävimme markkinat-osiossa läpi, rakentamisen kasvu hidastuu ja painuu negatiiviseksi yhtiön tärkeimmissä toimintamaissa vuosien 2019 ja 2020 aikana. Vuonna 2019 arvioimamme kasvu menee 1,1 % negatiiviseksi ja vuonna 2020 1,7 % negatiiviseksi yhtiön toimintamaissa. Yhtiölle tärkeimmässä Ruotsin markkinassa rakentamisen odotetaan laskevan vuosien 2019-2020 aikana noin 3 %, Suomessa yli 2 % ja Saksassa olevan aavistuksen negatiivisen puolella (-0,3 %).

Konevuokraus seuraa rakentamista

Rakentamista seuraavan konevuokrauksen odotetaan rakentamisen hiipumisen myötä kasvavan painotetusti Cramon toimintamaissa vuosien 2019-2020 aikana noin 1 %:n, kuten markkinat-osiossa kävimme läpi. Ruotsissa kasvun odotetaan olevan noin 1,5 % negatiivinen, Suomessa 1 %:n ja Saksassa 2,5 %:n kasvussa. Lähivuodet näyttävät ennusteissa Cramon tärkeimmille maille pientä kasvua (poislukien Ruotsi) eikä merkittävää romahdusriskiä markkinoilla mielestämme ole, vaikka ennusteriskit ovat mielestämme tällä hetkellä alaspäin.



Talouskasvu tärkeimmissä toimintamaissa (Ruotsi, Suomi, Saksa, Norja) keskimäärin, rakentaminen ja konevuokraus Inderesin arvio painotettu keskiarvo kaikista toimintamaista

Lähde: Inderes, Euroopan komissio, Bundesbank, OP, ERA, Forecon, Euroconstruct, Cramo, Veidekke, Sveriges Byggindustrier

Ennusteet 2/6

Ennustamme syklin käännettä lähivuosille

Odotamme konevuokrauksen olevan syklin huipun ohi käännekohdassa matkalla alaspäin kohti pohjaa. Pohja näyttäisi osuvan nyt ennusteidemme mukaan Cramon tapauksessa vuodelle 2019.

Operatiivinen vipu on huomattava

Syklin käänne ja heikkenevät volyymit näkyvät kannattavuudessa suuremmalla vivulla. Historia harvoin toistaa itseään juuri samalla tavalla, mutta viimeisimmän syklin käänteen yhteydessä vipuvaikutus oli hyvin havaittavissa. Mentäessä syklin huippua kohden liikevaihdot jatkoivat hyvää kasvuaan, mutta kannattavuuden kasvu alkoi jäädä jälkeen. Liikevaihdon seuraavana vuonna laskettua, kannattavuus EBITA:lla mitattuna laski noin 3-kertaisesti enemmän. Vipu toimii myös toisinpäin ja seuraavan vuosikymmenen aikana se toimi pääosin positiiviseen suuntaan.

Nykyisen suhdanteen oletettavalla huipulla vuonna 2018 Cramossa oli nähtävissä merkkejä samankaltaisesta kehityksestä kuin vuonna 2008, kun liikevaihdot kasvoivat kannattavuutta nopeammin.

Ohjeistus vuodelle 2020 poisti epävarmuutta

Markkina näyttää meidän mielestämme vielä selkeitä hidastumisen merkkejä vuodelle 2020, mutta Cramon oma ohjeistus odottaa oikaistun EBITA:n olevan yli 75 MEUR vuonna 2020, joka on vuodelle 2019 ennustamaamme tasoa korkeammalla. Cramon ohjeistus perustuu yhtiön

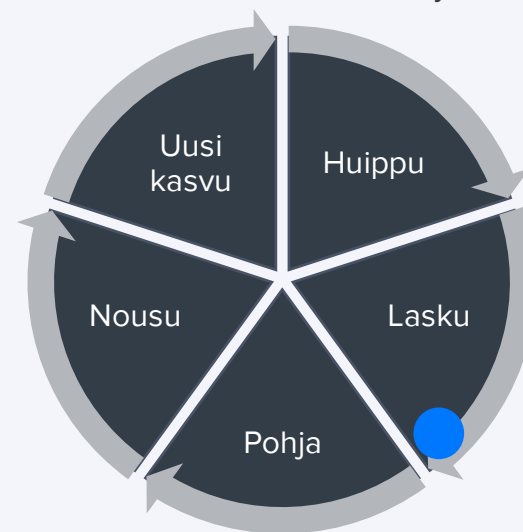
mukaan Ruotsissa loppuvuonna alkaviin teollisuuden isoihin projekteihin, jotka tulevat paikkaamaan uudisrakentamisen heikkouden yhtiön toimintamaissa. Projektit ovat yhtiön mukaan tilauskannassa eikä ns. hankeputkessa, mikä vähentää niiden aloittamiseen liittyviä riskejä.

Ohjeistuksen antaminen vuoteen 2020 oli mielestämme rohkea veto, sillä näkyvyys yhtiön projekteihin on yleisesti ollut lyhytaikaista. Teollisuuden projektien pitkät sopimuskannat kuitenkin parantavat ennustettavuutta yli vuosien. Aikaisemmin yhtiön osakkeessa ollut epävarmuus suhdannekäänteen syvyydestä ja tulostasosta väheni huomattavasti ohjeistuksen myötä.

Näemme nykyisen käänteen muistuttavan yhä enemmän 2014-2015 kaltaista kehitystä, missä vuonna 2014 liikevaihto ja tulos laskevat selkeästi, mutta jo seuraavana vuonna liikevaihto elpyi hieman kannattavuuden noustessa vahvemmin. Isossa kuvassa tämä tarkoittaa, että vuonna 2019 odotamme liikevaihdon laskevan hieman, mutta kannattavuuden kärsivän suuremmalla vivulla. Vuonna 2020 liikevaihto pysyy lähes ennallaan, mutta kannattavuus elpyy nopeammin.

Ennusteriskit suhdannetilanteen takia ovat kuitenkin merkittävästi koholla ja teollisuuden projektien viivästyessä tai uudisrakentamisen hidastuessa lisää, voimme nähdä ennusteissa laskuvaraa. Jos kuitenkin talouskasvun hidastuminen jää väliaikaiseksi, elvytystoimet purevat, investoinnit lähtevät liikkeelle, rakentaminen lähtee uuteen kasvuun, voi ennusteissamme olla selkeää nousuvaraa.

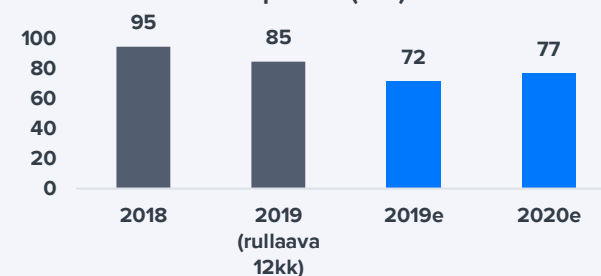
Cramon toimintamaiden asema syklissä



Cramon ohjeistus vuosille 2019 ja 2020

- Koko vuoden vertailukelpoinen EBITA-liikevoitto vuodelle 2019 laskee vuoteen 2018 verrattuna (2018: 94,8 MEUR).
- Vuonna 2020 vertailukelpoinen EBITA on yli 75 MEUR.

Vertailukelpoinen (oik.) EBITA-%



Ennusteet 3/6

Vuosi 2019 näyttää suuntaa

Ennustamme Cramon liikevaihdon laskevan vuonna 2019, kun yhtiön päämarkkinoilla kysyntä alkaa heikkenemään. H1'19 aikana liikevaihdossa on nähty pientä noin 0,5 %:n (orgaaninen 0,4 %) kasvua pääosin KBS Infran yrityskaupan tukiessa Keski-Euroopan segmenttiä ja Itä-Euroopan kasvun ollessa vahvoilla. Suomessa ja Ruotsissa odotamme kuitenkin toisen vuosipuoliskon olevan vertailukautta heikempi ja painavan koko konsernin liikevaihdon kasvun negatiivisen puolelle.

Odotamme liikevaihdon laskevan tänä vuonna kokonaisuudessaan 1,6 % noin 622 MEUR:oon viime vuoden jatkuville toiminnoille oikaistusta 632 MEUR:sta.

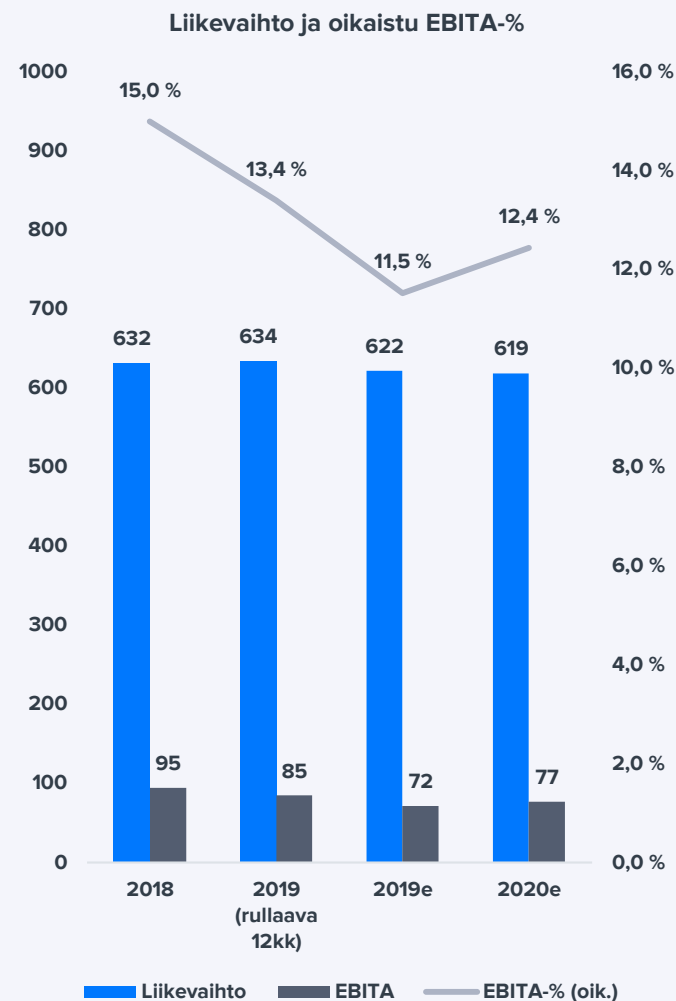
Liikevaihdon lasku tulee pääosin Skandinavia-segmentistä, missä näemme liikevaihdon laskevan 5,6 % noin 350 MEUR:oon vuonna 2019. Norjassa kysyntä on konevuokraamiselle hyvällä tasolla, mutta Ruotsissa isojen teollisuusprojektien puuttuminen, korvaavien projektien viivästyminen ja uudisrakentamisen hidastuminen heikentävät kysyntää vertailukauteen nähden. Skandinaviassa valuutat ovat myös liikkuneet koko vuoden Cramolle epäedulliseen suuntaan, ja Q3:lla kehitys on jatkunut pääosin samaan suuntaan. Suomi ja Itä-Euroopassa ennustamme liikevaihdon laskevan 2 %:lla noin 144 MEUR:oon. Näemme Suomen vaikuttavan negatiivisesti kasvuun vuoden toisella puoliskolla eikä hidastuva Itä-Euroopan kasvu tue segmenttiä tarpeeksi. Keski-Euroopassa ennustamme liikevaihdon kasvavan

12 % noin 128 MEUR:oon KBS Infra -yrityskaupan orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun myötä.

Kannattavuus heikkenee suuremmalla vivulla

Kannattavuuden ennustamme olevan vuonna 2019 vertailukautta selvästi heikompaa. Vuoden 2019 ensimmäisellä vuosipuoliskolla EBITA laski 24 % liikevaihdon kasvusta huolimatta. Lasku johtui pääosin Ruotsin heikkoudesta, mutta ankara hintakilpailu Suomessa aiheuttaa myös merkittävää painetta kannattavuuteen eikä operatiivinen suoritus ole noussut siellä toivotulle tasolle. Keski-Euroopassa hyvästä liikevaihdon kehityksestä huolimatta kannattavuus on laskenut vertailukaudesta, ja on kaukana muiden segmenttien kannattavuustasosta.

Yhtiö käyttää ohjeistuksessaan ja raportoinnissaan yrityshankinnoiden poistoista oikaistua liikevoittoa (EBITA), johon myös ennusteemme perustuvat. Oikaistu EBITA laskee arviomme mukaan tänä vuonna noin 24 % 71,6 MEUR:oon viime vuoden jatkuville toiminnoille oikaistusta 94,8 MEUR:sta. Oikaistun EBITA-marginaalin odotamme heikentyvän 11,5 %:iin (2018: 15,0 %). Ennustamme kannattavuuden pysyvän heikolla tasolla vuoden toisella vuosipuoliskolla laskevan liikevaihdon, Ruotsin heikkouden, Suomen ankaran hintakilpailun sekä operatiivisen heikkouden, Keski-Euroopan heikon suorituksen ja kulusäästöohjelman kulujen myötä.



Ennusteet 4/6

Ruotsissa operatiivinen kehitys isojen teollisuusprojektien vaikutuksesta putsattuna on jatkunut yhtiön mukaan hyvällä tasolla, mutta näemme riskien olevan kallellaan negatiiviselle puolelle kuluvana vuonna. Vaikka tulos Skandinavia-segmentissä Ruotsin takia laskeekin, on kannattavuus EBITA-marginaalilla (oik.) mitattuna ennusteissamme kuitenkin konserniin nähden hyvällä 17 %:n tasolla tänä vuonna. Kannattavuus ei siis ole ennusteissamme äärimmäisen heikkoa, vaan laskee ennätystasoilta (2018 EBITA-% (oik.): 20 %) lähemmäs normaaleja tasoja.

Suomessa ja Itä-Euroopassa odotamme Suomen heikkouden painavan segmentin kannattavuuden selvään laskuun. Ennustamme EBITA-marginaalin (oik.) laskevan 13,5 %:iin viime vuoden 16,1 %:sta. Suomessa heikentynyt kannattavuus johtuu ennen kaikkea ankarasta hintakilpailusta, mutta myös yhtiön omassa operatiivisessa suorituksessa on varaa parantua. Itä-Eurooppa on tukenut segmenttiä hyvällä kasvullaan ja kannattavuudellaan eikä siellä ole vielä nähty suurempia merkkejä hidastumisesta.

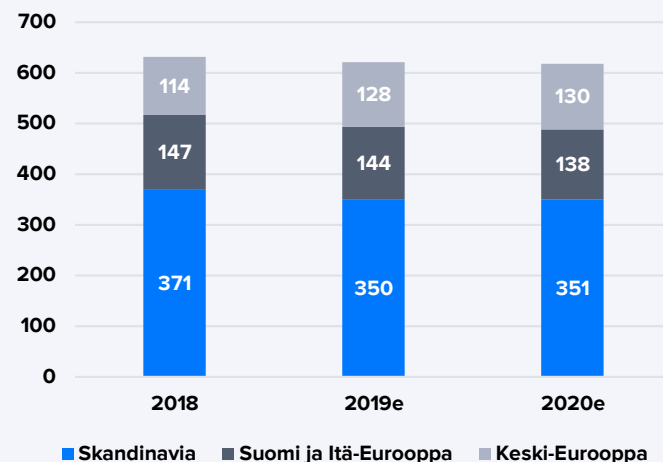
Keski-Euroopassa haasteet ovat jatkuneet operatiivisen suorituksen osalta emmekä näe segmentin tukevan konsernin tuloskehitystä tänä vuonna. Odotamme EBITA-marginaalin (oik.) laskevan vertailukaudesta 4,1 %:iin (2018 EBITA (oik.): 7,5 %) pääosin alkuvuoden tappioiden ja säästöohjelman vuoksi. Saksassa yhtiön KBS Infra-yrityskauppa on parantanut segmentin pidemmän aikavälin potentiaalia, mutta lyhyellä aikavälillä

heikentyvä vuokrausliikevaihto laskee kannattavuuden parannuspotentiaalia. Segmentin tärkeimmässä maassa, Saksassa, on parhaimmillaan käynnissä toimenpiteet kannattavuuden parantamiseksi, mutta näemme ohjelman lähinnä heikentävän lyhyen aikavälin kannattavuutta.

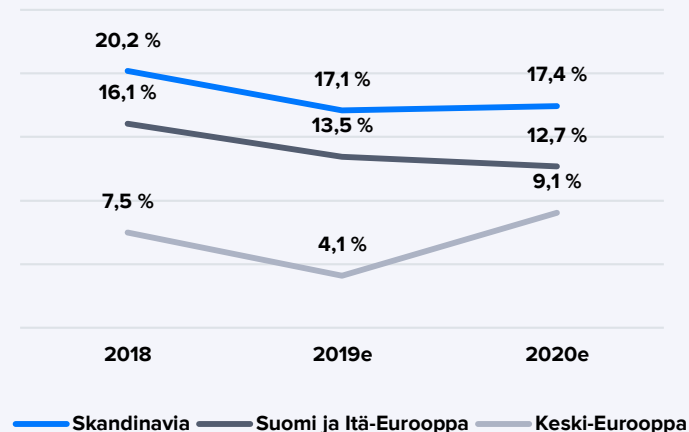
Tehostamisohjelma

Kannattavuutta ensi vuodelle ja asteittain jo Q4:llä tukee yhtiön tehostamisohjelman vaikutukset (10-12 MEUR vuodesta 2020 alkaen), mutta vuodelle 2019 arvioimme näistä koituvan yhtiölle H2:n aikana noin 4 MEUR:n kertaluonteiset kulut, joka painaa kannattavuutta tänä vuonna entisestään. Suurin osa kuluista kohdistuu arviomme mukaan Keski-Euroopan ja Suomen segmentteihin. Odotamme vuodelle 2020 kulusäästöjen toteutuvan kokonaisuudessaan ja nostavan yhtiön tuloksen ohjeistukseen jo heikommallakin operatiivisella suorituksella.

Segmenttien liikevaihdon kehitys



Segmenttien EBITA-% (oik.)



Ennusteet 5/6

Kuluissa nousupaineita, tehostamisohjelma tukee

Yhtiön kulupuolella odotamme yhtiön aloitettujen tehostustoimien näkyvän ennen kaikkea ei-suorissa kuluissa, jotka tarkoittavat yhtiön hallintoon ja kiinteisiin kulueriin liittyviä säästöjä. Suoriin kuluihin emme näe näillä säästötoimenpiteillä olevan merkittävää vaikutusta. Strategian tavoitteena on kuitenkin lisätä kalustohallinnan tehokkuutta, mikä tarkoittaa, että kuljetuksia, huoltoja ja muuta suoraan kaluston vuokraamiseen liittyviä kuluja pyritään laskemaan tai muodostamaan prosesseja tehokkaammaksi. Yleensä toimintaympäristön hidastuessa suorat kulut kuitenkin kasvavat suhteellisesti liikevaihtoon nähden ja se pitää ne ennusteissamme absoluuttisesti lähes ennallaan. Odotamme suorien kulujen osuuden olevan vuosien 2018-2020 aikana noin 33 % liikevaihdosta. Henkilöstökuluissa tehostamisohjelma pitää absoluuttisen tason ennallaan, mutta palkkainflaatio ja laskevat volyymit nostavat suhteellista osuutta. Ennustamme henkilöstökulujen olevan vuosien 2018-2020 noin 24 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muissa kuluissa näkyy tänä vuonna odottamamme tehostamisohjelman kulut. Odotamme absoluuttisen tason pysyvän kuluissa kuitenkin näistä oikaistuna lähes samalla tasolla vuosien 2018-2020 aikana. Suhteellisesti osuus nousee, kun liikevaihto laskee, ja odotamme näiden kulujen olevan vuosien 2018-2020 aikana noin 11 % liikevaihdosta.

Yrityshankintojen poistojen odotamme olevan kuluvana vuonna noin 4 MEUR ja oikaistun liikevoiton odotamme laskevan vuonna 2019 noin 67,7 MEUR:oon vertailukauden 91 MEUR:sta.

Nettorahoituskulujen odotamme pysyvän suhteellisen stabiilina. Pitkään matalana pysyneet korot tukevat yhtiön rahoitustilannetta, mutta investointien vähentyminen pienentää tarvetta ylimääräiselle likviditeetille ellei yritysostoja toteuteta. Yhtiön veroprosentin odotamme olevan ennallaan yhtiön viime vuosien tasoilla noin 21 %:ssa.

Tämän myötä odotamme kertaeristä oikaistun osakekohtaisen tuloksen laskevan kuluvana vuonna noin 30 % 0,93 euroon per osake vertailukauden 1,40 eurosta. Osinkoa ennustamme yhtiön maksavan noin 0,60 euroa per osake.

Taseessa investoinnit vähenee

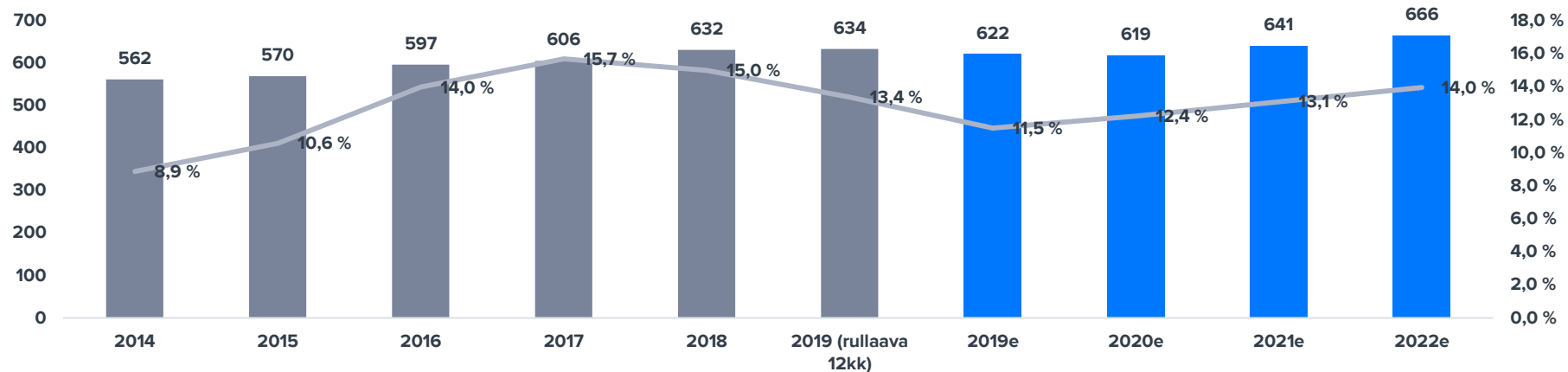
Taseessa odotamme isoimpien muutoksien tapahtuvan investointien vähentymisen muodossa. Yhtiö toteutti alkuvuonna 46,7 MEUR bruttoinvestointeja, joka on 60 % vähemmän kuin vertailukaudella (118,6 MEUR). Vertailukauden luvussa on kuitenkin mukana KBS Infran noin 43 MEUR:n yrityshankinta, ja siitä oikaistuna investoinnit olivat noin 40 % alle vertailukauden tason. Suunta on investoinneissa selkeä ja kertoo yleensä markkinatilanteesta yhtiön näkökulmasta. Investointeja vähennetään ja kalustoa aletaan myymään, jotta pystytään mitoittamaan omaa kapasiteettia vallitsevaan kysyntään. Ennustamme

käyttöomaisuuteen liittyvien investointien laskevan tänä vuonna noin 95 MEUR:oon ollen noin 15 % liikevaihtoon nähden, mutta nousevan sieltä pidemmällä aikavälillä taas yli 20 %:iin liikevaihdosta.

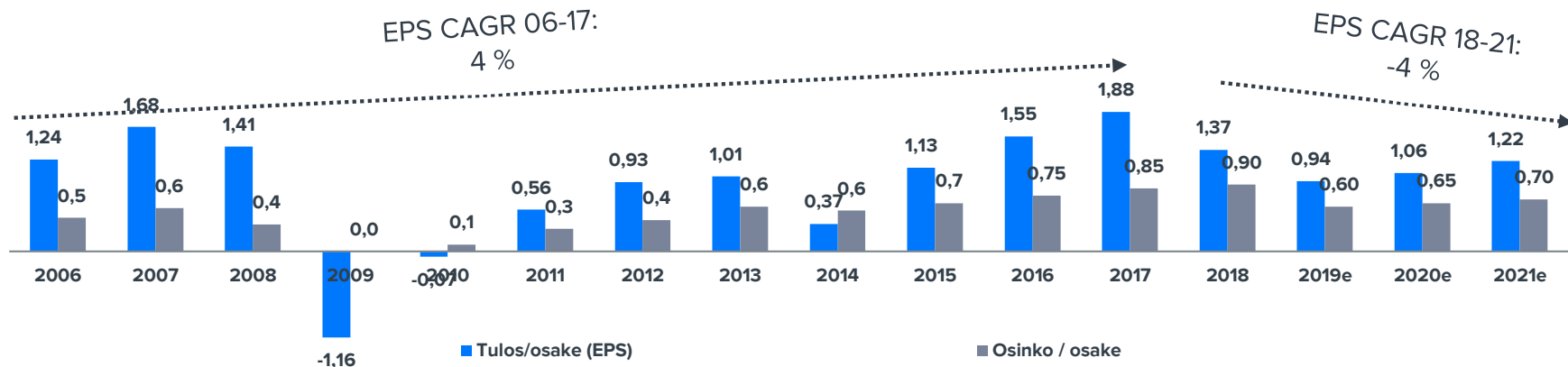
Taseen tunnuslukujen osalta omavaraisuus- ja velkaantumisasaste muuttuivat IFRS 16 -muutoksien osalta voimakkaasti huonompaan suuntaan, mutta odotamme yhtiön omavaraisuuden parantuvan ja nettovelkaantumisasasteen pienentyvän tulevaisuudessa, kun yhtiö keskittyy oman organisaation tehostamiseen. Nettovelka/EBITDA-tunnusluvun odotamme pysyvän ennallaan noin 2x-tason tuntumassa ellei merkittäviä yritysostoja tapahdu tai tulos heikkeni selvästi odotuksia enemmän.

Ennusteet

Liikevaihto ja oikaistu EBITA-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 6/6

Vuonna 2020 markkina hidastaa kasvua

Vuodelle 2020 odotuksissamme on nopeampaa kokonaismarkkinan hidastumista, mutta Cramolla odotamme liikevaihdon laskun hidastuvan ja kannattavuuden paranevan teollisuuden projektien ja kulusäästöohjelman vuoksi. Odotamme segmenttitasolla tuloksen parantuvan Skandinaviassa ja Keski-Eurooppa -segmenteissä, mutta heikentyvän Suomi- ja Itä-Euroopassa.

Koko konsernin liikevaihdon odotamme laskevan 0,5 % noin 619 MEUR:oon ja oikaistun EBITA:n nousevan 76,9 MEUR:oon. Tämä tarkoittaa noin 12,4 %:n EBITA-marginaalia, joka on historiallisesti yli syklin tasoon nähden linjassa (2006-2018 EBITA-% ka.: 13 %). Historiallinen luku ei tosin ole täysin vertailukelpoinen, sillä tähän lukuun sisältyy myös siirtokelpoiset tilat. Ilman siirtokelpoisia tiloja vuodesta 2014 vuoteen 2018 asti yhtiön keskimääräinen EBITA-% on ollut noin 12,8 %.

Vuodelle 2020 näkymät ovat vielä hyvin sumeat, mutta yhtiön ohjeistama yli 75 MEUR:n vertailukelpoinen EBITA syntyy näkemyksemme mukaan noin 10-12 MEUR:n kulusäästöistä ja Skandinavian hieman nostaessa kannattavuuttaan vuoden 2019 tasosta. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan vuonna 2020 1,08 euroon ja osinkoa odotamme yhtiön jakavan 0,65 euroa osakkeelta osingonjakosuhteen ollessa noin 60%:ssa (tavoite yli 50 %).

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2020 jälkeen näemme yhtiön kasvun

vahvistuvan hiljalleen yhtiön ja markkinan vakaamman kehityksen myötä. Odotamme, että investoinnit lähtevät jälleen nousuun ja kasvun kautta liikevaihto nousee entisille tasoilleen. Vuosina 2021 ja 2022 näemme liikevaihdon kasvavan hiljalleen noin 3-4 %:n vauhtia orgaanisesti, keskipitkällä aikavälillä 4-6 %:n vauhtia ja tasaantuvan pitkällä aikavälillä noin 2,0 %:n kasvuun.

Yhtiön kannattavuuden odotamme nousevan noin 13 %:iin vuonna 2022 ja nousevan sitä seuraavina vuosina lähemmäs 15 %, mutta olevan pitkällä aikavälillä noin 12,0 %:ssa. Yhtiöllä yli syklin kannattavuus on EBITA:lla mitattuna ollut noin 13 %:n tasolla, mutta siirtokelpoisten eriyttämisen myötä uskomme sen olevan pitkällä aikavälillä hieman alhaisempi.

Tuloskasvunäkymät lyhyellä aikavälillä heikot

Ennusteidemme toteutuessa tarkoittaisi tämä keskimäärin noin 4 %:n EPS:n laskua 2018-2021 (CAGR-%). Jos pidennämme aikaperiodin yhtiön strategiakaudeksi (2019-2023), tuloslasku kääntyy noin 12 %:n tuloskasvuksi (CAGR-%), joten pidemmän aikavälin tuloskasvunäkymät ovat hyvät. Suhdannekäännöksiä ja siitä selviytyminen ovat tosin kriittisiä myös pitkän aikavälin tuloskasvunäkymille ja sen seuraaminen on yhtiön omistajille tärkeää. Yhtiön ohjeistuksen ja meidän ennusteiden perusteella käänteestä on tulossa maltillinen, vaikka riskit käänteen syvyyden tai pituuden aliarvioimisen osalta ovat vielä olemassa.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	730	144	156,1	160	172	632	148,4	153,1	154	167	622	619	641	666
Skandinavia	380	92,2	91,3	87,0	100	371	89,4	84,1	80,4	95,8	350	351	363	377
Suomi- ja Itä-Eurooppa	143	32,7	35,6	38,9	39,8	147	33,5	35,7	37,9	37,0	144	138	143	149
Keski-Eurooppa	80,5	18,8	29,3	33,7	32,6	114	25,5	33,4	35,4	33,9	128	130	135	140
Käyttökate	232	43,7	52,0	62,1	57,7	215	46,0	47,0	53,8	52,8	199	197	200	210
Poistot ja arvonalennukset	-114,9	-30,6	-30,6	-31,3	-32,9	-125,3	-33,9	-33,6	-31,0	-33,0	-131,4	-123,7	-120,2	-121,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	117	14,0	21,4	30,8	24,8	91,0	10,8	14,3	22,8	19,8	67,7	72,9	80,1	89,0
Liikevoitto	117	13,1	21,4	30,8	24,8	90,1	12,1	13,4	22,8	19,8	68,0	72,9	80,1	89,0
EBITA (oik.)	120	14,9	22,4	31,8	25,7	94,8	11,8	15,3	23,8	20,8	71,6	76,9	84,1	93,0
Skandinavia	72,7	17,1	17,4	19,4	20,9	74,8	15,4	12,0	15,2	17,1	59,7	61,2	63,2	69,4
Suomi- ja Itä-Eurooppa	25,2	2,7	4,7	8,7	7,5	23,6	2,0	4,2	6,9	6,3	19,3	17,5	20,8	22,3
Keski-Eurooppa	4,4	-1,7	2,8	5,7	2,6	9,5	-2,1	1,9	3,2	2,3	5,3	11,8	12,1	13,3
Eliminaatiot	-11,1	-3,3	-2,5	-2,1	-5,3	-13,1	-3,4	-2,8	-1,5	-5,0	-12,7	-13,5	-12,0	-12,0
Nettorahoituskulut	-12,0	-3,0	-2,7	-2,4	-4,9	-12,9	-3,7	-2,9	-3,8	-3,8	-14,2	-12,0	-11,0	-10,4
Tulos ennen veroja	105	10,1	19,3	27,9	19,9	77,2	8,4	10,5	19,0	16,0	53,8	60,9	69,1	78,6
Verot	-21,0	-2,0	-4,2	-4,1	-5,6	-16,0	-1,9	-2,5	-4,0	-3,4	-11,7	-12,8	-14,5	-16,5
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	84,3	8,1	15,0	23,8	14,3	61,2	6,5	8,0	15,0	12,6	42,1	48,1	54,6	62,1
EPS (oikaistu)	1,88	0,20	0,34	0,53	0,32	1,40	0,12	0,20	0,34	0,28	0,94	1,08	1,22	1,39
EPS (raportoitu)	1,89	0,18	0,34	0,53	0,32	1,38	0,15	0,18	0,34	0,28	0,94	1,08	1,22	1,39

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	2,4 %	-11,8 %	-12,3 %	-16,9 %	-12,3 %	-13,4 %	3,2 %	-1,9 %	-3,6 %	-3,4 %	-1,6 %	-0,5 %	3,6 %	3,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	13,2 %	-26,2 %	-20,4 %	-21,6 %	-21,4 %	-22,0 %	-22,4 %	-33,1 %	-26,2 %	-20,2 %	-25,6 %	7,8 %	9,8 %	11,2 %
Käyttökate-%	31,8 %	30,4 %	33,3 %	38,9 %	33,4 %	34,1 %	31,0 %	30,7 %	35,0 %	31,7 %	32,1 %	31,8 %	31,3 %	31,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	16,0 %	9,7 %	13,7 %	19,3 %	14,4 %	14,4 %	7,3 %	9,4 %	14,8 %	11,9 %	10,9 %	11,8 %	12,5 %	13,4 %
EBITA-% (oik.)	16,4 %	10,3 %	14,4 %	19,9 %	14,9 %	15,0 %	7,9 %	10,0 %	15,4 %	12,5 %	11,5 %	12,4 %	13,1 %	14,0 %
Nettotulos-%	11,5 %	5,6 %	9,6 %	14,9 %	8,3 %	9,7 %	4,4 %	5,2 %	9,7 %	7,6 %	6,8 %	7,8 %	8,5 %	9,3 %

Lähde: Inderes

Huom! Vuosi 2017 vanhalla konsernirakenteella, missä siirtokelpoiset tilat mukana. Ei vertailukelpoinen vuosien 2018-2022 kanssa.

Arvonmääritys 1/6

Arvostuksen lähtökohdat

Hinnoittelimme Cramoa ensisijaisesti tulospohjaisten arvostuskertoimien kautta, mutta tuloksen syklisen luonteen vuoksi haemme myös tukea tasepohjaisesta arvonnäytelmästä. Suosimme arvonnäytelmässä erityisesti P/E- ja EV/EBIT-kertoimia. Osinko on yhtiöllä kasvanut hyvin viime vuosina, mutta syklisyyden vuoksi osinkotuottoon nojaamiseen liittyy omat riskinsä. Osa EV-kertoimista on hieman menettänyt vertailtavuuttansa IFRS 16 Vuokrasopimus -standardin myötä, joten käytämme niitä harkiten.

Tulospohjaisten kertoimien käytön avuksi olemme pyrkineet määrittämään yhtiölle yli syklin kestävästä tulostasosta, johon hyväksyttävää arvostustasoa voi peilata muodostaen näin yhtiölle käyvän arvon. Käypä arvo ei kuitenkaan ole täydellinen totuus ollessaan vain yksi arvio muiden joukossa. Siksi käytämme myös muita mittareita yhtiön arvostuksen haarukoimiseen.

Hyväksyttävä arvostus

Näemme pitkällä aikavälillä Cramolle hyväksyttävänä arvostushaarakkana toimivan hyvin Cramon ja Ramirentin yli syklin kertoimet, jotka ovat nähtävissä oikealla. Luvut on otettu ennen Ramirentin ostotarjousta.

Arvonnäytelmässä olemme käyttäneet 10-14x EV/EBIT-lukuja ja 10-15x P/E-lukuja. Painotamme etenkin EV/EBIT-kerrointa, sillä se on ollut paljon tasaisempi yli historian, mutta myös P/E on varteenotettava mittari. Tulostulosten eroja selittää yhtiöiden korkea velkavipu ja alemman

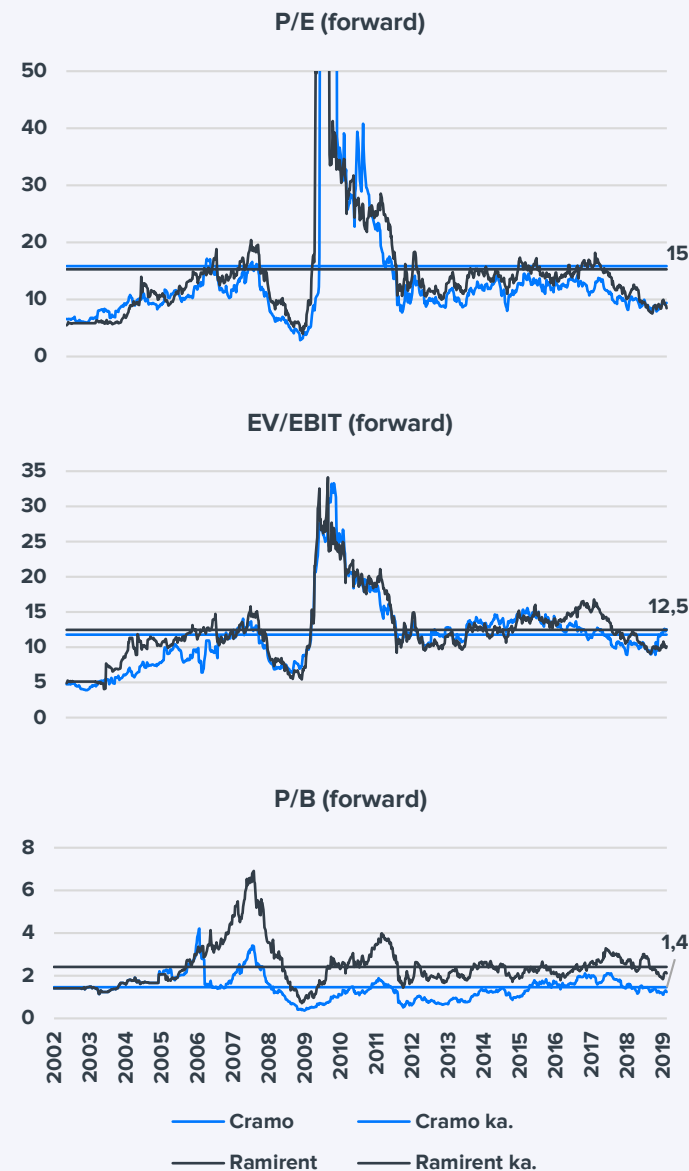
rivin tuloksen isompi heilahtelu, jonka vuoksi P/E-luvut ovat historiallisesti korkeampia.

Cramon ja Ramirentin eteenpäin katsovat arvostuskertoimet ovat olleet lähellä toisiaan läpi historian. Eteenpäin katsova P/E-luku on historiallisesti ollut 15x tasolla, mutta nousi finanssikriisin aikaan tulostason romahtamisen vuoksi monisataisille lukemille. Tämän vuoksi P/E-lukuun nojaaminen ei aina ole paras vaihtoehto. Arvostushaarakkamme yläraja nojaa pitkän aikavälin keskiarvoon ja viimeisen syklin ylärajoihin. Alarajalla tukea ollaan saatu viimeisen 10 vuoden aikana vaikkakin arvostus on laskenut alle 10x-tason useaan otteeseen.

Vastaava eteenpäin katsova EV/EBIT-kerroin on ollut tasaisempi ja historiallisesti noin 12x-tason molemmiin puoliin. EV/EBIT-haarakkamme alaraja on ollut viimeisen 10 vuoden aikana lähellä pohjalukemia, vaikka se finanssikriisin ja nykyisen suhdannehuipun aikaan laskikin alemmalle tasolle. Tulokset kuitenkin tippuivat tämän jälkeen, mikä nosti arvostuksen jälleen korkeammaksi. Ylähaarukka on taas muodostunut viimeaikaisista transaktioista. Ramirentin myynti Loxamille tapahtui noin 14x EV/EBIT-tasoon verrattuna tämän vuoden odotettuun tulokseen, ja se on mielestämme hyvä yläraja tällä hetkellä Cramolle.

Suhdannevakaampi tasearvostus tukee

Tasepohjaisesti P/B-kerroin on historiallisesti ollut yhtiöillä hieman eri tasoa. Cramolla tasearvostus on ollut noin 1,4x, kun se



Arvonmääritys 2/6

vastaavasti Ramirentilla on ollut noin 2,4x. Tämä johtune siitä, että Cramolla liiketoiminta on ollut enemmän pääomaa sitovaa (Adapteo) ja Ramirentin velkavipu on ajoittain ollut korkeampi. Tämä on nostanut Ramirentin pääoman tuoton lähihistoriassa Cramoa paremmaksi. Lisäksi Cramon tilanne finanssikriisissä oli vaarassa ajautua suurempiinkin ongelmiin luottotappioiden ja velkaantuneisuuden myötä, joka laskee pitkän aikavälin tasoa. Ramirentin kannattavuus on myös pitkällä aikavälillä ollut hieman Cramoa parempaa.

Pidämme tasepohjaisesti yhtiölle alle 1x P/B-lukuja houkuttelevina, mutta vaihteluväli on ollut suurta. Finanssikriisin aikaan osake kävi 0,4x P/B-tasolla, mutta sen uusiutuminen on mielestämme epätodennäköistä, sillä emme odota markkinatilanteen hidastuvan niin dramaattisesti ja myös yhtiön taloudellinen tilanne on selvästi parempi. Mielestämme varteenotettavia tukipisteitä alaspäin mentäessä osakkeelle voi tarjota eurokriisin ja vuosikymmenen alun noin 0,6-0,7x P/B-tasot.

Historialliseen suorituskyykyyn peilaten merkittävästi 1,4x tasoa korkeampaa arvostusta on kuitenkin vaikea perustella, sillä yhtiön oman pääoman tuotto on viimeisen viiden vuoden aikana ollut noin 12 %. Myöskin odotuksissamme seuraavien 5 vuoden keskimääräisellä omalla pääomalla laskettuna ROE-% on noin 12 %:n tasolla. Nykyisessä tasearvostuksessa näkyy mielestämme myös oikeutetusti syklin käänteeseen liittyvä epävarmuus, joka painaa tasearvostuksen tukitasoa alemmas.

Osinkotuotto houkutteleva

Ennusteillamme Cramon vuosien 2019 ja 2020 osinkotuotto nousee noin 6-7 %:iin ja antaa myös tukea yhtiön osakkeelle tällä hetkellä. Tämän vuoden merkittävä tuloslasku voisi osinkoa leikata, mutta ensi vuoden ohjeistuksella osingon tulisi pysyä ennustamallamme tasolla. Ensi vuoden loppuun on kuitenkin hyvin pitkä aika ja osinkotuottoon pelkästään nojaaminen syklisissä osakkeissa voi olla petollista, sillä se voi leikkaantua yhtä nopeasti kuin tuloskin.

Arvostuskertoimet antavat arvoksi 9,8 euroa

Ennusteillamme Cramon vuosien 2019 ja 2020 oikaistut tuloskertoimet (EV/EBIT: 11x ja P/E: 10x) ovat mielestämme historiaan ja yhtiön suorituskyykyyn nähden alhaiset.

Ennustettuun tuloskasvuun (18-21e: -4 % CAGR-), syklin vaiheeseen ja tähän liittyvään epävarmuuteen nähden arvostus on kuitenkin linjassa arvostushaarukamme alarajan kanssa.

Yhtiön vuoden 2020 ohjeistus poistaa arvostustasosta merkittävästi tätä epävarmuutta, vaikka ohjeistukseen ei sokeasti kannata luottaakaan. Luottomme yhtiöön on tässä vaiheessa kuitenkin vielä ennusteidemmekin perusteella vahvaa, joka nostaa hyväksymämme arvostuksen hieman alarajaa korkeammalle, mutta pitäen sen keskikohdan alapuolella.

Absoluuttisilla tuloskertoimilla yhtiön osakkeen arvoksi muodostuu 9,8 euroa tarjoten pientä nousupotentiaalia.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Markkina-arvo	427	427	427
Yritysarvo (EV)	809	774	754
P/E (oik.)	10,2	8,9	7,8
P/E	10,1	8,9	7,8
P/Kassavirta	4,4	6,0	7,4
P/B	1,1	1,0	0,9
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	4,1	3,9	3,8
EV/EBIT (oik.)	12,0	10,6	9,4
Osinko/tulos (%)	63,7 %	60,4 %	57,3 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,8 %	7,3 %

Lähde: Inderes

Hyväksytty arvostus	Alaraja	Yläraja
P/E (oik.)	10	15
EV/EBIT (oik.)	10	14

Arvonmääritys 3/6

Verrokkiryhmä

Cramolle tärkein verrokki, Ramirent, ostettiin pois pörssistä heikentäen verrokkiryhmään vertaamista. Olemme ottaneet Ramirentin huomioon kuitenkin jo absoluuttisissa kertoimissa.

Verrokkit koostuvat nyt lähinnä isoimmista, kansainvälisimmistä tai eri markkinoilla toimivista yhtiöistä. Verrokkeihin kuuluu muun muassa maailman suurin konevuokraaja yhdysvaltalainen United Rentals ja brittiläinen Ashtead Group. United Rentalsin markkina-arvo on noin 7 000 MEUR ja Ashteadin noin 11 000 MEUR ollen selvästi Cramoa isompia (noin 400 MEUR). Kaikki verrokkit ovat lähtökohtaisesti markkina-arvoltaan isompia VP PLC ja Speedy Hire PLC poislukien (noin 300-350 MEUR). VP PLC kuitenkin toimii keskittyen erikoisiin vuokrauskoneisiin ja infrarakentamisen tarpeisiin Ison-Britannia markkinoilla. Speedy Hire toimii laajemmilla rakennusalan markkinoilla kuin VP, mutta toimii myös pääosin Ison-Britannian markkinoilla. Iso-Britanniassa on lisäksi vielä makropoliittisia vaikutteita (Brexit), jotka voivat vaikuttaa verrokkien osakekursseihin ja näihin nojaaminen voi johtaa sijoittajalle väärin johtopäätöksiin. Verrokkiryhmän erilaisien kokojen ja markkinoiden vuoksi käytämme tätä arvonmäärityksessämme hyvin pienellä painolla.

Verrokkien arvostustaso

Sektorin arvostustasot ovat olleet viime aikoina paineessa ja eivät tällä hetkellä näytä aivan kohtuuttomilta. Alhaisen puoleiset kertoimet

kertovat myös alan syklisiin osakkeisiin liittyvistä odotuksista ja arvostuksen haasteellisuudesta. Seuraavalla sivulla esitetyn verrokkiryhmän vuosien 2019e ja 2020e mediaani P/E-kertoimet ja EV/EBIT-kertoimet ovat keskimäärin noin 10x. EV/EBITDA-kerrointa ei ole mielekäästä verrata, kun ennusteet eivät välttämättä sisällä IFRS-muutoksia. On vaikea määritellä mitä eri skenaarioita ulkomaisiin osakkeisiin on jo hinnoiteltu, mutta absoluuttisesti tarkasteltuna kovaa kasvua sieltä ei ainakaan odoteta.

Verrokkianalyysi antaa arvoksi 9,4 euroa

Cramon tulokset kertovat, että kuluvalle vuodelle P/E-luvulla yli 15 % alle verrokkien ja velkaisuuden huomioon ottavan EV/EBIT-luvun kanssa verrokkien tasolla. Tulostason heilahteluille immuunimpi tasepohjainen P/B-luku on kuitenkin selvästi verrokkeja alhaisempi, mutta erilaisien liiketoimintaprofiilien vuoksi siihen vertaaminen ei ole mielekäästä.

Vuodelle 2020 arvostustaso heijastelee noin 10 %:n preemiota tulospohjaisilla kertoimilla. Käytämme arvonmäärityksessä molempien vuosien keskiarvoa, sillä yhtiö ohjeistaa jo vuodelle 2020 ja se on mielestämme relevanttia ottaa arvioon mukaan.

Emme pidä mielestämme preemiota oikeutettuna Cramolle varsinkaan nykyisen ennustetun tuloskehityksen varjolla. Käyttämällä 10 %:n diskontolla osakkeen arvoksi muodostuu 9,4 euroa. Käytämme kuitenkin verrokkianalyysia hyvin vähän arvonmäärityksessämme.

2019e	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/E
United Rentals Inc	9,2	4,8	6,6
Aggreko PLC	12,3	5,2	16,8
Ashtead Group PLC	12,6	7,5	13,1
H&E Equipment Services Inc	11,9	4,8	11,6
McGrath RentCorp	15,1	8,8	19,3
Speedy Hire PLC	11,1	4,8	11,3
VP PLC	9,4	5,0	8,1
Mediaani	12,1	4,9	12,3
Cramo (Inderes)	12,0	4,1	10,1

Alennus/premio	-1,1 %	-17,6 %	-16,9 %
-----------------------	---------------	----------------	----------------

2020e	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/E
United Rentals Inc	8,6	4,6	6,0
Aggreko PLC	10,2	4,8	13,4
Ashtead Group PLC	10,9	6,3	11,2
H&E Equipment Services Inc	11,6	4,7	11,1
McGrath RentCorp	14,1	8,4	18,1
Speedy Hire PLC	9,5	4,3	9,7
VP PLC	9,0	4,6	7,8
Mediaani	10,5	4,7	10,7
Cramo (Inderes)	10,6	3,9	8,9

Alennus/premio	0,6 %	-16,0 %	-17,3 %
-----------------------	--------------	----------------	----------------

Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
United Rentals Inc	125,10	8744	19269	9,2	8,6	4,8	4,6	2,3	2,2	6,6	6,0			2,5
Aggreko PLC	834,80	2414	3308	12,3	10,2	5,2	4,8	1,7	1,5	16,8	13,4	3,1	3,2	1,6
Ashtead Group PLC	2259,00	11935	17789	12,6	10,9	7,5	6,3	3,5	3,0	13,1	11,2	1,9	2,1	4,0
H&E Equipment Services Inc	28,12	911	2018	11,9	11,6	4,8	4,7	1,7	1,6	11,6	11,1	4,0	4,0	3,5
McGrath RentCorp	68,25	1499	1771	15,1	14,1	8,8	8,4	3,6	3,5	19,3	18,1	2,1	2,1	
Speedy Hire PLC	54,40	320	422	11,1	9,5	4,8	4,3	0,9	0,9	11,3	9,7	4,1	4,6	1,5
VP PLC	800,00	358	551	9,4	9,0	5,0	4,6	1,3	1,2	8,1	7,8	4,0	4,2	1,7
Cramo (Inderes)	9,56	427	809	12,0	10,6	4,1	3,9	1,3	1,3	10,2	8,9	6,3	6,8	1,1
Keskiarvo				11,7	10,6	5,7	5,2	2,1	1,9	12,6	11,0	3,2	3,4	2,5
Mediaani				12,1	10,5	4,9	4,7	1,7	1,6	12,3	10,7	3,6	3,6	2,1
Erotus-% vrt. mediaani				-1 %	1 %	-18 %	-16 %	-23 %	-22 %	-17 %	-17 %	76 %	88 %	-50 %

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

Arvonmääritys 4/6

Käypä arvo tulokertomien perusteella

Olemme käyttäneet arvonmäärityksessä myös yhtiölle haarukoimaamme käypää arvoa. Määriteltäessä yhtiölle käypää arvoa, täytyy selvittää ensin mikä on yhtiölle kestävä tulostaso yli syklin. Olemme ottaneet arvioon vuosien 2015-2021 välisen ajan, johon uskomme nykyisen syklin käänteen ja huippuvuosien sisältyvän. Otimme huomioon käyvän arvon laskennassa negatiivisen (Bear), neutraalin ja positiivisen (Bull) skenaarion arvioimassamme liikevoitossa.

Olemme käyttäneet tulostason arvioimiseen Cramon vuosien 2015-2018 toteutunutta liikevoittoa. Vuonna 2015 olemme arvioineet yhtiön 61 MEUR:n EBITA:sta yhtiön liikevoiton ja vuosille 2016-2018 olemme ottaneet huomioon konevuokrauksen toteutuneen liikevoiton. Olemme arvioineet myös lukuihin pienen IFRS 16 -vaikutuksen, joka vuonna 2018 oli liikevoittoon noin 2,7 MEUR. Vuosien 2019-2021 liikevoiton arvioon olemme käyttäneet omia ennusteitamme, jotka näyttävät syklin hidastuminen ja odottamamme käänteen.

Tämä kaikki yhdistettynä muodostaa Cramolle yli syklin liikevoitoksi noin 77 MEUR. Tämä tekee esimerkiksi vuoden 2021 ennustamallamme liikevaihdolla (641 MEUR) noin 12 %:n marginaalin. Cramon EBIT-marginaali on ollut läpi syklin vuosien 2006-2018 välillä noin 11 % ja Ramirentillä noin 12 % tukien arviotamme yli syklin liikevoitosta.

Arvostuskertoimena olemme kaikissa skenaariossa käyttäneet 12x EV/EBIT-kerrointa,

joka on ollut yli syklin Cramolle hyväksytty arvostustaso ja hyväksymämme arvostushaarukan keskiluvulla. Nettovelkana käytimme yhtiön vuoden 2018 lopun jatkuville toiminnoille eli konevuokraukselle ilmoitettua lukua (428,5 MEUR).

Neutraali-skenario antaa arvon 11,2 euroa

Todennäköisimmän neutraalin skenaariorimme mukaan yhtiön käypä arvo olisi noin 11,2 euroa osakkeelta. Bear-skenaariossa käypä arvo asettuisi nykykurssin alle ja Bull-skenaariossa selvästi yli nykyisen hinnan.

Bull-skenaarion toteutuakseen pitäisi syklin käänteen olla selvästi ennusteita maltillisempi, joka mahdollistaisi ennusteitamme nopeamman liikevaihdon kasvun yli 700 MEUR:oon vuoden

2021 loppuun mennessä. Jos Bull-skenaarion yli syklin liikevoittoa mittaa tähän liikevaihdon tasoon, olisi EBIT-marginaali noin 12 %:n pinnassa.

Bear-skenaariossa markkinassa pitäisi tapahtua selvää hidastumista vielä nykyisiltä tasoilta. Tämä voi vaatia talouskasvun selvää hidastumista tai ulkoista shokkia, joka luo epävarmuutta toimintaympäristöön. Yli syklin liikevoittotason kautta ajateltuna liikevaihdon tulisi laskea vuoden 2018 tasosta 15 % noin 545 MEUR:oon vuoden 2021 lopussa, jotta liikevoittomarginaali olisi lähellä pitkän aikavälin tasoa. Tämä on suhdannekäänteen ennusteriskien perusteella varsin mahdollista, vaikka yhtiön vuoden 2020 ohjeistus osin kumoaaakin skenaarion mahdollisuutta.

Eri skenaariot käyvälle arvolle			
Skenaariot	Bear	Neutraali	Bull
EBIT (yli syklin ka.)	65,8	77,4	85,1
Hyväksytty arvostustaso EV/EBIT	12	12	12
Yritysarvo	789	929	1022
Nettovelka 2018	429	429	429
Markkina-arvo	361	500	593
Käypä arvo	8,1	11,2	13,3
Osakkeen nykyinen hinta	9,6	9,6	9,6
Potentiaali	-16 %	17 %	39 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 5/6

DCF-arvonmääritys antaa arvon 10,1 euroa

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa, vaikka lähivuosien tulostasoon liittyy epävarmuuksia ja rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden. Se toimii kuitenkin tukena muulle arvonmääritykselle varsinkin vielä epävarman syklin käänteen aikana. Pitkän aikavälin kasvun voi kuitenkin olettaa olevan positiivista ja yhtiön myös palaavan hyvälle kannattavuustasolle tulevina vuosina. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 10,1 euroa mielestämme realistisella tulevaisuuden skenaariolla.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun (4-6 %) jälkeen terminaaliyksiköllä 2,0 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 12,0 %:iin liikevaihdosta. Taso on pitkän aikavälin saavutettuihin tasoihin nähden linjassa ja on mielestämme yhtiölle realistinen. Mallissa terminaaliyksikön painoarvo kassavirtojen arvosta on noin 48 %, mikä on linjassa muihin syklisiin yhtiöihimme. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,7 % ja oman pääoman kustannus on 10,1 %. Olemme käyttäneet laskelmassa 21 %:n veroastetta. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 0,0 % ja beta 1,5x syklisestä luonteesta johtuen.

Arvonmääritys 6/6

Arvostuksen yhteenveto

Nostamme Cramon suosituksen lisää-puolelle (aik. vähennä) nostaen tavoitehintamme 10,2 euroon (aik. 8,5 euroa). Yhtiön tulostulokset (19-20e P/E: 10x, EV/EBIT 11) ovat ennustamastamme tulostuloksesta huolimatta lähivuosisille maltilliset ja alle yhtiölle yli syklin hyväksytystä tasosta (P/E: 14x ja EV/EBIT: 12x). Myös laskelmiemme mukainen käypä arvo osakkeelle on nykyistä korkeammalla eikä suhteellisesta arvostuksesta voida löytää merkkejä yliarvostuksesta. Lyhyellä aikavälillä riskit osakkeessa tulostason tai yleisen markkinakehityksen suhteen ovat koholla, mutta mielestämme nykyinen arvostus antaa pitkän aikavälin sijoittajalle jo tarpeeksi hyvän tuotto-odotuksen.

Arvostuskertoimet ja käypä arvo indikoivat nousuvaraa

Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin hyväksytyjä arvostuskertoimia, arvioimaamme käypää arvoa ja DCF-laskelmaa. Verrokkianalyysi on jo huomioitu absoluuttisissa kertoimissa, joten sen paino on pieni.

Arvostuskertoimien osalta osake tarjoaa pientä nousupotentiaalia. Vaikka sykliset riskit yhtiön osalta ovat lähivuosisille korkealla, poistaa yhtiön tulostulohjeistus epävarmuuden merkittävämmältä tulostuloputoksesta lähivuosisina.

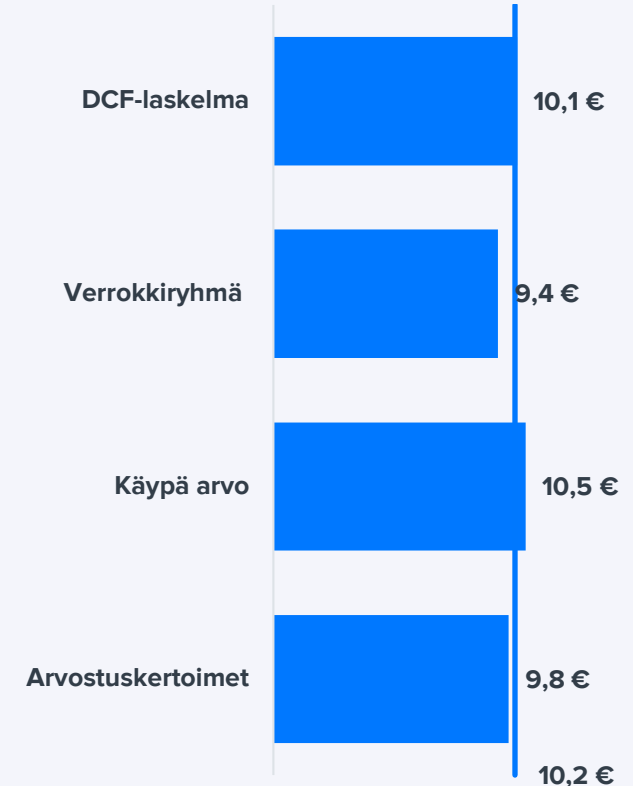
Annamme myös käyvän arvon laskelmillemme ison painoarvon. Otamme huomioon eri skenaarioiden todennäköisyyksiä, ja mielestämme nykyinen markkinatilanne puoltaa varovaisuutta. Neutraalin

skenaarion ennusteilla suhdanne paranee merkittävästi yhden tai kahden hieman heikkomman vuoden jälkeen ja edellisen syklin huipputulokset saavutetaan seuraavan viiden vuoden aikana. Bull-skenaariossa markkinoiden tulisi kokea viimeisen vuosikymmenen kaltainen rakentamisen buumi uudelleen, jotta skenaarioon mielestämme päästäisiin. Pidämme todennäköisenä vaihtoehtona, että viime vuosien kaltaiseen kasvuun pääseminen voi kestää odotuksia pitempään, mikä puoltaa Bear-skenaarion painottamista laskelmissamme. Varovaisuudesta ja Bear-skenaarion noin 30 %:n painotuksesta huolimatta laskelmiemme mukainen 10,5 euron käypä arvo yhtiölle on nykyistä osakekurssia korkeammalla tarjoten osakkeelle nousuvaraa.

Riskit suuret molempiin suuntiin

Lyhyellä aikavälillä riskit osakkeessa liittyvät mielestämme yleisen osakemarkkinan kehitykseen, missä sykliset osakkeet reagoivat muita vahvemmin. Vuoden 2019 selvästi odotuksia heikompi tulos tai markkinassa tapahtuvat kysynnän muutokset voivat aiheuttaa myös epäilyksiä yhtiön vuoden 2020 ohjeistuksen pitävyyteen. Pidemmällä aikavälillä selkeä riski on markkinakasvun hyytyminen, kilpailutilanteen muutokset ja heikkojen segmenttien huonon suoriutumisen jatkuminen.

Yhtiön yllättäessä odotuksemme ja markkinatilanteen säilyessä samanaikaisesti kohtuullisena, näemme osakkeen nousevan voimakkaasti, sillä markkinasentimentti on syklisten osakkeiden osalta ollut jo pitkään hyvinkin heikko.



DCF-laskelma

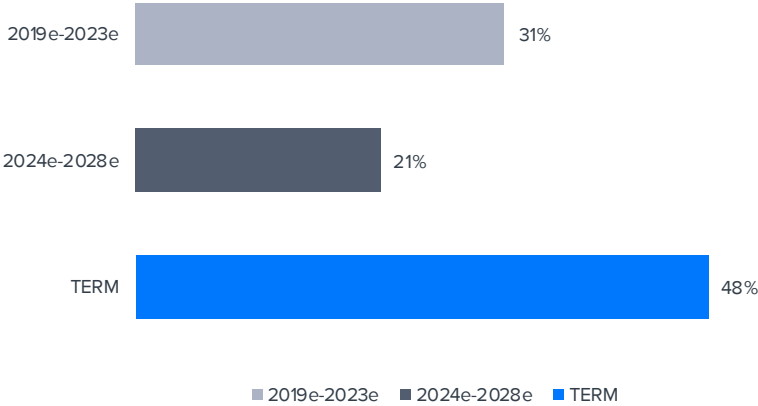
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	90,1	68,0	72,9	80,1	89,0	93,9	109	113	110	97,2	99,2	
+ Kokonaispoistot	125	131	124	120	121	124	128	132	133	136	138	
- Maksetut verot	-36,9	-12,1	-17,8	-14,5	-16,5	-17,6	-20,9	-21,3	-20,6	-17,9	-18,3	
- verot rahoituskuluista	-2,7	-3,1	-2,5	-2,3	-2,2	-2,1	-2,0	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	
+ 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	-17,9	15,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	158	199	176	183	191	198	214	221	220	212	216	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	20,9	-101,1	-105,2	-125,4	-135,6	-145,7	-150,9	-141,1	-146,3	-146,5	-152,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	178	98,2	71,1	57,9	55,7	52,0	62,7	80,2	74,0	65,9	63,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	178	98,2	71,1	57,9	55,7	52,0	62,7	80,2	74,0	65,9	63,6	964
Diskontattu vapaa kassavirta		96,0	64,0	47,9	42,4	36,4	40,4	47,5	40,3	33,0	29,3	444
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		921	825	761	713	671	635	594	547	506	473	444
Velaton arvo DCF		921										
- Korolliset velat		-431,5										
+ Rahavarat		3,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-40,0										
Oman pääoman arvo DCF		453										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes

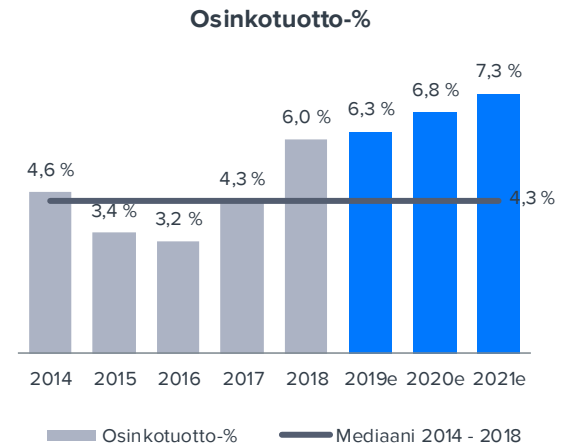
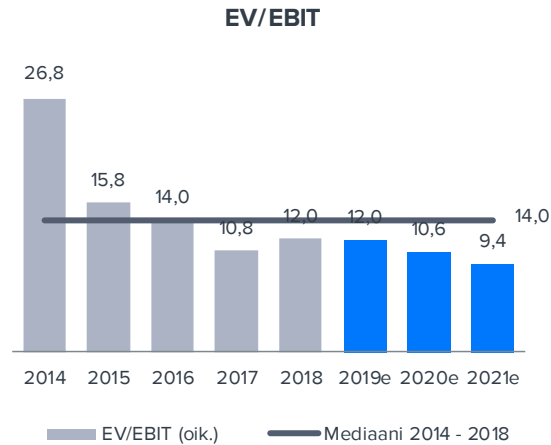
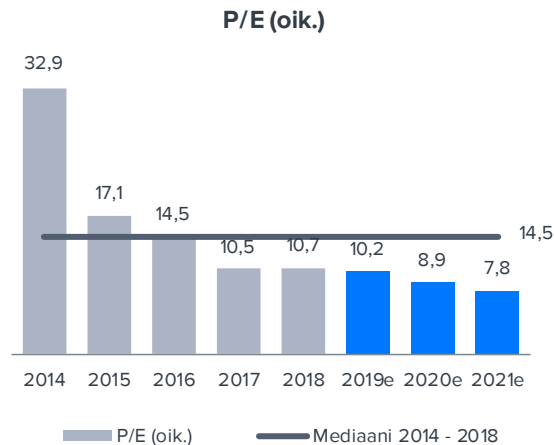
Rahavirranjakauma jaksoittain



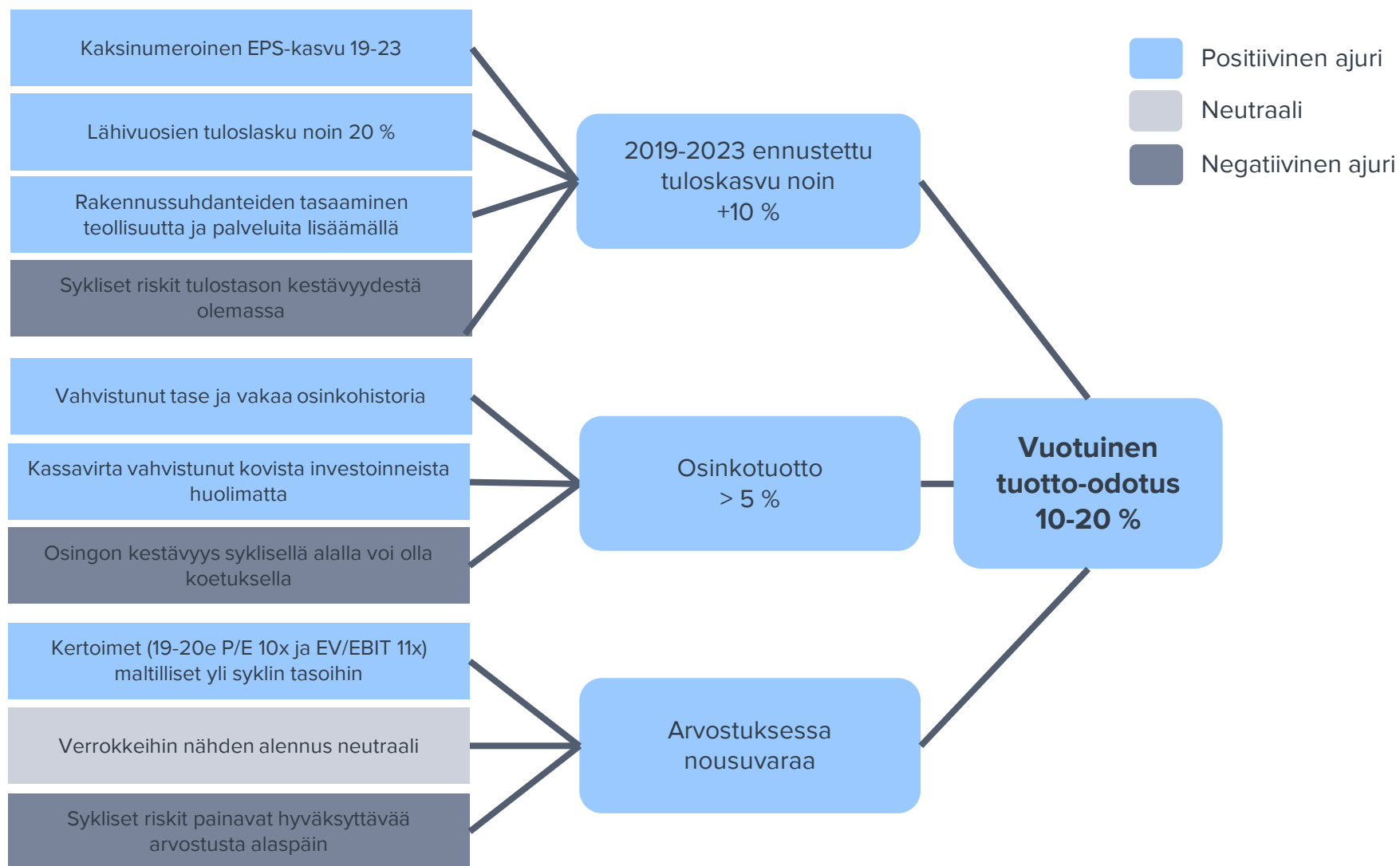
Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Markkina-arvo	527	847	1057	879	664	427	427	427	427
Yritysarvo (EV)	921	1215	1444	1262	1092	809	774	754	737
P/E (oik.)	32,9	17,1	14,5	10,5	10,7	10,2	8,9	7,8	6,9
P/E	32,9	17,1	15,4	10,4	10,8	10,1	8,9	7,8	6,9
P/Kassavirta	17,7	17,5	30,0	14,5	3,7	4,4	6,0	7,4	7,7
P/B	1,2	1,7	2,0	1,6	1,6	1,1	1,0	0,9	0,9
P/S	0,8	1,3	1,5	1,2	1,1	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,4	1,8	2,0	1,7	1,7	1,3	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	6,8	6,5	6,9	5,4	5,1	4,1	3,9	3,8	3,5
EV/EBIT (oik.)	26,8	15,8	14,0	10,8	12,0	12,0	10,6	9,4	8,3
Osinko/tulos (%)	149,6 %	58,1 %	48,6 %	44,9 %	65,4 %	63,7 %	60,4 %	57,3 %	53,9 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	3,4 %	3,2 %	4,3 %	6,0 %	6,3 %	6,8 %	7,3 %	7,8 %

Lähde: Inderes



Cramon osakkeen pitkän aikavälin ajurit



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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa-analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, 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
12.2.2018	Vähennä	20,00 €	19,09 €
6.4.2018	Vähennä	16,50 €	16,61 €
26.4.2018	Vähennä	17,70 €	18,10 €
27.7.2018	Vähennä	17,70 €	18,48 €
28.10.2018	Vähennä	17,00 €	16,25 €
11.2.2019	Lisää	17,00 €	15,40 €
3.5.2019	Vähennä	19,00 €	19,20 €
2.7.2019	Vähennä	11,20 €	11,17 €
12.7.2019	Myy	9,10 €	10,30 €
23.7.2019	Lisää	9,10 €	8,09 €
16.8.2019	Vähennä	7,30 €	6,92 €
13.9.2019	Vähennä	8,50 €	8,42 €
30.9.2019	Lisää	10,20 €	9,56 €



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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**