

Caverion

Laaja raportti

5.9.2022 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasuvaihe käynnissä

Toistamme Caverionin 6,50 euron tavoitehinnan pitäen suosituksemme osta-tasolla laajan raportin päivityksen yhteydessä. Caverion on pystynyt strategiansa mukaisesti parantamaan kannattavuuttaan historian ongelmavuosista. Matka korkeammalle on käynnistymässä liikevaihdon kasvuvaiheen avulla. Palveluliiketoiminnan iso osuus, projektien kannattavuushaasteiden selättäminen, yritysostot ja vahva tilauskanta antavat tukea tuloskasvulle. Riskejä nostavat yhtiön historiallinen suoritus ja epävarma markkina sekä talousympäristö, mutta osakkeen arvostus on näihin sekä potentiaalin nähden mielestämme houkutteleva.

Kiinteistöjen ja teollisuuden elinkaaren kumppani

Caverion on kiinteistöjen ja teollisuuden teknisiin palveluihin sekä projekteihin erikoistunut yhtiö. Yhtiö toimii 10 maassa pääosin Pohjois- ja Keski-Euroopassa tavoitteenaan kiinteistöjen koko elinkaaren hallinta käsittäen teknisten järjestelmien suunnittelun, asentamisen ja ylläpidon. Yhtiö on muokkaantunut projektivetoisesta liiketoiminnasta kohti toistuvampaa, vähempiriskistä ja kannattavampaa palveluliiketoimintaa (Palvelut: 66 % liikevaihdosta vuonna 2021). Kaupungistuminen, kasvava korjausvelka, kiinteistökniikan kasvava määrä, teknisten vaatimuksien kasvu, energiatehokkuus sekä ympäristötietoisuus ja -lainsäädäntö toimivat pitkän aikavälin kysyntäajureina markkinalla, jonka odotetaan kasvavan noin 3 % vuosittain.

Kestävää tuloskasvua kohti

Yhtiön usean vuoden toimet kannattavuuden parantamiseksi ovat alkaneet tuottamaan ja strategia on siirtymässä kestäväen kasvun puolelle. Divisioonat ovat pääosin hyvässä kunnossa, Palveluliiketoiminta kannattaa hyvällä tasolla ja Projektit-liiketoiminta on alkanut parantamaan alhaisilta lähtötasoiltaan. Yhtiö tavoittelee 3-4 % orgaanista ja 2-3 %:n epäorgaanista kasvua, jonka saavuttamista pidämme realistisena lähivuosien aikana palveluiden hyvän kasvun ja jo tehtyjen yritysostojen seurauksena. Tuloksellisesti Caverion tavoittelee yli 5,5 %:n oikaistua EBITA-marginaalia, vaikka potentiaalia yhtiöllä on arviomme mukaan merkittävästi korkeammallakin. Kannattavuus on kuitenkin parantunut odotuksia hitaammin, minkä vuoksi odotuksemme ovat vielä maltillisia lähivuosille. Odotamme kannattavuuden parantuvan kohti tavoitteita vuoden 2021 tasosta (oik. EBITA-%: 4,1 %) volyymien nousun, palveluiden ison osuuden, projektien tuottavuuden nousun ja tehtyjen säästötoimien avulla. Yli tavoitetason kannattavuuteen eväitä antaa kasvun, palveluiden edelleen kasvavan osuuden ja skaalautuvien digitaalisten palveluiden yhdistelmä.

Arvostus houkutteleva tuloskasvunäkymiin nähden

Caverionin vahva palveluliiketoiminta yhdistettynä yhtiön vähän pääomaa sitovaan liiketoimintamalliin ja kevyeen taseeseen mahdollistaa vahvan kassavirran ja hyvän pääoman tuoton tehden yhtiöstä mielenkiintoisen sijoituskohteen. Tähän ja vahvaan tuloskasvunäkymään (21-24e EPS GACR-%: 50 %) nähden osakkeen lähivuosien arvostus (22-23e: EV/EBITDA 5x, EV/EBIT 9x, P/E 11x) on hyvin houkuttelevalla tasolla. Lähivuosiin (22-23e ka.) ja hyväksymämme arvostushaarukan keskitasoon nojaten (P/E: 15x, EV/EBIT 13x ja EV/EBITDA 8x), on osakkeessa merkittävää (30 %) nousuvaraa. Verrokkeihin nähden yhtiö on lähivuosille arvostettu mielestämme liian suurella alennuksella (-30 %), vaikka pieni alennus (-5 %) meidän mielestämme on oikeutettu. Lisäksi lähivuosien 4-5 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta. DCF-mallimme arvo (8,0 euroa) on myös selvästi nykykurssia korkeammalla kertoen yhtiön potentiaalista.

Suositus

Osta

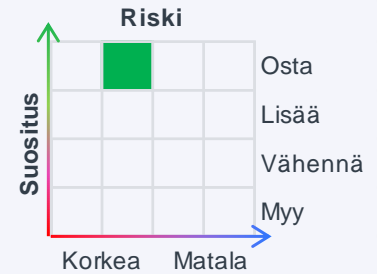
(aik. Osta)

6,50 EUR

(aik. 6,50 EUR)

Osakekurssi:

4,79



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	2139	2254	2288	2378
kasvu-%	-1 %	5 %	2 %	4 %
EBITA (oik.)	87,7	92,3	109,1	126,2
EBITA-% (oik.)	4,1 %	4,1 %	4,8 %	5,3 %
Nettotulos	25,1	49,8	67,4	82,0
EPS (oik.)	0,38	0,38	0,48	0,59
P/E (oik.)	16,7	12,5	9,9	8,1
P/B	4,3	2,9	2,8	2,4
Osinkotuotto-%	2,7 %	4,2 %	5,2 %	6,3 %
EV/EBIT (oik.)	14,1	9,8	7,8	6,0
EV/EBITDA	8,9	5,2	4,5	3,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,3	0,3	0,3

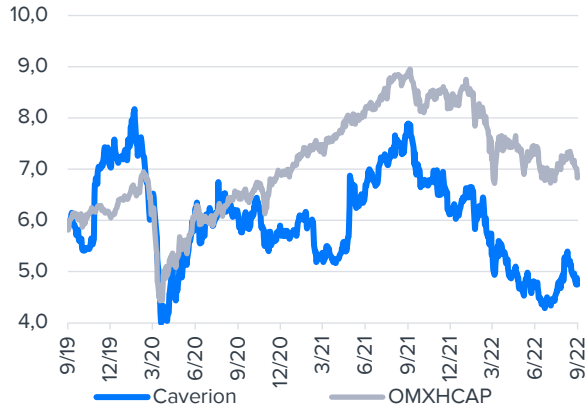
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

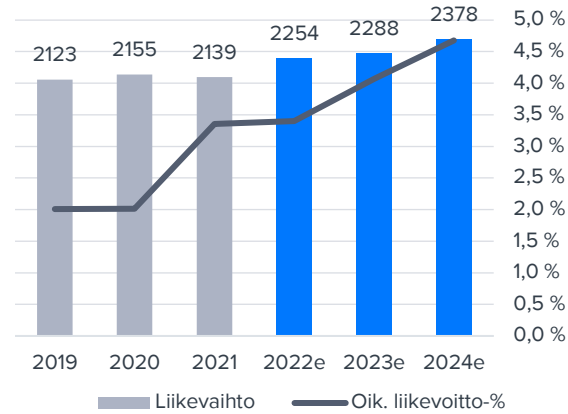
Vuonna 2022 Caverionin liikevaihto ja oikaistu EBITA kasvavat vuoteen 2021 verrattuna.

Osakekurssi



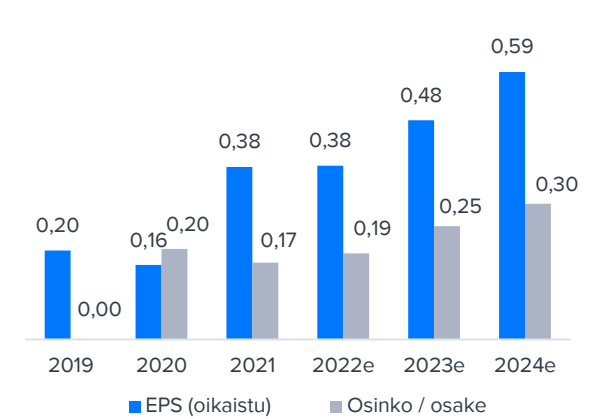
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kannattavuuden tervehdyttäminen
- Kasvuvaiheen kiihdyttäminen
- Yritysostojen luoma kasvumahdollisuus
- Vahvistuva kasvu jatkuvissa ja kannattavimmissa palveluissa
- Tekniikan ja automatisoinnin lisääntyminen kiinteistöissä ja laitteissa tukee markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymiä
- Energiatehokkuus ja ympäristötietoisuus tukee yhtiön liiketoiminnan kysyntänäkymiä



Riskitekijät

- Talotekniikan toimiala syklistä ja suhdanneriippuvaista
- Defensiivisempien palveluiden kasvu osin riippuvaista projektien kasvusta
- Projekteissa riskit ovat toistuvia liiketoimintoja suurempia
- Projektien kestävä ja kannattava hallinta
- Hyvän kannattavuuden ylläpito
- Matalat alalle tulon esteet
- Henkilöstövaltainen ala
- Resurssien joustavuus
- Hintakilpailun kiristyminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,79	4,79	4,79
Osakemäärä, milj. kpl	136,4	136,4	136,4
Markkina-arvo	653	653	653
Yritysarvo (EV)	748	731	667
P/E (oik.)	12,5	9,9	8,1
P/B	2,9	2,8	2,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,2	4,5	3,7
EV/EBIT (oik.)	9,8	7,8	6,0
Osinko/tulos (%)	56,2 %	51,6 %	50,7 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	5,2 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Sijoitusprofiili	12-13
Toimiala ja markkina	14-17
Strategia	18-20
Taloudellinen tilanne	21-23
Ennusteet	24-27
Arvonmääritys	28-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36-

Caverion lyhyesti

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

2013

Irtautuminen YIT:stä itsenäiseksi pörssiyhtiöksi

2140 MEUR (-1 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

88 MEUR (4,1 % lv:sta)

Oikaistu EBITA 2021

66 % / 34 %

Palvelut / Projektit (osuus liikevaihdosta 2021)

1864 MEUR (+16 % v/v)

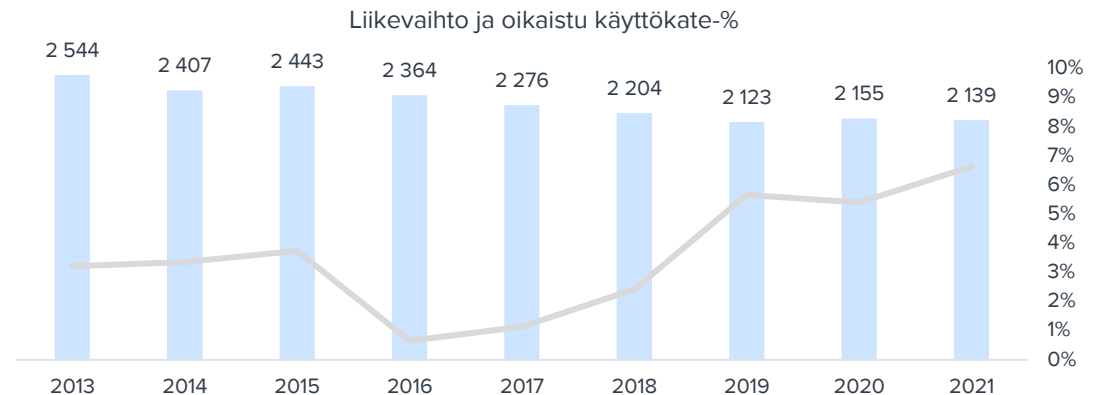
Tilaukanta 2021 lopussa

Noin 14 300

Henkilöstö 2021 lopussa

Liikevaihdon ja oikaistun käyttökatemarginaalin kehitys*

<ul style="list-style-type: none">Vuonna 2013 yhtiö irtautuu YIT:stä2014-2016 strategian fokuksena kannattavuuden parannusTerve kasvu kannattavuuden parantamisen jälkeenKannattavuus nousi vuoteen 2015 asti2016 alkoi näkymään ongelmia projekteissaSaneeraustoimet ja alaskirjaukset rasittivat tulosta	<ul style="list-style-type: none">Yhtiö uusiutui2017 julkistettiin uusi strategia vuosille 2018-2020Fokuksena kannattavuuden tervehdyttäminen ja kasvu valituilla alueilla2018-2019 kannattavuus nousee ja liikevaihto laskee odotetusti2019 strategia päivitettiin kasvuvaiheeseen	<ul style="list-style-type: none">2020 on koronan sävyttämä vuosi, mutta vuonna 2021 tulostaso parantui selvästiStrategian kasvuvaihe käynnissä, mikä näkyy myös tilaukannan kasvuna2022 orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu vahvistuuKannattavuutta vahvistaa volyymien nousu, Projektien parannus ja Palveluiden iso osuus
---	---	---



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Kiinteistötekniikkaa ja teollisuuden palveluja

Caverion on kiinteistöjen, teollisuuden ja infrastruktuurin teknisiin palveluihin ja projekteihin keskittynyt yritys. Tarjoamallaan yhtiö pyrkii luomaan rakennettavasta ja rakennetusta ympäristöstä älykästä, kestäväää sekä vastuullista. Yhtiön osaaminen jakaantuu laajalle rakennusten, infran sekä teollisuuden ja teollisten prosessien koko elinkaaren varrelle käsittäen muun muassa hankekehityksen, projektin toteutuksen, teknisen huollon ja kunnossapidon, kiinteistöjohtamisen ja asiantuntijapalveluita. Kestävä kehitys, energiatehokkuuden parantaminen, ympäristöarvojen merkityksen kasvu, teknologian ja automatisoinnin sekä digitaalisuuden lisääntyminen rakennuksissa ja ympäristössä toimivat vahvoina ajureina markkinan sekä Caverionin tulevaisuuden kasvulle.

Euroopan johtavia toimijoita

Caverion toimii pääosin Pohjois- ja Keski-Euroopassa yhteensä 10 maassa. Caverionilla on yli 14000 työntekijää, joista iso osa Suomessa ja Ruotsissa. Yhtiön toiminta on paljon keskittynyt Pohjoismaihin, mutta esimerkiksi Saksan ja Itävallan alue on yhtiölle myös hyvin tärkeä.

Caverionin vuoden 2021 liikevaihto oli 2139,5 MEUR säilyen noin edellisvuoden tasolla. Kannattavuus parani jo kohtuulliselle tasolle ja oikaistu EBITA-marginaali oli 4,1%:ssa (2020: 2,8 %). Yhtiö on tavoitteidensa mukaisesti panostanut kannattavuutensa tervehdyttämiseen. Tänä vuonna myös strategian kasvuvaihetta on saatu liikkeelle, kun liikevaihdon kasvu H1:llä oli 4,2 %.

Kasvun myötä kannattavuus on jatkanut parantumistaan markkinahaasteista huolimatta (oik. EBITA-%: H1'22: 3,6 % vs. 3,4 % H1'21). Palveluliiketoiminnassa kannattavaa kasvua on saatu jo hyvin aikaan ja nyt myös Projekttiliiketoiminnassa tuottavuus on parantunut valikoivamman projektihankinnan sekä projektihallintaan panostamisen avulla.

Palveluliiketoiminta tuo jatkuvuutta

Caverionilla on kaksi liiketoimintayksikköä, Projektit ja Palvelut, joista Palveluiden osuus (66 % 2021) on kasvanut selvästi Projekttiliiketoiminnan ohi. Caverionin liiketoiminnan ytimessä on pitkään ollut vanhojen tai uusien kiinteistöjen taloteknisten projektien tarjoaminen. Tämä tarkoittaa esimerkiksi uuden toimistotalon sähkö-, vesi-, ilma-, automaatio-, tietoverkkopalveluiden asentamista. Näiden projektiluonteisten hankkeiden avulla yhtiö on myös pystynyt luomaan pitkäjänteisempää ja toistuvampaa palveluliiketoimintaa koskien mm. kiinteistöjen ylläpitoa ja huoltoa koko elinkaaren ajan.

Huollosta, ylläpidosta ja kiinteistöjen johtamisesta onkin tullut yhä tärkeämpi osa, kun yhtiö on siirtynyt projektivetoisesta yhtiöstä enemmän jatkuvia palveluita tuottavaksi yhtiöksi. Usein projektina tuotettavat talotekniset järjestelmät pyritäänkin yhdistämään toistuvaa liikevaihtoa tuottaviin palveluihin ja tästä hyvänä esimerkkinä ovat paljon yleistyneet elinkaarihankkeet. Sopimukset ylläpidosta voivat olla useita kymmeniä vuosia, mikä vie alaa ja Caverionia enemmän kohti toistuvaa - sykleistä riippumatonta - liiketoimintaa.

Caverion



Koko kiinteistön ja infrastruktuurin elinkaari



Teollisuuslaitosten ja teollisten prosessien elinkaari

Kumppani koko elinkaarelle

BUILD:
RAKENTAMINEN JA
PROJEKTIT

MAINTAIN:
TEKNINEN HUOLTO
JA KUNNOSSAPITO

SMART:
SKAALAUTUVAT
ÄLYKKÄÄT
RATKAISUT

PARTNER:
SYVÄT JA
PITKÄAIKAISET
KUMPPANUUDET

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintarakenne

Caverionin liiketoiminta perustuu nykyään kahteen liiketoimintayksikköön:

- **Projektit (34 % 2021 liikevaihdosta)**
- **Palvelut (66 % 2021 liikevaihdosta)**

Yhtiö on onnistuneesti nostanut palveluiden osuuden 2/3-osaan liikevaihdosta vähentäen näin yhtiön suhdanneherkkyyttä ja lisäten liiketoiminnan toistuvuutta. Päivitetystä strategiassa palveluiden osuuden kasvattaminen ei toimi enää virallisena tavoitteena, mutta arvioimme osuuden pysyvän jatkossakin korkeana.

Palvelut

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

Palvelut-liiketoiminnan liikevaihto vuonna 2021 oli noin 1400 MEUR nousten vertailukaudesta noin 3 %:lla. Yhtiön Palvelut voidaan jakaa karkeasti pienempiin huolto- ja kunnossapitotöihin, teollisuuden kunnossapitoon ja kiinteistöjohtamisen palveluihin.

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

pystyttäisiin skaalaamaan. Digitaalisten palveluiden avulla pyritään yleisesti parantamaan asiakkaiden tuottavuutta, energiatehokkuutta, kustannustehokkuutta tai prosesseja. Lisäksi palvelut mahdollistavat esimerkiksi teollisuudelle monen työvaiheen etävalvonnan tai automatisoinnin.

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

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

Projektit

Projektit-liiketoimintayksikköön kuuluu niin isoja kuin pieniäkin talotekniikan ja kunnossapidon projekteja. Yksikön liikevaihto vuonna 2021 oli

noin 740 MEUR, joka oli noin 7 % vertailukauden alapuolella. Pääasiassa projektit ovat joko kilpailu-urakoita (tilaaja suunnittelee ja pyytää tarjouksia Caverionilta ja sen kilpailijoilta) tai suunnittelun ja toteutuksen sisältäviä Design & Build -projekteja.

Projektit ovat yleensä talotekniikan toimituksia uusiin tai korjattaviin kiinteistöihin tai isoja teollisuuden projektitoimituksia. Vuoden 2018 putkisto- ja säiliöprojektien liiketoiminnan myynnin jälkeen teollisuuden projektit kuitenkin vähenivät huomattavasti. Projektien osuus liikevaihdosta on tätä myötä laskenut, kun yhtiö on luopunut kannattamattomista yksiköistä. Samalla Caverion pyrkii valitsemaan entistä tarkempien kriteerien perusteella, mitkä hankkeet ovat sille taloudellisesti järkeviä osallistua.

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

Käsityksemme mukaan projektit koostuvat nykyään pääosin suuresta määrästä pienempiä hankkeita, joiden arvo on tyypillisesti muutaman miljoonan euron kokoluokassa. Yhtiöllä on ollut suurimmat kohteet Saksassa, missä myös isoja ongelmia projektihallinnassa on syntynyt. Nyt hankkeet ja tilauskanta ovat selvästi terveemmällä pohjalla, vaikka Projektien kannattavuudessa sekä tuottavuudessa onkin vielä parannettavaa arvioimme mukaan.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Liiketoimintamalli

Yhtiön liiketoiminta on hyvin pitkälti asiantuntijoihin pohjautuvaa asennus- ja huoltotyötä. Alalle yleistä on maltillinen kannattavuus, suhdannevaihteluille altis kasvu ja lukuisat pienemmät toimijat.

Caverionin liiketoiminta on ollut hyvinkin projektiluonteista ja toistuvan palveluliiketoiminnan osuus on ollut osittain riippuvainen saaduista projekteista. Vaikka yhtiö on kasvattanut palveluiden osuutta liiketoiminnassaan, on projektiluonteisuus vahvasti läsnä yhtiön liiketoiminnassa.

Merkittävä osa yhtiön jatkuvista palvelusopimuksista syntyy juuri projektien päätteeksi, kun yhtiö jää ylläpitämään omia toimittamiaan järjestelmiä tai vastaamaan kiinteistön tekniikan kunnossapidosta tehdyn urakan jälkeen. Näin ollen liiketoiminta on näkemyksemme mukaan syklistä ja alttiina etenkin yrityksiä investointi- ja laajennuspäätöksille sekä rakennusmarkkinoille.

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

rakennussuhdanteen yli.

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

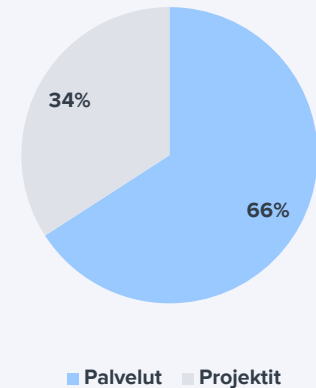
Palveluista on tullut yhtiölle entistä tärkeämpi osa liiketoimintaa, kun projektiliiketoimintaa on vähennetty liian suurien riskien vuoksi ja tilauskantaan valikoitu hankkeita entistä tiukempien kriteerien perusteella.

Näkemyksemme mukaan tämä on liiketoiminnan kannalta järkevä ratkaisu, sillä palveluissa voidaan saavuttaa usein vahvempi kannattavuus pienemmällä riskillä. Uskomme kuitenkin, että yhtiön on myös jatkossa otettava riskejä projekteissa ja muutos puhtaaksi palveluyhtiöksi ei ole yhtiön liiketoiminnan kannalta järkevää. Projektiliiketoiminnassa on aina riskejä, mutta historiallisten isojen riskien minimointi tulee olemaan avainasia.

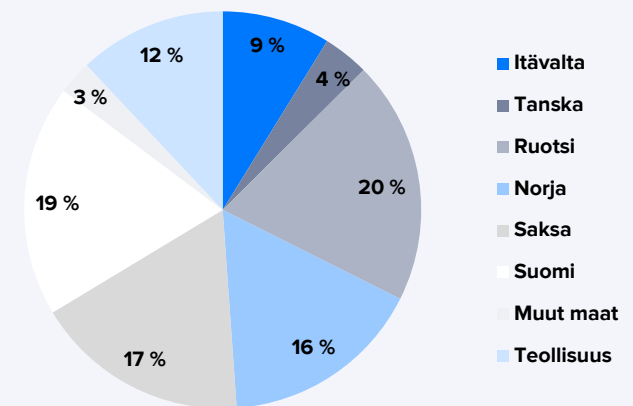
Liikevaihto laajalle hajautunut

Liikevaihdon jakautuminen on maantieteellisesti ja asiakkaiden perusteella laajaa. Yhtiö jaottelee toimintansa 7 eri divisioonaan ja se toimii 10 eri maassa. Yhtiön liikevaihtoa ei hallitse mikään maa, mutta Ruotsi, Norja, Saksa ja Suomi yhdessä edustavat noin 70 % liikevaihdesta. Lisäksi yhtiön liiketoiminta hajautuu eri asiakassegmentteihin. Esimerkiksi teollisuuden sekä julkisen puolen asiakkaat toivat yhtiön liikevaihdesta noin 50 % vuonna 2021.

Liikevaihtojakauma 2021

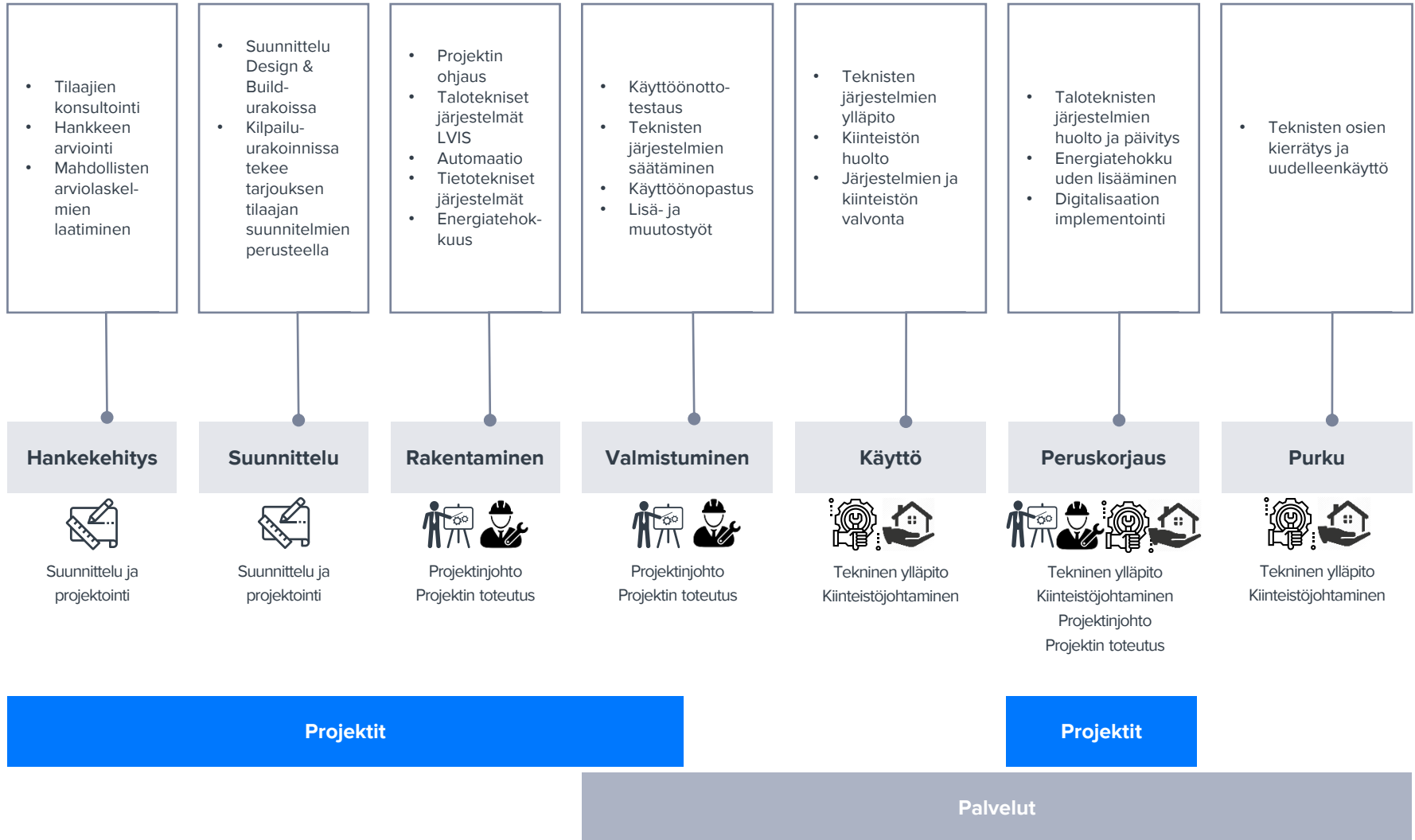


Liikevaihto divisioonittain vuonna 2021



Kiinteistön elinkaari ja Caverionin rooli

Caverionin rooli



Palvelut

Liiketoimintayksikkö

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Toimialalla muutosnopeus pieni, mutta teknologian kehitys uudistaa

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

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

Kustannukset pääosin muuttuvia ja skaalautuvuutta vaikea saavuttaa

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

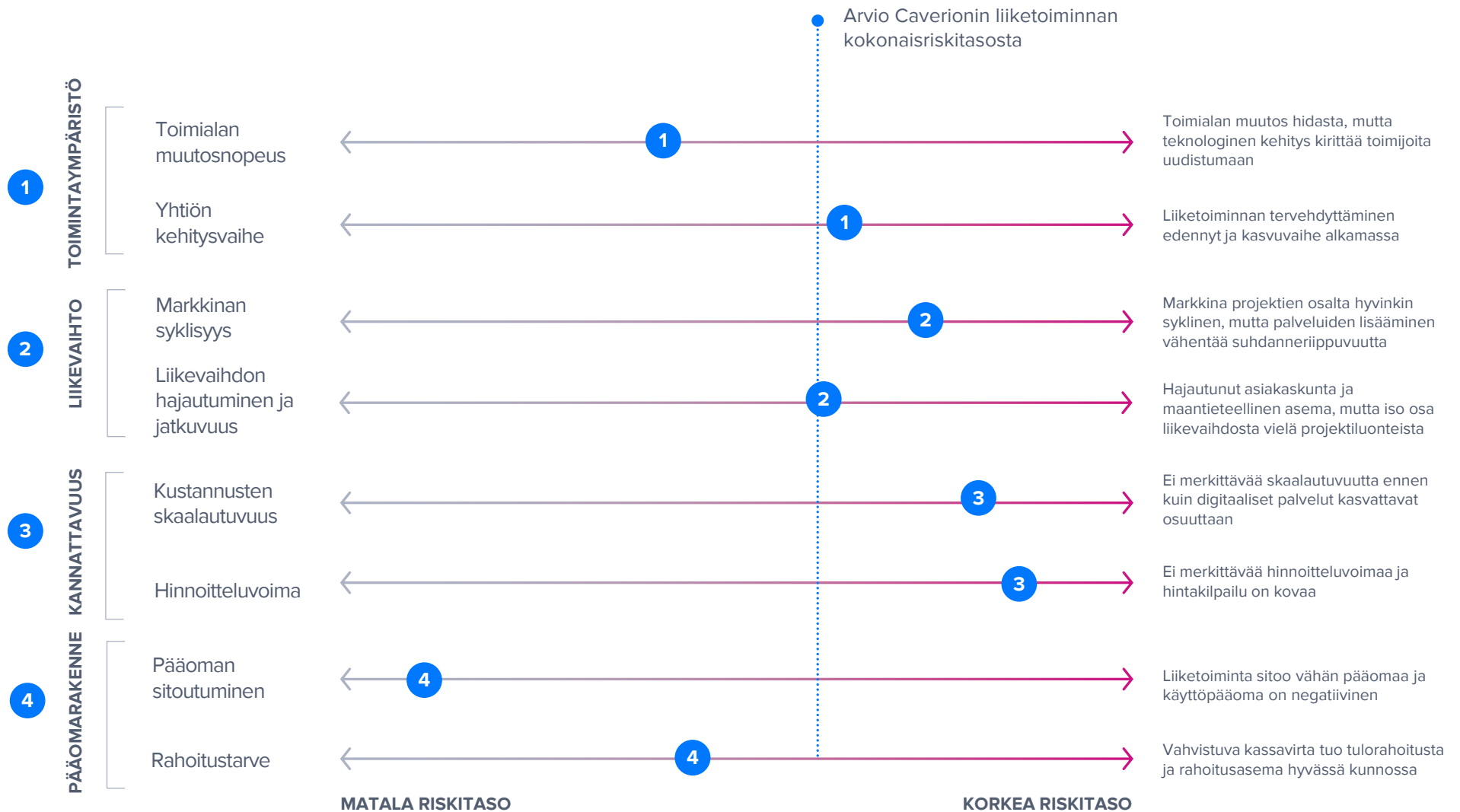
henkilöstökuluihin sekä lisäksi ulkopuolisiin palveluihin. Yhtiön liiketoiminta on näkemyksemme mukaan hyvin riippuvainen henkilöstömäärästä, ja liikevaihdon kasvattamiseksi täytyy myös henkilöstömäärää kasvattaa. Yhtiöllä on jonkin verran digitaalisia palveluita esimerkiksi kiinteistöjen etävalvontaan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

Pääomaintensiivisyys matala

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

Yhtiön bruttoinvestoinnit olivat vuonna 2021 yhteensä 26 MEUR eli noin 1,2 % liikevaihdosta, kun ne vuonna 2020 olivat noin 0,8 % liikevaihdosta. Noin 8 MEUR investoinneista liittyi IT-järjestelmiin ja alustojen yhtenäistämiseen ja 18 MEUR liittyi muihin investointeihin, missä on mukana mm. yritysostot. Näin itse liiketoimintaan yhtiön investointitarve on hyvin matala.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

Potentiaali

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

investointitarpeet ovat pieniä. Yhtiön ja alan toimijoiden taseet ovat usein tämän vuoksi kevyitä, mikä mahdollistaa korkean pääoman tuoton.

- **Vahva kassavirta:** Vähän investointeja vaativa liiketoiminta tuottaa myös hyvin vuolasta kassavirtaa, jolla voi maksaa vahvaa osinkovirtaa ja tehdä tulevaisuuden investointeja.

Riskit

- **Markkinariskit:** Caverionin projektien ja palveluiden kysyntä on riippuvaista sen asiakkaiden tilanteesta ja investoinneista. Asiakasyhtiöiden kysyntä on monilla sektoreilla syklistä, mikä tarkoittaa kysynnän vaihtelua.
- **Resurssiriskit:** Materiaalien saatavuus, työvoiman hinta ja saatavuus sekä kustannusinflaatio aiheuttavat riskejä yhtiön resurssien saatavuudelle ja hinnalle. Tällä voi olla merkittäviä vaikutuksia yhtiön kannattavuuteen ja liiketoiminnan kasvuun.
- **Projektiriskit:** Suuriin projekteihin liittyy aina epävarmuutta eikä Caverion ole pystynyt hallitsemaan niitä historiassa kovinkaan hyvin. Projektihallinnan pettäminen, projektien riita-asiat ja liian suuret riskit ovat kostautuneet. Projektiriskejä tulee arviomme mukaan realisoitumaan myös jatkossa, mutta niiden koon tulisi laskea merkittävästi. Projektien seulontaan ja valintakriteereihin on laitettu entistä enemmän panostuksia. Liikkumavara projektien suhteen yhtiöllä on myös parempi, kun ne edustavat pienempää osaa yhtiön liiketoiminnasta.
- **Riita-asiat ja pitkittyneet selvitykset:** Caverionin liiketoimintaan ovat historiassa vaikuttaneet riita-asiat ja erimielisyydet asiakkaiden kanssa. Käsityksemme mukaan suurimmat epäselvyydet ovat nyt takanapäin ja riskit isoista kustannusvaikutuksista ovat pienempiä.
- **Liikearvo:** Caverionin taseessa on paljon liikearvoa (2021: 370 MEUR) ja se on yksi suurimpia yksittäisiä tase-eriä. Suhteessa omaan pääomaan (2021: 201 MEUR) yhtiöllä on liikearvoa melkein kaksinkertainen määrä. Liikearvo ei sinänsä ole ongelma, jos markkina pysyy vakaana ja parametrit ovat konservatiivisia, mutta pitkittynyt taantuma tai heikko markkinajakso voi aiheuttaa liikearvoon alaskirjauspaineita.
- **Valuutariskit:** Caverionin liiketoiminnasta noin 40-45 % tulee arviomme mukaan euromaiden ulkopuolelta, joten se on alttiina valuuttakurssien vaihteluille. Suurimmat altistukset ovat Ruotsin, Norjan ja Tanskan kruunulle. Esimerkiksi liikevaihto, liiketulos ja tilauskanta voivat kasvaa Ruotsin kruunuissa edellisvuodesta, mutta raportointivaluutan vahvistuminen Ruotsin kruunuun nähdessä voi johtaa päinvastaiseen raportoituihin numeroihin.

Sijoitusprofiili

1.

Kasvun ja kannattavuuden yhdistelmänä merkittävä tuloskasvupotentiaali

2.

Selkeät kasvavat trendit markkinan ja yhtiön taustalla

3.

Tasaisemman ja kannattavamman palveluliiketoiminnan korkeampi osuus

4.

Projektiriskit ja vanhojen ongelmien muistot laskeneet luottamusta

5.

Vahva kassavirta antaa kapasiteettia investoida kasvuun ja jakaa osinkoa

Potentiaali



- Kannattavuuden tervehtäminen
- Liikevaihdon kasvuvaihe
- Kannattavampien ja toistuvaa liikevaihtoa omaavien palveluiden korkea osuus
- Tekniikan ja automatisoinnin lisääntyminen, energiatehokkuus sekä digitalisaation implementointi tukevat markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymiä
- Jo pieni tuloskasvu vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallin vuoksi mahdollistaa vahvan kassavirran ja kasvavan osingon

Riskit



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

Toimiala ja markkina

Sekoitus rakennusalaa, kiinteistöhuoltoa ja teollisuutta

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

Caverionin kiinteistö- tai talotekniikan toimiala on hyvin hajanainen ja pirstaloitunut. Alalla on hyvin paljon pieniä toimijoita ja suurimpien toimijoiden markkinaosuudet jäivät pieniksi. Alalle on tyypillistä matala pääoman tarve, hyvä kassavirta, vakaa osinko ja hyvä pääoman tuotto. Palveluista saatava jatkuva kassavirta tuottaa yhtiölle vakautta liiketoimintaan, mutta projekteista saatava sykliisyys nostaa yhtiöiden riskiprofilia.

Suhdanne epävarmuuden peitossa

Suomessa ja Euroopassa on viime vuosina nautittu hyvästä rakentamisen kasvusta matalien korkojen, hyvän talouskasvun ja osin patoutuneen kysynnän myötä. Koronan jälkeen kasvu lähti jälleen vahvistumaan, mutta nyt taloudellinen sekä geopoliittinen tilanne aiheuttavat epävarmuuksia kasvuille.

Koronan jälkeen tosin viime aikoina on viivästyneitä tai jäädytettyjä hankkeita alettu

käynnistämään rakentamisessa. Vuodelle 2022 näkymät ovatkin oikein hyvät. Tällä hetkellä kyse on enemmän vuosien 2023-2024 kysynnästä, joka riippuu pitkälti talouden näkymistä ja käänteistä. Luottamus alalla ja kuluttajien osalta on tosin jo hyvin alamaissa, mikä käänteisesti voi piristää lähiaikojen näkymiä.

Caverionin markkinakasvu noin 3 % normaalissa tilanteessa

Virallisiin markkinaennusteisiin liittyy mielestämme tällä hetkellä paljon epävarmuuksia geopoliittisen ja taloudellisen tilanteen lopullisten vaikutusten vuoksi. Tänä vuonna kasvu voi olla normaalitilannettakin vauhdikkaampaa, kun patoutunutta kysyntää osin puretaan koronasta. Samalla valtioiden erilaiset mahdolliset tukipaketit liittyen energiatehokkuuden parantamiseen kiinteistöissä ja ympäristössä tukevat arviomme mukaan lähivuosina kasvua.

Lähivuosina markkinakasvussa voi olla volatiliteettiä taloustilanteen vuoksi, mutta näemme pidemmällä aikajaksolla kasvun yli syklin olevan kokonaisuudessaan noin 3 %:n tasolla vuosittain. Caverion on myös itse arvioinut kokonaismarkkinan heidän alueellaan kasvavan vuosittain noin 3 %:n vuosivauhtia normaalissa tilanteessa (CMD 2022). Tämä on näkemyksemme mukaan suhteellisen hyvä arvio, sillä digitaalisten palveluiden ja älykkäiden teknologioiden kasvu auttaa yhtiön markkinoita kasvamaan hieman alueiden BKT:ta nopeammin (1-2 % p.a.).

Yhtiön projektiliiketoiminnan markkinakasvu

seuraa arviomme mukaan suurin piirtein rakentamisen kasvua, mutta jälkisyklisesti hieman jälkijunassa. Arviomme mukaan projektien kasvu palautuu tänä vuonna koronan haasteista. Ensi vuonna näemme talouskasvun ja markkinan epävarmuuden heijastuvan kasvuun heikentävästi, mutta kysynnän pysyessä pinnalla rakentamista pidempään. Caverionilla projektiliiketoiminnalta ei kannata odottaa merkittäviä kasvulukuja, sillä selvästi yhtiö on hyvin valikoiva uusissa hankkeissaan. Projekteissakin on kuitenkin nähty jo pientä kasvua alkuvuonna.

Caverionin palveluiden markkinan kasvu kiinteistöhuollon ja -ylläpidon puolella kasvaa arvioltamme vuosittain keskimäärin Caverionin toimintamaissa 2-4 %:n vauhtia. Teollisuuden huollossa ja ylläpidossa markkina kasvaa yhtiön mukaan nyt kuitenkin hieman nopeammin ulkoistustrendin myötä ja arviomme sen markkinakasvun olevan noin 3-5 % vuosittain. Tämän perusteella arvioimme Caverionin kiinteistöjen ja teollisuuden palveluiden painotetun markkinakasvun olevan noin 3-4 %:n tasolla normaalitilanteessa. Tänä vuonna osittainen patoutunut kysyntä tukee arviomme mukaan kasvua, kun työmaille ja tehtaille pääsee jälleen vapaasti. Liiketoiminta tällä alalla on usein suhdannekestävämpää kuin projekteissa, kun pidemmällä aikavälillä pitkät palvelusopimukset, teknologian kehittyminen ja digitalisaatio pitävät kysyntää yllä.

Markkinat Caverionin näkökulmasta

Palvelut

Projektit

Markkinakasvu*

3-4 %:n vuosikasvu, Caverion kasvanut markkinoita nopeampaa

Hidasta kasvua (1-3 %), Caverionilla valikoivampi lähestymistapa projekteihin

Trendit

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

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

Caverionin vahvuudet

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

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

Caverionin heikkoudet

- Iso koko vie ketteryyttä
- Pienissä hankkeissa ei selkeää kilpailuetua

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

Kilpailu (kehitysympäristö)

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

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

Kilpailukenttä*

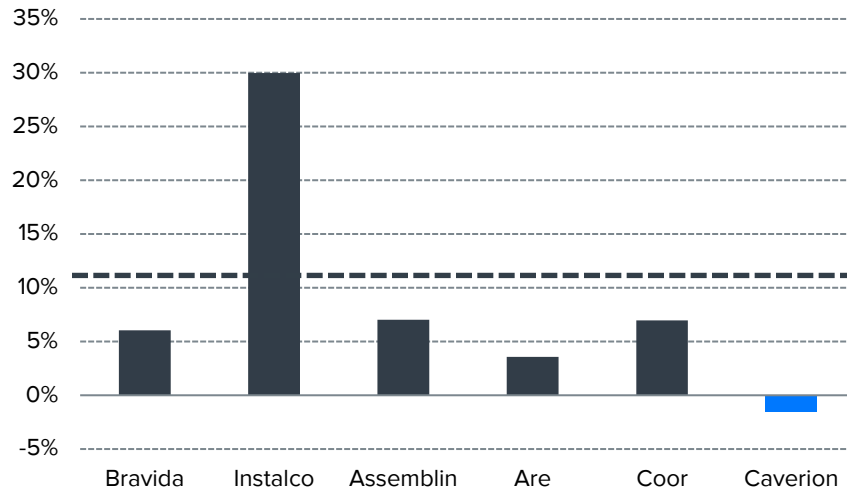
Teollisuuden palvelut	Talotekniikka	Palvelujohtaminen	Konsultointi ja digitaaliset palvelut
Quant	Bravida	Strabag	Ramboll
Veo	Instalco	ISS	Rejlers
Enersense	Assemblin	L&T	Sweco
Viafin Service	Are	Apleona	Andritz
Bilfinger	GK	Spie	Granlund
	Apleona	Coor	Sitowise

Caverion

3 % vuosittain
Caverionin arvio markkinakasvusta

Caverionin kehitys muutamaan alan kilpailijaan nähden

Liikevaihdon kasvu (CAGR-%) 2017-2021



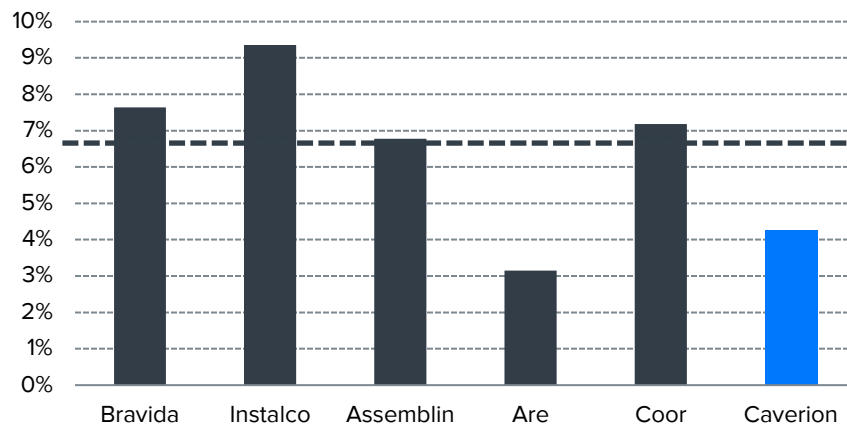
Inderesin kommentti:

Neljä kilpailijaa on kasvanut viimeisen 5 vuoden aikana noin 4-6 %:n vauhtia. Instalcon raju kasvu nostaa keskiarvon tosin noin 11 %:iin. Orgaaninen kasvu ei ole ollut näin vauhdikasta ja iso osa kasvusta on tullut yritysostoista. Caverionin kasvu on ollut tietoisestikin heikompaa, kun yhtiö on keskittynyt liiketoimintojen tervehdyttämiseen.

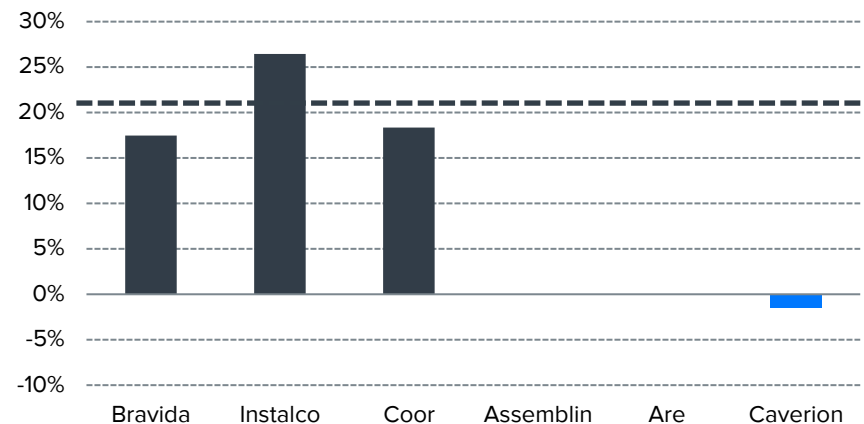
Toimialan kannattavuus on ollut kohtuullista (ka. EBITDA-%: 6,8 %). Caverion on jäänyt kilpailijoista historian projektiongelmien vuoksi, vaikka ylsikin viime vuonna keskiarvoon (6,6 %). Graafi kuitenkin kuvastaa hyvin yhtiön potentiaalia, jos käänne etenee suunnitellusti.

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

EBITDA-% (5 vuoden ka.)



Oman pääoman tuotto (5 vuoden ka.)



Strategia 1/2

Aika kasvulle

Caverion päivitti strategiansa keväällä 2022 vuoden 2025 loppuun asti. Yhtiön edellisen Kunnossa Kasvuun -strategian aikana tuloskäännettä on saatu aluilleen ja myös kasvun aihiota on saatu hyvin rakennettua. Nyt uuden strategian avulla on tarkoitus pystyä luomaan kestävää kasvua samalla parantaen kannattavuutta mm. volyymien kasvun tuoman operatiivisen vivun ja kannattavien yritysostojen avulla.

Caverion pyrkii strategiallaan rakentamaan erottautumista keskittymällä omiin voittaviin kyvykkyyksiin sekä investoimalla kolmeen liiketoiminnan painopistealueeseen, jotka näkyvät oikealla. Keskiössä on digitalisoituvan ja yhä enemmän toisiinsa kytkeytyneen ympäristön hallinta. Kiinteistöjen, teollisuuden laitteiden ja infrastruktuurin kommunikointi toistensa ja käyttäjien kanssa luo tarvetta Caverionin kaltaisille yhtiöille. Energiatehokkuuden merkityksen kasvu ja automaation sekä teknologian lisääntymisen tuottavuusparannus on osin vielä hyödyntämättä ja näemme Caverionin liiketoimintojen tukevan näitä megatrendejä.

Megatrendien tukiessa vahvasti yhtiön markkinaa vaikuttavat kasvutavoitteet realistisilta, mutta kannattavuudessa on vielä haasteellisen markkinakuvankin myötä tekemistä. Potentiaali on kuitenkin selvästi olemassa.

Strategia nojaa kestävään kasvuun

Selkeimmän liiketoiminnan tehostamisvaiheen jälkeen keskiöön strategiassa nousee nyt

kestävän kasvun aikaansaaminen. Tämä lähtee liikkeelle kestävästä kehityksestä ja digitalisaation megatrendeistä, jotka tukevat yhtiön energiategokkuutta parantavien palveluiden kysyntää ja avittavat älykkäiden ratkaisujen lähtöasetelmia. Arvioimme, että edelleen palveluliiketoiminta tulee olemaan yhtiölle yhä isompi osa-alue tulevaisuudessa, kun projektiliiketoiminnassa valikoidaan tarkasti, mihin hankkeisiin osallistutaan.

Yhtiö sanoo markkinan kasvavan arviolta noin 3 %:n vuosivauhtia ja yhtiö itse tavoittelee noin 3-4 %:n orgaanista kasvua. Yhtiö ei hae aggressiivisesti kasvua vaan tulee edelleen panostamaan kassavirtaan ja kannattavuuteen. Kasvua haetaan arvoketjun ylemmiltä osa-alueilta mukaan lukien digitaaliset ratkaisut ja asiantuntijapalvelut, joissa voidaan myös saavuttaa korkeampaa kannattavuutta.

Kasvua ei kuitenkaan haeta vaan tietyistä osista vaan jokaiselta osa-alueelta projekteissa sekä palveluissa, sillä volyymien nousulla myös kannattavuutta saadaan parannettua. Yritysostoilla tavoitellaan vuosittain noin 2-3 %:n liikevaihdon kasvua. Yritysostot keskittyvät eri osa-alueille, mutta arviomme mukaan etenkin korkean lisäarvon palveluihin tai skaalautuviin digitaalisiin ratkaisuihin.

Näillä toimilla ja tehokkuutta parantamalla myös kannattavuus saadaan kestävästi paremmalle tasolle. Palveluiden osuus pyritään jatkossakin pitämään korkealla tasolla (noin 2/3 liikevaihdosta), jotta jatkuvuutta voidaan parantaa ja suhdanneherkkyyttä voidaan vähentää.

Strategian painopistealueet

Huippuluokan asennus ja huolto läpi toiminnan

- Perusliiketoiminta tasapainossa pitämällä oikeissa paikoissa oikeat osaajat
- Perustan luonti lisäarvoa tuottaville ratkaisuille

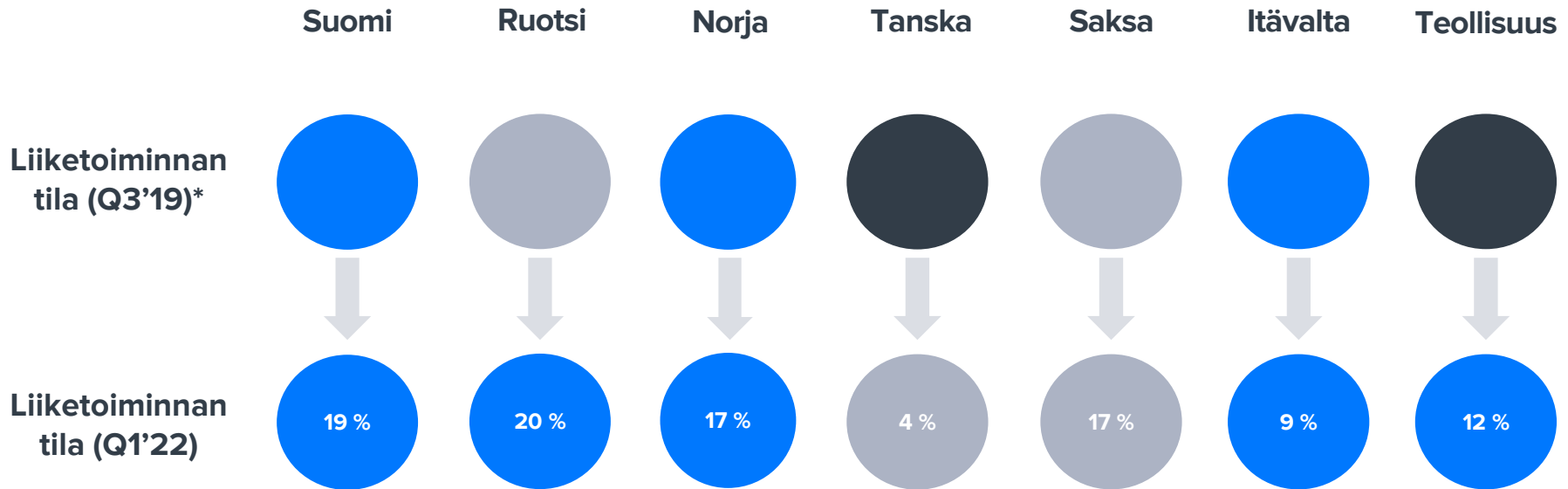
Palvelut koko elinkaarelle

- Palvelujen johtamisen liiketoiminnan kasvatus kiinteistöpalvelusopimusten kautta
- Kiinteistöpalveluasiakkuudet ovat perustana orgaaniselle kasvulle kiinteistöjohtamisen palveluissa
- Vahva ja laaja kiinteistökanava avittaa perusliiketoiminnan kasvattamista

Lisäarvon tuottaminen asiantuntijuudella, suunnittelulla ja digitaalisilla palveluilla

- Hyödyntäen laajaa nykyistä asiakaspohjaa pyritään keskittymään parempikatteiseen liiketoimintaan
 - Lisäarvon luonti arvoketjun useassa osassa
- Jo vahvalla pohjalla olevan energiategokkuuden ja kestävästä kehityksestä osaamisen lisääminen

Divisioonien liiketoiminnan taso uuden strategian alla



Tila: ● = Kunnossa ● = Parantunut ● = Heikko

%: liikevaihto-osuus Q1'22 (CMD 2022)

Inderesin kommentti:

Caverionin vuonna 2016 aloitetut tehostustoimenpiteet ja edellisen strategian tervehdyttämistoimenpiteet ovat nyt pääosin valmiina. Joidenkin divisioonien tai maiden suoritus vaatii kuitenkin vielä parantamista (Saksa Tanska) ja Projektit-liiketoiminnan suoritus ei ole vielä tavoitellulla tasolla. Monella alueella kasvuinvestoinnit on kuitenkin aloitettu niin organisesti kuin yritysostojenkin muodossa. Tehostaminen on pääosin nyt takana ja seuraavaksi merkittävin tuloskasvu syntyy kasvusta. Historiassa on ollut haasteita kasvun hallinnassa, minkä vuoksi kestävä ja kannattava kasvu on nostettu tärkeäksi teemaksi strategiassa. Epävarmuutta tosin nyt lisää geopolittisen tilanteen vuoksi heikentynyt toimintaympäristö.

Strategia 2/2

Taloudelliset tavoitteet kertovat vielä varovaisuudesta

Caverion päivitti strategiansa yhteydessä myös taloudelliset tavoitteensa. Caverion asettaa edelleen hyvän kassavirran etusijoille yhdessä kestäväen kasvun kanssa. Kassakonversion tavoite ja velkaantuneisuustavoite pysyivät ennallaan ja myös osinkoa pyritään jakamaan entiseen malliin vähintään 50 % tuloksesta pääomatարpeet huomioiden.

Kassakonversion ja velkaantuneisuuden osalta yhtiö on pystynyt ylittämään tavoitteet jo useita vuosia. Vuonna 2021 kassakonversio-% oli noin 91 % ja vuonna 2020 selvästi yli tavoitteen 159 %:ssa. Vuonna 2022 päivitetyn velkaantuneisuuden mittarina käytetyn nettovelka/oikaistu EBITDA -tunnusluvun osalta tavoite (<2,5x) on myös saavutettu, kun vuosina 2020 ja 2021 luku oli 1,0x-tasolla.

Kasvun osalta tavoite jaotellaan nyt orgaaniseen ja epäorgaaniseen, mikä varmistanee jatkossa sen, että Caverion muokkaantuu yhä enemmän yritysostomalliin. Kasvun (orgaaninen: 3-4 %, yritysostot: 2-3 %) osalta odotuksemme ovat kohtuullisen lähellä yhtiön tavoitteita lähivuosien kasvun ollessa vuosittain noin 4 %:n tasolla. Ensi vuonna näemme orgaanisen kasvun hieman hiipuvan, mutta strategiakauden loppuun keskimääräinen orgaaninen kasvu on tavoitteiden sisällä. Näemme, että yhtiöllä on kasvun suhteen erittäin hyvät mahdollisuudet etenkin energiatehokkuuden ja teknologian lisääntymisen megatrendit sekä regulaatio huomioiden.

Kannattavuustavoite säilyi ennallaan (oik. EBITA-%: yli 5,5 %), mutta sen saavuttaminen on edennyt odotuksiamme hitaammin. Tämän vuoksi olemme vielä ennusteissamme alle tämän tason (2022-2024e ka.: 4,7 %). Näemme yhtiöllä kuitenkin olevan kasvuvaiheen yhteydessä hyvät mahdollisuudet saavuttaa tavoite ja ylittää jopa sen ylikin etenkin palveluiden ja älykkäiden digitaalisten tuotteiden osuuden kasvaessa. Alkuun jo volyymien nousun tulisi parantaa kannattavuutta lähivuosien aikana.

Yhtiö totesi pääomamarkkinapäivässään haluavansa näyttää kuitenkin ensin pystyvänsä tähän, jotta luottoa olisi myös korkeampaan tulokseen. Mielestämme realistinen kannattavuustaso olisi noin 6,5 %:n tasolla, mutta se vaatii vielä töitä. Kannattavuuden nostaminen kasvuvaiheen aikana tulisi toteutua jatkuvalla tehokkuuden parantamisella, mutta ennen kaikkea kasvulla uusissa ja olemassaolevissa asiakkaissa sekä digitaalisissa palveluissa ja älykkäissä teknologioissa. Täyteen potentiaaliin vaaditaan myös selektiivisiä yritysostoja, jolla voidaan täydentää olemassa olevaa tarjontaa ja mahdollisesti tuoda uusia digitaalisia palveluita olemassa oleville asiakkaille ja kiinteistökannalle.

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

Taloudelliset tavoitteet

- **Kassakonversio (rullaava 12kk):**
 - Operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja / Käyttökate > 100 %
- **Kannattavuus:**
 - Oikaistu EBITA-% > 5,5 % liikevaihdosta
- **Kasvu:**
 - Orgaaninen liikevaihdon kasvu 3-4 % vuodessa strategiakauden aikana
 - Kasvu yritysostojen kautta 2-3 % vuodessa strategiakauden aikana
- **Velkaantuneisuus:**
 - Nettovelat/Oikaistu käyttökate (12kk) < 2,5x
- **Osinkopolitiikka:**
 - Vähintään 50 % tilikauden tuloksesta verojen jälkeen velkaantuneisuus huomioiden

Taloudellinen tilanne 1/3

Caverionin kulurakenne melko suoraviivainen

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

Henkilöstökulut suurin kuluerä

Yhtiön suurin kuluerä on henkilöstökulut ja liiketoiminta on hyvin henkilöstöriippuvaista. Yhtiön tehostustoimien ansiosta henkilöstökulujen suhde liikevaihtoon on pysynyt vuosien saatossa suhteellisen tasaisena hieman yli 40 %:ssa. Henkilöstökulut ovat lyhyellä tähtäimellä melko kiinteä kuluerä, mutta pidemmällä tähtäimellä siinä on myös jonkin verran joustovaraa. Uskomme yhtiön kulusäästötoimenpiteissä olevan vielä hieman tehostusvaraa. Isoimman parannuksen odotamme tulevan kuitenkin volyymien noususta ja organisaation pienestä skaalautumisesta.

Tehostustoimet näkyvät myös hankinnoissa

Caverionin kuluista toiseksi suurin osa kuuluu tuloslaskelman erään aineet ja tarvikkeet. Erä käsittää palveluiden ja projektien toteuttamiseen tarvittavien tuotteiden ja materiaalien kustannukset. Tämä täysin muuttuva kuluerä oli viime vuonna noin 24 % (2020: 25 %) yhtiön liikevaihdosta. Osuudessa on ollut lievää laskua alaspäin viime vuosina ja tämä heijastelee arviomme mukaan tehostustoimien vaikutusta hankintoihin.

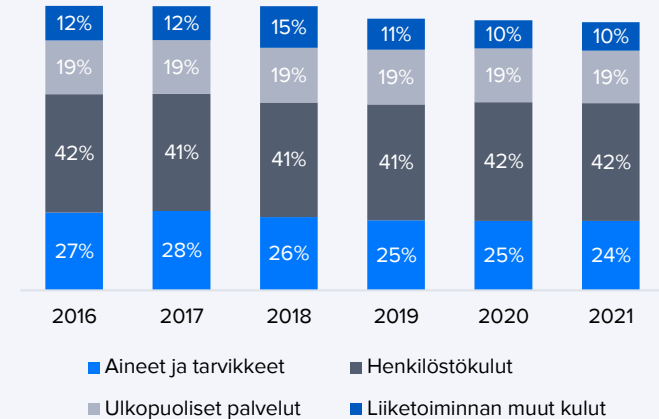
Yhtiön kolmanneksi suurin kuluerä on ulkopuoliset palvelut, jotka ovat olleet noin 19 % yhtiön liikevaihtoon suhteutettuna viime vuosina. Erä liikkuu pitkälti liikevaihdon mukana, kun projektien toteutukseen tai palveluiden tuottamiseen tarvitaan alihankkijoita.

Liiketoiminnan muiden kulujen suhteellinen osuus laskenut

Neljänneksi suurin kuluerä on liiketoiminnan muut kulut, jonka osuus liikevaihdosta on laskenut noin 10 %:iin IFRS 16 -muutosten ja isoimpien kertaerien poistumisen (kartellisakko 2018) jälkeen. Hajanainen erä sisältää muun muassa kiinteistöjen ja laitteiden vuokratulot, IT-järjestelmien kulut ja matkakuluja.

Arviomme mukaan erä tulee absoluuttisesti sekä suhteellisesti olemaan lähivuosina nyt nähdyllä tasolla kertaerien poistuman ja IFRS 16 -muutosten myötä. Arviomme mukaan normaali taso yhtiölle on noin 9-10 % liikevaihdosta, jossa taso on viime vuosina ollut. Erä on pääosin kiinteä ja omaa liiketoiminnan kasvuun hieman skaalautuvia kulueriä. Näin volyymien kasvaessa lähitulevaisuudessa, voi erän suhteellisen osuuden nähdä pienenevän. Muuten Caverionin kulut ovat pääosin muuttuvia ja liikevaihdon kasvun myötä kasvavia.

Kulujen liikevaihto-osuus



Taloudellinen tilanne 2/3

Taseasema vahvistunut

Caverionin tase on vahvistunut viime vuosina ja vuoden 2021 lopussa tase oli hyvässä kunnossa. Laskelmiemme mukaan ilman IFRS 16 -muutoksia yhtiön velkaantumistaso oli hyvällä noin 2 %:n tasolla (2020: -5 %) ja omavaraisuusaste oli 21,7 % (2020: 21,5 %) vuonna 2021. Molemmissa on tapahtunut selkeä positiivinen muutos verrattuna ongelmavuoden 2016 lukuihin, jolloin velkaantumistaso oli noin 80 % ja omavaraisuusaste oli laskenut alle 20 %:n.

Velkojen maturiteettijakauma tasaa taseen riskejä

Viimeisimmän kvartaalitulokset raportin perusteella taseen loppusumma oli Q2'22 lopussa noin 1290 MEUR. Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli 194 MEUR (Q2'21: 184 MEUR). Q2:n lopussa omaan pääomaan kuului 35 MEUR:n hybridilainaa (Q2'21: 35 MEUR). Hybridilainaa käsitellään IFRS:n mukaisesti omana pääomana.

Pitkäaikaisesta velasta korotonta oli noin 104 MEUR ja noin 227 MEUR korollista. Korollisista veloista 94 MEUR oli vuokrasopimusvelkoja (IFRS 16). Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 47 MEUR, josta 44 MEUR koostui vuokrasopimusveloista.

Yhtiön rahoitusvelat erääntyvät pääosin vuoden 2022 jälkeen, joten lähiaikoina yhtiöllä ei ole merkittävää tarvetta uudelleenrahoittaa lainojaan eikä erääntyvistä lainoista oletettavasti koidu yhtiölle likviditeetin suhteen ongelmia. Rahavarat

olivat Q2'22 lopussa 59 MEUR ja näiden lisäksi likviditeettiä tukee tarvittaessa nostamattomat tili- ja luottolimiitit (119 MEUR).

Käyttöpääoma negatiivinen

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

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

Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon on Caverionilla parantunut vuosien saatossa merkittävästi vuoden 2014 noin -1 %:n tasosta 6-8 %:n negatiivisille tasoille. Mielestämme nykyinen taso on hyvin realistinen eteenpäin mentäessä ja ennusteissamme arvioimme käyttöpääoman olevan noin 6-7 % negatiivinen. Tämä on myös lähellä alan verrokkien tasoa.

Taseessa on paljon liikearvoa

Vastaavaa puolella taseessa korostuu liikearvo (Q2: 391 MEUR), joka vastaa noin 30 % taseen

loppusummasta. Liikearvo on kertynyt Caverionin useiden pienempien ja suurempien yritysostojen seurauksena vuosien varrella. Vuoden 2021 lopussa divisioonittain tarkasteltuna isoin liikearvo kohdistuu Suomeen (81 MEUR), Saksaan (78 MEUR), Norjaan (70 MEUR) ja Teollisuuden ratkaisuihin (65 MEUR). Emme näe liikearvolle merkittäviä uhkia alaskirjauksille. Jos yhtiön laskelmat selvisivät koronan aiheuttamasta shokista ja vuosien heikosta kannattavuudesta, on laskelmiin luotto vahvemmalla pohjalla. Ongelmien jatkuessa esimerkiksi Saksassa tai Tanskassa, voi liikearvoihin kuitenkin tulla tarkistusaineita. Myös pidempikestoinen taantuma tai lama voi aiheuttaa riskejä arvoille.

Taloudellinen tilanne 3/3

Likviditeettiasema kohtuullinen

Caverionilla oli Q2'22 lopun taseessa noin 59 MEUR:n käteispositio. Vaikka yhtiön liiketoiminta ei vaadi isoja investointeja, olisi taseessa meidän mielestä hyvä olla liiketoiminnankin kannalta jonkin verran kassaa, jos markkinoilla tapahtuisi yllättävä shokki. Asiakkaiden maksaessa merkittäviä ennakkomaksuja projekteista, heidän täytyy myös olla varmoja siitä, että yhtiö pystyy toimittamaan tilatut palvelut ja tuotteet. Näin ollen taseen ja likviditeettiaseman täytyykin lähtökohtaisesti olla hyvällä tasolla.

Lyhytaikaisissa varoissa suurin erä on myyntisaamiset (Q2'22: 302 MEUR). Lisäksi lyhytaikaisissa varoissa on keskeneräisiä töitä osatuloutussaamisten muodossa, joita yhtiö ei ole vielä saanut valmiiksi tai laskutukseen. Saadut ennakot ja osatuloutus saamiset linkittyvät toisiinsa. Ennakoissa on laskutus, jonka määrä ylittää projektin valmistusasteen mukaisen tuloutuksen määrän. Osatuloutukseen merkitään taas se laskutus, jonka määrä alittaa valmistusasteen mukaisen tuloutuksen.

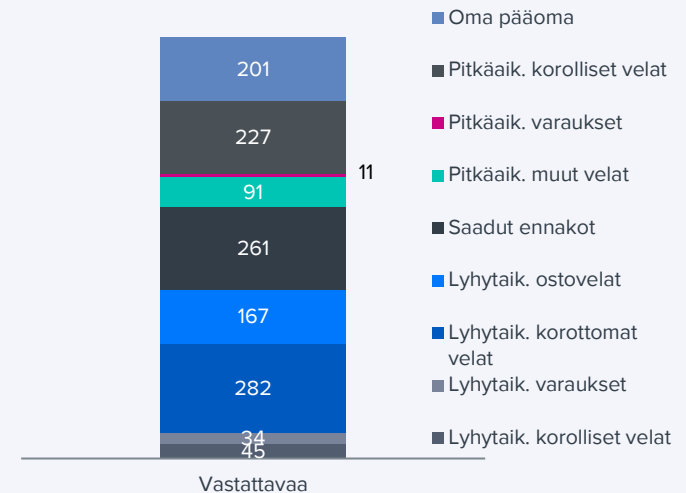
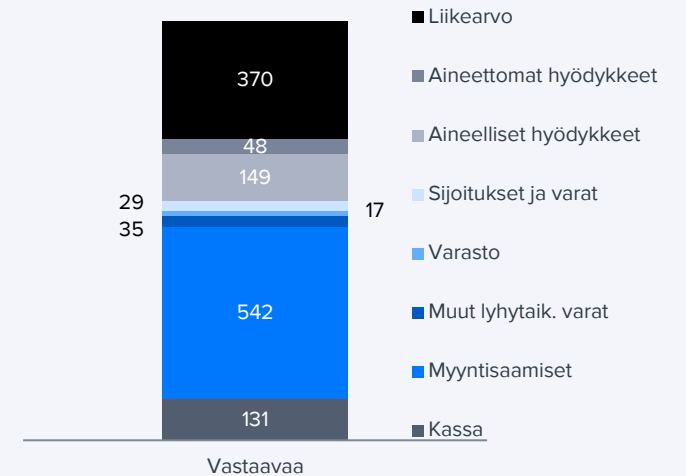
Rahoitusasema parantunut

Caverionin rahoitusasema on parantunut nopeasti viime vuosina ja on mielestämme tällä hetkellä vahva huomioiden liiketoiminnan hyvä tila. Yhtiön lainasta iso osa on vaihtuvakorkoista ja efektiivinen keskikorko oli Q2'22 lopussa noin 2,5 %. Näemme yhtiön pitävän nykyisen velkatason ennallaan tai jopa lähivuosina kasvattavan sitä kasvutavoitteiden mukaisesti.

Arvioimme nettorahoituskulujen pysyvän negatiivisina lähivuosina, koska yhtiöllä ei ole merkittäviä rahoitustuottoja.

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

Taserakenne 2021



Ennusteet 1/3

Ennusteiden perustelut

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

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

Vuonna 2022 liiketoiminta kasvaa

Ennustamme Caverionin liikevaihdon olevan hyvässä kasvussa vuonna 2022 usean hiljaisen vuoden jälkeen. Kannattavuuden odotamme jälleen jatkavan nousuaan kohti tavoitteita. Markkinahaasteet ovat olleet läsnä tänä vuonna, mutta siitä huolimatta yhtiön liikevaihto kasvoi H1:llä 4,2 % (3,6 % orgaanista) ja oikaistu EBITA nousi 40,3 MEUR:oon vertailukauden 36,1 MEUR:sta (H1 oik. EBITA-%: 3,6 %).

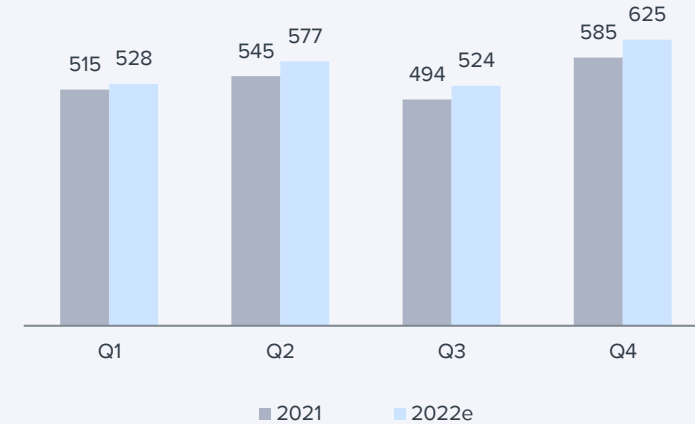
Odotamme liikevaihdon nousevan tänä vuonna kokonaisuudessaan 5,3 % noin 2254 MEUR:oon viime vuoden 2140 MEUR:sta. Yhtiön kasvusta

iso osa tulee orgaanisesti, mutta myös tehdyt yritysostot tukevat selvästi kasvua jo tänä vuonna.

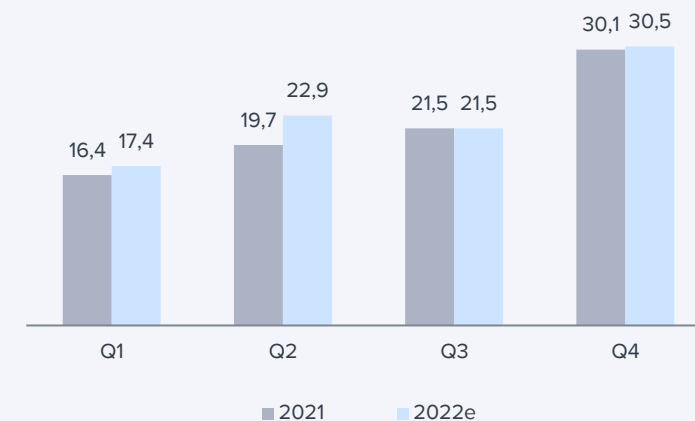
Liiketoiminnoittain kasvua tukee etenkin Palveluliiketoiminta (2022e: +7 %), mutta Projektliiketoiminnan näemme lähtevän myös pieneen kasvuun tänä vuonna (2022e: +2 %). Yhtiö on tosin edelleen valikoiva projekteissaan eikä markkinan hidastuminen tai epävarmuudet luo merkittävää kasvupotentiaalia Projektliiketoimintoihin. Markkina on kuitenkin vetänyt vielä kohtuullisen hyvin. Palveluissa kasvua tukee etenkin palautuva kysyntä huolto- ja kunnossapidolle niin teollisuudessa kuin kiinteistömarkkinallakin. Myös koronan vuoksi kärsineet lisätyöt palautunevat normaalille tasolle. Lisäksi Palveluissa tukea saadaan useasta yritysostosta, joita on tehty tämänkin vuoden aikana.

Kannattavuuden osalta odotamme parantumista yhtiön tehtyjen tehostustoimenpiteiden vaikuttaessa tuottavuuteen, Palveluiden osuuden kasvun sekä myös volyymien nousun ansiosta. Yhtiöllä on ollut paljon parannusvaraa vielä etenkin Projektliiketoiminnan tuottavuudessa ja kannattavuudessa, jossa suunta on viimeaikaisen kehityksen perusteella paranemaan päin. Kustannuspaineet ja markkinahaasteet hidastavat kuitenkin hieman yhtiön kannattavuuden kehitystä, vaikka vielä nämä ollaan pystytty hallitsemaan hyvin. Yhtiön oikaistu EBITA nousee ennusteillamme tänä vuonna 92 MEUR:oon viime vuoden 88 MEUR:sta ja marginaali pysyy 4,1 %:ssa (2021: 4,1 %).

Liikevaihdon kehitys kvartaaleittain



EBITA (oik.) kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 2/3

Alariveillä raportoitu osakekohtainen tulos nousee edellisvuoden tasosta myös selvästi 0,36 euroon (2021: 0,17 euroa). Caverionin osakekohtaisessa tuloksessa on tärkeää huomata, että hybridilainan korot painavat suoraan osakekohtaista tulosta (eivät näy rahoituskuluissa) luonteensa takia.

Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme osingon olevan 0,20 eurossa, joka olisi noin puolet yhtiön tuloksesta. Poliitiikkansa mukaisesti yhtiö pyrkii jakamaan vähintään 50 prosenttia tilikauden tuloksesta verojen jälkeen velkaantuneisuus huomioiden.

Vuonna 2023 markkina hieman taantuu

Ensi vuonna odotamme liikevaihdon nousevan hieman noin 1,5 %:lla 2288 MEUR:oon. Näemme, että orgaaninen kasvu pitää kohtuullisesti pintansa vielä ensi vuonna vahvan tilauskannan myötä, mutta tehdyt yritysostot tukevat kasvua ensi vuoteen selvästi. Arvioltamme nyt tehdyt yritysostot nostavat yhtiön liikevaihtoa vuonna 2023 noin 40 MEUR:lla. Botnia Mill Servicen liiketoiminnan luovutus tulee rokottamaan kuitenkin yhtiön havittelemaa kasvua arviomme mukaan, kun kauppa etenee maaliin vuoden loppuun mennessä (liikevaihtoarvio: 60 MEUR).

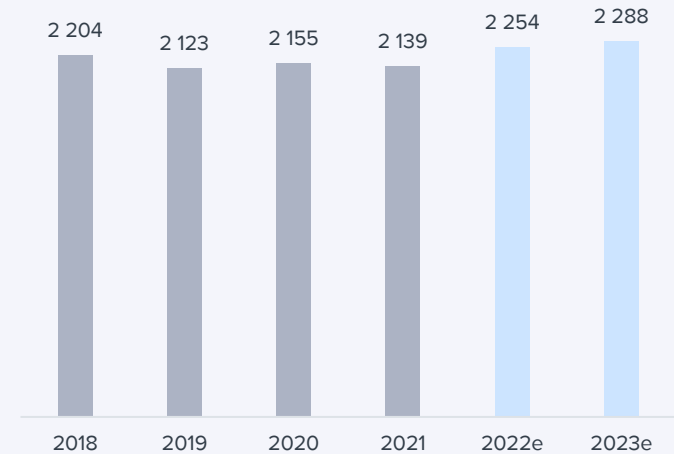
Liiketoiminnoittain kasvua odotamme edelleen Palveluissa ja Projekteissa odotamme liikevaihdon olevan edellisvuoden tasolla. Palveluissa odotamme laajentuneen tarjonnan parantavan kasvumahdollisuuksia yhtiön asiakas- ja kiinteistökannassa samalla, kun liiketoiminnat ja talous palaavat normaalia koronaa edeltävää

aktiiviteettia kohti. Projekteissa odotamme rakennusmarkkinan hidastavan kehitystä etenkin loppuvuoden aikana, kun jälkisyklisesti hankkeet päättyvät. Yhtiön lähtötaso Projekteissa on kuitenkin jo alhainen ja näemme Caverionilla olevan kasvuhaluja liiketoiminnassa. Kasvu tulee arviomme mukaan kuitenkin tapahtumaan markkinan ehdoilla pitkälti.

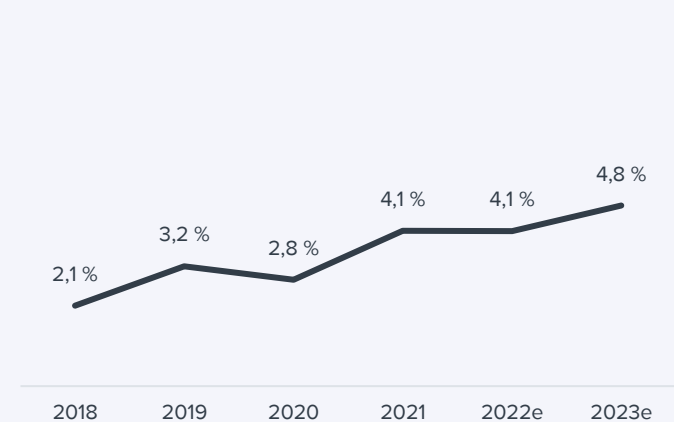
Oikaistun EBITA:n odotamme nousevan 109 MEUR:oon ja marginaalin parantuvan 4,8 %:iin. Ensi vuonna yhtiön kannattavuutta parantaa arviomme mukaan markkinahaasteiden helpottaminen, tehdyt 25 MEUR:n vuotuiset kustannussäästötoimet, kunnossa olevien divisioonien kasvava määrä, projektien parempi tuottavuus ja tervehtyneempi tilaus- ja projektikanta sekä edelleen korkealla tasolla oleva palveluiden osuus.

Selkeimpinä riskeinä ennusteissamme on markkinan tai talouden merkittävä romahdus nykyisistä odotuksista. Tämä laskisi niin liikevaihtoa kuin tulostakin. Lisäksi markkinahaasteiden jatkuminen (resurssien saatavuus, kustannusinflaatio) odotuksia pidempään on omiaan lisäämään riskejä ennusteissamme.

Liikevaihdon kasvuvaihe alkanut



Kannattavuus (oik. EBITA-%) nousee kohti tavoitteita (yli 5,5 %)



Ennusteet 3/3

Kasvu maltillistuu pitkällä aikavälillä

Vuoden 2023 jälkeen näemme kasvun jatkuvan jälleen vahvempana markkinan vakaamman kehityksen myötä. Yhtiö itse tavoittelee 3-4 %:n orgaanista kasvua vuosittain, johon näemme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet. Markkina kasvaa arviolta noin 3 % vuosittain ja Caverionilla on mielestämme laajentuneen tarjonnan sekä vahvojen trendien tukiessa yhtiötä mahdollisuus kasvaa jopa hieman tätä nopeamminkin. Lähivuosien aikana saamme kuitenkin myös vahvistusta yhtiön kasvuvauhdille ja kasvuhallulle.

Ennustamme liikevaihdon nousevan noin 4 %:lla vuonna 2024 ja vuonna 2025 olevan noin 3,5 %:n kasvussa. Tästä se ennusteissamme hiipuu hiljalleen pitkällä aikavälillä noin 1 %:iin. Vuosien 2022-2026 aikana ennusteemme kasvulle on keskimäärin noin 3,7 % vuosittain ollen linjassa yhtiön orgaanisen kasvun tavoitteen kanssa. Tämän lisäksi yhtiö hakee aktiivisesti yritysostoja, jotka luovat hyvän kasvuoption yhtiölle.

Kannattavuus lähestyy tavoitteita

Yhtiön kannattavuusparannus on saatu liikkeelle, mutta meidän mielestämme tavoitteisiin (yli 5,5 % EBITA-%) on kuitenkin vielä matkaa. Isoin parannuspotentiaali on nyt lyhyellä tähtämellä Projektit-liiketoiminnan kääntämisessä selvästi positiivisen puolelle. Käänte on Projekteissa ollut odotuksiamme hitaampaa, mutta tänä vuonna se on päässyt jo hyvään alkuun. Projektien tulokunnan parannuksella yhtiö voisi jo päästä lähemmäs tavoitteitaan arviomme mukaan.

Projektien ollessa kunnossa voi Palveluiden

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

Näemme EBITA-marginaalin saavuttavan 5,3 %:n tason vuonna 2024 ja 5,5 %:n tason vuonna 2025 vahvistuvan kasvun sekä tuottavamman organisaation ansiosta. Pidemmällä aikavälillä näemme yhtiön kannattavuuden tasaantuvan noin 4,5 %:n EBITA-marginaaliin, mutta tässä voi olla nousuvaraa, jos yhtiö pystyisi kestävästi pitämään kannattavuutensa yli tavoitteidensa tasolla. Vielä selkeät näytöt yhtiöltä puuttuu ja pitkän aikavälin potentiaalin saavuttamiseen liittyy vielä käänne/kasvuyhtiölle tyypillistä epävarmuutta.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	2154,9	515,3	545,1	493,7	585,3	2139,5	528,1	577,0	523,9	624,7	2253,8	2288,3	2377,6	2460,8
Palvelut	1365	337	353	322	390	1402	351	381	348	423	1503	1534	1594	1650
Projektit	790	179	192	172	195	737	177	196	176	202	751	754	783	811
Käyttökate	99,4	28,1	31,5	31,2	23,0	113,8	28,5	35,8	35,1	44,4	143,8	162,4	180,1	185,1
Poistot ja arvonalennukset	-72,2	-17,1	-17,6	-17,7	-17,9	-70,3	-17,1	-18,3	-17,6	-18,0	-71,0	-69,3	-68,9	-64,5
EBITA (oik.)	60,6	16,4	19,7	21,5	30,1	87,7	17,4	22,9	21,5	30,5	92,3	109,1	126,2	135,6
EBITA	42,4	15,1	18,0	17,7	8,6	59,4	15,0	21,4	21,5	30,5	88,4	109,1	126,2	135,6
Liikevoitto	27,2	11,0	13,9	13,5	5,1	43,5	11,4	17,5	17,5	26,4	72,8	93,1	111,2	120,6
Nettorahoituskulut	-11,2	-2,1	-2,1	-1,9	-2,5	-8,6	-3,1	-1,6	-2,1	-2,6	-9,4	-8,9	-8,7	-8,9
Tulos ennen veroja	16,0	8,9	11,8	11,6	2,6	34,9	8,3	15,9	15,4	23,8	63,4	84,2	102	112
Verot	-7,3	-2,1	-3,0	-3,7	-1,0	-9,8	-1,9	-3,8	-3,1	-4,8	-13,5	-16,8	-20,5	-22,3
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	8,6	6,8	8,8	7,8	1,6	25,1	6,4	12,1	12,3	19,0	49,8	67,4	82,0	89,4
EPS (oikaistu)	0,16	0,06	0,08	0,08	0,16	0,38	0,06	0,10	0,09	0,14	0,38	0,48	0,59	0,65
EPS (raportoitu)	0,05	0,05	0,06	0,05	0,01	0,17	0,04	0,09	0,09	0,14	0,36	0,48	0,59	0,65

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	1,5 %	-4,9 %	5,1 %	-4,2 %	1,0 %	-0,7 %	2,5 %	5,9 %	6,1 %	6,7 %	5,3 %	1,5 %	3,9 %	3,5 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	29,6 %	35,1 %	310,4 %	1,4 %	33,8 %	44,6 %	6,1 %	16,2 %	0,0 %	1,2 %	5,2 %	18,2 %	15,7 %	8,5 %
Oikaistu EBITA-%	2,8 %	3,2 %	3,6 %	4,4 %	5,1 %	4,1 %	3,3 %	4,0 %	4,1 %	4,9 %	4,1 %	4,8 %	5,3 %	5,5 %
EBITA-%	2,0 %	2,9 %	3,3 %	3,6 %	1,5 %	2,8 %	2,8 %	3,7 %	4,1 %	4,9 %	3,9 %	4,8 %	5,3 %	5,5 %
Nettotulos-%	0,4 %	1,3 %	1,6 %	1,6 %	0,3 %	1,2 %	1,2 %	2,1 %	2,4 %	3,0 %	2,2 %	2,9 %	3,4 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen ajurit

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

Suosimme arvonmäärityksessä erityisesti P/E-, EV/EBIT- ja EV/EBITDA-kertoimia. IFRS 16-muutoksien myötä kertoimien vertailtavuus historiaan on kuitenkin heikentynyt. Laskelmiemme mukaan EV/EBIT-kerroin nousi hieman yli 10 %:lla ja P/E-kerroin noin 10 %:lla, mutta EV/EBITDA-kerroin laski noin 15 %:lla. Tämä on otettu huomioon hyväksyttävissä arvostustasoissamme. Painotamme eniten EV-pohjaisia kertoimia niiden ottaessa huomioon yhtiön tasetilanteen ja ollessa vakaampia yhtiön historiallisesti volatiliiniin P/E-kertoimeen nähden. Tulos pohjaisista kertoimista painotamme etenkin EV/EBITDA-kerrointa yhtiön vahvan kassa-konversion myötä.

Odotukset kannattavuuden noususta tukee lähivuosien kertoimia

Caverionissa osakkeen hinnoittelu on siirtynyt puhtaasta käänneyhtiöstä normaalimpaan kasvavaan yhtiöön, missä katsotaan yhtiön lähivuosien arvostusta. Aikaisemmin matalalla tulostasolla kertoimet vaikuttivat lyhyellä aikavälillä hyvin korkeilta, mutta laskivat nopeasti hyvin vahvan tuloskasvun ansiosta. Nyt tilanne on rauhoittunut tulostason vakiintumisen ja nousun myötä. Tämä tarkoittaa, että nykyisellä tulostasolla arvostus saa jo hyvin tukea, vaikka potentiaalia on myös vielä selkeästi korkeammalla, kuten aikaisemmin näytimme.

Hyväksyttävä arvostustaso

Hyväksymämme arvostushaarukka (EV/EBITDA 7-9x, EV/EBIT 12-14x, P/E: 14-16x) Caverionille nojaa yhtiön historiaan ja yhtiön verrokin Bravidan kertoimiin. Bravidan liiketoiminta sekä markkinat vastaavat hyvin Caverionia, vaikka tuloskehitys onkin ollut parempaa. Kavensimme hieman hyväksyttävää tasoa kertoimien yläpäästä yhtiön selkeimmän käännevaiheen ollessa enemminkin loppusuoralla kuin alkuvaiheessa.

Eniten käyttämämme EV/EBITDA-kerroin (Forward) on historiallisesti ollut 9x tasolla Caverionilla ja Bravidalla hieman korkeammalla 11x-tasolla. IFRS 16 -muutoksen vuoksi luku on aikaisempaa alhaisempi ja vertailtavuus historiaan on heikentynyt. Mielestämme hyväksyttävä taso on muutoksien myötä noin 7-9x tasolla.

EV/EBIT-kerroin on historiallisesti yhtiöllä ollut noin 14x, kun taas tasaisemman tuloshistorian omaavalla Bravidalla kerroin on ollut noin 13x. Mielestämme yhtiölle tulisi hyväksyä historiaan pohjaten ja palveluiden kasvaneen osuuden myötä noin 12-14x EV/EBIT-kerroin.

P/E-luku on historiallisesti ollut 17x tasolla. Bravidalla taso on ollut tällä mittarilla Caverionin tasolla. Kertoimessa tulisi heijastua yhtiön liiketoimintamallin keveys ja palveluiden kasvava osuus, mutta mielestämme neutraali P/E liikkuu 14-16x tasojen välissä hieman historian alapuolella.

Historialliset kertoimet

Konsensus FW EV/EBITDA



Konsensus FW EV/EBIT



Konsensus FW P/E



— Caverion — Keskiarvo — Bravida

Arvonmääritys 2/4

Arvostuskertoimet houkuttelevat

Caverionin tuloskäänteen riskit ovat olleet pitkään koholla, mutta tuloskehitys on antanut jo hyvin viitteitä paremmasta potentiaalista. Vuosi 2022 ei anna vielä täysin normaalia kuvaa yhtiön potentiaalisesta tulostasosta, minkä vuoksi nojaamme jo osin vuoden 2023 kertoiin. Toisaalta huomioitavaa on, että riskitaso tuloskäänteen potentiaalin realisoitumiselle on vielä koholla markkinariskienkin johdosta. Tämän vuoksi suoraan vuoteen 2023 nojaaminen tässä vaiheessa on vielä ennenaikaista.

Arvostus vuodelle 2022 (22e: EV/EBITDA 5x, P/E 13x ja EV/EBIT 10x) on jo mielestämme kohtuullinen tarjoten nousuvaraa hyväksyttävään tasoihimme. Vuodelle 2023 arvostus laskee edelleen maltillisemmaksi (23e: EV/EBITDA 5x, P/E 10x ja EV/EBIT 8x). Vuoden 2022-2023e yhdistelmänä hyväksymämme arvostushaarukan (EV/EBITDA 7-9x, EV/EBIT 12-14x, P/E: 14-16x) keskitasoon nähden osake tarjoaisi selkeää (+30 %) nousuvaraa.

Nojaamme haarukan keskiväliin, mutta tulospotentiaalin realisoituessa, ei haarukan ylälaitaa mielestämme voi poissulkea. Lisäksi alan palveluyhtiöitä pörssissä on arvostettu ylälaitaa korkeammallekin, mutta vielä siihen nojaaminen ei ole relevanttia. Haarukan alalaita on myös tosin mahdollinen yhtiön tulostason jäädessä odotuksista ja epävarmuuksien pysyessä koholla lähivuosille markkinan kehityksen suhteen.

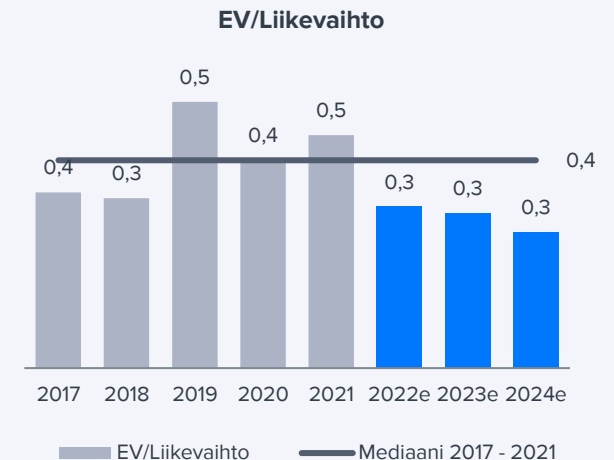
Lähivuosina kasvava osinko antaa tuotto-odotukselle myös jo kohtuullista tukea.

Osinkotuotto-% on ennusteillamme lähivuosille noin 4-5 %:n välissä. Osinko saa tukea yhtiön hyvinkin pääomakevyyden liiketoimintamallin luomasta vahvasta kassavirrasta. Tuloksen historialliset vaihtelut tosin heikentävät osinkoon luottamista.

Volyymipohjainen EV/liikevaihto-kerroin on vuodelle 2022 ja 2023 noin 0,3x, mikä on myös alle yhtiön viimeisien vuosien historialliseen tasoon. Käytämme volyymipohjaista arvostusta lähinnä tukena huomataksemme selkeitä yli- tai alihinnoitteluja. Taseen keveydestä johtuen P/B-luku toimii mielestämme heikosti yhtiölle.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,79	4,79	4,79
Osakemäärä, milj. kpl	136,4	136,4	136,4
Markkina-arvo	653	653	653
Yritysarvo (EV)	748	731	667
P/E (oik.)	12,5	9,9	8,1
P/B	2,9	2,8	2,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,2	4,5	3,7
EV/EBIT (oik.)	9,8	7,8	6,0
Osinko/tulos (%)	56,2 %	51,6 %	50,7 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	5,2 %	6,3 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 3/4

Verrokkiryhmän lyhyt esittely

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

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

Verrokkien arvostustaso

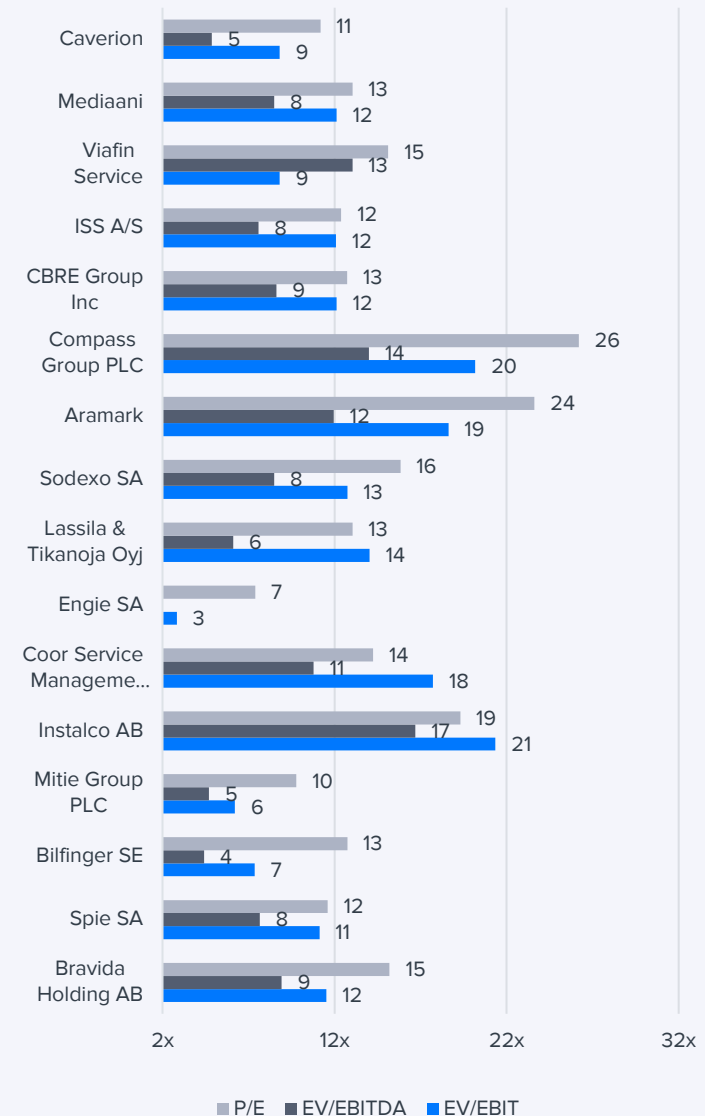
Emme anna verrokeille merkittävää painoarvoa arvonmäärityksessä tällä hetkellä, mutta siitä saa hyviä viitteitä Caverionin mahdollisesta arvostustasosta. Verrokkiryhmän arvostuskertoimet kuluvalle vuodelle (2022e mediaani: EV/EBITDA: 9x, EV/EBIT: 13x, P/E: 14x) ovat mielestämme kohtuu korkealla esim. Caverioniin nähden. Niitä nostaa tosin

monikansallisten palveluyhtiöiden kovat kertoimet. Kertoimet laskevat vuodelle 2023 (2023e mediaani: EV/EBITDA: 8x, EV/EBIT: 11x, P/E: 13x), mutta ovat selkeästi Caverionin tasoa korkeammalla.

Caverion on arvostettu koko verrokkiryhmään nähden noin 30 %:n alennuksella vuodelle 2022-2023. Koko vertailuryhmää tosin sekoittaa kansainvälisten yritysten korkea arvostus. Caverionin lähimpiin verrokkeihin (Bravidaan ja Instalcoon) nähden arvostus on kuitenkin myös selvästi diskontolla.

Pidämme tällä hetkellä vuosille 22-23e noin 5 %:n alennusta perusteltuna verrokkiryhmään nähden. Yhtiön muita osin korkeampi riskitaso, pienempi koko ja erilainen liiketoimintaportfolio pitävät arvostuksen diskontolla. Arvostuksessa olisi kuitenkin myös tämän perusteella selvää nousuvaraa.

Verrokkit 22-23e



Arvonmääritys 4/4

DCF-arvonmääritys

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

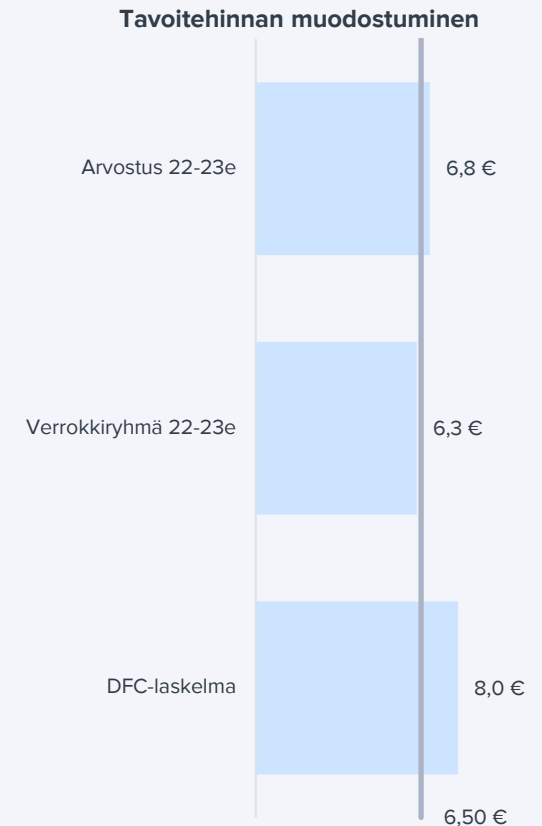
Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,0 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 4,0 %:iin liikevaihdosta. Taso on korkea suhteessa viime vuosien suorituksiin, mutta maltillinen potentiaaliin nähden. Mallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,3 % ja oman pääoman kustannus on 9,7 %. Mielestämme tuottovaatimuksessa ei ole nykyisellään laskuvaraa, vaan parannuksen on tultava yhtiön kassavirtojen parantumisen kautta.

Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Caverionin 6,5 euron tavoitehinnan ja osta-suosituksen. Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin hyväksytyjä arvostuskertoimia ja pienemmällä painolla verrokkiryhmää sekä DCF-laskelmaa.

Lyhyen aikavälin epävarmuus yhtiön tulostason ja markkinatilanteen kehityksestä on koholla. Kannattavuuden kehitykseen liittyy vielä riskinsä, mutta toisaalta kääntöpuolella mahdollisuudet ovat myös suuret. Palveluiden osuuden kasvun

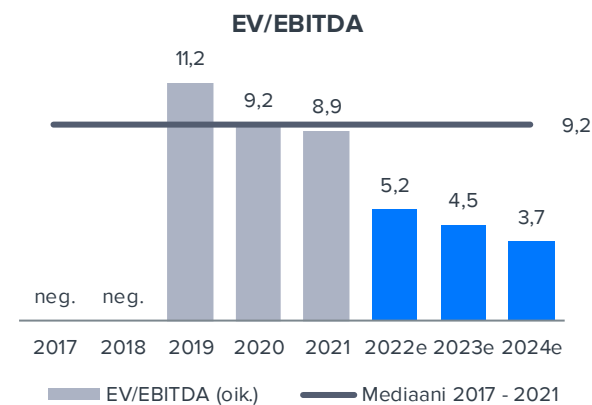
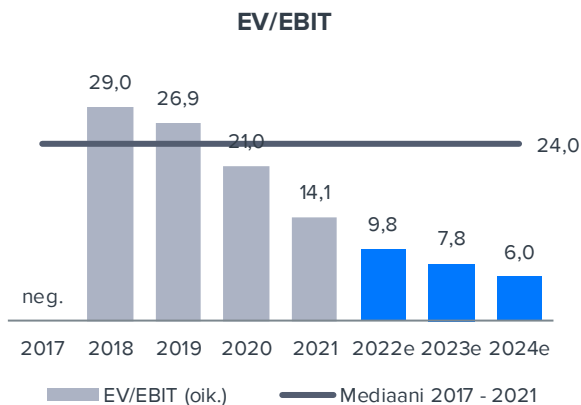
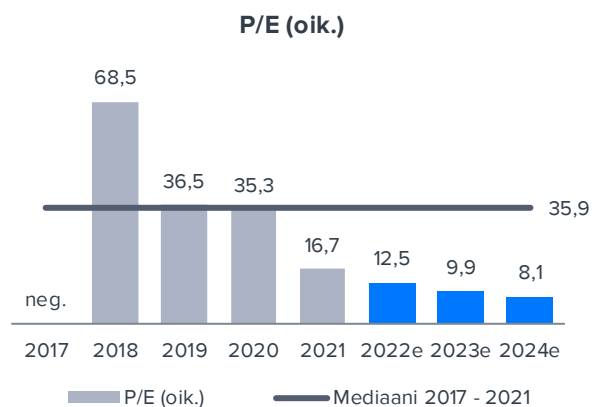
ja Projektit-liiketoiminnan kannattavuuden kääntö sekä alkaneen kasvuvaiheen tulisi nostaa yhtiön tulos uudelle tasolle. Tähän potentiaaliin nähden osake on mielestämme hyvin houkuttelevasti hinnoiteltu.



Arvostus

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	5,89	5,93	7,19	5,81	6,39	4,79	4,79	4,79	4,79
Osakemäärä, milj. kpl	127,0	127,0	136,1	136,1	136,4	136,4	136,4	136,4	136,4
Markkina-arvo	748	753	978	791	872	653	653	653	653
Yritysarvo (EV)	813	761	1148	911	1014	748	731	667	608
P/E (oik.)	neg.	68,5	36,5	35,3	16,7	12,5	9,9	8,1	7,4
P/B	3,2	3,0	4,3	4,0	4,3	2,9	2,8	2,4	2,0
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,5	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	>100	neg.	11,2	9,2	8,9	5,2	4,5	3,7	3,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	29,0	26,9	21,0	14,1	9,8	7,8	6,0	5,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	neg.	0,0 %	439,1%	97,6 %	56,2 %	51,6 %	50,7 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,8 %	0,0 %	3,4 %	2,7 %	4,2 %	5,2 %	6,3 %	7,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Bravida Holding AB	1752	1740	11,9	11,2	9,2	8,7	0,8	0,7	15,7	14,7	3,4	3,6	2,5
Spie SA	3503	5262	11,5	10,7	7,9	7,4	0,7	0,6	12,1	11,1	3,4	3,8	1,9
Bilfinger SE	1198	1095	7,8	6,9	4,6	4,3	0,3	0,3	13,8	11,7	3,5	3,7	1,0
Mitie Group PLC	1157	1082	5,7	6,7	4,5	5,0	0,2	0,2	9,0	10,5	1,8	2,6	2,5
Instalco AB	1240	1775	22,4	20,3	17,4	16,0	1,7	1,6	20,9	17,7	1,4	1,6	4,6
Coor Service Management Holding AB	714	883	19,5	15,9	11,1	10,5	0,8	0,8	14,6	13,9	5,1	5,3	4,0
Engie SA	28775	20265	2,7	2,9	1,7	1,7	0,3	0,3	7,1	7,7	9,0	8,6	0,8
Lassila & Tikanoja Oyj	410	612	15,1	13,0	6,3	5,9	0,7	0,7	14,0	12,1	4,5	4,7	1,9
Sodexo SA	11139	14051	13,8	11,7	9,1	7,9	0,7	0,6	17,3	14,4	2,9	3,6	3,1
Aramark	9185	17105	21,6	15,6	13,4	10,5	1,1	1,0	30,0	17,3	1,2	1,3	3,1
Compass Group PLC	37515	40462	22,9	17,4	15,5	12,5	1,4	1,2	30,0	22,4	1,7	2,2	6,1
CBRE Group Inc	25049	27420	12,5	11,8	8,8	8,5	0,9	0,8	12,9	12,6			3,0
ISS A/S	3197	5047	13,1	11,1	8,0	7,2	0,5	0,5	13,5	11,3		4,5	2,5
Viafin Service	50	39	9,8	7,8	19,6	6,5	0,5	0,5	15,4	14,8	3,2	3,6	2,2
Caverion (Inderes)	653	748	9,8	7,8	5,2	4,5	0,3	0,3	12,5	9,9	4,2	5,2	2,9
Keskiarvo			13,6	11,6	9,8	8,0	0,7	0,7	16,2	13,7	3,4	3,8	2,8
Mediaani			12,8	11,4	8,9	7,7	0,7	0,7	14,3	13,3	3,3	3,6	2,5
Erotus-% vrt. mediaani			-24 %	-31 %	-42 %	-41 %	-53 %	-53 %	-13 %	-25 %	26 %	44 %	16 %

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

DCF-laskelma

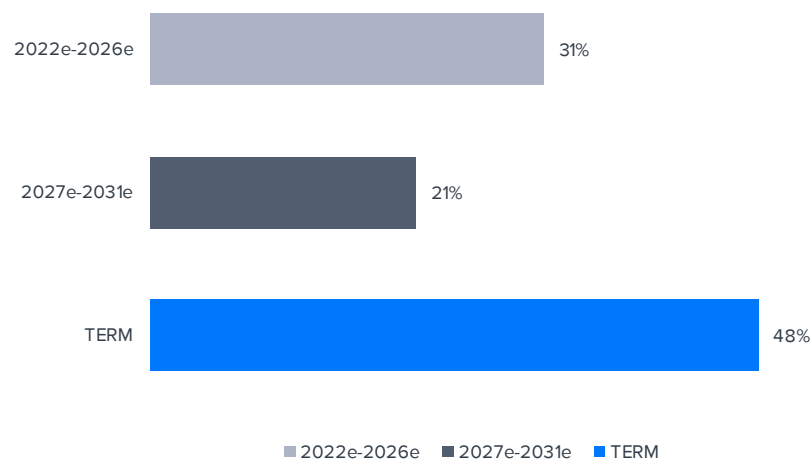
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	43,5	72,8	93,1	111	121	123	119	116	111	114	115	
+ Kokonaispoistot	70,3	71,0	69,3	68,9	64,5	61,9	60,4	59,4	58,8	58,5	58,3	
- Maksetut verot	-4,6	-12,7	-16,8	-20,5	-22,3	-22,9	-22,0	-21,5	-20,5	-21,0	-21,2	
- verot rahoituskuluista	-2,4	-2,0	-1,8	-1,7	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	
+ 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	-23,3	7,8	2,4	6,1	5,7	6,7	5,3	4,5	4,6	4,7	1,9	
Operatiivinen kassavirta	83,4	137	146	164	167	167	161	157	152	154	152	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-79,7	-58,0	-58,0	-58,0	-58,0	-58,0	-58,0	-58,0	-58,0	-58,0	-55,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,1	78,9	88,1	106	109	109	103	98,9	94,1	96,1	96,1	
+/- Muut	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	
Vapaa kassavirta	2,8	77,5	86,8	105	107	108	101	97,6	92,8	94,8	94,8	1304
Diskontattu vapaa kassavirta		75,6	78,1	86,9	82,3	76,1	66,1	58,8	51,6	48,7	44,9	618
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1287	1211	1133	1046	964	888	822	763	712	663	618
Velaton arvo DCF		1287										
- Korolliset velat		-306,7										
+ Rahavarat		131										
-Vähemmistöosuus		-0,9										
-Osinko/pääomapalautus		-23,2										
Oman pääoman arvo DCF		1087										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,0										

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	2123,0	2154,9	2139,5	2253,8	2288,3	EPS (raportoitu)	0,14	0,05	0,17	0,36	0,48
Käyttökate	103,0	99,4	113,8	143,8	162,4	EPS (oikaistu)	0,20	0,16	0,38	0,38	0,48
Liikevoitto	35,3	27,2	43,5	72,8	93,1	Operat. kassavirta / osake	1,07	1,08	0,61	1,00	1,07
Voitto ennen veroja	27,0	16,0	34,9	63,4	84,2	Vapaa kassavirta / osake	0,25	0,71	0,02	0,57	0,64
Nettovoitto	19,5	6,2	23,8	48,5	66,0	Omapääoma / osake	1,68	1,44	1,47	1,66	1,69
Kertaluontoiset erät	-7,4	-16,2	-28,3	-3,9	0,0	Osinko / osake	0,00	0,20	0,17	0,20	0,25
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	1281,4	1292,4	1320,0	1343,0	1356,5	Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	2 %	-1 %	5 %	2 %
Oma pääoma	229,0	196,6	201,3	226,7	230,4	Käyttökateen kasvu-%	-1265 %	-3 %	14 %	26 %	13 %
Liikearvo	366,5	365,0	369,9	369,9	369,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	62 %	2 %	65 %	7 %	21 %
Nettovelat	168,3	118,6	140,8	93,8	76,4	EPS oik. kasvu-%	128 %	-16 %	132 %	1 %	26 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	4,8 %	4,6 %	5,3 %	6,4 %	7,1 %
Käyttökate	103,0	99,4	113,8	143,8	162,4	Oik. Liikevoitto-%	2,0 %	2,0 %	3,4 %	3,4 %	4,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	58,4	58,7	-23,3	7,8	2,4	Liikevoitto-%	1,7 %	1,3 %	2,0 %	3,2 %	4,1 %
Operatiivinen kassavirta	145,7	147,1	83,4	136,9	146,1	ROE-%	8,1 %	2,9 %	12,0 %	22,7 %	28,9 %
Investoinnit	-260,6	-54,7	-79,7	-58,0	-58,0	ROI-%	8,8 %	5,7 %	9,3 %	15,6 %	20,3 %
Vapaa kassavirta	33,6	97,3	2,8	77,5	86,8	Omavaraisuusaste	21,5 %	18,9 %	18,9 %	20,8 %	20,9 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e	Nettovelkaantumisaste	73,5 %	60,3 %	69,9 %	41,4 %	33,2 %
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,5	0,3	0,3						
EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,2	8,9	5,2	4,5						
EV/EBIT (oik.)	26,9	21,0	14,1	9,8	7,8						
P/E (oik.)	36,5	35,3	16,7	12,5	9,9						
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,4 %	2,7 %	4,2 %	5,2 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavien seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.7.2017	Vähennä	7,30 €	7,11 €
30.10.2017	Vähennä	7,30 €	6,97 €
13.12.2017	Vähennä	6,50 €	6,49 €
7.2.2018	Vähennä	6,00 €	6,11 €
25.4.2018	Vähennä	6,00 €	6,09 €
14.5.2018	Vähennä	7,00 €	7,41 €
4.7.2018	Vähennä	6,40 €	6,10 €
26.7.2018	Lisää	7,50 €	6,80 €
26.10.2018	Lisää	6,00 €	5,25 €
6.2.2019	Vähennä	5,50 €	5,22 €
28.2.2019	Lisää	5,60 €	5,20 €
17.4.2019	Vähennä	6,10 €	6,27 €
29.4.2019	Lisää	6,80 €	6,40 €
25.7.2019	Lisää	6,60 €	6,20 €
30.10.2019	Lisää	7,20 €	6,49 €
2.12.2019	Lisää	7,80 €	7,12 €
10.2.2020	Lisää	8,00 €	7,53 €
20.3.2020	Lisää	4,80 €	4,20 €
15.4.2020	Lisää	5,40 €	5,10 €
3.5.2020	Vähennä	5,40 €	5,21 €
18.5.2020	Lisää	5,90 €	5,43 €
7.8.2020	Lisää	6,80 €	6,17 €
6.11.2020	Lisää	6,50 €	5,68 €
12.2.2021	Vähennä	6,00 €	5,67 €
30.4.2021	Lisää	7,00 €	6,28 €
4.6.2021	Lisää	7,00 €	6,70 €
6.8.2021	Lisää	8,40 €	7,66 €
5.11.2021	Lisää	7,50 €	6,63 €
11.2.2022	Lisää	7,50 €	6,45 €
29.4.2022	Osta	6,50 €	4,70 €
5.8.2022	Osta	6,50 €	5,26 €
5.9.2022	Osta	6,50 €	4,79 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**