

Viafin Service

Laaja raportti

08/2020

Yhtiö etenee strategian viitoittamalla tiellä

Nostamme Viafin Servicen suosituksen Osta-puolelle (aik. Lisää) ja tavoitehintamme 14,0 euroon (aik. 11,8 euroa) yhtiön laajan raportin yhteydessä. Olemme entistä luottavaisempia yhtiön orgaanisen kasvun jatkumiseen myös lähivuosien aikana, kun samalla vahvistunut kassa tarjoaa pääomia yritysostoihin, joilla kasvaa kohti vuoden 2022 strategista 100 MEUR:n liikevaihdon tavoitetta. Vakaa, vastasyklinen ja vahvaa kassavirtaa tuottava sekä vähän investointeja vaativa liiketoimintaprofiili omaa merkittävää arvonluontipotentiaalia, eikä arvostus tätä mielestämme täysin huomioi. Arvostuskertoimien nousuvara yhdistettynä pieneen osinkoon nostaa tuotto-odotuksen selvästi positiiviseksi jo ilman yritysostojen luomaa merkittävää kasvuoptiotakin.

Toistuvaa kunnossapitoliiketoimintaa ja vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli

Viafin Service on teollisuuden kunnossapitoon ja pieniin projekteihin erikoistunut yhtiö. Yhtiö toimii Suomen markkinoilla nykyään noin 18 toimipisteen voimin tavoitteenaan saavuttaa palveluvalikoimaa laajentamalla noin 100 MEUR:n liikevaihto vuonna 2022 (2019: 50 MEUR). Yhtiön liiketoiminnasta noin 75 % on jatkuvaluonteista kunnossapitoliiketoimintaa, kun pienet noin 1-5 MEUR:n projektit edustavat loppua 25 %:a. Yhtiö profiloituu tällä hetkellä ennen kaikkea kasvuyhtiönä, mutta kunnossapidon suuri osuus yhdistettynä yhtiön vähän pääomaa sitovaan liiketoimintamalliin mahdollistaa hyvinkin vakaan ja vahvan kassavirran.

Yhtiön taival pörssissä mennyt odotuksiamme paremmin

Yhtiön vuoden 2018 lopussa alkanut pörssitaival on sujunut kaikesta markkinoiden epävarmuudesta huolimatta todella hyvin. Koronankin vaikutukset ovat jäämässä vähäisiksi ja yhtiön uusien toimipaikkojen (Oulu) ja liiketoimintojen (Viafin Industrial Service) tukema orgaaninen kasvu on ollut vahvaa. Olemme nyt entistä luottavaisempia, että kasvu jatkuu myös lähivuosien aikana, mutta projektimarkkinan kysynnän heilahteluiden vuoksi olemme vielä suhteellisen varovaisia ennusteissamme. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia yritysostoja, mutta näemme yhtiöllä olevan niihin hyvät lähtökohdat vahvan kassansa ansiosta. Historiallisesti yhtiön kannattavuus on voimakkaankin kasvun aikana pysynyt vakaana, ja uskomme yhtiön pystyvän ylläpitämään sen tavoitteidensa (5-7 %:n EBITA-marginaali) sisällä myös lähivuosina. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuosien 2019-2022 aikana noin 57 MEUR:oon ja tuloskasvun olevan tällä jaksolla keskimäärin 5 % vuosittain. Strategian onnistuessa suunnitellusti yhtiöllä on mahdollisuudet jopa noin 30 %:n vuosittaiseen tuloskasvuun.

Arvostuksessa selkeää nousuvaraa

Ennusteillamme yhtiön arvostus (21e (oik.): P/E: 16x, EV/EBIT: 8x, EV/EBITDA: 7x) on mielestämme hyvinkin houkutteleva ja tarjoaa selvää nousuvaraa jo hyväksymämme arvostushaarukan alarajoilla (P/E: 16-18x, EV/EBIT: 12-14x, EV/EBITDA: 8-10x). Näkemämme arvostuskertoimien nousuvaran (+20 %) lisäksi yhtiö tarjoaa kasvavaa noin 2 %:n osinkoa nostaen tuotto-odotuksen yli 20 %:n tasolle. Yritysosostokenaarion potentiaali (käypä arvo 2022e: 19,1 euroa) on myös selvästi nykyistä korkeammalla, vaikka suoraan siihen nojaaminen onkin ennenaikaista. Markkinoiden hinnoittelu jättää tämän kasvuoption kuitenkin mielestämme lähes kokonaan huomioimatta, mikä tukee jo muutenkin hyvää tuotto-odotusta.

Analytytikot



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

Suositus ja tavoitehintaa

Osta

Edellinen: Lisää



14,0 EUR

Edellinen: 11,8 EUR

Osakekurssi: 11,60 EUR

Potentiaali: 20,7 %

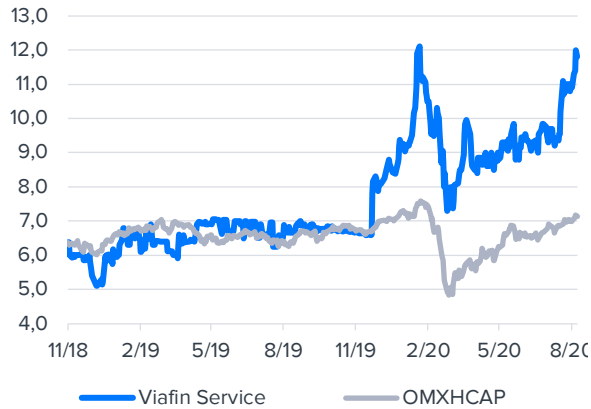
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	50	52	55	57
kasvu-%	59 %	5 %	4 %	5 %
EBITA oik.	3,2	3,4	3,4	3,8
EBITA-% (oik.)	6,4 %	6,5 %	6,3 %	6,6 %
Nettotulos	1,8	1,8	1,9	2,1
EPS (oik.)	0,69	0,71	0,73	0,80

P/E (oik.)	12,3	16,3	15,9	14,6
P/B	1,7	2,2	2,1	2,0
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,2 %	2,4 %	2,6 %
EV/EBIT (oik.)	6,0	8,6	8,3	7,1
EV/EBITDA	5,2	7,4	7,1	6,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,5	0,5

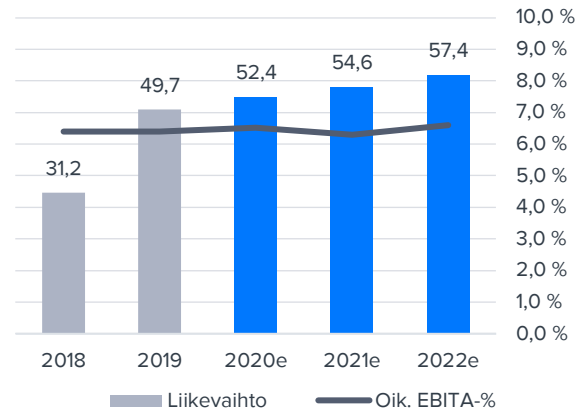
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



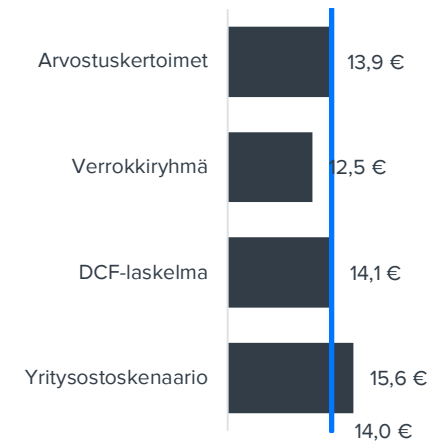
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja EBITA-%



Lähde: Inderes

Arvostus



Arvoajurit

- Liikevaihdon kasvu yritysostoin ja organisesti
- Vakaan kannattavuuden ylläpito
- Teollisuuden kunnossapidon ulkoistamistrendit tukevat markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymiä
- Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli mahdollistaa vahvan kassavirran käytettäväksi investointeihin ja voitonjakoon
- Kevyt taserakenne mahdollistaa korkean pääoman tuoton jo alhaisella kannattavuudella

Riskitekijät

- Yritysososten epäonnistuminen
- Kustannuspaineet henkilöriippuvaisessa kasvussa
- Asiakkaiden kysyntä pääosin syklistä
- Kantaa osittain myös asiakastoimialojen riskiä
- Asiakkaan tehtaan tai tuotantolaitoksen alasajo
- Yhtiön liiketoiminnassa matalat alalietulon esteet, joka mahdollistaa useiden pienien toimijoiden määrän
- Hintakilpailu kovaa ja pysyvät kilpailuedut alalla vähäisiä

Arvostus

- Arvostus tarjoaa nykykurssilla tulostasoon nähden nousuvaraa
- Kunnossapito- ja huoltoyritykset arvostettu korkeammalle niiden liiketoiminnan jatkuvuuden ja paremman kannattavuuden vuoksi
- Yhtiön lyhyt pörssihistoria, pieni koko ja heikko osakkeen likviditeetti nostavat riskiprofilia
- Yritysoskostenaariorin potentiaali selvästi korkeammalla

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-10
Liiketoiminnan profiili	11-13
Sijoitusprofiili	14-15
Strategia	16-17
Toimiala ja markkina	18-20
Kilpailu	21-22
Taloudellinen tilanne	23-27
Ennusteet	27-31
Arvonmääritys	32-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41-43

Viafin Service lyhyesti

Viafin Service Oyj on Suomessa toimiva teollisuuden kunnossapitäjä.

2008

Perusta luotu Kaskisten sellutehtaalla osana West Welding Oy:ta

2018

Listautuminen ja Viafin Service -konsernin luominen

49,7 MEUR

Liikevaihto 1-12/2019

75 %

Huollon sekä kunnossapidon osuus liikevaihdosta

3,2 MEUR (6,4 % lv:sta)

EBITA (oik.) 1-12/2019

120 %

Vahva kassavirtasuhde* (2019, 17kk tilikausi)

289 henkilöä

Henkilöstö keskimäärin 2019 lopussa

*Kassavirtasuhde = Liiketoiminnan rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja / Oikaistu käyttökate

Lähde: Viafin Service, Inderes,

Liikevaihdon kehitys*

2008-2011

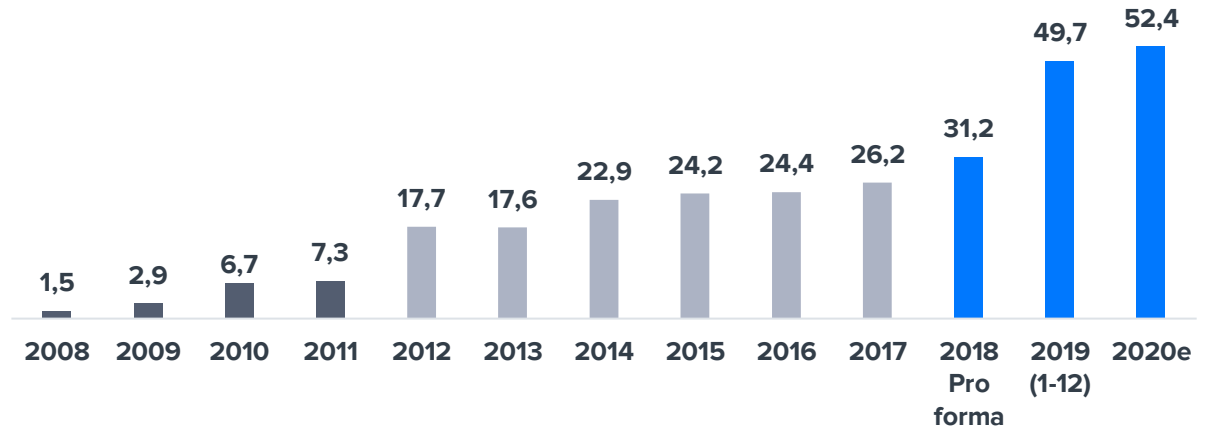
- Vuonna 2008 liikevaihto yhdestä tehtaasta
- 2008 finanssikriisi ja Kaskisten sellutehtaan sulkeminen → muutospakko
- Uusi toimintamalli: tehokkuus, menetelmät ja toimintavat
- Vuonna 2009 perustettiin Jämsän alueelle toimipiste, josta kasvu liikkeelle
- Viafin Process Piping perustettiin 2011
- Vuonna 2011 Kalse Piping Oy:n osto ja laajentuminen Keminmaalle

2012-2017

- Orgaaninen kasvuvaihe alkaa 2012
- Keminmaa ja Jämsä tukevat liikevaihtoa
- Tampereen yksikkö perustettiin vuonna 2014
- Projektiliiketoiminta eriytettiin omaksi yksiköksi 2015
- Liikevaihto pääosin putkistojen huoltoja ja projekteja
- Markkinat hiipuvat, mutta yhtiö pystyy jatkamaan kasvuaan
- Uudessa strategiassa painotetaan paikallista kunnossapitoa ja pienprojekteja

2018-

- 2018 Viafin Service -konserni perustettiin ja yhtiö listautui
- Palveluvalikoima laajeni uusiin palvelualueisiin
- Vuonna 2019 Viafin GAS -yritystosto
- Kasvu vahvaa sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti
- Tavoitteena saavuttaa vuoden 2022 lopussa 100 MEUR:n liikevaihtotaso



*Viafin Process Piping Oy:n tai West Welding Oy:n lukuja vuoteen 2018 asti. Viafin Service -konserni perustettiin vuonna 2018 ja siitä esitetty pro forma -luvut tilikaudelta 2018.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Yhtiökuvaus

Teollisuuden palveluiden ja projektien toimittaja

Viafin Service on vuonna 2018 perustettu teollisuuden huolto- ja kunnossapitopalveluita tarjoava yhtiö. Lisäksi yhtiö tarjoaa valikoidusti teollisuuden projektitoita pääosin putkistoihin liittyen. Yhtiön liiketoiminta on saanut alkunsa vuonna 2008 osana West Welding Oy:ta. Nykyinen Viafin Service Oyj syntyi vuoden 2018 heinäkuussa, kun Viafin Process Piping ja Viafin Installation siirtyivät uuden luodun yhtiön omistukseen em. yhtiöiden emona toimineen Viafin Oy:n kanssa tehdyn osakevaihdon seurauksena. Uuden yhtiön ensimmäinen varsinainen tilikausi oli vuosi 2019, kun yhtiö muutti tilikautensa vastaamaan kalenterivuotta. Ensimmäinen tilikausi oli poikkeuksellisesti 17 kuukauden mittainen (1.8.2018-31.12.2019) kalenterivuodesta eroavan entisen tilikauden myötä, mikä on otettava historiaan vertailtaessa huomioon.

Viafin Service on Suomessa nykyään noin 18 palveluyksikön voimin toimiva teollisuuden ja tehtaiden huoltokumppani. Yhtiön vuoden 2019 liikevaihto oli 49,7 MEUR (1-12/19) ja liikearvopoistoista oikaistu liikevoittomarginaali (EBITA-%) oli keskipitkän aikavälin tavoitteen (5-7 %) keskivaiheilla 6,4 %:ssa. Yhtiö vahvisti maakaasun palveluihin liittyvää osaamistaan vuoden 2019 alussa merkittävällä yritysostolla hankkimalla kaasunjakelun kunnossapitoon erikoistuneen GASum Tekniikka Oy:n (nykyinen Viafin GAS Oy) enemmistön.

Yhtiön palveluita ja tuotteita käytetään teollisuuslaitoksissa eri puolilla Suomea erityisesti

sellu-, energia-, kemian-, kaasu- ja metalliteollisuuden aloilla. Toiminta on keskittynyt Suomen markkinoille eikä yhtiöllä ole kansainvälistymiseen tähtäävää suunnitelmaa, sillä yhtiön mukaan laajenemismahdollisuuksia on vielä kotimaassakin.

Liiketoiminta pääosin jatkuvaluonteista kunnossapitoa

Viafin Servicen liiketoiminnan voi jakaa kahteen osa-alueeseen: Alueellinen huolto ja kunnossapito sekä Projektit. Selvästi tärkeintä yhtiölle on jatkuvan huollon ja kunnossapidon tarjoaminen, mutta yhtiö toteuttaa myös harkitusti pienempiä projekteja. Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat muun muassa teollisuuden prosessiputkistot, hydraulikka- ja pienputkistot, mekaaniset hitsaustyöt sekä teollisuuden tuotantoseisakkien huolto- ja ylläpitotehtävät. Tämän lisäksi yhtiöllä on vahva asema kaasuun liittyvien järjestelmien huollossa sekä projekteissa.

Projektit -liiketoiminta tukee osaltaan yhtiön Kunnossapito-liiketoimintaa. Yhtiö toteuttaa teollisuuden putkistoihin tai esimerkiksi kaasujärjestelmiin liittyviä projekteja, joiden yhteydessä yhtiö pyrkii solmimaan myös hankkeisiin liittyvän kunnossapidon.

Huolto ja ylläpito on yhtiölle tärkeä strateginen fokus, kun yhtiö pyrkii palvelutarjoomansa laajentamiseen muuhun teollisuuden kunnossapitoon ja myös alueelliseen laajenemiseen tärkeillä teollisuusalueilla Oulussa ja pohjoisessa Keski-Suomessa. Pörssilistautuminen antoi yhtiölle lisäresursseja strategian toteuttamiseen ja myös mahdollisuuden käyttää osaketta mahdollisten yritysostojen yhteydessä.



Yhtiön isoimpia asiakasryhmiä:

- **Sellu- ja kartonkiteollisuus**
- **Energiateollisuus**
- **Kemianteollisuus**
- **Kaasuteollisuus**



Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat erityisesti:

- **Prosessiputkistot**
- **Hydraulikka**
- **Teollisuuden muut pienputkistot**
- **Mekaaniset hitsaus- ja asennustyöt**
- **Nesteytetyn maakaasun projektit**
- **Kaasunjakelu ja siihen liittyvä tekniikka**
- **Kaasuntankkausasemat ja niiden huolto**
- **Teollisuuden mekaaniset kunnossapitotyöt**

Kumppanit



Asiakkaat



Materiaalitoimittajat



Alihankkijat,
resurssivuokraajat

Palveluvalikoima

Teollisuuden putkistojen huolto
ja asennus

Hydrauliikka- ja pienputkistot

Teollisuuden mekaaniset
hitsaus- ja asennustyöt

Teollisuuden
seisakkihuollot

Teollisuuden erikoislaitteiden
huolto ja asennus

Kaasujärjestelmät
ja -palvelut

Teollisuuden
mekaaniset
kunnossapitotyöt

Resurssit

Tekninen
osaaminen



Henkilöstö



Vahvat
asiakassuhteet ja
paikallinen läsnäolo



Liiketoimintaidea

**Viafin Service tarjoaa teollisuuden
huoltoon ja kunnossapitoon liittyviä
palveluja**



- Teollisuuden koneiden ja laitteiden kunnossapitoon erikoistunut kasvuyritys
- Suurin osa liiketoiminnasta jatkuvaluonteista kunnossapittoa (noin 75 %)
- Laajentuva tarjoama uusissa palveluissa mahdollistaa kasvun jo olemassaolevissa toimipaikoissa
- Uusien toimipisteiden perustaminen sitoutuneen henkilöstön avulla luo kasvua yhdessä yritysostojen kanssa
- Vahva kassavirta sekä taloudellinen tilanne antaa liikkumavaraa

Kilpailu

2 mrd euron markkina

Caverion



Isoimmat
kilpailijat

QUANT

FLOWPLUS

Lukuisia pienempiä
toimijoita

Asiakassegmentit



Sellu- ja kartonki-
teollisuus 22 %



Energiateollisuus 26
%



Kemiateollisuus
13 %



Kaasuteollisuus 21 %



Muut 18 %

Kustannusrakenne (2019)



Henkilöstökulut
(36 % kustannuksista)



Ostot
(19 %)



Ulkopuoliset palvelut
(28 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(18 %)

Tulovirran jakautuminen

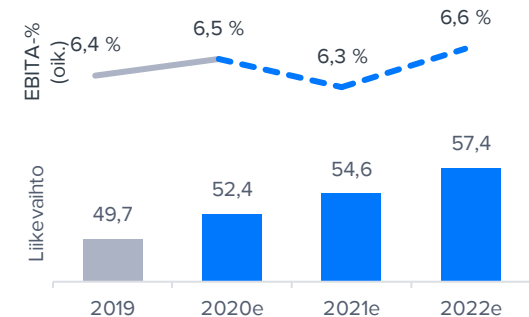
Kunnossapito ja projektit



75%



25%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Organisaatorakenne tukee paikallista päätöksentekoa

Viafin Servicen alla toimii tällä hetkellä käytännössä 4 operatiivista yhtiötä:

- Viafin Process Piping Oy
- Viafin Installation Oy
- Viafin Industrial Service Oy
- Viafin GAS Oy

Tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yksikköinä omilla palvelualueillaan. Konsernirakenteessa voi näin olla pieniä hallinnollisia päällekkäisyyksiä. Yksiköiden välillä on kuitenkin havaittavissa pieniä synergioita mm. ristiinmyynnin, yhteisten hankintojen ja resurssien joustavuuden sekä liikkuvuuden näkökulmasta. Paikallistuntemuksen, asiakaskontaktien säilymisen ja muutoksiin reagoinnin kannalta rakenteelle löytyy myös hyviä perusteluita.

Tytäryhtiöiden johto on pyritty sitouttamaan yhtiön taloudelliseen kehitykseen tytäryhtiöiden osaomistuksen muodossa, mikä kannustaa tytäryhtiöitä tuloksetukseen eri tavalla. Tämän vuoksi Viafin Service ei välttämättä omista yhtiöitä 100-prosenttisesti, kuten seuraavan sivun kuviosta huomataan.

Yhtiön organisaatorakenne voi ylhäältä katsoen vaikuttaa raskaalta monine yhtiöineen ja paikallisine johtoineen, mutta esimerkiksi emoyhtiössä työskentelee operatiivisesti vain 4 henkilöä. Samalla yhtiön pieni koko ja

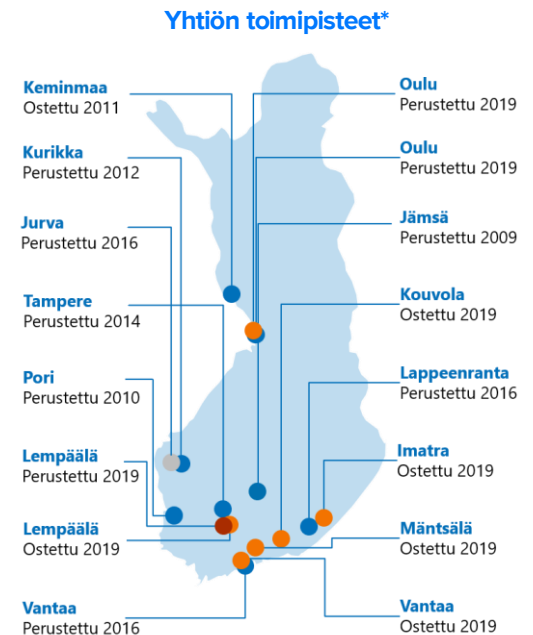
nykyaikaiset ohjausjärjestelmät mahdollistavat ketterän ja kustannustehokkaan toiminnan. Lisäksi vaikka organisaatorakenne voi aiheuttaa joitain ylimääräisiä kuluja, on paikallinen läsnäolo ja päätösvalta kuitenkin tärkeää. Sen avulla mm. pystytään paremmin kontrolloimaan henkilöresurssien käyttöä ja siten kapasiteetin käyttöastetta.

Liikevaihto suhteellisen keskittyntä

Viafin Servicen liikevaihdon maantieteellinen jakautuminen on Suomessa laajaa, mutta markkinan pienen koon vuoksi yhtiö on kuitenkin riippuvainen yksittäisten teollisuudenalojen sekä asiakkaiden liiketoiminnasta ja näkymistä. Yhtiön suurimmat toimialariippuvuudet ovat olleet historiassa sellu- ja kartonkiteollisuudessa (noin 22 % liikevaihdosta 2019), energiateollisuudessa (26 %) ja kemianteollisuudessa (13 %). Etenkin sellun ja kartongin markkinoiden muutokset ja investointinäköymät ovat olleet yhtiön liiketoiminnan kannalta tärkeitä seurantakohteita. Vuoden 2019 aikana liiketoiminta on kuitenkin hajaantunut selvemmin Viafin GAS Oy:n yritystoston myötä (kaasuteollisuuden osuus noin 21 %).

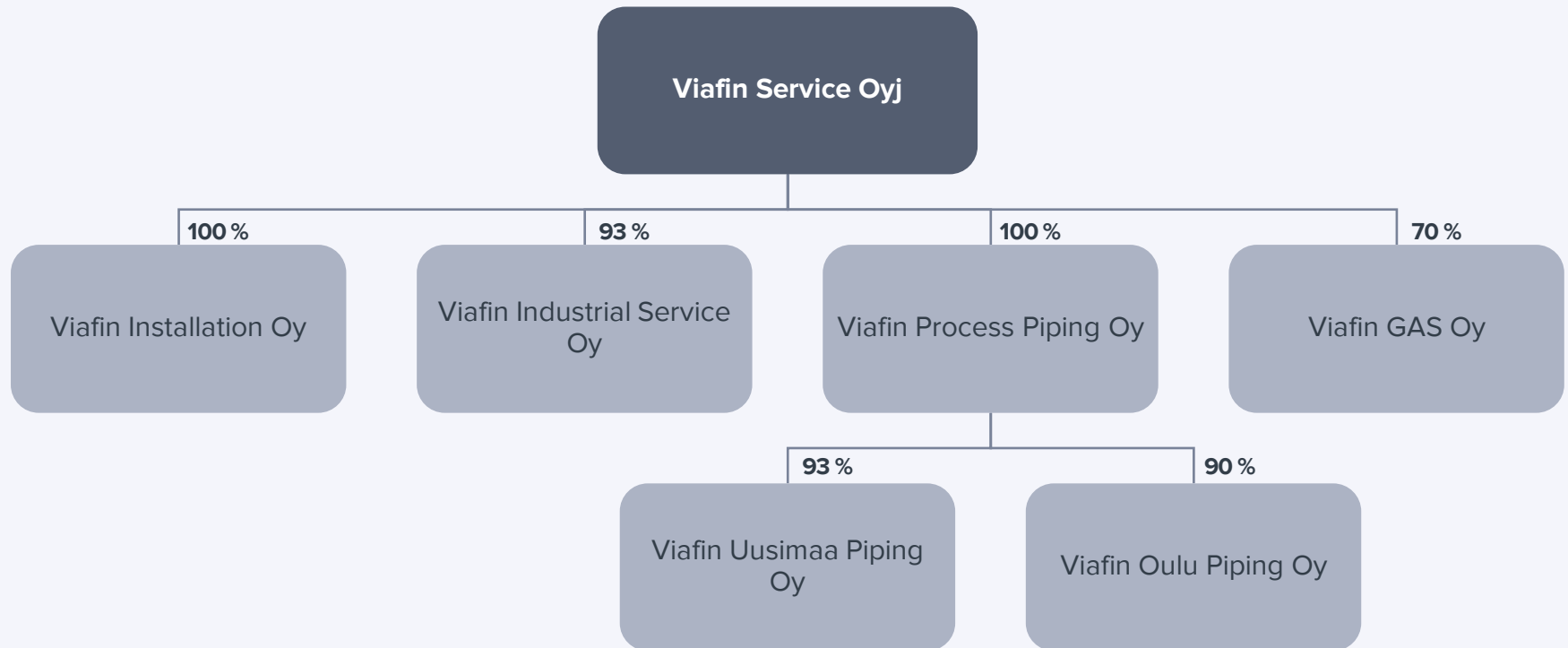
Myös yksittäisten asiakkaiden osuus liikevaihdosta on ollut suhteellisen suuri, mikä johtuu edellä mainitusta toimialariippuvuudesta sekä yhtiön pienestä koosta. Yksittäisen asiakkaan osuus liikevaihdosta on historiassa saattanut nousta jopa noin 10 %:iin ja viiden suurimman lähemmäs 40 %:iin. Nämä luvut ovat itsessään korkeita ja yhdenkin ison asiakkaan

menettäminen voisi aiheuttaa yhtiölle merkittävän liikevaihdon laskun. Tässä täytyy kuitenkin myös muistaa, että vaikka yksi asiakas olisi osuudesta liikevaihdosta isonkin osan, niin liikevaihto asiakkaan sisällä jakautuu eri tehtaisiin ja toimipisteisiin, jotka päättävät pääsääntöisesti itse keneltä huolto tilataan. Näin ollen kertaheitolla ison liikevaihto-osuuden menettäminen suoraan ei ole kovinkaan todennäköistä.



Lähde: Viafin Service
*Riihimäki perustettu 2020

Konsernirakenne



Inderesin kommentti:

Viafin Servicen organisaatorakenteessa yhtiön pääliiketoiminta tapahtuu Viafin Process Piping Oy:ssa (Inderes arvio noin 60 % liikevaihdosta), mutta myös Viafin GAS on isossa osassa (30 %). Yhtiön tytäryhtiöt toimivat pääosin itsenäisinä yhtiöinä ja tytäryhtiöiden johtoa on sitoutettu vähemmistöosuuksilla esimerkiksi Viafin Process Pipingin tyttärissä ja Viafin GAS Oy:ssa. Organisaatorakenteessa pyritään sitouttamaan yksiköiden johto konsernin tavoitteisiin ja nykyaikaiset toiminnanohjausjärjestelmät mahdollistavat yksiköiden itsenäisen toiminnan vähäisellä kiinteällä hallinnolla.

Näkemyksemme mukaan rakenne sopii hyvin yhtiön strategiaan kasvaa yritysostoin sekä myös orgaanisesti toimipaikkoja lisäämällä. Rakenteella voidaan kehittää toimivalle johdolle kannusteet luoda omistaja- ja lisäarvoa koko konsernin tasolla. Organisaatorakenne voi aiheuttaa pienelle yhtiölle joitain ylimääräisiä kuluja, mutta paikallinen läsnäolo ja päätösvalta on kuitenkin tärkeää. Vielä lyhyen pörssitaipeleen aikana malli on lisäksi näyttänyt hyvin joustavuutensa volyyymien vaihdella merkittävästi, ja näyttäisi, että yhteistyö sekä liikkuvuus toimipaikkojen välillä toimii suhteellisen hyvin.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Liiketoimintamalli

Viafin Servicen liiketoiminta voidaan jakaa kahteen eri osa-alueeseen:

- Alueellinen huolto ja kunnossapito
- Projektit

Kunnossapito kattaa yhtiön liikevaihdosta noin 75 % ja Projektit noin 25 %. Liikevaihdoltaan Kunnossapito on ollut yhtiölle tärkein elementti koko historian ajan. Projektit ovat tukifunktio ja niitä tehdään hyvin harkitusti asiakkaiden tarpeisiin.

Kunnossapitoliiketoiminta keskittyy teollisuuden putkistoihin

Viafin Servicen kunnossapitoliiketoiminta edustaa yhtiön tulevaisuuden suuntaa, kun yhtiö hakee kasvua etenkin huolto- ja kunnossapitotoimintaa lisäämällä. Yhtiön palvelu- ja huoltoliiketoiminta on ollut pääosin teollisuuden putkistoihin liittyvää huoltotoimintaa.

Liiketoimintayksikön palveluvalikoimaan kuuluvat teollisuuden prosessiputkistojen lisäksi hydrauliiikka- ja pienputkistot, mekaaniset hitsaustyöt sekä teollisuuden seisakeissa tehtävät laitteiden tai mekaniikan asennus- ja huoltotyöt. Viafin GAS Oy yritystoston jälkeen yhtiö tarjoaa myös palvelualueena maakaasuverkoston, kaasujärjestelmien ja kaasutankkausasemien kunnossapitoa ja rakentamista.

Yhtiön kunnossapitotoiminta on pääosin jatkuvaa

puitesopimukseen perustuvaa toimintaa, mutta yksikköön kuuluvat myös pienemmät yksittäisen asiakkaan pienprojektit. Sopimuksen ulkopuoliset lisätyöt ja pienprojektit ovat yhtiölle arviomme mukaan tärkeitä tulonlähteitä, sillä palvelusopimukset sisältävät usein vain kiinteähintaisen kunnossapidon.

Kunnossapitoon liittyy myös tehtaiden ja tuotantolaitosten kokonaisulkoistukset, mistä esimerkkinä toimii uuden liiketoiminnan (Viafin Industrial Service) saama ensimmäinen kokonaisulkoistussopimus. Nämä voivat toimia usein myös ponnahduslautana uusien toimipisteiden perustamiselle tärkeillä teollisuusalueilla.

Projektit tukemassa pääliiketoimintaa

Projektiliiketoimintaan kuuluu pieniä tarkoin valittuja ja asiakkaiden tarpeisiin rakennettuja noin 1-5 MEUR:n projekteja. Yhtiö fokusoituu ainoastaan pieniin ja keskisuuriin projekteihin niiden matalamman riskiprofiilin ja vähäisemmän kilpailun takia. Keskittyminen pieniin ja vain palveluliiketoimintaa tukeviin projekteihin on mielestämme perusteltua yhtiön koko ja kehityssuunta huomioon ottaen.

Projektit voidaan pääosin mieltääkin yhtiön kunnossapitoliiketoiminnan tukemiseksi, sillä usein yhtiö pyrkii myös solmimaan asiakkaan kanssa kunnossapitosopimukset asentamilleen laitteille. Putkistoasennusten lisäksi projekteja tehdään valikoidusti muun muassa teknisesti vaativiin nesteytetyn maakaasun terminaaleihin ja niiden osa-alueisiin sekä tuotantolaitosten

koneisiin ja laitteisiin.

Esivalmistus vähentää kohteessa tehtävää työtä

Viafin Service esivalmistaa putkia projektejaan varten säästääkseen tuotantolaitoksella käytettävää aikaa. Esivalmistus tarkoittaa suurimmalta osin putkien hitsausta kohteen vaatimusten mukaisiksi. Käytettävä kalusto on kevyttä ja tilantarve pieni. Projekteissa esivalmistamisen tarve on suurempi ja myös aikaa on käytettävissä enemmän, minkä vuoksi projekteihin liittyvä esivalmistus tapahtuu pääsääntöisesti yhtiön Kurikan tehtaassa. Kurikassa putkien käsittely tapahtuu 1500-2000 m²:n tiloissa, joissa on käytettävissä automaatiota putkien hitsaukseen ja katkomiseen. Myös alihankintaketju on Kurikassa tiivis ja esimerkiksi putkien taivutus voidaan suorittaa alihankinnalla. Kurikan yksikkö myy jonkin verran putkia myös ulkopuolisille asiakkaille. Kokonaisuutena esivalmistus sitoo varsin pienen osan Viafin Servicen resursseista.

Viafin Service näkee esivalmistuksen kilpailukykyelementtinä, jolla putkien esivalmistusaste ja siten tuotettava lisäarvo on voitu kohottaa pienempiä kilpailijoita korkeammalle. Viafin Service pitää esivalmistustoimintaan liittyvät operatiiviset ja taloudelliset riskit pieninä: käsittelemättömille putkille löytyy aina vaihtoehtoinen toimittaja (avaintoimittaja on kymmenkunta) ja Viafin Servicen asiakkaalle tarjoaman hinnan taustalla on aina putken toimittajalta saatu kiinteähintainen tarjous.

Liiketoiminnan profiili 1/2

Kasvuun tarvitaan käsipareja

Yhtiön liiketoiminta on pitkälti asiantuntijoiden suorittamaa asennus- ja huoltotyötä, mikä tarkoittaa että kasvu edellyttää yritysostoja tai uusien työntekijöiden rekrytointia. Kilpailu suorittavista työntekijöistä ei ole äärimmäisen tiukkaa ja toimipaikkojen lisääminen on mahdollista myös toimialueelta rekrytoimalla. Lisäksi työnteko ei välttämättä vaadi kovinkaan pitkää koulutusta (vaikkakin hyvää ammattitaitoa), mikä madaltaa kynnystä löytää uusia työntekijöitä.

Toimipaikkojen vetäjien tai aluepäälliköiden rekrytointi on taas haastavampaa, sillä yhtiö on selvästi viestinyt haluavansa aina rekrytoida paikallisesti parhaan mahdollisen vetäjän, joiden saatavuus on taasen hyvinkin tiukassa ja oma epävarmuustekijänsä.

Osittaista syklistä

Alalla yleistä on alhainen kannattavuus, pienet alalletulon esteet, kova kilpailu, lukuisat pienemmät toimijat ja etenkin projekteissa osittain suhdannevaihteluille altis liiketoiminta. Viafin Servicen liiketoiminta on ollut historian aikana kunnossapitopainotteista, mutta jatkuvan palveluliiketoiminnan osuus on osaltaan riippuvaista saaduista projekteista.

Yhtiön syklistä onkin osaltaan kaksi eri puolta. Projekteja tehdään paljon hyvän suhdanteen aikaan, kun esimerkiksi kapasiteettia pyritään lisäämään, koneita uusitaan tai uusia tehtaita käynnistetään.

Yhtiön liiketoiminta on kuitenkin myös

vastasyklistä, sillä teollisuuden huollot usein lisääntyvät matalasuhdanteen aikana. Heikommassa suhdanteessa kunnossapitotoon panostetaan, kun isoimpia investointeja halutaan vältellä. Pyritään ajamaan vielä vanhoilla koneilla ja laitteilla, mitkä voivat vaatia enemmän huoltoa.

Toimiala- ja asiakasriippuvuus hajautunut

Vaikka yhtiössä on havaittavissa vastasyklistä, on merkittävä osa yhtiön palveluista syklisillä teollisuuden toimialoilla. Lisäksi riippuvuus yksittäisen asiakkaan tai toimialan liiketoiminnasta on kohtuullisen suurta, vaikkakin viime vuosina hajaantunut useammalle eri alalle.

Kysynnän muutokset asiakastoimialoilla voivat johtaa myös koneiden tai jopa tehtaiden sulkemiseen, jolloin kunnossapitotoa ei tietenkään tarvita. Myös asiakkaiden heikentynyt taloudellinen tilanne voi johtaa tehtaiden sulkemiseen.

Isot teollisuuden toimijat ja Viafin Servicen tärkeimmät asiakkaat ovat kuitenkin Suomessa tällä hetkellä taloudellisesti paljon paremmissa asemassa kuin esimerkiksi finanssikriisin aikaan, jolloin tehtaita jouduttiin sulkemaan.

Lisäksi toimipisteiden riippuvuus yhdestä tehtaasta on suhteellisen vähäistä ja liiketoiminnan joustavuus on mielestämme tammöisissä tilanteissa suhteellisen hyvä eri toimipisteiden välillä. Yhtiön muuntautumiskyvystä kertoo myös se, että yhtiö selvisi vuonna 2008 Kaskisten sellutehtaan sulkemisesta, vaikka tämä tuotti suurimman osan yhtiön liikevaihdosta.

Toimialan tunnusmerkkejä

Henkilöstöriippuvuus
Kasvu vain resursseja lisäämällä
Alhainen kannattavuus
Matala investointivaade
Paljon pieniä toimijoita
Pienet alalletulon esteet
Alttius suhdanteille

Toimialan trendit

Teollisuuden palveluiden ulkoistaminen
Tuotannon automatisaatio
Energiatehokkuus
Digitalisaatio
IoT

Liiketoiminnan profiili 2/2

Hinnalla kilpaillaan

Toimialan piirteistä johtuen yhtiön asemaan liittyy myös riski siitä, että jokin isompi kilpailija isommalla tarjonnalla alkaisi hinnoittelulla vallata markkinaosuuksia. Tämä nähdään jo osittain kunnossapidon kokonaisulkoistuksissa, missä isommat kilpailijat ovat hyvin vahvoilla asiakkaiden näkökulmasta ja pienempiä toimijoita käytetään hyvin vähän (kts. Markkinat-osio).

Toimialan marginaalit ovat kuitenkin jo lähtökohtaisesti matalia ja tarjolla olevat merkittävät skaalaedut verrattain vähäisiä, joka näin ollen laskee hieman riskin toteutumista. Putkistojen kunnossapitoa ei voida pitää korkean lisäarvon toimintana, mikä heijastuu näin alan alhaisiin katteisiin.

Toisaalta Viafinin ydinkohdemarkkinat ovat isoimpien kilpailijoiden paineelta suhteellisen hyvin suojassa, sillä yhtiö tekee pääosin kilpailijoita pienempiä projekteja sekä kunnossapitokokonaisuuksia. Voikin olla, että alalla nähdyn konsolidaation jälkeen useita isoimmille huonoja sopimuksia ”tippuu” Viafinille, joka pystyy oman ketterän organisaation avulla näitä kannattavasti toteuttamaan.

Digitalisaatio ajaa toimialan muutosta

Perushuoltotyö tai putkien asennus ei troimialana muutu kovinkaan nopeasti, mutta tehtaissa ja koneissa/laitteissa käytettävä teknologia on jatkuvassa muutoksessa, mikä lisää Viafin Servicen kaltaisten palvelutoimittajien

tarvetta päivittää koko ajan tarjoomaansa. Tehtaissa ja niiden koneissa ja laitteissa käytettävien etäluettavien ja -ohjattavien, seurantaan ja valvontaan käytettävien antureiden ja toimilaitteiden määrä kasvaa vauhdilla. Tämä asettaa lisää vaatimuksia Viafin Servicen kaltaisille toimijoille ja osaamista on kartutettava jatkuvasti. Kilpailu pysymisestä asiakkaiden vaatimusten tasalla digitaalisessa ympäristössä on kovaa. Riittävän osaamistason todistaminen asiakkaalle (tai jopa osaamisen nostaminen tasolle, jossa kehittäminen yhdessä asiakkaan kanssa on mahdollista) ratkaisee monesti sopimuksen saamisen. Vielä nykyisellä palveluvalikoimalla ja osaamistasolla näemme Viafin Servicella runsaasti kehittämisen tarvetta digitaalisissa järjestelmissä, mutta yhtiö työskentelee aktiivisesti osaamisen kartuttamiseksi. Tehtaiden ja laitteiden digitalisaatio, automatisaatio ja kytkettyminen toisiinsa luo myös Viafin Servicelle uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja uskomme yhtiön tarkkailevan tilannetta yritysosto- ja rekrytointimarkkinoilla.

Kustannukset pääosin muuttuvia

Yhtiön liiketoiminta skaalautuu näkemyksemme mukaan pitkällä aikavälillä suhteellisen heikosti, sillä suurin osa kuluista on muuttuvia. Arviomme mukaan yhtiön kuluista noin 65-75 % on muuttuvia ja loput kiinteitä. Yhtiön liiketoiminta on hyvin henkilötyöpainotteista, minkä vuoksi liikevaihdon kasvattaminen edellyttää myös henkilömäärän kasvattamista.

Pääomaintensiivisyys matala

Yhtiön liiketoiminta ei sido huomattavasti pääomia eikä investointitarve ole kovinkaan suuri. Tämä vapauttaa operatiivisen kassavirran yhtiön käyttöön ja alalle onkin tyypillistä melko alhainen kannattavuus, mutta hyvä kassavirta ja negatiivinen käyttöpääoma. Negatiivinen käyttöpääoma mahdollistaa hyvän tulorahoituksen ja hyvä kassavirta sekä alhainen investointitarve vakaan osingonmaksukyvyyn.

Yhtiön pääomia käytetään ensisijaisesti orgaaniseen kasvuun, yritysostoihin ja osingonmaksuun. Yhtiön orgaaniset investoinnit (ei yritysostoja) olivat vuonna 2019 noin 1 %:n liikevaihdosta (59,5 MEUR, 17kk). Itse liiketoimintaan investointitarve on siis hyvin matala. Korollista velkaa yhtiöllä ei tällä hetkellä ole, mutta se on valmis käyttämään velkaa esimerkiksi yritysostojen rahoittamiseen.

Rahoitustarve Viafin Servicellä on myös näin ollen näkemyksemme mukaan orgaanisesti hyvin pientä, jos kannattavuus pysyy yhtiön tavoitetasoilla (EBITA-% 5-7%), jolloin myös kassavirta nousee vahvalle tasolle. Myös yritysostoja varten yhtiöllä on listautumisannin jälkeen resursseja. Yhtiö keräsi annista noin 10 MEUR:n bruttovarat ja yhtiön hyvän tuloksen sekä vahvan kassavirran ansiosta rahavarat olivat nousseet jo noin 14,6 MEUR:oon H1'20 lopussa. Tämä siitä huolimatta, että yhtiö on suorittanut Viafin GAS Oy -yritysoston viime vuonna.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/1

Kasvuyhtiö

Viafin Servicen sijoitusprofiilia kuvaa mielestämme parhaiten strategisen suunnan perusteella kasvuhakuisuus. Yhtiö on historiansa aikana kasvanut voimakkaasti toimipaikkoja lisäämällä. Historiallisesti Viafin on kasvanut vuodesta 2008 vuoteen 2019 asti vuosittain keskimäärin noin 37 % (CAGR), kun samaan aikaan teollisuuden huolto- ja kunnossapitomarkkinan kasvu Suomessa on ollut noin 2 %. Listautumisen jälkeen yhtiö toteutti merkittävän Viafin GAS Oy:n yrityskaupan ja on jatkanut orgaanisesti uusien toimipaikkojen sekä uusien liiketoimintojen perustamista. Luottamusta orgaanisen kasvun jatkumiseen tulevina vuosina nostaa yhtiön historia, mutta myös hyvin sujunut Viafin GAS Oy:n integraatio nostaa luottamusta yritysostoihin.

Yhtiö tavoittelee listautumisen aikaan julkistetussa strategiassaan 100 MEUR:n liikevaihtoa vuoden 2022 loppuun mennessä. Tavoite on tarkoitus saavuttaa paitsi orgaanisen kasvun myös yritysostojen kautta. Tavoite merkitsee liikevaihdon tuplaamista ja yli 26 %:n vuosikasvua vuoden 2019 noin 49,7 MEUR:n (1-12/2019) liikevaihtoon nähden.

Verrattuna vuoden 2018 pro forma -liikevaihtoon (2018: 31,2 MEUR) kasvoi yhtiön viime vuonna jo 60 %:lla, joten strategia on tämän perusteella hyvässä vauhdissa. Pidämme strategista kasvutavoitetta haastavana, mutta emme mahdollittomana. Orgaanisella kasvulla siihen ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan pääse, vaan yhtiön on tehtävä yritysostoja. Strategian

toteutusta avittaa yhtiön vahva nettokassa sekä yhtiön yritysrakennemalli, missä toimivaa johtoa pyritään vähemmistöomistuksilla sitouttamaan.

Positiiviset arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Viafin Servicen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Liikevaihdon kasvu:** Kasvu on yhtiön strategisessa fokuksessa ja näemme tämän olevan ensisijainen arvoajuri osakkeelle. Orgaanisesti liikevaihdon kasvu on ennusteillamme lähivuosina noin 4-5 %:n välissä, mutta epäorgaanisen kasvun mahdollisuus on selvästi suurempi.
- **Tuloskasvu:** Kasvavan liikevaihdon lisäksi yhtiö tavoittelee vakaata kannattavuutta. Yhtiön tavoitteleman 5-7 %:n EBITA-marginaalin ylläpitäminen liikevaihdon voimakkaasti kasvaessa merkitsisi yhtiölle tietenkin myös nopeaa tuloskasvua. Vuonna 2019 yhtiön EBITA-marginaali oli kovasta kasvusta huolimatta haarukan keskikohdan yläpuolella noin 6,4 %:ssa, mikä vahvistaa luottamustamme tavoitteen saavuttamiseen. Marginaaleihin voi kohdistua pientä painetta yritysostojen ja nopean kasvun seurauksena, mutta näemme tavoitetaso ylläpidon hyvin realistisena. Pitkällä aikavälillä sen ylittäminen on myös mielestämme hyvinkin mahdollista, kuten H1'20:n 8,2 %:n marginaalista jo huomaa.
- **Pieni pääoman tarve:** Viafin Servicen liiketoiminta sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja orgaaniset investointitarpeet ovat vähäisiä. Tämä mahdollistaa korkean pääoman tuoton ja pieni investointitarve taas luo pohjan vahvalle kassavirran kehitykselle.

Kassavirralla on puolestaan mahdollista rahoittaa tulevia yritysostoja sekä turvata vakaa osingonmaksu.

Merkittävimmät riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Yritysostot:** Strategian toteuttamiseen tarvittavien yritysostojen epäonnistumiset ovat pidemmän aikavälin isoimpia riskitekijöitä. Liian pitkään kassassa makaava raha voi myös aiheuttaa pakottavaa tarvetta investoida se, jos tavoitteet painavat päälle. Näemme kuitenkin yhtiön ajattelevan asiaa pitkän aikavälin omistaja-arvon kannalta, eikä yrityskauppoja tehdä vain lyhyen aikavälin tavoitteihin nojaten. Tähän auttaneet hallituksen ja johdon hyvä kokemus yritysostoista.
- **Kasvun haasteet:** Kovan kasvun vaiheessa voi marginaaleihin kohdistua paineita pitkässä juoksussa, jos kasvua ei saada pidettyä kurissa.
- **Syklisen markkinan riskit:** Yhtiön projektien ja palveluiden kysyntä on riippuvaista sen asiakkaiden tilanteesta ja investoinneista. Suhdanteen nopea kääntymisen ja kysynnän heikkeneminen voi johtaa asiakkaiden tehtaiden tai toimipaikkojen sulkemiseen tai siirtämiseen, millä olisi selvästi negatiivisia vaikutuksia Viafin Servicen liiketoimintaan ainakin lyhyellä aikavälillä.
- **Kilpailun kiristymisen:** Yhtiö on noin 2 000 MEUR:n markkinoillaan pieni peluri ja hintakilpailun kiristymisen sekä isompien että pienempien yhtiöiden taholta voi olla yhtiölle merkittävä riski.

Sijoitusprofiili

1. Kasvuyhtiö vakaalla kannattavuudella

2. Yritystojen onnistuminen

3. Merkittävä tuloskasvupotentiaali tavoitteiden toteutuessa

4. Syklisten asiakastoimialojen luomat riskit

5. Vahva kassavirta antaa edellytyksiä investoida kasvuun ja jakaa osinkoa

Lähde: Inderes

Potentiaali



- Liikevaihdon kasvu
- Vakaan kannattavuuden ylläpito
- Nykyisessä palveluvalikoimassa uusien toimipaikkojen luoma orgaaninen kasvu ja yritysostojen kautta luotavat tulevaisuuden palvelualueet ovat strategian pohjalla
- Tuloskasvu vähän pääomaa sitovassa liiketoimintamallissa mahdollistaa korkean pääoman tuoton, vahvan kassavirran ja kasvavan osingon

Riskit



- Yritystojen epäonnistumisen riski
- Markkina- ja suhdanneriskit vahvana jatkuvasta huoltoliiketoiminnasta huolimatta, sillä suurin osa asiakkaista toimii hyvin suhdanneherkillä teollisuuden aloilla
- Yhtiön aggressiivisen kasvun myötä hintakilpailu voi kiristyä
- Suurimmassa osassa yhtiön liiketoimintaa matalat alalletulon esteet ja kestävien kilpailuetujen puute rajaa kasvupotentiaalia

Strategia 1/1

Strategiassa haetaan voimakasta kasvua

Viafin Service julkisti strategiansa listautumisen yhteydessä ulottuen vuoden 2022 loppuun asti. Strategia pohjautuu kasvuun nykyisillä liiketoiminta-alueilla toimipaikkoja lisäämällä sekä laajentamalla suuremmille markkinoille uusien palveluvalikoimien avulla.

Yhtiö hakee orgaanista kasvua lisäämällä toimipaikkojen määrää yhtiön nykyisellä teollisuuden putkistojen ja tehtaiden seisokkihuoltojen palvelualueella. Toimipaikkoja on ollut tarkoitus lisätä Oulun seudulle ja pohjoiseen Keski-Suomeen (Varkaus, Kuopio, Äänekoski), jossa on merkittävää tehdasteollisuutta. Oulun seudulle uusi toimipiste on jo perustettu, ja se on jo hyvässä vauhdissa H1-raportin mukaan.

Yritysoistoilla yhtiö pyrkii laajentumaan uusille palvelualueille, joihin kuuluvat muun muassa sähkö-, automaatio-, pumppu- ja venttiilihuolto. Esimerkki laajentumisesta uudelle alueelle oli Viafin GAS Oy:n kaasunjakelun huollon ja kunnossapidon lisääminen palveluvalikoimaan.

Yhtiö keskittyy kotimaiseen liiketoimintaan, eikä sillä tällä hetkellä ole aikeita lähteä kansainvälistymään. Näemme tämän olevan oikea ratkaisu ja Suomessakin riittävän vielä kasvupotentiaalia.

Strategiassa painotetaan lisäksi huollon ja kunnossapidon merkitystä. Liiketoiminta huolloissa on paljon vakaampaa ja osittain jatkuvaluonteista, jolloin se madaltaa yhtiön riskiprofiilia. Yhtiön strategisena tavoitteena on,

että huollon ja kunnossapidon osuus liikevaihdosta on yli 75 %.

Taloudelliset tavoitteet

Yhtiö profiloituu kasvuyhtiöksi ja taloudellisten tavoitteiden kärkenä on liikevaihdon kasvattaminen ja vakaan kannattavuuden ylläpito:

- **Liikevaihto 100 MEUR vuonna 2022**
- **EBITA-marginaali 5-7 % keskipitkällä aikavälillä**
- **Osinko 30-50 % tilikauden oikaistusta tuloksesta**

Orgaanisesti kasvutavoite on mielestämme käytännössä mahdoton saavuttaa, mutta yritysoistojen ja orgaanisen kasvun yhdistelmänä hyvinkin mahdollinen. Tilanteessa, jossa yhtiö ei kasvaisi orgaanisesti ollenkaan, edellyttäisi 100 MEUR:n liikevaihtotavoite suurin piirtein joka vuosi yhtä noin 15-20 MEUR:n liikevaihdon tuovaa yritysoistoa vuodesta 2020 alkaen. Tämä on mielestämme mahdollista, sillä toimiala on pirstaloitunut ja potentiaalisia eri kokoisia yritysoistokohteita on paljon.

Korona on kuitenkin jarruttanut aikeita, eikä sopivia yritysoistokohteita ole vielä tänä vuonna löytynyt. Mielestämme erittäin tärkeää on, että yhtiö ei päädy ostamaan huonoa liiketoimintaa vain lyhyen aikavälin tavoitteiden saavuttamiseksi. Tällä hetkellä näyttäisi siltä, että yhtiö istuu hyvinkin luottavaisena kassansa päällä, mutta etsii kuitenkin kokoajan varteenotettavia kohteita. Markkinalla on paljon

myös Viafinin kokoisia yrityksiä, joten yksi isokaan yritysosto ei mielestämme ole poissuljettua.

Yritysostoprosessin ja -strategian yksi kulmakivi on, että Viafin Servicen tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yhtiöinä ja niiden integroiminen ei ole kovinkaan raskas prosessi. Viafin Service on viestinyt myös jatkavansa yritysoistoja enemmistöosuuden hankkimalla sitouttaen näin yleensä myös työntekijät mahdollisimman hyvin. Malli on ollut käytössä mm. Viafin GAS Oy:n yrityskaupassa, mistä Viafin Service omistaa nyt 70 % ja toimiva henkilöstö 30 %. Viafinilla on kuitenkin mahdollisuus lunastaa loppuosuus myöhemmin pois, mutta siihen asti toimivalla johdolla on kannusteet tehdä mahdollisimman hyvää tulosta saadakseen parhaan mahdollisen hinnan.

Yhtiön tavoittelema 5-7 %:n EBITA-marginaali on mielestämme hyvinkin mahdollinen ylläpitää viime vuoden marginaalin oltua vahvat 6,4 %. Myös H1:n kannattavuus (8,2 %) rohkaisee luottamaan yhtiöön, mutta näemme marginaalin kuitenkin olevan jatkossa vahvan kasvun takia tavoitehaarukan keskivaiheilla.

Osinkoa yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan myös maksamaan vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallinsa ansiosta. Osingonmaksu vaatii kuitenkin yhtiöltä vakaan kannattavuuden ylläpitoa myös tulevaisuudessa. Osingon maksimoiminen ei arviomme mukaan kuulu tässä vaiheessa kuitenkaan yhtiön ykköstarvoitteisiin, sillä yhtiö on selkeässä kasvuvaiheessa.

Strategiset ja taloudelliset tavoitteet

- 1 Palveluvalikoiman laajentaminen muuhun teollisuuden kunnossapitoon
- 2 Maantieteellinen laajentuminen Ouluun ja Keski-Suomeen
- 3 Uuden palveluvalikoiman laajentaminen maanlaajuiseksi
- 4 Kilpailuedun rakentaminen digitaalisilla ratkaisulla
- 5 Paikallisen liiketoiminnan ja kilpailukyvyen vahvistaminen

Inderesin kommentti:

Liikevaihdon kasvutavoite vaatii noin 30 %:n vuosittaista kasvua. Pidämme tavoitetta realistisena, mutta se vaatii sekä vahvaa orgaanista kasvua että yritysostoja. Kannattavuus on pysynyt hyvällä tasolla (EBITA-marginaali 2018 pro forma: 6,4 % ja 2019 1-12: 6,4 %), mikä tukee tavoitteisiin pääsyä, vaikka uskommekin kasvun painavan kannattavuutta tulevina vuosina. Vakaa taseasema ja vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli tukevat tulevaa osingonmaksukykyä.

Kasvu

Liikevaihto vuonna 2022:

100 MEUR

Kannattavuus

EBITA-marginaali keskipitkällä aikavälillä:

5-7 %

Osinko

Osinko tilikauden oikaistusta tuloksesta:

30-50 %

Inderesin kommentti:

Kasvun kärkenä on laajentuminen yritysostoin uusille palvelualueille, mutta myös selkeää orgaanista kasvua haetaan lisäämällä toimipaikkojen määrää valituille alueille Ouluun ja Keski-Suomeen. Uusien palveluiden tarjonta voidaan laajentaa tarvittaessa jokaiselle toimipaikalle, mutta tämä vaatii näkemyksemme mukaan merkittävää resurssien kasvattamista samalla, kun hyvistä resursseista on pulaa. Näemme kuitenkin yhtiön kannusteiden motivoivan myös parhaita osaajia. Yhtiö myös tutkii erilaisia digitaalisia ratkaisuja liiketoiminnan kasvun vauhdittamiseksi ja kilpailuedun vahvistamiseksi.

Taloudelliset tavoitteet

Toimiala ja markkina 1/3

Teollisuuden kunnossapito

Teollisuuden kunnossapitopalvelut käsittävät eri kokoisten ja eri teollisuuden alojen laitoksilla suoritettavia laitosten, laitteiden ja laitosalueen kunnossapitoon ja huoltoon liittyviä palveluita. Tämä voi tarkoittaa mm. teollisten laitosten mekaanisia kunnossapitotöitä, sähkö- ja automaatiotöitä, korjaamopalveluita ja logistiikkapalveluita. Kunnossapidolla pyritään turvaamaan teollisten laitosten häiriötön käynti, käyttö ja tuotanto. Tarkoituksena on siten edistää laitosten kustannustehokasta toimintaa ja hallintaa.

Palveluiden lisäksi toimialaan voidaan lukea teollisuuden kunnossapitoa tukevat projektit, johon voidaan lukea laitosesisäkkien aikana tehtävät määräaikaishuollot, laitteiden ja laitosten perusparannukset ja modernisoinnit sekä myös uusiin laite- tai tehdasinvestointien liittyviä asennuksia. Projektit eroavat teollisuuden kunnossapidosta siten, että ne sovitaan yleensä kertaluonteisesti eikä niissä ole välttämättä palvelujen kaltaista jatkuvuutta.

Ulkoistaminen iso trendi

Iso trendi alalla on kunnossapidon ulkoistus niin teknisesti vaativissa kuin myös ”pehmeissä” huolloissa ja palveluissa. Tämä on myös totta teollisuuden kunnossapitopalveluiden osalta ja näin markkinat voidaan jakaa ulkoistettuihin sekä itse tuotettuihin kunnossapitopalveluihin.

Kunnossapidon ulkoistaminen voidaan tehdä kokonaisvaltaisesti tai osittain. Kokonaisulkoistus sisältää usein tehtaan tai tuotantolaitoksen kaikkien laitteiden ja koneiden kunnossapidon.

Nämä ovat yleensä asiakkaille mielekkäämpiä (kaikki samasta paikasta) että myös toimittajalle usein kannattavampia. Viafin Service ilmoitti H1-katsauksessaan saaneen juuri tämän tyyppisen kokonaisulkoistuksen merkittävän pirkanmaalaisen elintarvikealan tuotantolaitoksen kanssa. Markkinoilla on kuitenkin paljon vielä osaulkoistusta, missä osa töistä tehdään sisäisesti ja osa ulkoistetaan.

Kilpailu- ja kuluttajaviraston tekemän tutkimuksen mukaan Viafin Servicelle tärkeällä sellu- ja paperiteollisuudessa ulkoistukset ovat usein kokonaisulkoistuksia, kun taas metalli- ja kemianteollisuudessa ne ovat osaulkoistuksia. Saman aineiston perusteella kokonaisulkoistukset ovat pääosin mittavia kokonaisuuksia ja niiden arvo on usein yli 1 MEUR. Noin 65-70 % ulkoistusmarkkinasta koostuu näistä kokonaisulkoistuksista.

KKV:n mukaan keskisuurten ja pienten toimijoiden asema on heikompi kuin isojen toimijoiden merkittävässä ulkoistussopimuksissa, eivätkä asiakkaat usein edes harkitse heitä tarjouskilpailuun. Sen takia on äärimmäisen tärkeää, että pieni toimija toimii jollain erikoisalalla, kuten teollisuuden putkistoissa tai tuotantolaitteiden huollossa.

Suurten tuotantolaitosten kokonaisulkoistuksen markkinaan pääsy edellyttää KKV:n selvityksen mukaan toimittajalta 1) laajaa tuoteportfoliota, 2) koon mukanaan tuomaa uskottavuutta sekä 3) referenssejä. Erityisen vaikea markkina pienille toimijoille tuntuisi olevan energiateollisuus ja raskas prosessiteollisuus.

Toimiala ja markkina 2/3

Kohdemarkkina noin 2 miljardin kokoinen

Viafin Servicen pääliiketoiminnan (teollisuuden putkistot ja niiden kunnossapito) markkinakoko on yhtiön arvion mukaan noin 300 MEUR, josta yhtiön markkinaosuus on jo yli 10 %. Tämän vuoksi merkittävän kasvun aikaansaaminen tässä segmentissä alkaa pikkuhiljaa vaikeutua.

Näemme kuitenkin Viafin Servicen hyvän tarjoaman ja kilpailukyvyn luovan vielä mahdollisuuksia kasvattaa osuutta. Lisäksi markkinakasvua tukee edelleen kunnossapidon ulkoistus tehtailta ulkopuolisille toimijoille.

Isoimmassa kuvassa kuitenkin laajentuminen uusiin palveluihin on mielestämme tarpeen, josta Viafin GAS Oy sekä uusi Industrial Service -liiketoiminta ovat hyviä esimerkkejä. Kun kohdemarkkinaan lasketaan yhtiön nykyisen palveluvalikoiman lisäksi sähkö-, automaatio-, pumppu- ja venttiilihuolto, puhutaan yhtiön mukaan varsin laajasta, noin 2 miljardin euron, kohdemarkkinasta.

Myös KKV:n tulkinta markkinoiden koosta tukee tätä. KKV:n arvio teollisuuden projektipalveluiden markkinoiden koosta on noin 900-1300 MEUR:n välissä. Projektipalveluihin kuuluvat työt, jotka ovat usein kertaluonteisia tai raamisopimuksiin perustuvia palveluita, jotka tukevat muuta kunnossapitoa (esim. teollisuuden seisokit). Ulkoistetun kunnossapitomarkkinan koon arvioitiin taas olevan eri osapuolten toimesta KKV:n selvityksessä noin 400-700 MEUR:n arvoinen.

Yhdessä nämä muodostavat Viafinille relevantit

projekti- ja kunnossapitomarkkinat noin 1300-2000 MEUR:n arvoiseksi, mikä sopii myös hyvin yhtiön arvion kanssa yhteen. Tässä ei kuitenkaan ole huomioitu asiakkaiden sisäistä tuotantoa.

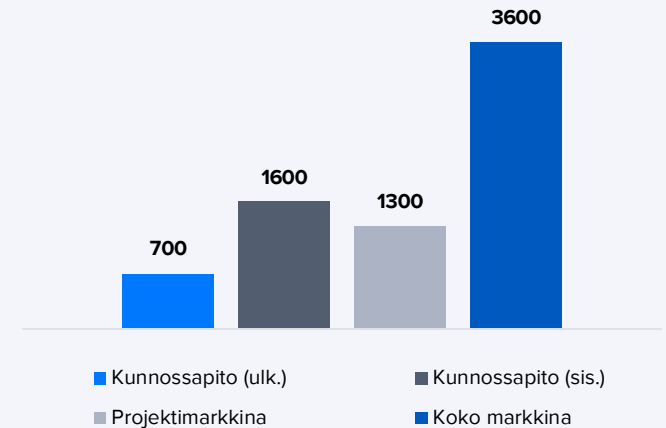
Markkinan ulkoistusasteessa varaa kasvaa

Arvioitaessa ulkoistuksen penetraatioastetta, voidaan käyttää Caverionin KKV:n selvityksessä ilmoittamaa arviota kokonaismarkkinoiden koosta. Caverion arvioi markkinan koon olevan jopa 3600 MEUR, joka arviomme mukaan sisältää tehtaiden oman että ulkoistetun kunnossapidon sekä myös projektit.

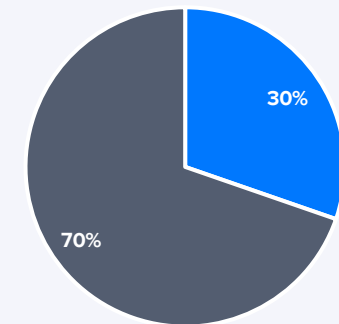
Jos oletetaan, että KKV:n projektimarkkina-arvio (900-1300 MEUR) sisältää sekä ulkoistetun että sisäisen tuotannon, ja yläarvio on lähempänä totuutta, on kunnossapitomarkkina kokonaisuudessaan noin 2300 MEUR (3600 MEUR - 1300 MEUR = 2300 MEUR).

Käyttäen KKV:n yläarviota ulkoistetun kunnossapitomarkkinan koosta (700 MEUR), saadaan lukuja yhdistämällä ulkoistuksen penetraatioasteeksi noin 30 % (700 MEUR / 2300 MEUR = noin 30 %). Luku sisältää monia oletuksia, mutta on mielestämme suhteellisen realistinen arvio antaen ulkoistuksen trendille tilaa kasvaa.

Teollisuuden kunnossapito- ja projektimarkkinat (MEUR)*



Ulkoistuksen penetraatioaste kunnossapidon markkinoista*



■ Kunnossapito (ulk.) ■ Kunnossapito (sis.)

Toimiala ja markkina 3/3

Teollisuuden huollon kasvu ollut hyvää, mutta notkahduksiakin on tapahtunut

Teollisuuden koneiden ja laitteiden huoltopalvelut ovat Suomessa pitkällä aikavälillä kasvaneet vuosittain noin 4,0 %:n vauhtia (1995-2019 CAGR-%) ollen linjassa BKT:n vuosittaisen kasvuun (3,8 %). Markkina ei täysin kuvaa välttämättä Viafin Servicen tarjoamaa, mutta antaa mielestämme tarpeeksi hyvän vertailukohtan.

Markkina on kasvanut suhteellisen tasaisesti, mutta ei huoltotoiminta kuitenkaan ole ollut suhdanteille immuunina, kun vuonna 2009 liikevaihto laski yli 10 %. Pitkäkestoisia laskuja ei kuitenkaan ole nähty ja markkinan voisi olettaa kasvavan pitkällä aikavälillä BKT:n kanssa suhteellisen linjassa. Näemme kuitenkin ulkoistumistrendin jatkumisen avittavan markkinakasvun yli BKT:n tason ja arvioimme Viafin Servicen markkinoiden kasvavan noin 2-4 %:n vuosivauhtia seuraavien viiden vuoden ajan. Talouden mahdolliset shokit ja nopea hidastuminen voivat kuitenkin arviomme mukaan romahduttaa liikevaihdot isoihinkin laskuihin väliaikaisesti.

Viafin kasvanut kuitenkin selvästi markkinoita nopeammin

Vuodesta 2012 lähtien (Viafin Process Pipingin ensimmäinen kokonainen tilikausi) Viafin Service on kasvanut vuosittain keskimäärin noin 10 %:n vauhtia. Samalla ajanjaksolla markkina on kasvanut vain noin 3 %:n vauhtia. Huomioitavaa on, että emme ole huomioineet Viafin GAS yritystoa, vaan olemme pyrkineet kuvaamaan

Viafin Servicen arvioimaamme orgaanista kasvua. Viafin GAS yritystolla vuosittainen keskimääräinen kasvuvauhti nousee 16 %:iin kertoen hyvinkin vahvasta kasvusta.

Olemme luottavaisia, että Viafin pystyy myös jatkossa kasvamaan markkinoita nopeammin. Yhtiö on vahvan orgaanisen kasvun lisäksi nyt panostamassa merkittävästi yritystoihin, joka mahdollisesti heikomman markkinakehityksen myötä voi myös avata hyviä ostopaikkoja yhtiön vahvalle kassaposiitille.

Yhtiön kasvu ollut markkinoita selvästi nopeampaa (2012=100)



Kilpailu 1/1

Markkinoilla paljon toimijoita

Kilpailu Viafin Servicen päämarkkinoilla teollisuuden kunnossapidossa on kovaa. Pienten investointitarpeiden vuoksi alalletulon esteet ovat matalat ja palvelut kiinnostavat tällä hetkellä strategisesti monia toimijoita. Palvelut ovat yleensä projekteja kannattavampia ja vähempirikisiä, jolloin ne houkuttelevat toimijoita markkinoille. Palveluiden perussopimusten jatkuva luonne ja projekteja parempi suhdannekestävyys houkuttelevat etenkin nyt, kun taloussuhdanteessa alkaa näkyä hidastumista. Yhtiön kanssa kilpailevat kansainväliset isot toimijat, pienemmät huoltoyritykset, paikalliset yksityisyrittäjät ja tehtaiden oma huoltohenkilöstö. Isot ja keskiuuret toimijat voivat olla mukana usean eri toimialan (teollisuus, rakentaminen) ja

palvelutyypin (huolto, siivous, vartiointi, ruokahuolto) toiminnassa, jolloin teollisuuden palvelut ovat vain osa liiketoimintaa. Näiden toimijoiden leveämpi palvelutarjonta voi olla kilpailuetu ja johtaa Viafin Servicen kaltaisten toimijoiden sivuuttamiseen neuvoteltaessa isompien tehtaiden perushuoltokohteista.

Markkinoilla isoja ja pieniä toimijoita

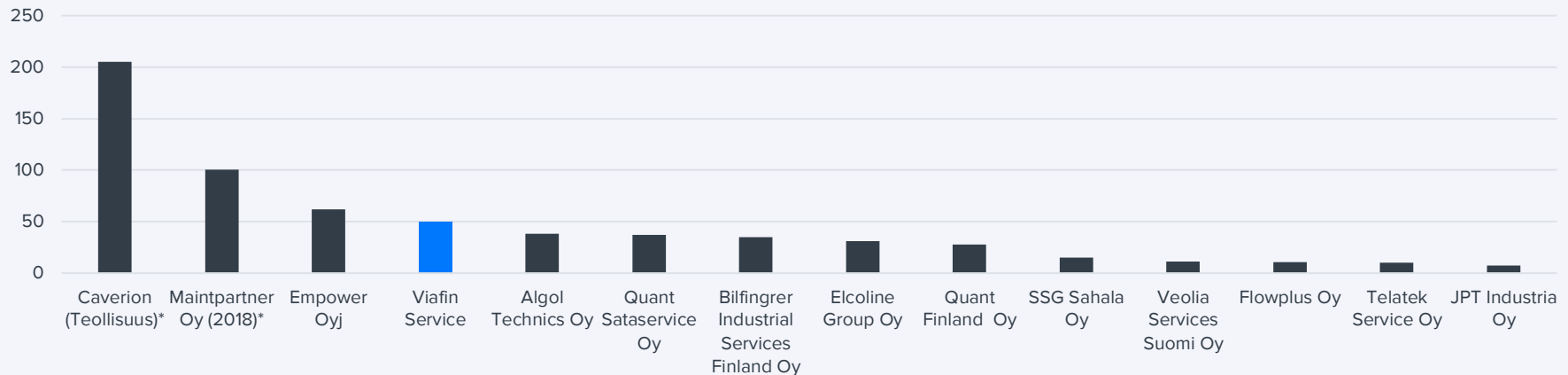
Viafin Service on viimeisten vuosien aikana kasvanut arviomme mukaan markkinaa nopeammin ja kasvattanut markkinaosuuttaan. Yhtiön liikevaihdosta 100 % tulee Suomesta ja isoimpia pääkilpailijoita ovat Caverion (+Maintpartner), Bilfinger sekä Quant (+Sataservice).

Puhtaasti liikevaihdolla mitattuna Viafin olisi ollut markkinaosuudessa neljäntenä vuonna 2019,

mutta otettaessa huomioon vain perinteinen teollisuuden kunnossapito liiketoiminta (ilman Viafin GASia), yhtiö olisi sijoittunut arviomme mukaan liikevaihdolla Bilfingerin tasolle.

Alla olevat luvut ovat yhtiöiden tilinpäätöksistä tai muusta materiaalista, eivätkä välttämättä kerro yhtiöiden teollisuuden kunnossapidon liikevaihdon tasosta. Tasot antavat kuitenkin suhteellisen hyvän kuvan isoista ja pienemmistä kilpailijoista markkinoilla. Storan Enson tytäryhtiö Efora (liikevaihto 2019: 208 MEUR) on jätetty pois laskuista, sillä se tekee tietojemme mukaan liiketoimintaa vain Stora Ensolle. Lisäksi Caverionin ja Maintpartnerin tapauksessa on syytä huomioida se, että Maintpartner on ollut Caverionin Teollisuuden luvuissa mukana 30.11.2019 lähtien ja kuviossa esitettävä Maintpartnerin liikevaihto on vuodelta 2018.

Liikevaihto 2019 (MEUR)

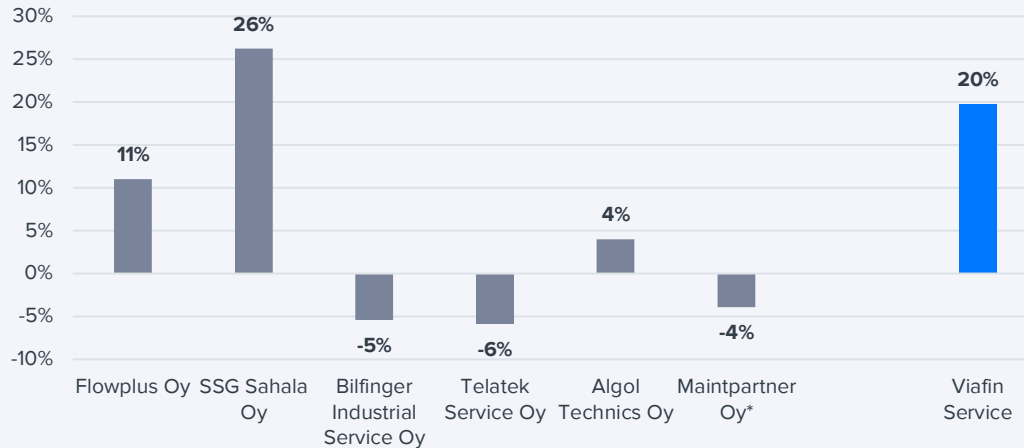


Lähde: Inderes, Yhtiöiden materiaali

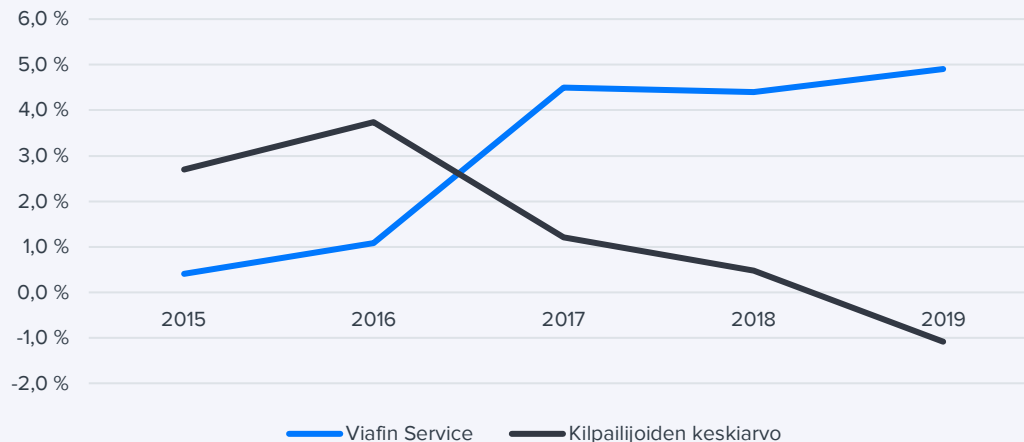
*Maintpartner osana Caverionia 30.11.2019 alkaen, Maintpartner 2018

Alan keskeisiä toimijoita

Liikevaihdon kasvu 2015-2019 (CAGR-%)



Kannattavuus (EBIT-%)



Inderesin kommentti:

Viafin Servicen kasvu on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskimäärin kilpailijoita parempi. Keskimäärin valitut kilpailijat ovat kasvaneet noin 7 % vuosittain, kun Viafin Service on kasvanut noin 20 %:n vauhtia.

Kilpailijoihin on valittu yrityksiä, joista on suhteellisen aukoton viiden vuoden historia. Esimerkiksi Caverionin teollisuuden divisioonasta ei ole saatavilla Suomen osalta tarkkoja lukuja tai liikevoittoa, jonka vuoksi se on pois laskelmista. Yleisesti näyttäisi, että keskiuuret ja pienet toimijat ovat kuitenkin kasvaneet osin isoimpien kustannuksella, kuten Maintpartnerin ja Bilfingerin luvuista näkee. Maintpartnerin luvuissa on huomioitava, että ne ovat vuosilta 2014-2018, mikä voi hieman heikentää niiden vertailtavuutta.

Viafin Servicen kannattavuus on myös ollut alan keskiarvoa parempi viimeisen viiden vuoden aikana, mikä myös osaltaan lisää luottamusta yhtiön kannattavuustavoitteiden toteutumiselle.

Viafin Servicen kannattavuus on myös ollut nousujohteista toisin kuin valituilla kilpailijoilla keskimäärin. Alan kannattavuudessa näkyy yleisenä ilmiönä mielestämme se, että projektivetoisilla yhtiöillä kannattavuus on huoltoihin ja kunnossapitoon keskittyneitä alhaisempi.

Historiallinen kehitys

Juuret vuodessa 2008

Yhtiön perustan muodostaa West Weldingin liiketoiminnot vuodesta 2008 lähtien. Vuonna 2011 entisistä West Weldingin liiketoiminnoista yhtiöitettiin nykyinen Viafin Process Piping Oy. Yhtiön ensimmäisen itsenäisen tilikauden aikana yhtiö osti itselleen Kalse Piping Oy:n putkistojen huolto- ja kunnossapito liiketoiminnot Keminmaalla. Vuosien 2011-2012 aikana perustettiin myös Ruotsiin oma yksikkö vastaamaan kaivosyhtiöiden hankekysyntään. Ruotsin liiketoiminta jäi kuitenkin sekä volyymiltään että kannattavuudeltaan odotuksista ja sen toiminnasta päätettiin irtautua tilikauden 2017-2018 aikana. Vuosina 2011-2018 Viafin Service kasvatti kotimaista toimipaikkaverkostoaan merkittävästi ja lisäksi yhtiö perusti Uudenmaan tytäryhtiönsä. Samalla

West Welding Oy myi tehtaiden seisakkeihin erikoistuneen pienimuotoisen liiketoiminnan juuri perustetulle Viafin Installationille, josta myöhemmin tuli Viafin Servicen tytäryhtiö.

Vahvaa kasvua läpi suhdanteiden

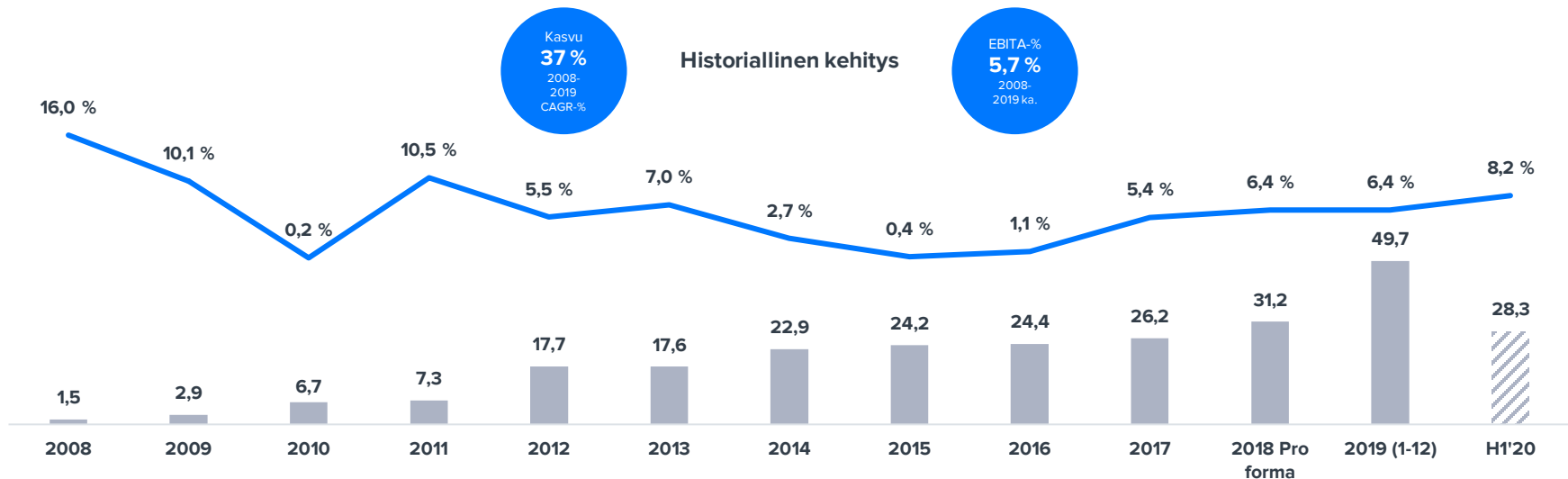
Viafin on kasvanut näitä alla olevia lukuja käyttäen merkittävästi historiansa aikana. Tosin lähtötasokin on hyvin matala. Vuoden 2008 noin 1,5 MEUR:n liikevaihdosta aina vuoden 2019 noin 50 MEUR:n liikevaihtoon nähden kasvua on vuosittain tullut keskimäärin 37 %. Samalla aikajaksolla kohdemarkkina (Teollisuuden koneiden ja laitteiden huolto) on kasvanut noin 2 %:n vuosivauhtia.

Kannattavuus ollut suhteellisen vakaa viime vuosina

Viafinin kannattavuus on ollut varhaisessa

historiassa hyvin vaihtelevaa, mutta vakaantunut viime vuosien aikana. Vuonna 2013 yhtiö ylsi noin 7 %:n EBITA-marginaaliin, mutta vuoteen 2015 mennessä kannattavuus laski heikomman markkinan seurauksena lähelle nollaa (EBITA-% 0,4 %). Vuodesta 2015 lähtien kannattavuus on ollut kuitenkin nousu-uralla ollen tavoitetasojen (5-7 %) sisällä.

Ottaen huomioon yhtiön kasvuvaiheen ja uusien toimipaikkojen sekä yritysostojen tuoman kannattavuuspaineen, on yhtiön vuoden 2019 tulostaso sekä alkuvuonna 2020 saavutettu 8,2 %:n marginaali todella kova suoritus. Viafin GASin integraatio on sujunut odotuksiamme paremmin ja myös uudet toimipaikat ovat päässeet nopeasti liiketoimintaan kiinni. Yhtiön liiketoimintamalli ja konsernirakenne näyttäisi siis toimivan yhtiön kasvuvaiheessa hyvin.



Kulurakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

Viafin Servicen kulurakenne on yksinkertainen

Viafin Servicellä on kolme merkittävää muuttuvaa kuluerää: ostot, ulkopuoliset palvelut ja henkilöstökulut. Yhtiön neljäs tärkeä kuluerä on liiketoiminnan muut kulut, joissa on esimerkiksi kiinteistöjen vuokratulot.

Henkilöstökulut suurin kuluerä

Henkilöstökulut on yhtiön suurin kuluerä. Liiketoiminta on hyvin henkilöstöriippuvaista ja henkilöstökulut olivat vuonna 2019 noin 36 % kokonaiskuluista. Yhtiön henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta on noussut vuoden 2012 noin 20 %:sta viime vuoden noin 34 %:iin. Tämä johtuu arviomme mukaan yhtiön siirtymisestä projektivetoisesta enemmän palvelukeskeiseen liiketoimintaan. Näemme henkilöstökuluissa olevan kokonaisuudessaan nousuvaraa yhtiön kasvuvaiheen aikana, sillä kasvu syntyy ennen kaikkea henkilöstöä ja käsipareja lisäämällä.

Ostojen merkitys pienentynyt

Viafin Servicen kulueristä toiseksi suurin on ollut aikaisemmin ostokulut (aineet ja tarvikkeet). Erä käsittää palveluiden ja projektien toteuttamiseen tarvittavien tuotteiden ja materiaalien kustannukset, joihin kuuluu muun muassa putkimateriaalit, varaosat ja muut huoltotarvikkeet.

Tämä täysin muuttuva kuluerä oli yli 25 % kuluista ennen vuotta 2019, mutta laski viime vuonna noin 19 %:iin. Osuuden lasku heijastelee arviomme mukaan projektien ja tuotemyynnin osuuden pienentymistä sekä Viafin GASin

kulurakenteen integroimisesta.

Yhtiön toiseksi suurimmaksi kulueräksi on noussut ulkopuoliset palvelut, mihin kuuluu muun muassa yhtiön alihankintana suorittamat työt. Nämä kulut olivat viime vuonna noin 26 % liikevaihdosta ja noin 28 % kokonaiskuluista.

Näemme, että pitkällä aikavälillä osuus ei ainakaan merkittävästi lähivuosina kasva, sillä huoltoihin ja kunnossapitoon käytetään enemmän omaa henkilöstöä laadun ja palvelun tason varmistamiseksi. Vahvan projektimarkkinan vuoksi ne ovat kuitenkin olleet arviomme mukaan korkealla tasolla.

Neljäs erä, liiketoiminnan muut kulut, ovat olleet noin 14-15 % liikevaihdosta ja kokonaiskuluista, mutta nousivat hieman viime vuonna noin 17 %:iin liikevaihdosta. Kuluihin kirjataan mm. hallinto-, IT-, markkinointi-, matkustus, vakuutus- ja vuokratulot. Kulut kokonaisuudessaan ovat lyhyellä tähtämellä melko kiinteitä, mutta esim. vuokratulujen määrä tietenkin muuttuu uusien toimipaikkojen perustettaessa.

Tase vahva listautumisen myötä

Viafin Servicen taseasema on hyvin vahva ja jopa ylikapitalisoitunut vahvan kassavirran sekä yhtiön listautumisannista saamien varojen myötä. Viimeisimmässä tulosraportissa (H1'20) yhtiön omavaraisuusaste oli noin 64 % ja velattoman taseen takia nettovelkaantumistaso oli selvästi negatiivinen. H1'20 kassavarat olivat 14,6 MEUR, ollen jopa 46 % yhtiön taseen loppusummasta. Yhtiön tase on näin ollen hyvinkin vahva

yrittäjätoimintaa ja organisaation toteutettavaa kasvustrategiaa ajatellen.

Yhtiö voi kuitenkin tarvittaessa käyttää velkarahoitusta strategisiin tavoitteisiin päästäkseen. Yhtiöllä ei ole taserakenteeseen liittyviä julkistettuja tavoitteita, mutta näemme yhtiöllä olevan varaa velkaantumisen merkittäväänkin kohoamiseen, jos se on tarpeen.

Nettokäyttöpääoma negatiivinen

Kevyen taseen, liiketoimintaprofiilin ja saatujen ennakkomaksujen avulla Viafin Servicen nettokäyttöpääoman voi odottaa jatkossakin säilyvän joko negatiivisena tai hyvin pienenä. Tämän vuoksi liiketoiminnan pääomaprofiili on erittäin hyvä, sillä yhtiön juoksevaan liiketoimintaan ei sitoudu pääomaa. Tämä puolestaan on yhtiölle ja myös sijoittajille positiivinen seikka, sillä se keventää tasetta, helpottaa investointien rahoitusta sekä parantaa oman pääoman tuottoa, kun nettokäyttöpääoman rahoituskulut eivät rasita tulosta.

Negatiivinen nettokäyttöpääoma on myönteinen seikka tietenkin vain niin pitkään kuin yhtiön maksuvalmius (kassa ja likvidit varat) säilyy hyvällä tasolla. Käyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon oli vuonna 2019 laskelmiemme mukaan noin -3 % liikevaihdosta ja ennusteissamme pysyy tulevaisuudessa selvästi negatiivisena.

Kulurakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Taseessa on paljon liikearvoa

Yhtiön taseessa korostuu liikearvo (H1'20: 6,4 MEUR), joka on noin 20 % taseen loppusummasta ja noin 34 % yhtiön omasta pääomasta. Liikearvo on kertynyt ennen listautumista tehtyjen yhtiöittämisten ja yritysostojen seurauksena. Yhtiö poistaa liikearvoa Suomen tilinpäätösstandardien (FAS) mukaan kymmenessä vuodessa, ja liiketoimintojen odotetun positiivisen kehityksen myötä emme näe merkittävää riskiä, että liikearvoon kohdistuisi painetta alaskirjauksille.

Muiden pysyvien vastaavien merkittävin erä on 1,4 MEUR:n koneet ja kalusto. Määrän pienuus kuvastaa liiketoiminnan vähän pääomia sitovaa luonnetta.

Taserakenne oivallinen osinkojen maksuun

Kokonaisuutena Viafin Servicen taloudellinen asema on nykyisellään hyvin vahva. Liiketoiminnan kannattavuus on pysynyt kestäväällä tasolla ja samalla mahdollistanut positiivisen operatiivisen kassavirran. Vahva kassavirta mahdollistaa myös vahvan osingon, johon myös yhtiö haluaa pitemmällä aikavälillä profiloitua. Odotamme yhtiön jakavan osinkovirtaa omistajilleen yhtiön tavoitteiden mukaisesti, vaikka suurin painopiste yhtiöllä onkin nyt kasvussa.

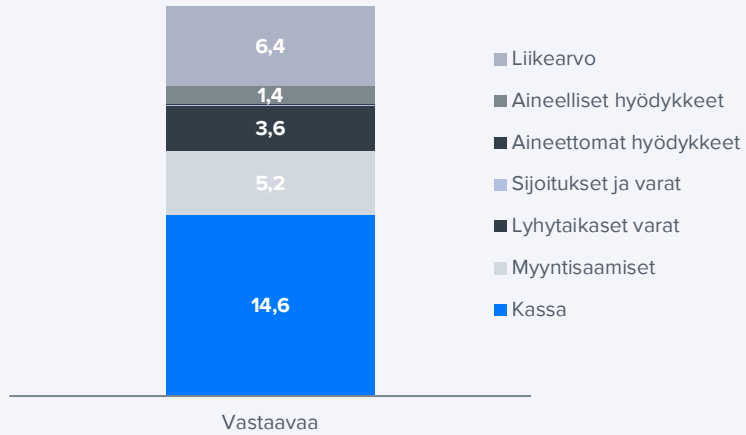
Viafin Servicen investointitarve käyttöomaisuuteen on erittäin vähäinen, koska liiketoiminta pohjautuu vahvasti henkilöstön osaamiseen. Yhtiön toimitilat on vuokrattu, eikä kiinteään omaisuuteen ole juuri investoitu.

Yhtiöllä ei ole käsityksemme mukaan myöskään lähitulevaisuudessa odotettavissa merkittäviä investointeja mahdolliset yritysostot poislukien.

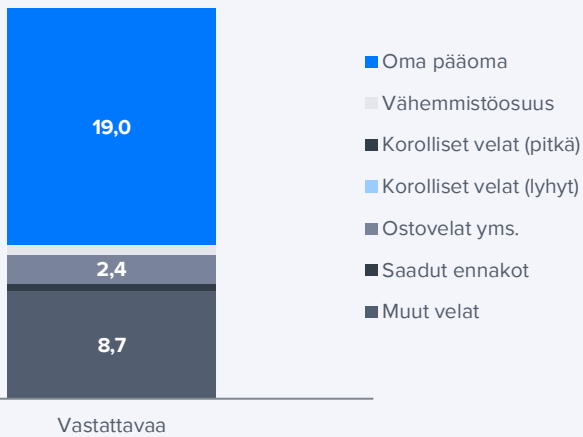
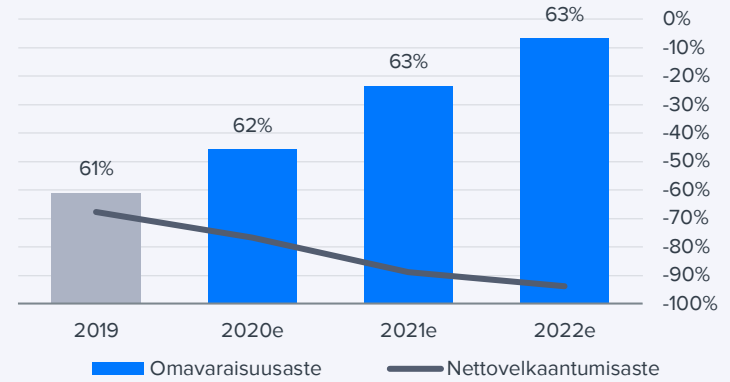
Rajallisten investointien ja kevyen pääomarakenteen myötä liiketoiminta mahdollistaa mielestämme tulevaisuudessa osingonjakopolitiikan (30-50 % oikaistusta tuloksesta) mukaisen osingonjakosuhteen, jota käytämme tällä hetkellä osinkoennusteidemme pohjana.

Taserakenne

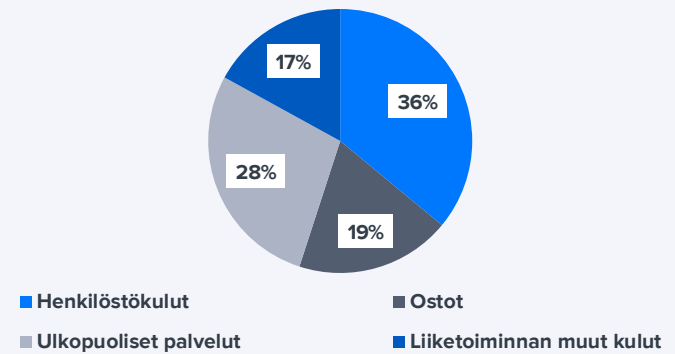
Taserakenne H1'20



Taseen avainlukujen kehitys



Kustannusrakenne 2019



Ennusteet 1/2

Ennusteiden perusteet

Ennustamme Viafin Servicen liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa yhtiön uusien toimipisteiden, markkinaennusteiden ja talouskehityksen kautta. Kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta ja peilaamme yhtiön tavoitehaarukan realistisuutta. Pitkän ajan ennusteiden pohjana käytämme arvioitua liikevaihdon markkinakasvua ja Viafin Servicelle arvioimaamme kestäväää kannattavuustasoa.

Liikevaihtoennusteemme muodostuvat odottamastamme Viafin Servicen toimipaikkojen orgaanisesta kasvusta. Toimipisteet tekevät tavoitetasollaan keskimäärin arviomme mukaan noin 3-5 MEUR:n liikevaihtoa paikasta sekä liiketoiminta-alueesta riippuen. Tavoitteen saavuttamiseen toimipisteillä menee yleensä 2-3 vuotta, mutta käsityksemme mukaan markkinan hyvän vireyden ansiosta Oulun uusi toimipiste ja Viafin Industrial Servicen liiketoiminnat ovat edenneet hieman nopeammin.

Markkinan vireyden kesto kuitenkin jarruttaa yhtiöoptimistisia ennusteita. Vaikka kunnossapito on suhteellisen vastasyklistä ja jopa defensiivistä, on projekteissa isojakoin vaihteluita. Vaikutus näkyisi siis projektien markkinan jarruttamisena ja mahdollisesti myöhemmin vähemmän syklisissä huolloissa.

Tärkeä huomioitava asia Viafin Servicen ennusteissa on myös se, että mahdollisia yritysostoja ei ole mukana. Yritysostojen toteutumisesta ajallisesti on hyvin vaikea ennakoita, minkä vuoksi niiden sisällyttäminen

voisi viedä sijoittajia harhaan ostojen antaessa odottaa itseään.

Vuosi 2020 alkanut loistavasti

Viafin Servicen H1'20-raportti oli poikkeuksellisen vahva, jota tuki poikkeuksellisen vahva projektiliiketoiminta. Liikevaihto kasvoi vertailukaudesta orgaanisen sekä epäorgaanisen kasvun avulla jopa yli 60 % ja kannattavuus oli selvästi yli yhtiön 5-6 % EBITA-tavoitteen noin 8,2 %:ssa.

Yhtiö kuitenkin odottaa liiketoiminnan kehityksen tasaantuvan vuoden toisella puoliskolla ja tämän vuoksi odotuksemme ovat selkeästi maltillisemmat loppuvuodelle. Kokonaisuudessaan vuonna 2020 odotamme liikevaihdon nousevan nyt 5,5 %:lla 52,4 MEUR:oon. Tämä tarkoittaa H2:lla noin 25 %:n liikevaihdon laskua, mutta pitää muistaa, että myös H2'19 oli erittäin vahva. Liikevaihdon tasoa kuitenkin ylläpitää yhtiön uusien toimipisteiden (Oulu) ja uusien liiketoimintojen (Viafin Industrial Service) hyvin käynnistynyt taival.

Kannattavuuden ennustamme olevan viime vuotta korkeammalla, mutta tason maltillistuvan vahvasta alkuvuodesta. Yhtiön liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) on ennusteemme mukaan tänä vuonna 3,4 MEUR ja marginaali asettuu noin 6,5 %:iin (2019: 6,4 %). Viime vuotta hieman vahvempaan kannattavuuteen ajaa yhtiön todella vahva alkuvuosi ja odotuksiamme selvästi pienemmät integraatiokulut (Viafin GAS) ja toimipisteiden hyvä käynnistyminen (nopeammin omillaan). Odotamme kuitenkin H2:n marginaalin laskevan

selvästi noin 4,5 %:iin laskevien volyyymien ja yhtiön tekemien kasvupanostusten vuoksi. Odotamme mahdollisia avauksia uusiin toimipisteisiin jo loppuvuoden aikana, sillä yhtiö on saamassa esimerkiksi Pirkanmaalta elintarviketeollisuudesta jalansijaa H1-raporttinsa mukaan. Orgaanisen kasvun vaatima uusien toimipaikkojen perustaminen kerryttää kuluja, joita arviomme mukaan syntyy ensimmäisen vuoden aikana käytännössä aina tuloja enemmän.

Tulos nousee vuonna 2020 koronasta huolimatta

Yhtiöllä ei ole korollista velkaa eikä näin ollen merkittäviä rahoituskuluja. Alariveillä näkyy kuitenkin vähemmistöosuuskien merkitys, joka on yhtiön konsernirakenne huomioon ottaen tyypillistä. Ennustamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen olevan vuonna 2020 0,50 euroa ja oikaistun osakekohtaisen tuloksen olevan 0,72 euroa (2019: 0,69).

Raportoidun ja oikaistun tuloksen eroa selittää liikearvon poistojen oikaisut, jotka olemme oikaisseet, jotta yhtiön tulos olisi enemmän vertailukelpoisempi IFRS-kirjanpidon kanssa.

Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme osingon olevan 0,26 euroa, joka vastaa noin 36 %:n osingonjakosuhdetta oikaistusta tuloksesta. Näemme yhtiöllä olevan mahdollisuudet jatkaa tulevaisuudessa osingonmaksupolitiikkaansa kovasta kasvuvaiheesta huolimatta. Uskomme yhtiön kuitenkin priorisoivan kasvua, mikä seikka sijoittajienkin tulisi huomioida.

Ennusteet 2/2

Vuodet 2021-2022 kasvu kiihtyy

Seuraavien vuosien kasvuennusteet ovat hyvin riippuvaisia uusien toimipaikkojen avaamisista ja niiden liiketoiminnan etenemisestä.

Tuotantolaitosten kunnossapitoon keskittyvän Viafin Industrial Servicen Riihimäen toimipiste on saanut vahvan aseman jo markkinassa.

Seuraavaksi odotamme mahdollisia toimipisteavauksia Pirkanmaan seudulle, sillä yhtiö solmi kesäkuussa kokonaisulkoistussopimuksen elintarvikealan tuotantolaitoksen kanssa. Tänä vuonna koko liiketoiminnan vaikutus jää kokonaisuuteen nähden vielä maltilliseksi, mutta näemme ensi vuonna kasvun olevan jo vahvempaa.

Uusi putkistoliiketoimintaan keskittyvä Oulun alueyksikkö taasen on saanut rakennettua jo vahvan tilauskannan itselleen, mikä nostaa odotuksiamme myös ensi vuoden osalta. Sen lisäksi odotamme uusia avauksia (mahdollisesti pohjoiseen Keski-Suomeen) joko loppuvuoden tai ensi vuoden aikana. Tämän myötä näemme kiivaimman orgaanisen kasvuvaiheen olevan yhtiöllä vuosien 2021-2022 aikana tukien yhtiön strategian tavoitteita.

Uusien toimipaikkojen perustaminen alkaa yleensä jollain saadulla projektilla tai kunnossapitosopimuksella. Toimipaikan perustamisesta kuluu karkeasti arvioituna noin vuosi ennen kuin se pääsee toiminnassaan operatiivisesti omilleen. Optimaalisen tai tavoitekannattavuuden saavuttaminen voi viedä useita vuosia ja tämän vuoksi odotamme

seuraavien vuosien kannattavuuden olevan hieman viime vuosia alhaisempi.

Odotamme nyt yhtiön vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan 4,2 %:lla noin 54,6 MEUR:oon ja edelleen vuoden 2022 aikana noin 5 %:lla 57,4 MEUR:oon. Ennusteemme perustuu pitkälti toimipisteiden noin 3-5 MEUR:n tavoiteliikevaihotosoihin, jotka olisi saavutettavissa parhaimmillaan 2-3 vuoden päästä toimipisteen perustamisesta.

Kannattavuuden odotamme edellä mainituista syistä heikentyvän hieman ja odotamme EBITA-marginaalin laskevan vuonna 2021 noin 6,3 %:iin vuoden 2020 ennustetusta 6,5 %:sta. Vuonna 2022 odotamme kulujen (yrityskaupat ja orgaaninen kasvu) laskevan ja uusien toimipaikkojen olevan jo hyvässä vauhdissa, jonka myötä kannattavuus nousee kohti yhtiön tavoitteiden yläpäättä noin 6,6 %:iin.

Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuoden 2022 ja strategiakauden päättymisen jälkeen näemme yhtiön kasvun hidastuvan hiljalleen nopeamman kasvuvaiheen jälkeen. Vuosien 2023-2025 aikana yhtiön orgaaninen kasvu lähestyy ennusteillamme noin 3 %:n tasoa ja hidastuu pitkällä aikavälillä noin 2 %:iin. Näemme yhtiön teollisuuden kunnossapitomarkkinoiden kasvun olevan noin 2-4 %:n tasolla lähivuosien ajan. Tätä tukee BKT:n kasvun palautuminen trendiinsä ja kunnossapidon ulkoistamistrendin jatkuminen.

Yhtiön kiivaimman kasvuvaiheen jälkeen

näemme kuitenkin kannattavuuden pysyvän korkealla tasolla ja siinä voi olla myös pitkällä aikavälillä mahdollisesti nousupotentiaalia. Näimme jo H1:n aikana vuonna 2020, mihin yhtiö voi omalla liiketoimintamallillaan mahdollisesti päästä. Tämän vuoksi on hyvin mahdollista, että yhtiö nostaa kannattavuustavoitteitansa vuoden 2022 jälkeen korkeammalle tasolle, mikä perustelee keskipitkän aikavälin korkeampia kannattavuusodotuksiamme (EBITA-%: 6-9 %). Pitkällä aikavälillä pidämme terminaalien kannattavuusennusteemme kuitenkin maltillisesti nykyisen tason puolella välissä noin 6 %:ssa.

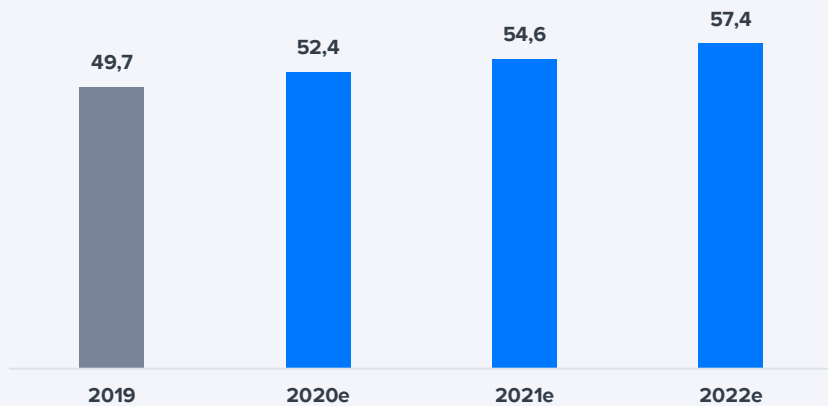
Orgaanisia tulokasvunäkymiä tukee mahdolliset yritysostot

Ennusteidemme toteutuessa tarkoittaisi tämä keskimäärin noin 5 %:n EPS-kasvua 2019-2022 (CAGR). Tulokasvunäkymissä on otettava huomioon, että ennusteemme ei sisällä tulevaisuudessa tehtäviä yritysostoja niiden heikon ennustettavuuden vuoksi. Siksi pidämme jo pelkällä orgaanisella kasvulla saavutettavaa tulokasvunäkymää positiivisena. Jos kasvu yltää ennusteisiimme ja yhtiö pystyy pitämään kiinni kannattavuustavoitteistansa, on yhtiön orgaaniselle tulokasvulle kohtuullisen hyvät odotukset lähivuosille.

Toteutuessaan suunnitellusti ja tavoitteiden mukaisesti yritysostot vauhdittavat Viafin Servicen kasvua selvästi. Seuraavilla sivuilla esitettävässä skenaariossa EBITA:n kasvu ylittäisi vuosittain (2019-2022) jopa noin 30 %:n tasolle.

Ennusteet

Liikevaihto



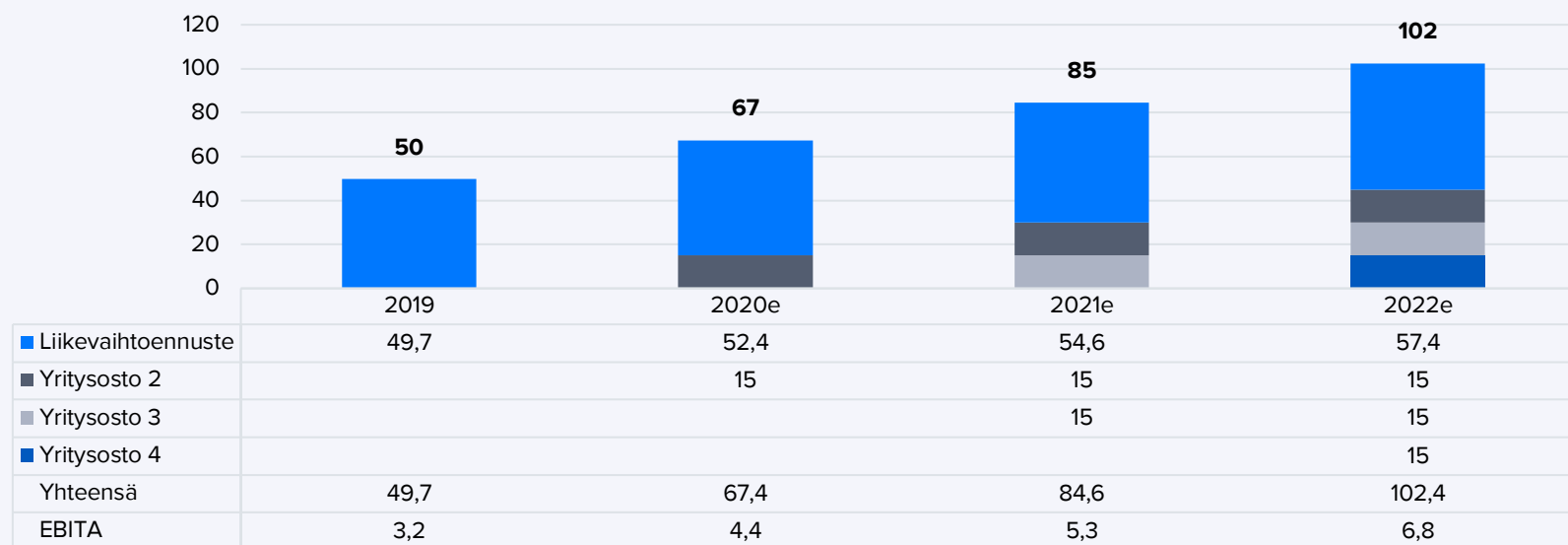
EBITA (oik.)



Oikaistu EPS ja osinko per osake



Yritysostostrategian toteutuminen



**EBITA
2019-
2022
CAGR-%:
29 %**

Inderesin kommentti:

Yhtiön strategiakauden lopussa vuonna 2022 yhtiö tavoittelee 100 MEUR:n liikevaihtoa. Emme näe yhtiön pääsevän tavoitteisiinsa ilman yritysostoja ja olemme oheiseen kuvioon havainnollistaneet yritysostojen mahdollista toteutumista. Yllä olevassa skenaariossa yhtiö tekisi yhden yritysoston joka vuosi. Pylväissä ylimpänä on ennustamamme orgaaninen liikevaihto ja tämän alapuolella hypoteettiset yritysostot 2, 3 ja 4. Oletuksena on ostokohteiden nollakasvu seuraavina vuosina.

Graafi havainnollistaa, mitä tavoitteeseen pääseminen yhtiöltä vaatisi. Tavoite on kunnianhimoinen ja vaatisi toteutuakseen yhtiön omaan kokoon nähden isoja yksittäisiä yritysostoja tai lukuisia pienempiä yritysostoja. Emme kuitenkaan pidä tavoitetta epärealistisena ottaen huomioon, miten nopeasti yhtiö on alkanut toteuttaa uutta strategiaansa. On jopa mahdollista, että yhtiö toteuttaa jonakin vuonna skenaariossa esitettyä enemmän yritysostoja ja pääsee siten lähemmäksi tavoitteitaan odotettuaikin aikaisemmin.

Skenaariossamme yhtiön liikevaihdon kasvu olisi vuosittain keskimäärin 27 % ja EBITA-marginaalin pysyessä ennustamallamme tasolla, olisi EBITA:n kasvu noin 29 %. Yritysostostrategian onnistuessa yhtiöllä olisi siten edellytykset raportoida hyvinkin nopeaa tuloskasvua. Suurimmat riskit liittyvät soveltuvien ostokohteiden löytämiseen, kohteiden kokoon ja kannattavuuteen, kauppahintoihin ja kauppojen ajoittumiseen sekä integraation onnistumiseen.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2018*	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	31,2	17,3	32,3	49,7	28,3	24,1	52,4	54,6	57,4
Konserni	31,2	17,3	32,3	49,7	28	24,1	52,4	54,6	57,4
Käyttökate	2,3	0,9	2,7	3,6	2,6	1,4	4,0	3,9	4,2
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-0,6	-0,6	-1,2	-0,7	-0,7	-1,4	-1,3	-1,2
EBITA	2,0	0,7	2,5	3,2	2,3	1,1	3,4	3,4	3,8
EBITA (oik.)	2,0	0,7	2,5	3,2	2,3	1,1	3,4	3,4	3,8
Liikevoitto	1,4	0,3	2,1	2,4	1,936	0,7	2,6	2,6	3,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,02	0,00	0,00
Tulos ennen veroja	1,3	0,3	2,1	2,4	1,9	0,7	2,6	2,6	3,0
Verot	-0,4	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,1	-0,6	-0,6	-0,7
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	0,9	0,2	1,6	1,8	1,3	0,5	1,8	1,9	2,1
EPS (oikaistu)	0,68	0,15	0,54	0,69	0,48	0,24	0,71	0,73	0,80
EPS (raportoitu)	0,39	0,05	0,43	0,48	0,37	0,13	0,49	0,51	0,58

Tunnusluvut	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	19,0 %			59,1 %	63,2 %	-25,5 %	5,5 %	4,2 %	5,1 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	-			58,9 %	231,1 %	-56,1 %	7,6 %	0,7 %	10,1 %
Käyttökate-%	7,4 %	5,3 %	8,4 %	7,3 %	9,3 %	5,7 %	7,6 %	7,2 %	7,3 %
Oikaistu EBITA -%	6,4 %	4,1 %	7,6 %	6,4 %	8,2 %	4,5 %	6,5 %	6,3 %	6,6 %
Liikevoitto-%	4,4 %	2,0 %	6,5 %	4,9 %	6,8 %	4,5 %	5,0 %	4,9 %	5,2 %
Nettotulos-%	2,8 %	1,1 %	4,8 %	3,5 %	4,7 %	1,9 %	3,4 %	3,4 %	3,7 %

Lähde: Inderes

*Yhtiön vuoden 2018 luvut ovat konsernin pro forma -lukuja.

Arvonmääritys 1/4

Arvostuksen lähtökohdat

Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin arvostuskertoimia sekä pienemmällä painolla verrokkiryhmää ja DCF-laskelmaa. Olemme myös haarukoineet yhtiön arvoa strategian onnistuessa toivotulla tavalla.

Hyväksyttävä arvostustaso

Mielestämme paras tapa arvottaa yhtiötä tällä hetkellä on käyttää ison nettokassan huomioivia EV-kertoimia. Niissä huomioitavaa on, että olemme oikaisseet EBIT:stä liikearvon poistot, jotta se olisi vertailukelpoisempi IFRS-kirjanpitoon.

Näemme yhtiölle hyväksyttävän arvostustason saavan tukea kohtuullisen hyvästä organisisesta tuloskasvusta (2019-2022e Cagr-%: 5 %) ja jatkuvaluonteisen sekä vastasyklisen kunnossapitoliiketoiminnan suuresta osuudesta (75 % liikevaihdosta). Samalla hyväksyttävä taso kärsii vielä yrityksen strategian toteutukseen liittyvästä epävarmuudesta.

Näytöt koronaviruksen keskellä ovat kohentaneet luottamustamme yhtiön suhdannekestävyyteen ja vastasyklisyyteen entisestään, ja mielestämme yhtiölle on oikeutettu hyväksyä korkeatkin tuloskertoimet varsinkin vielä kovan kasvuvaiheen alussa.

Edellä mainitut seikat huomioiden hyväksyttävä arvostushaarukkamme on: P/E: 16-18x, EV/EBIT: 12-14x, EV/EBITDA: 8-10x. Nojaamme arvonmäärityksessä jo vuoteen 2021, sillä näemme markkinoiden katseen olevan pitkälti jo ensi vuodessa.

Absoluuttinen arvostus

Hyväksyttävä arvostustaso huomioiden yhtiön oikaistut arvostuskertoimet vaikuttavat mielestämme selvästi alihinnoiteltuilta (2021e: P/E: 16x, EV/EBIT: 8x, EV/EBITDA: 7x). Etenkin EV-pohjaisissa kertoimissa on tällä hetkellä selkeää nousuvaraa. Osakemarkkina ei vielä näytä täysin luottavan yhtiön kykyyn toteuttaa yritysostoja omistaja-arvoa lisäten, minkä vuoksi yhtiön nettokassalle ei anneta kovinkaan suurta arvoa. Lisäksi on huomioitava, että arvostuskertoimissa ei heijastu vielä mahdollisten yritysostojen myötä kasvava liiketoiminta vaan pelkästään orgaaninen tuloskasvu.

Nojaamme tällä hetkellä hyväksyttävän arvostushaarukkamme alalaitoihin, mutta tulevaisuudessa yhtiön isolta osin jatkuvaluonteisen ja vakaan liiketoiminnan todistaessa suorituskykynsä, voimme kuitenkin nähdä hinnoittelun siirtyvän hyväksyttävän tasomme yläpäähän. Yhtiön kasvustrategian edetessä suunnitelmien mukaan ja onnistuneesti, voidaan yhtiötä hinnoitella myös korkeammilla kertoimilla, sillä markkinaan nähden kasvuvaraa yhtiöllä vielä riittää. Vertailukohtaa arvostuskertoimien mahdollisesta tasosta voi hakea kunnossapitoon, huoltoon tai palveluihin erikoistuneista verrokeista.

Lyhyellä aikavälillä arvostuksessa on riskinä projektimarkkinanäkymien nopea heikentyminen, mikä voisi myös haastaa yhtiön suhdannekestävyyttä. Pidemmällä aikavälillä merkittävin riski on kasvustrategian tai yritysostojen epäonnistuminen sekä sitä seuraava luottamuksen rapautuminen.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	11,6	11,6	11,6
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	42	42	42
Yritysarvo (EV)	29	28	27
P/E (oik.)	16,3	15,9	14,6
P/B	2,2	2,1	2,0
P/S	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	7,4	7,1	6,1
EV/EBIT (oik.)	8,6	8,3	7,1
Osinko/tulos (%)	52,6 %	54,8 %	51,9 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,4 %	2,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

Verrokkiryhmän lyhyt esittely

Viafin Servicen verrokkiryhmä koostuu selvästi isommista pohjoismaisista ja kansainvälisistä listatuista yhtiöistä. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat Caverion, Bilfinger ja Bravida osittain samankaltaisen liiketoiminnan ja sijoitusprofiilinsa takia. Lisäksi yhtiöt toimivat samoilla maantieteellisillä alueilla. Hyviä verrokkeja ovat myös öljy- ja kaasuteollisuuden toimija SPIE SA, energia-alan palvelutuottajat Engie SA ja Mitie Group, teollisuuden laitteiden parissa toimiva Dürr AG sekä kotimainen huoltopalveluyhtiö Lassila & Tikanoja.

Yleisesti verrokkit ovat Viafin Serviceä selvästi isompia ja niiden liiketoimintaportfolio on laajempi. Osalla verrokeista myös projektien osuus on suurempi, minkä vuoksi sisällytimme vertailuun myös puhtaasti huoltoon ja kunnossapitoon muilla toimialoilla erikoistuneita yhtiöitä.

Verrokkien arvostustaso

Sektorin arvostustasot eivät tällä hetkellä näytä erityisen korkeilta. Kuluvalle vuodelle arvostus on monella korkea koronasta johtuen, mutta laskee alhaisemmalle tasolle ensi vuonna. Nojaamme myös verrokeissa ensi vuoteen vertailukelpoisuuden vuoksi. IFRS- ja FAS-standardien erot heikentävät kertoimien vertailtavuutta yhtiöiden kesken, minkä vuoksi verrokkit ovat verrattain alhaisella painolla arvonmäärityksessämme.

Mediaanitasolla verrokkiryhmän vuoden 2021e P/E-kerroin on noin 15x ja EV/EBIT noin 10x. Arviomme mukaan kertoimissa näkyy jo selkeästi talouskasvun sekä markkinoiden epävarmuus ja

näkymien piristyessä kertoimissa voi olla nousuvaraa.

Koko verrokkiryhmään nähden Viafin Servicen tulokertoimet ovat ensi vuodelle keskimäärin noin -7 % alle verrokkien, mutta toisaalta vakaita ja ison palvelu tai huoltopainon omaavia yhtiöitä on arvostettu selvästi korkeammalle tasolle (Bravida, Lassila & Tikanoja).

Viafinin suoritus verrokkeihin nähden on myös viimeisen 3 vuoden aikana ollut verrattain vahvaa. Kuten oikealta näkee, yhtiö on kasvanut nopeammin ja myös ollut hyvinkin kannattava samaan aikaan.

Tämän vuoksi mielestämme olisi ihan perusteltua arvostaa Viafinia verrokkiryhmän mediaania korkeammalle tasolle. Kuitenkin esimerkiksi Bravidan kaltaisiin kertoimiin (EV/EBIT: 15x ja P/E: 20x) on vielä ennen aikaista nojata, vaikka yhtiön kannattavuus on ollut suhteellisen samaa luokkaa ja kasvu vahvempaa viime vuosina. Yhtiön selvästi pienempi koko (liikevaihto ja markkina-arvo) sekä lyhyt pörssihistoria alentaa kuitenkin hyväksyttävää preemiota. Myös Viafin Serviceä selvästi suuremmilla ja monialaisemmilla yhtiöillä riskiprofiilit ovat alempia.

Yllä mainittujen syiden vuoksi pidämme vuoden 2021 ennusteille noin verrokkien tasoista arvostusta hyväksyttävänä (aik. -10 %). Kuten aikaisemmin sanoimme kertoimissa voi kuitenkin olla myös nousuvaraa näkymien markkinoilla piristyessä. Positiivisen tuloskehityksen myötä ja strategian edetessä suunnitelmien mukaan näemme yhtiön verrokkidiskonton poistuvan tai muuttuvan preemioksi.

Yhtiö	Liikevaihdon kasvu-%	EBIT-%*
	3-vuoden CAGR	3 vuoden ka.
Caverion Oyj	-5,2 %	0,6 %
Bilfinger SE	0,9 %	3,6 %
Spie SA	18,5 %	5,0 %
Mitie Group PLC	1,1 %	2,6 %
Engie SA	-3,8 %	7,8 %
Lassila & Tikanoja Oyj	8,9 %	6,4 %
Bravida Holding AB	17,4 %	6,2 %
Duerr AG	4,8 %	6,7 %
Viafin Service (Inderes)	37,6 %	6,1 %
Keskiarvo	5,3 %	7,0 %
Mediaani	2,9 %	4,3 %

2021e	EV/EBIT (oik.)	P/E (oik.)
Caverion Oyj	13,4	16,5
Bilfinger SE	8,9	14,8
Spie SA	10,6	9,9
Mitie Group PLC	9,6	10,2
Engie SA	10,2	10,4
Lassila & Tikanoja Oyj	15,4	15,5
Bravida Holding AB	14,8	20,0
Duerr AG	8,5	15,4
Mediaani	10,4	15,1
Viafin Service (Inderes)	8,3	15,9
Ero verrokkeihin (keskiarvo)	-7,3 %	

Arvonmääritys 3/4

DCF-arvonmääritys

Annamme Viafin Servicen arvonmäärityksessä myös kassavirtamallille (DCF) painoarvoa liiketoiminnan kohtuullisen ennustettavan kassavirran vuoksi. DCF-malli ei tosin ota huomioon mahdollisia yritysostoja, mikä hieman heikentää sen pitkän aikavälin käyvän arvon signalointiarvoa.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 14,1 euroa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksiköllä 2,0 %:n vuositasolle ja EBITA-marginaali noin 6 %:iin yhtiön nykyisen tavoitehaarukan puoleen väliin ja hieman yhtiön pitkän aikavälin keskiarvon yläpuolelle (EBITA-% 2008-2019 ka.: 5,7 %).

Mallissa terminaaliyksikön painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on suhteellisen normaalilla tasolla noin 49 %:ssa. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9 % ja oman pääoman kustannus on 11 %. Huomioiden yhtiön pieni koko, kehitysvaihe ja koviin kasvuodotuksiin liittyvät riskitekijät, on diskonttokorko mielestämme oikeutetulla tasolla. Mielestämme siinä voi olla myös laskuvaraa yhtiön strategian toteutuksen edetessä ja suhdannekestävyyden parantuessa. Mieluiten näemme arvonnousun kuitenkin tapahtuvan kassavirtojen kautta.

Yritysosostoskenaario

Olemme myös haarukoineet yhtiön arvostusta verrattuna vuoden 2022 tavoitteisiin oikealla näkyvässä taulukossa. Skenaarion mukaan yhtiön osakkeen arvo voisi nousta vuoden 2022 loppuun mennessä noin 19 euroon, joka nykypäivään 9 %:n tuottovaatimuksella diskontattuna olisi noin 15,6 euroa. Tämä tarkoittaa, että 15,6 euron tasosta sijoittaja voi odottaa vielä noin 9 %:n vuotuisia tuotto-odotusta yritysostosten mennessä nappiin. Nousuvaraa nykyisiltä tasoilta diskontattuun arvoon on noin 30 %.

Molemmat arvot ovat tällä hetkellä vielä tavoitehintaamme ja nykyistä osakekurssia selvästi korkeammalla, mutta yritysostoihin, tulevaan kannattavuustasoon, mahdollisiin velkoihin sekä arvostustasoon liittyvän epävarmuuden, ja vielä heikon ennustettavuuden myötä, arvoon suoraan nojaaminen on mielestämme ennenäikaista. Tämä antaa kuitenkin kuvaa siitä, miten paljon yhtiössä on potentiaalia, jos strategia onnistuu.

Arvonmäärityksessä on oletettu, että yhtiö pääsisi vuonna 2020 100 MEUR:n liikevaihtoon ja tekisi tällöin noin 6 %:n EBITA-marginaalia (5-7 % tavoite). Olemme olettaneet, että yhtiöllä ei olisi velkaa eikä osakemäärä olisi muuttunut. Jos vuodelle 2022 hyväksyttäisiin arvostushaarukkamme (16-18x) alarajalta 16x P/E-kerroin, olisi osakkeen arvo vuoden 2022 lopussa noin 19,1 €.

Tavoitteiden mukainen skenaario

Tulos

Liikevaihto (MEUR)	100
EBITA-%	6 %
EBITA (MEUR)	6,0
EBIT (MEUR)	5,4
Tulos ennen veroja (MEUR)	5,4
Nettotulos (MEUR)	4,3
EPS (euroa)	1,2

Arvostus

Hyväksytty P/E 2022	16
Osakkeen arvo 2022 lopussa	19,1 €

Arvo diskontattu nykypäivään 15,6 €

Nousuvara nykypäivästä 34 %

*Diskonttokorko 9,0 % (WACC-%)

Arvonmääritys 4/4

Sijoitusnäkemys

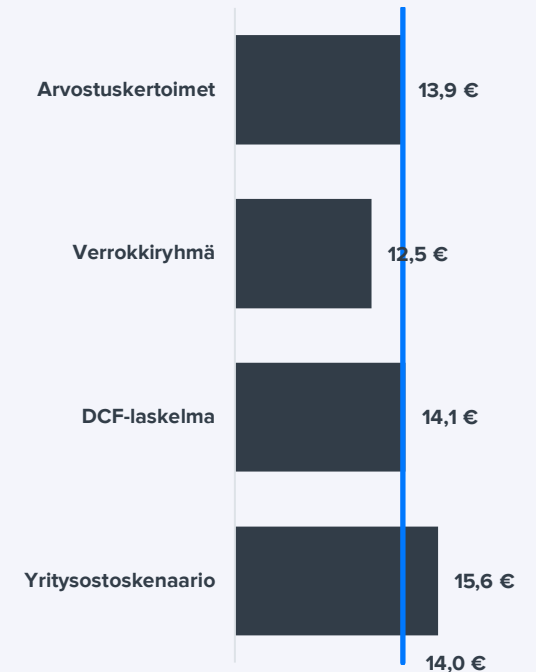
Nostamme Viafin Servicen osakkeen suosituksen Osta-puolelle (aik. lisää) ja tavoitehintamme 14,0 euroon (aik. 11,80). Tavoitehinnassamme isoimmalla painoarvolla korostuu yhtiön absoluuttiset arvostuskertoimet ja niille hyväksytty taso.

Yhtiön hyvin sujunut pörssitaival on vahvistanut luottamustamme yhtiön lähivuosien kasvutarinan jatkoa ja vuoden 2022 strategista tavoitetta kohti.

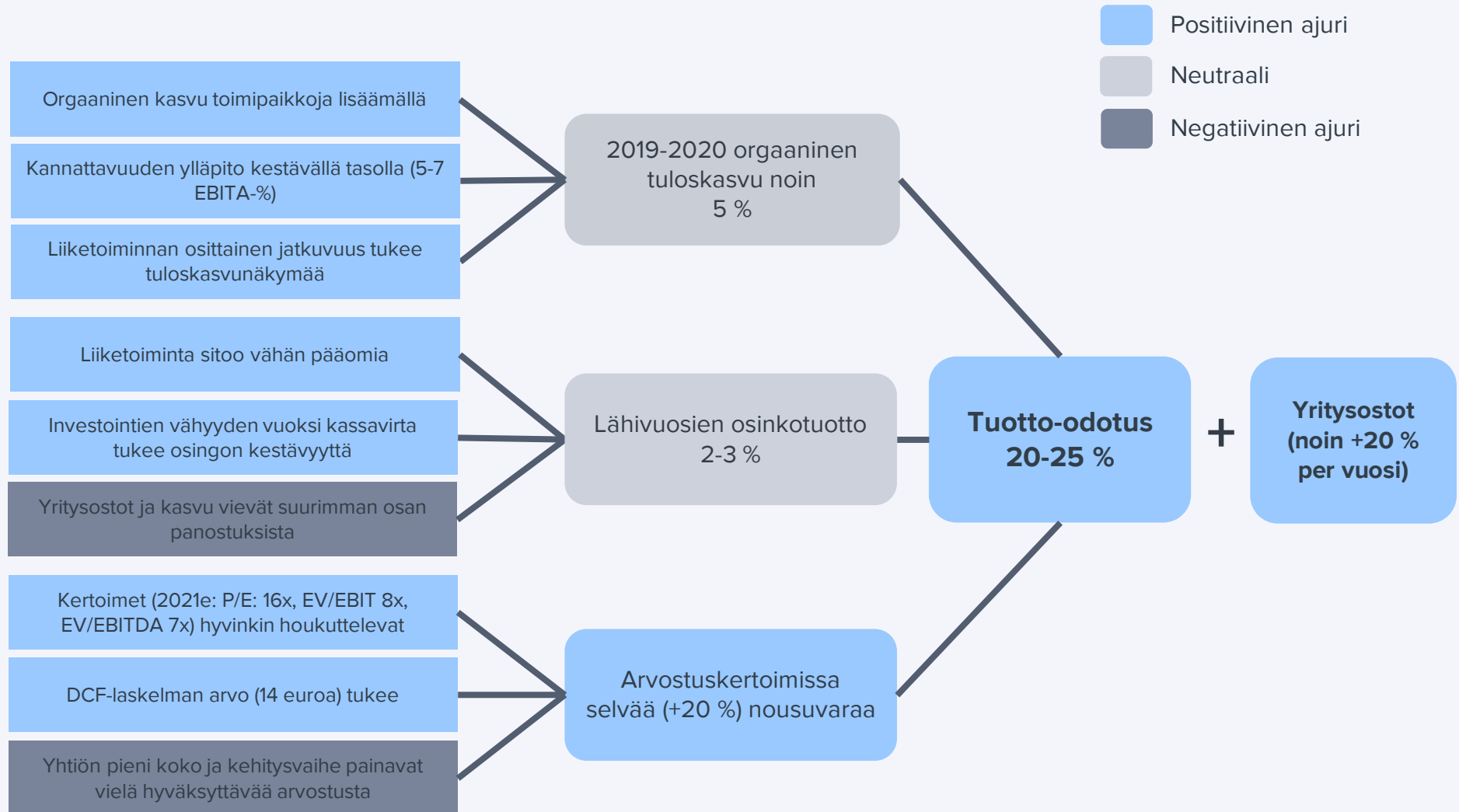
Vakaan, vastasyklisen ja vahvaa kassavirtaa tuottavan sekä vähän investointeja vaativan liiketoimintaprofiiliin tuottopotentiali on mielestämme merkittävä. Arvostus on lisäksi vain orgaaninen tuloskasvu huomioiden selkeästi alle hyväksymiemme tasojen. Näkemämme arvostuskertoimien nousuvaran (noin +20 %) lisäksi yhtiö tarjoaa kasvavaa noin 2 %:n osinkoa, mikä tukee sijoittajien tuotto-odotusta.

Lisäksi mielestämme markkina ei hinnoittele yhtiön vahvaa kassapositionia, ja sen myötä syntyvää yritysosto-optiota oikeutetusti, mikä nostaa osakkeen tuotto-odotuksen selvästi positiiviseksi.

Tavoitehinnan muodostuminen



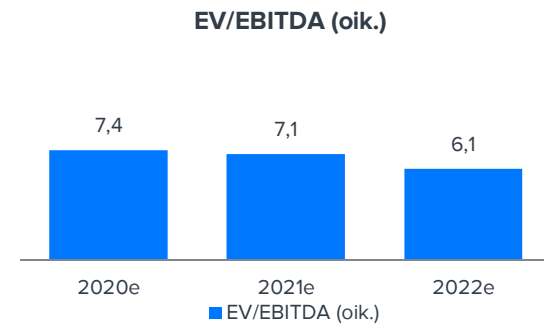
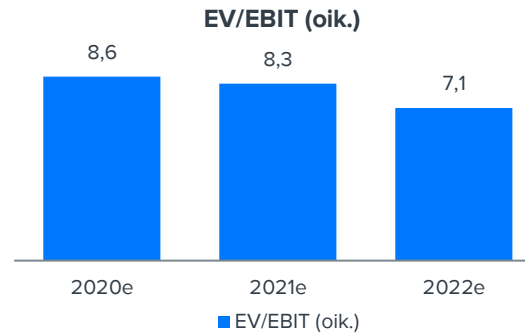
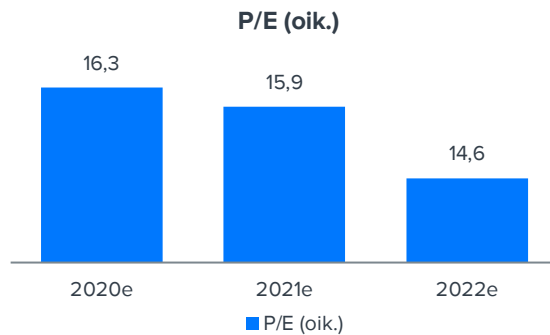
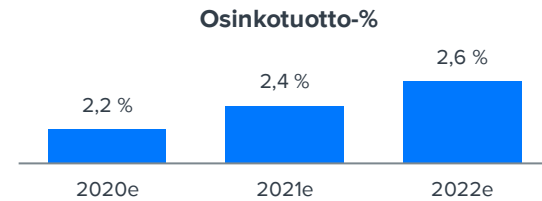
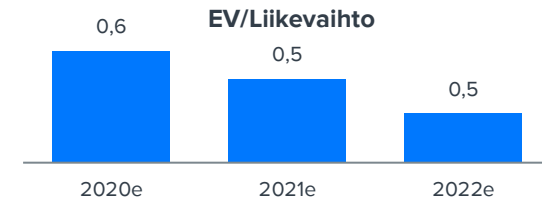
Viafin Servicen osakkeen ajurit



Arvostustaulukot

Arvostustaso	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,50	11,6	11,6	11,6	11,6
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	31	42	42	42	42
Yritysarvo (EV)	19	29	28	27	25
P/E (oik.)	12,3	16,3	15,9	14,6	12,8
P/B	1,7	2,2	2,1	2,0	1,8
P/S	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	5,2	7,4	7,1	6,1	5,1
EV/EBIT (oik.)	6,0	8,6	8,3	7,1	5,8
Osinko/tulos (%)	51,6 %	52,6 %	54,8 %	51,9 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,2 %	2,4 %	2,6 %	2,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT (oik.)		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E (oik.)		Osinkotuotto-%		P/B
			2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Caverion Oyj	6,09	989	17,7	13,4	8,1	7,0	0,4	0,4	24,5	16,5	1,7	2,6	4,2
Bilfinger SE	16,87	854		8,9	9,2	4,3	0,2	0,2		14,8	0,6	3,9	0,6
Spie SA	14,08	4036	12,8	10,6	8,5	7,6	0,6	0,6	12,6	9,9	3,0	4,2	1,5
Mitie Group PLC	32,70	649	7,1	9,6	4,8	5,3	0,3	0,3	4,7	10,2	0,9	2,7	
Engie SA	11,15	56870	12,5	10,2	6,2	5,5	1,0	0,9	14,9	10,4	5,1	6,7	0,8
Lassila & Tikanoja Oyj	13,74	700	27,2	15,4	8,4	7,1	0,9	0,9	24,9	15,5	6,7	6,7	2,9
Bravida Holding AB	99,80	1967	15,4	14,8	11,6	11,4	1,0	0,9	21,0	20,0	2,4	2,7	3,2
Duerr AG	28,20	1610	34,8	8,5	10,6	5,4	0,5	0,4		15,4	0,8	2,4	1,9
Viafin Service (Inderes)	11,60	29	8,6	8,3	7,4	7,1	0,6	0,5	16,3	15,9	2,2	2,4	2,2
Keskiarvo			18,2	11,4	8,4	6,7	0,6	0,6	17,1	14,1	2,7	4,0	2,1
Mediaani			15,4	10,4	8,5	6,3	0,5	0,5	17,9	15,1	2,1	3,3	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			-44 %	-20 %	-13 %	14 %	3 %	2 %	-9 %	6 %	8 %	-27 %	15 %

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

DCF-laskelma

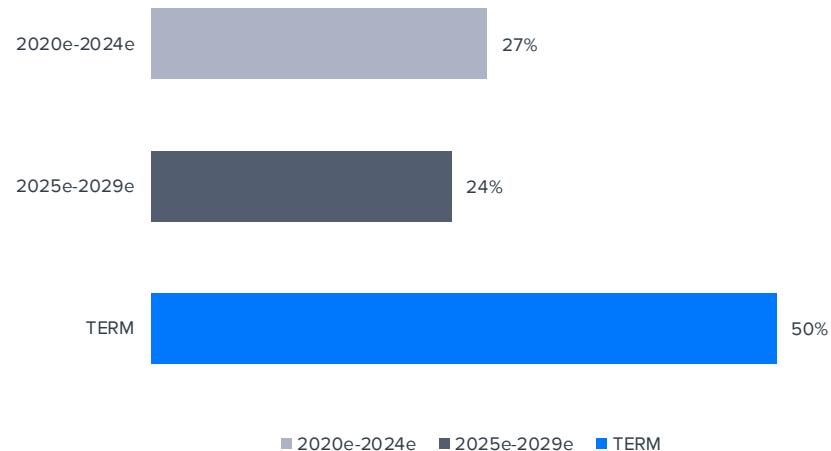
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	2,4	2,6	2,6	3,0	3,6	4,0	4,4	4,8	4,3	3,7	3,8	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,4	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	0,9	0,9	0,8	
- Maksetut verot	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	1,1	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	4,3	3,5	3,1	3,7	3,9	4,2	4,5	4,7	4,3	3,6	3,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,3	-1,1	-1,1	-1,1	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,9	2,4	2,0	2,6	3,0	3,3	3,8	4,2	3,7	3,0	3,1	
+/- 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	1,9	2,4	2,0	2,6	3,0	3,3	3,8	4,2	3,7	3,0	3,1	44,8
Diskontattu vapaa kassavirta		2,3	1,8	2,1	2,3	2,3	2,4	2,4	2,0	1,5	1,4	20,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		40,5	38,2	36,4	34,3	32,0	29,7	27,3	24,9	22,9	21,5	20,1
Velaton arvo DCF		40,5										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		13,1										
-Vähemmistöosuus		-1,7										
-Osinko/pääomapalautus		-0,9										
Oman pääoman arvo DCF		51,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		14,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,50 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	49,7	52,4	54,6	EPS (raportoitu)	0,48	0,49	0,51
Käyttökate	3,6	4,0	4,0	EPS (oikaistu)	0,69	0,71	0,73
Liikevoitto	2,4	2,6	2,6	Operat. kassavirta / osake	1,18	0,97	0,86
Voitto ennen veroja	2,4	2,6	2,6	Vapaa kassavirta / osake	0,53	0,66	0,56
Nettovoitto	1,8	1,8	1,9	Omapääoma / osake	5,11	5,36	5,61
Kertaluontoiset erät	-0,7	-0,8	-0,8	Osinko / osake	0,25	0,26	0,28
Tase	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	32,6	33,7	34,9	Liikevaihdon kasvu-%	59 %	5 %	4 %
Oma pääoma	19,4	20,2	21,2	Käyttökateen kasvu-%	57 %	9 %	0 %
Nettovelat	-13,1	-14,4	-15,3	EPS oik. kasvu-%	2 %	3 %	2 %
Kassavirta	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	7,3 %	7,6 %	7,3 %
Käyttökate	3,6	4,0	4,0	Oik. Liikevoitto-%	6,4 %	6,5 %	6,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,1	0,1	-0,3	Liikevoitto-%	4,9 %	5,0 %	4,9 %
Operatiivinen kassavirta	4,3	3,5	3,1	ROE-%	9,9 %	9,4 %	9,3 %
Investoinnit	-2,3	-1,1	-1,1	ROI-%	13,4 %	13,3 %	12,8 %
Vapaa kassavirta	1,9	2,4	2,0	Omavaraisuusaste	61,4 %	61,9 %	62,5 %
				Nettovelkaantumisaste	-67,8 %	-71,1 %	-72,3 %
Suurimmat omistajat	%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2019	2020e	2021e
Skillhouse Oy	11,2 %			EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,5
Pekka Luhtala	9,0 %			EV/EBITDA (oik.)	5,2	7,4	7,1
Finlands Industriinvestering Oy	7,9 %			EV/EBIT	7,8	11,2	10,7
Msk Group Oy	7,1 %			P/E (oik.)	12,3	16,3	15,9
Baj Oy	6,2 %			P/B	1,7	2,2	2,1
Toni Olavi Kilpeläinen	4,6 %			Osinkotuotto-%	2,9 %	2,2 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin 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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa 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 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.4.2019	Lisää	6,70 €	5,92 €
11.9.2019	Lisää	7,60 €	6,90 €
13.12.2019	Osta	9,00 €	7,80 €
11.2.2020	Vähennä	12,50 €	12,10 €
2.3.2020	Lisää	10,80 €	9,48 €
16.4.2020	Vähennä	9,70 €	9,25 €
11.8.2020	Lisää	11,80 €	11,10 €
28.8.2020	Osta	14,00 €	11,60 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**