

Viafin Service

Laaja raportti

6.10.2023



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Putkessa on potkua

Nostamme Viafin Servicen suosituksen osta-puolelle (aik. lisää) toistaen 14 euron tavoitehintamme. Odotamme Viafin Servicen tuloskasvun piristyvän lähivuosien aikana takaisin kasvu-uralle, kun samalla merkittävän kokoinen kassa tarjoaa pääomia yritysostoihin, investointeihin sekä voitonjakoon. Sijoituskohteena vakaa, vahvaa kassavirtaa tuottava, erinomaista pääoman tuottoa tekevä sekä vähän investointeja vaativa liiketoimintaprofiili omaa merkittävää arvonluontipotentiaalia. Arvostuskertoimien nousuvara yhdistettynä hyvään osinkoon nostaa tuotto-odotuksen oikein hyväksi.

Teollisuuden putkistojen ja laitteiden kunnossapitäjä

Viafin Service on teollisuuden kunnossapitoon ja pieniin projekteihin erikoistunut yhtiö. Yhtiö toimii Suomen markkinoilla laajan toimipisteverkoston voimin ja on saavuttanut palveluvalikoimaa sekä toimipisteverkkoa laajentamalla erittäin vahvaa orgaanista kasvua historiansa aikana. Yhtiö on lähes kolminkertaistanut liikevaihtonsa vuoden 2018 tasosta vuoden 2022 noin 87 MEUR:n liikevaihtoon. Yhtiön liiketoiminnasta normaalisti noin 75 % on jatkuvaluonteista kunnossapitoliiketoimintaa, kun pienet noin 1-5 MEUR:n projektit edustavat loppua 25 %. Strategian mukaisesti lähivuosina tullaan liikevaihdon kasvun lisäksi panostamaan etenkin kannattavuuteen sekä kassavirtaan. Mahdolliset yritysostot ovat osa strategian mukaista kasvua, johon avuja tarjoaa vahva nettokassa (H1'23: 15,6 MEUR) ja erinomaista kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli (H1'23 kassakonversio: 191 %). Viafin Servicen pääomat myös tuottavat erinomaisesti (2019-2022 ka. ROIC-%: 53 %) vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallin ja kevyen taseen vuoksi. Resursseja riittää hyvin sekä tuottoisiin kasvuinvestointeihin että myös kasvavaan voitonjakoon omistajille.

Ennustamme vahvan kasvun jatkuvan

Yhtiön vuoden 2018 lopussa alkanut pörssitaival on sujunut hyvin. Yhtiön orgaaninen kasvu on ollut erittäin vahvaa teollisuusalueiden uusien kunnossapitotoimipaikkojen tukemana (2019-2022 CAGR-%: 21 %), mutta viime aikoina kannattavuus on kovan kasvun haasteiden ja heikon projektimarkkinan johdosta heikentynyt (2023e EBIT-%: 5,1 %). Ennusteissamme lähivuosien aikana liikevaihdon kasvu tulee hidastumaan aikaisemmista vuosista, mutta kannattavuus nousee takaisin lähemmäs historiallista tasoa (2018-2022 EBIT-%: 7 %) yhtiön toimipisteiden volyymin sekä tehokkuuden noustessa tavoitetasolle. Vuodesta 2022 aina vuoteen 2025 asti odotamme liikevaihdon laskevan vuosittain keskimäärin 2 %:lla (CAGR-%), mutta laskun tulevan vuoden 2023 aikana. Osakekohtainen tuloksen odotamme samaan aikaan nousevan 10 %:lla vuosittain (CAGR-%) ja myös operatiivisen marginaalin nousevan vuonna 2025 noin 7,0 %:iin. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia yritysostoja, mutta näemme yhtiöllä olevan niihin hyvät lähtökohdat vahvan kassansa ansiosta. Ennusteiden isoimmat riskit liittyvät projektimarkkinan heikkouteen ja yhtiön kannattavuustoimien tehokkuuteen.

Tuotto-odotus mielestämme houkutteleva

Mielestämme osakkeen arvostus on vahva kassa huomioiden lähivuosille houkuttelevalla tasolla (23-24e: P/E: 13x, EV/EBIT: 6x, EV/EBITDA: 5x). Osakkeessa olisi haarukkamme alarajaan nojaten (P/E: 14x, EV/EBIT: 10x, EV/EBITDA: 6x) yli 15 %:n nousuvara. Myös tulosneutraali EV/Liikevaihto on laskenut alhaiseksi (0,3x) historiaan nähden (0,6x). Osinkotuotto on lähivuosille noin 4 %:n tasolla, mikä tukee tuotto-odotusta arvostuksen nousuvaran lisäksi. DCF-laskelmamme arvo (19,6 euroa) on myös korkeammalla tukien suositustamme.

Suositus

Osta

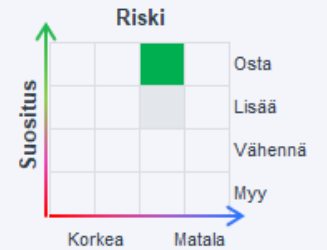
(aik. Lisää)

14,00 EUR

(aik. 14,00 EUR)

Osakekurssi:

11,55



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	87	74	77	83
kasvu-%	43 %	-16 %	5 %	7 %
EBIT oik.	4,5	3,8	4,4	5,8
EBIT-% oik.	5,2 %	5,1 %	5,7 %	7,0 %
Nettotulos	3,4	2,9	3,3	4,4
EPS (oik.)	0,95	0,81	0,93	1,25

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

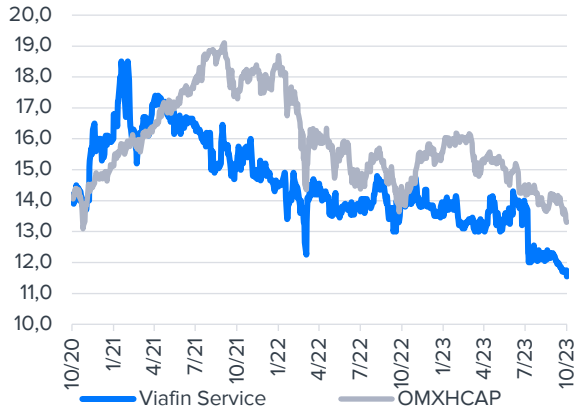
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

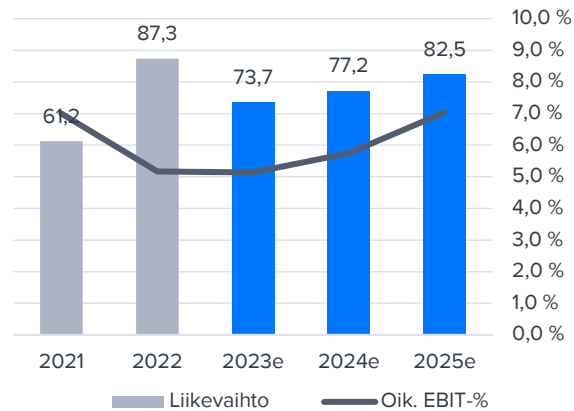
Yhtiö arvioi tilikauden 2023 liikevaihdon olevan 70-80 MEUR (87,3 MEUR vuonna 2022) ja tilikauden liiketuloksen (EBIT) olevan 3,5-4,5 MEUR (4,5 MEUR vuonna 2022).

Osakekurssi



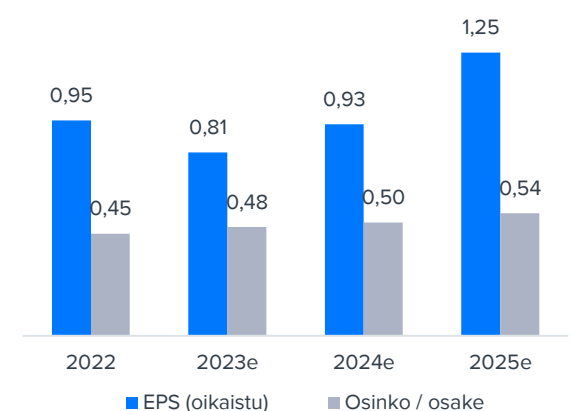
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja EBIT-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Liikevaihdon kasvu yritysostoin ja orgaanisesti
- Kannattavuuden parantuminen takaisin tavoitetasoille
- Teollisuuden kunnossapidon ulkoistamistrendit tukevat markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymiä
- Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli mahdollistaa vahvan kassavirran käytettäväksi investointeihin ja voitonjakoon
- Kevyt taserakenne mahdollistaa erittäin korkean pääoman tuoton jo maltillisella kannattavuudellakin



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	11,6	11,6	11,6
Osakemäärä, milj. kpl	3,55	3,55	3,55
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	24	24	21
P/E (oik.)	14,3	12,4	9,3
P/B	1,8	1,7	1,5
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	4,9	4,3	3,0
EV/EBIT (oik.)	6,4	5,4	3,7
Osinko/tulos (%)	59,4 %	53,6 %	43,3 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,3 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15-16
Toimiala ja markkina	17-19
Taloudellinen tilanne	20-22
Ennusteet	23-26
Arvonmääritys	27-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36-

Viafin Service lyhyesti

Viafin Service on Suomessa toimiva teollisuuden kunnossapidon ja projektien erikoisosaaja.

2008

Perusta luotu Kaskisten sellutehtaalla osana West Welding Oy:ta

2018

Listautuminen ja Viafin Service -konsernin luominen

87,3 MEUR

Liikevaihto 2022

+43 %

Liikevaihdon kasvu 2022 (orgaaninen)

4,5 MEUR (5,2 % lv:sta)

EBIT 2022

192 %

Kassakonversio-% H1'23

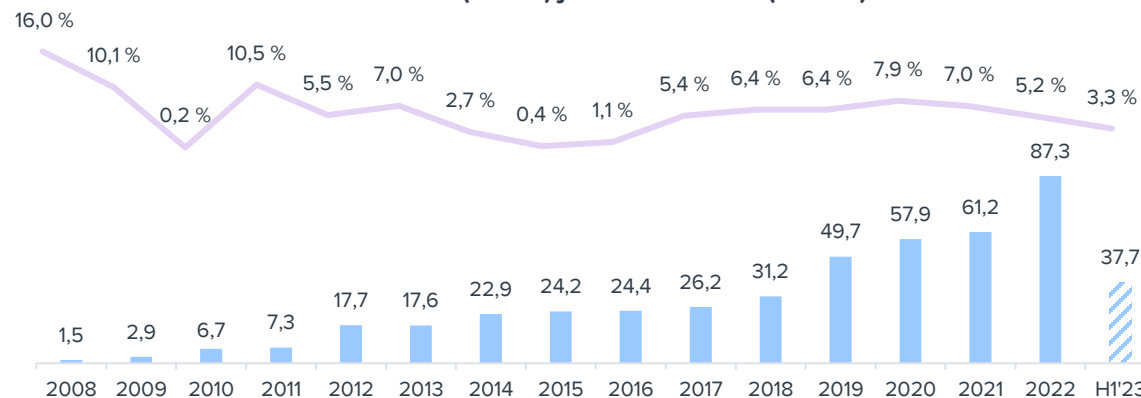
4,41 euroa / osake

Rahavarat (ilman omia osakkeita) H1'23 lopussa

Historiallinen kehitys

2008-2011	2012-2017	2018-
<ul style="list-style-type: none"> Vuonna 2008 liikevaihto yhdestä tehtaasta 2008 finanssikriisi ja Kaskisten sellutehtaan sulkeminen → muutospakko Uusi toimintamalli: tehokkuus, menetelmät ja toimintatavat Vuonna 2009 perustettiin Jämsän alueelle toimipiste, josta kasvu liikkeelle Viafin Process Piping perustettiin 2011 Vuonna 2011 Kalse Piping Oy:n osto ja laajentuminen Keminmaalle 	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 2018 Viafin Service -konserni perustettiin ja yhtiö listautui Uusia palvelualueita Vuonna 2019 Viafin GAS -yritystosto Kasvu vahvaa etenkin orgaanisesti toimipisteiden aktiivisella perustamisella Vuodesta 2019 kasvu ollut yli 20 % vuosittain Kannattavuus ollut keskimäärin 7 %:ssa Vuosina 2022-2023 kannattavuushaasteita kunnossapidossa Projektimarkkinan heikkous näkyy myös tuloksessa ja liikevaihdossa 2023

Liikevaihto (MEUR) ja kannattavuus* (EBIT-%)



*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. Vuosi 2019 1-12 tilikausi.

**Kannattavuus EBITA-% ennen vuotta 2021, 2021 eteenpäin EBIT-%

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Yhtiökuvaus

Teollisuuden palveluiden ja projektien toimittaja

Viafin Service on vuonna 2018 perustettu teollisuuden huolto- ja kunnossapitopalveluita tarjoava yhtiö. 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.

Viafin Service on eri puolella Suomea usean palveluyksikön voimin toimiva teollisuuden ja tehtaiden kunnossapitokumppani. Yhtiön vuoden 2022 liikevaihto oli 87 MEUR ja liikevoittomarginaali (EBIT-%) oli 5,2 %:ssa. Vuosi 2022 oli erittäin vahvan orgaanisen kasvun (+43 %), mutta selvästi heikomman tuloksethityksen vuosi (EBITA-%/EBIT-% ka. 2018-2021: 7 %). Kunnossapidon nopea laajentuminen ja vahva orgaaninen kasvu johti kulujen sekä tehottomuuden kasvuun yksikössä. Projektimarkkinan heikkous on sen sijaan vuonna 2023 laskenut liikevaihtoa sekä tulosta, eikä kunnossapidon viime vuosina perustetut toimipisteet ole vielä nousseet kannattavuudessaan hyvälle tasolle.

Yhtiön palveluita ja tuotteita käytetään teollisuuslaitoksissa eri puolilla Suomea erityisesti sellu-, energia-, kemian-, elintarvike-, kaasu- ja metalliteollisuuden aloilla. Toiminta on keskittynyt Suomen markkinoille eikä yhtiöllä ole

kansainvälistymiseen tähtäävää suunnitelmaa, sillä laajenemismahdollisuuksia on vielä kotimaassakin.

Liiketoiminta pääosin jatkuvaluonteista kunnossapitoa

Viafin Servicen liiketoiminnan voi jakaa kahteen osa-alueeseen: Alueellinen huolto ja kunnossapito sekä Projektit. Selvästi isommassa osassa yhtiöllä on jatkuvaluonteisen huollon ja kunnossapidon palveluiden tarjoaminen, joka muodostaa normaalisti noin 75 %:n yhtiön liikevaihdosta.

Yhtiön koko palveluvalikoimaan kuuluvat muun muassa teollisuuden tuotantolaitteiden huolto ja kunnossapito, 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 vuonna 2019 toteutetun Viafin GAS yritysosaston myötä.

Projektit-liiketoiminta tukee osaltaan yhtiön Kunnossapito-liiketoimintaa. Yhtiö toteuttaa tässä yksikössä pääosin teollisuuden putkistoihin liittyviä projekteja. Yhtiö on arvionsa mukaan teollisuuden projektiputkistojen markkinajohtaja Suomessa. Projektit ovat kokoluokaltaan yleensä 1-5 MEUR:n välistä ja yhtiö toteuttaa näitä harkitusti kannattavuutta painottaen.

Huolto ja kunnossapito on Viafin Servicelle jatkossakin tärkeä strateginen fokus, kun se pyrkii edelleen laajentamaan palvelutarjoamaansa sekä tuomaan nykyisiä palveluitaan myös enemmän uusien toimipisteiden käyttöön. Vahva kassa antaa resursseja kasvaa niin orgaanisesti kuin yritysostoin.



Yhtiön isoimpia asiakasryhmiä:

- Sellu- ja kartonkiteollisuus
- Energiateollisuus
- Kemianteollisuus
- Kaasuteollisuus
- Elintarviketeollisuus

Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat erityisesti:

- Teollisuuden putkistojen huolto ja kunnossapito
- Putkistoasennukset
- Hydraulikan ja pneumatiikan kunnossapitopalvelut
- Teollisuuden erikoislaitteiden asennus, huolto ja korjaus
- Mekaaninen-, sähkö-, automaatio-, pumppu- ja venttiilihuolto
- Nesteytetyn maakaasun projektit
- Kaasunjakeluun liittyvä tekniikka
- Kaasuntankkausasemat ja niiden huolto

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Organisaatorakenne tukee paikallista päätöksentekoa

Viafin Servicen alla toimii tällä hetkellä useita operatiivisia yhtiötä, jotka jakautuvat useisiin liiketoiminta-alueisiin. Yhtiön perustana ja pohjana toimii prosessiputkistojen liiketoiminta (Viafin Process Piping). Viafinilla on myös laiteasennustoiminta (Viafin Installation), teollisuuden kunnossapito (Viafin Industrial Service) sekä kaasuun liittyvä liiketoiminta (Viafin GAS). Näiden alla toimii toimipisteiden tai alueiden mukaan jaoteltuja yhtiöitä. Esimerkiksi Industrial Servicen alle kuuluu tällä hetkellä viisi eri yhtiötä ja Process Pipingin alle kolme eri yhtiötä. Aikaisemmin yhtiöllä oli myös työstökoneiden palveluihin liittyvä Viafin Production Machine Service, mutta liiketoiminta on lopetettu uuden strategian alla. Arviomme mukaan liiketoiminnan kannattavuus ja ajurit eivät olleet uudistetun strategian mukaisia.

Kaikki tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yksikköinä omilla palvelualueillaan. Käsitksemme mukaan yhtiöt pääsevät keskittymään operatiiviseen tekemiseen, kun nykyaikaisilla toiminnanohjausjärjestelmillä muu työ on minimoitu, sitä on helpotettu huomattavasti tai viety ylemmäs konsernitasolla.

Yksiköiden välillä on havaittavissa arviomme mukaan myös pieniä etuja 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 tuloksentekoon eri tavalla. Tämän vuoksi Viafin Service ei välttämättä omista yhtiöitä 100-prosenttisesti.

Yhtiön organisaatorakenne voi ylhäältä katsoen vaikuttaa raskaalta monine yhtiöineen ja paikallisine johtoineen, mutta se myös alentaa emoyhtiön taakkaa, joka pystyy toimimaan kevyemmällä organisaatiolla. 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.

Viafin Service omistaa yhtiöistä 85-100 %, joten kaikki voitot yhtiöistä eivät valu suoraan Viafin Servicen osakkeenomistajille vaan ne vähennetään ennen nettotulosta vähemmistöosuuksina. Vähemmistöosuus on ollut noin 5-7 %:n tuloksesta ennen veroja historiassa, vaikka vuonna 2021 vähemmistöjen osuus oli poikkeuksellisen hyvän Viafin Gasin tulokseen myötä jopa 0,6 MEUR (15 % tuloksesta ennen veroja). Viime vuonna vähemmistöosuus oli noin 0,2 MEUR, mikä vastasi noin 4 %:sta tulosta ennen veroja. Vähemmistöjen osuus on pienentynyt, kun osuuksia on ostettu Viafin Servicen omistukseen ja näemme sen pysyvän nykyisellä maltillisella tasolla ennusteissamme.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

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. Projekteja tehdään harkitusti asiakkaiden tarpeisiin.

Kunnossapitoliiketoiminta keskittyy teollisuuden putkistoihin ja tuotantolaitteisiin

Viafin Servicen kunnossapitoliiketoiminta edustaa yhtiön ydinosaa. Yhtiön palvelu- ja huoltoliiketoiminta on historiassa ollut pääosin teollisuuden putkistoihin liittyvää huoltotoimintaa, mutta on sittemmin laajentunut teollisuuden yleiseen kunnossapitoon sekä kaasuinfran ja -järjestelmien kunnossapitoon.

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

Yhtiön kunnossapitotoiminta on pääosin jatkuvaa puitesopimuksiin perustuvaa toimintaa, mutta

yksikköön kuuluvat myös pienemmät yksittäisen asiakkaan pienprojektit. Sopimuksen ulkopuoliset lisätyöt ja pienprojektit ovat yhtiölle arviomme mukaan kannattavia tulonlähteitä, sillä palvelusopimukset sisältävät usein vain kiinteähintaisen kunnossapidon. Niiden osuus kokonaisvolyyminä on kuitenkin pieni arviomme mukaan.

Kunnossapitoon liittyy myös tehtaiden ja tuotantolaitosten kokonaisulkoistukset, mistä esimerkkinä toimii Viafin Industrial Servicen vuonna 2020 solmima kunnossapidon ulkoistussopimus Ravintoraisio Oy:n Nokian Myllyn kanssa. Nämä voivat toimia usein myös ponnahduslautana uusien toimipisteiden perustamiselle tärkeillä teollisuusalueilla. Viimeisimpänä vuoden 2022 lopussa [Viafin Industrial Service Meri-Lapin](#) toimipiste perustettiin Storan Enson Veitsiluodon kunnossapitosopimuksen avulla.

Projektit tukemassa pääliiketoimintaa

Projektiliiketoimintaan kuuluu pieniä tarkoin valittuja ja asiakkaiden tarpeisiin rakennettuja noin 1-5 MEUR:n projekteja. Yhtiö fokusoi 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.

Kaasuun liittyvistä hankkeista esimerkkinä toimii huhtikuussa 2022 Viafinin solmima sopimus Haminan LNG-terminaalin viimeistelytyöstä. Hankkeessa Viafin tarjosi asiakkaalle putkisto- ja kaasualan erikoisosaamista huoltovarmuuskriittisessä kohteessa.

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. Kokonaisuutena esivalmistus sitoo kuitenkin 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 ja Viafin Servicen asiakkaalle tarjoaman hinnan taustalla on aina putken toimittajalta saatu kiinteähintainen tarjous.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

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 sellu- ja kartonkiteollisuudessa, energiateollisuudessa, kaasuteollisuudessa ja kemianteollisuudessa.

Aikaisemmin yhtiö oli hyvin riippuvainen sellu- ja kartonkiteollisuuden näkymistä. Jopa yksittäisen tehtaan menestyksellä on voinut olla merkittävä vaikutus yhtiön suoritukseen. Viime vuosien aikana liiketoiminta on kuitenkin hajaantunut selvemmin mm. Viafin GAS Oy:n yritysoston, energiateollisuuden osuuden nousun ja elintarviketeollisuuteen laajentumisen myötä. Näin yhtiö ei ole enää niin merkittävästi sidoksissa tietyn alan menestykseen. Defensiivisen ja pitkälti suhdanteille riippumattoman energian suhteellisen osuuden nousu asiakasalana myös altistaa Viafin Serviceä vähemmän eri sykleille ja suhdanteille.

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 arviomme mukaan yleisesti kovinkaan 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.

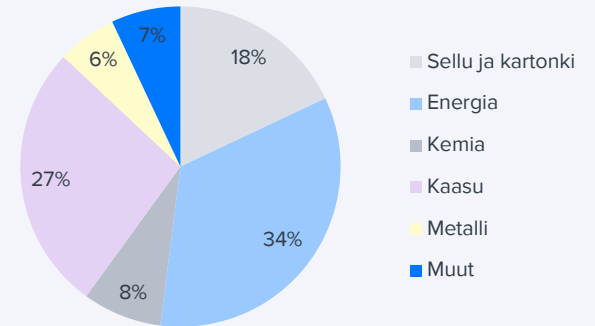
Toimipaikkojen vetäjien tai aluepäälliköiden rekrytointi on taas haastavampaa, sillä yhtiö on selvästi viestinyt haluavansa aina rekrytoida paikallisesti parhaan mahdollisen vetäjän, joiden saatavuus on taasen hyvinkin tiukassa ja oma epävarmuustekijänsä. Markkinan heikentyminen voi antaa nyt hyviä laajentumisen mahdollisuuksia, kun kilpailu osaajista ei välttämättä ole niin kovaa kuin aikaisemmin kuumen markkinan aikaan.

Osittaista syklistä

Alan liiketoiminta on etenkin projekteissa osittain suhdannevaihteluille altista liiketoimintaa, kuten on nähty vuoden 2023 aikana. Kunnossapito on palveluliiketoimintaa, mutta selkeästi täysin jatkuvan tai toistuvan liiketoiminnan osuus tästä on arviomme mukaan vähäistä. Kunnossapito on luonteeltaan kuitenkin vähemmän altis suhdanteille tai joissain tilanteissa myös jopa vastasyklisiä.

Yhtiön syklistä onkin osaltaan kaksi eri puolta. Projekteja tehdään paljon hyvän suhdanteen aikana, kun mm. kapasiteettia pyritään lisäämään, koneita uusitaan tai uusia tehtaita käynnistetään. Vastasyklistä voi tuoda teollisuuden huollot ja kunnossapito, jossa kysyntä voi osin jopa lisääntyä heikon suhdanteen aikana. Isoimpia investointeja voidaan haluta välttää ja pyritään ajamaan vielä vanhemmilla koneilla ja laitteilla, mitkä voivat vaatia enemmän huoltoa. Tätä ei ole mielestämme täysin vielä Viafin Servicen tapauksessa testattu, mutta toistaiseksi kunnossapito on pitänyt pintansa hyvin projektimarkkinan haasteissa.

Liikevaihdon jakauma asiakasaloittain (2022)



Toimialan tunnusmerkkejä

- Henkilöstöriippuvuus
- Kasvu vain resursseja lisäämällä
- Alhainen kannattavuus
- Matala investointivaade
- Hyvä pääoman tuottopotentiali
- Paljon pieniä toimijoita
- Pienet alalätlön esteet
- Altius suhdanteille

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Hinta ja tarjonta kilpailutekijöitä

Toimialan piirteistä johtuen yhtiön asemaan liittyy riski siitä, että jokin isompi kilpailija vahvemmalla tarjonnalla alkaisi hinnoittelulla vallata markkinaosuuksia. Tätä on nähty osittain kunnossapidon kokonaisulkoistuksissa, missä isommat kilpailijat ovat hyvin vahvoilla asiakkaiden näkökulmasta ja pienempiä toimijoita käytetään vähän.

Hinta ei välttämättä ole ainoa kilpailutekijä, sillä isoimmilla asiakkailla ulkoistuksen hoitamiseen tarvitaan myös merkittävä määrä resursseja, joita pienemmillä toimijoilla ei välttämättä ole. Hintakilpailun riskiä tai hinnan avulla laajentumista mielestämme kuitenkin rajoittaa se, että toimialalla ei ole saatavilla selkeitä skaalaetuja ja marginaalit ovat yleisesti kohtuullisen matalat. Arviomme mukaan myös Viafin Servicen ydinmarkkinat ovat isoimpien kilpailijoiden paineelta hyvin suojassa, sillä yhtiö tekee pääosin isoja kilpailijoita pienempiä projekteja sekä kunnossapitokokonaisuuksia.

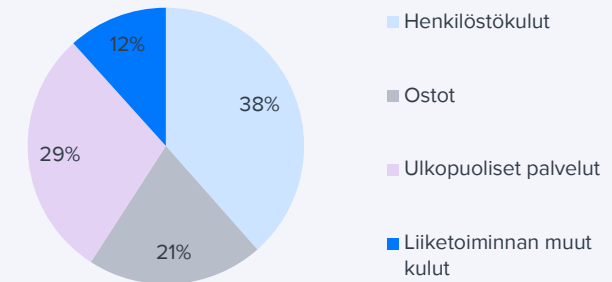
Viafin Service erottuu kilpailijoistaan mielestämme vahvan paikallisen läsnäolon (toimipisteitä perustetaan teollisuusalueille suoraan), vahvojen osaavien vetäjien, yrittämisen mukaisen kulttuurin sekä erittäin vahvan osaamisen kautta. Etenkin putkiliiketoiminnan osaaminen sekä referenssit toimivat osanaan arvioltamme kilpailuetuna yhtiön päämarkkinassa. Muuten saavutettavat kilpailuedut markkinalla ovat vähäisiä ja alalla on matalat alalietulon esteet.

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 henkilötöypainotteista, minkä vuoksi liikevaihdon kasvattaminen edellyttää myös henkilömäärän tai muiden resurssien kasvattamista.

Henkilöstökulut ovat olleet isoin osa kuluista historiallisesti, vaikka viime vuonna suhde laski selvästi verrattuna aikaisempiin vuosiin (yleensä 40-50 % kokonaiskuluista). Vuosi 2022 oli erittäin vahva Projekteissa, jonka arvioimme kasvattaneen ulkopuolisten palvelujen osuutta (projekteja tehdään alihankinnan avulla) kokonaiskuluista jopa lähes 30 %:iin vuonna 2023. Tänä vuonna suhde palautuukin arviomme mukaan normaalimmalle tasolle ja ulkopuolisten palvelun kulutaakka pienenee selvästi. Sen sijaan henkilöstökuluissa on nousupaineita alan palkankorotusten perusteella, kuten jo ensimmäisen vuosipuoliskon tuloksista oli huomattavissa.

Kustannusrakenne 2022 (%-kuluista)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Toimialan muutosnopeus maltillinen

Perushuoltotyö tai putkien asennus ei toimialana muutu kovinkaan nopeasti, mutta tehtaissa ja koneissa/laitteissa käytettävä teknologia on jatkuvassa muutoksessa, mikä lisää Viafin Servicen kaltaisten palvelutoimittajien tarvetta päivittää koko ajan tarjoamaansa. Tehtaissa ja niiden koneissa ja laitteissa käytettävien etäluettavien ja -ohjattavien, seurantaan ja valvontaan käytettävien antureiden sekä 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 voi ratkaista sopimuksen saamisen.

Vielä nykyisellä palveluvalikoimalla ja osaamistasolla näemme Viafin Servicellä kehittämisen tarvetta digitaalisissa järjestelmissä, mutta yhtiö työskentelee aktiivisesti osaamisen kartuttamiseksi. Tehtaiden ja laitteiden digitalisaatio, automatisaatio ja kytkytyminen toisiinsa luo myös Viafin Servicelle uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja arvioimme yhtiön tarkkailevan tilannetta myös yritysosto- ja rekrytointimarkkinoilla.

Pääomaintensiivisyys matala

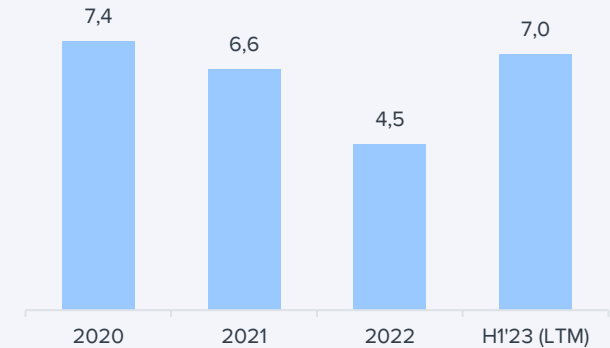
Yhtiön liiketoiminta ei sido huomattavasti pääomia eikä investointitarve ole kovinkaan suuri. Käyttöpääoma on normaalisti selvästi negatiivinen eikä yhtiö tarvitse merkittävässä määrin koneita, kiinteistöjä tai laitteita liiketoimintaansa. Tämä vapauttaa operatiivisen kassavirran yhtiön käyttöön ja alalle onkin

tyypillistä melko alhainen kannattavuus, hyvä kassavirta, hyvä pääoman tuottopotentiaali ja negatiivinen käyttöpääoma. Yhtiön operatiivinen rahavirta onkin viime vuodet ollut erittäin hyvä, vaikka kannattavuudessa on ollut vaihteluita. Pääsääntöisesti kassakonversio-% (operatiivinen kassavirta/käyttökate) on ollut yli 100 % viime vuodet.

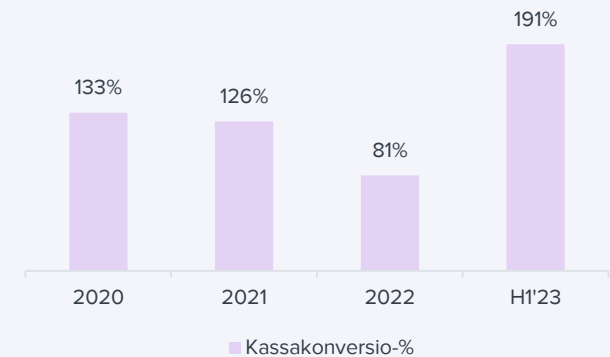
Yhtiön pääomia käytetään ensisijaisesti orgaaniseen kasvuun, yritysostoihin ja osingonmaksuun. Yhtiön orgaaniset investoinnit (ei yritysostoja) olivat vuonna 2022 laskelmiemme mukaan noin 1,4 MEUR (2021: 0,6 MEUR), mikä on noin 1,6 % liikevaihdosta. Tyypillisesti investoinnit ovat olleet 0-2 % liikevaihdosta ja odotamme tämän tason jatkuvan tulevaisuudessa. Liiketoiminnassa ei ole tapahtunut isoja muutoksia, mikä kasvattaisi investointeja. Rahavirtaan liittyen korollista velkaa (pl. IFRS 16 vuokrasopimusvelat) yhtiöllä ei tällä hetkellä ole eli rahoituksen hoitoon ei myöskään valu pääomia. Rahoitustarve Viafin Servicellä on näin ollen näkemyksemme mukaan orgaanisesti hyvin pientä.

Kasvuinvestointeja ja yritysostoja varten yhtiöllä on näin merkittävästi resursseja. Yhtiön hyvä viime vuosien tulos sekä vahva kassavirta ovat nostaneet rahavarat 15,6 MEUR:oon H1'23 lopussa (4,4 euroa/osake). Rahaa on kuin roskaa, vaikka yhtiö on suorittanut jo kaksi yritysostoa listautumisen jälkeen. Kassalle saa nykymarkkinassa jo jotain tuottoja, mutta Viafin Servicen liiketoiminnan pääoman tuotoilla se olisi paremmassa käytössä liiketoiminnassa.

Mojova rahavirta* mahdollistaa kasvuinvestoinnit ja hyvän voitonjaon (MEUR)



Tulos valuu hyvin kassavirraksi



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Pääoman tuotto kertoo pääomakeyvystä liiketoiminnasta

Viafin Service on kasvanut historiansa aikana vahvasti ja pystynyt myös ylläpitämään kohtuullisen hyvää kannattavuutta muutamaa poikkeusvuotta lukuun ottamatta. Kuten aiemmin todettu, liiketoimintamalli tuottaa hyvin kassavirtaa, mutta myös pääomien tuotto on merkittävän hyvä.

Pääoman tuotossa kuitenkin näkyy painavana taakkana yhtiön iso kassa. Rahavarat ovat tällä hetkellä (H1'23) noin 35 % yhtiön taseen loppusummasta, mikä heijastuu oman pääoman tuoton (ROE-%) sekä sijoitetun pääoman tuottolukuihin (ROI-%, ROCE-%). Yhtiö voisi periaatteessa maksaa koko kassansa ulos omistajille ja tällä nostaa tuottolukunsa selvästi paremmalle tasolle.

Lisäksi oman pääoman tuotto vertaa vain yhtä pääomaerää ja vielä nettotulokseen, missä mahdollisesti alasta ja yhtiöstä riippuen on erilaisia kirjanpitoikäntöjä ja oikaisuja. Nettotulokseen voi vaikuttaa esim. kertaluonteiset erät, pääomarakenne, eri maiden veroasteet, käyvän arvon muutokset ja vaihtoehtoiset laskutavat.

ROIC onkin mielestämme etenkin tässä tapauksessa yksi parhaista tuottoluvuista seurata. ROIC:ssa on nettotuloksen (ROE) tai liikevoiton (ROCE) sijaan käytetty verot huomioivaa liikevoittoa (NOPAT), joka on mielestämme myös lähempänä omistajille kuuluvaa kassavirtaa. Verot huomioivaa liikevoittoa on verrattu yhtiön sijoitettuun

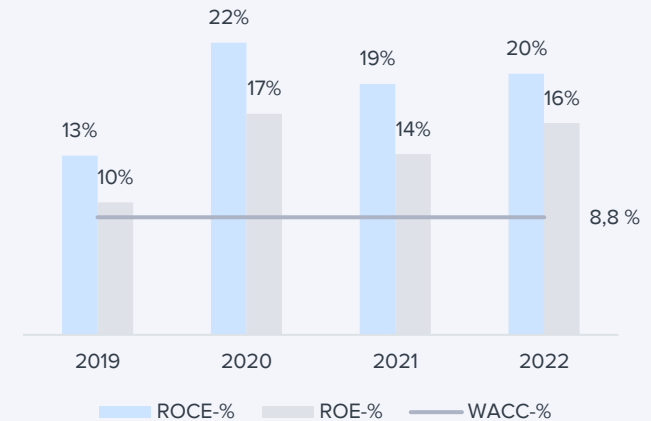
pääomaan (opo + korolliset velat), josta on vähennetty nettokassa. Näin saadaan verrattua liiketoiminnan tuottamaa tuottoa pääomaan, joka on tällä hetkellä kiinni operatiivisessa liiketoiminnassa.

Liiketoiminta tarvitsee normaalisti kassavaroja, jotta sitä voidaan hyvin pyörittää. Tässä mielessä ROIC voi antaa hieman väärän kuvan pääomien tuotosta etenkin aloilla, jotka vaativat merkittävän kassapuskurin. Viafin Servicen tapauksessa käyttöpääoma on selvästi negatiivinen (asiakkaat/toimittajat rahoittavat liiketoimintaa) ja investoinnit vähäisiä, joten merkittävää kassapuskuria ei tarvita liiketoiminnan kasvaessa odotetusti. Voisimme myös laskea ROCE:n tai muun pääoman tuoton optimaalisella kassatasolla (1-2 MEUR), mutta lukujen johtopäätökset eivät ROIC:n antamista johtopäätöksistä merkittävästi muuttuisi.

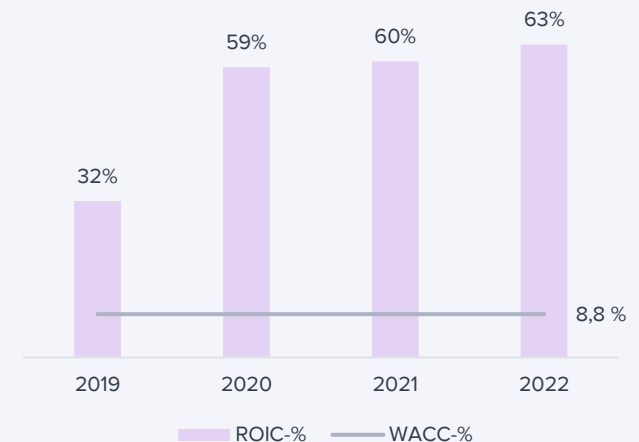
Viafin Servicen ROIC-%on ollut laskelmiemme mukaan oikein hyvällä tasolla. Yhtiön liiketoiminnassa kiinni olevat pääomat ovat tuottaneet keskimäärin 53 % viimeisen neljän vuoden aikana (2019-2020). Ennusteillamme pitkällä aikavälillä ROIC-% säilyy erittäin korkeana noin 60 %:ssa yhtiön liiketoimintamalliin ja ennustamaamme kannattavuuteen perustuen.

Viafin Servicen pääoman tuotto ylittää selvästi sen pääoman tuottovaatimuksen (WACC-%: 8,8 %). Näin käy jo vahvan kassan huomioon ottavissa ROCE-luvuissa ja myös oman pääoman tuotto on ollut tuottovaatimusta korkeampi. Viafin Service pystyy näin luomaan selvää omistaja-arvoa tämän mittarin perusteella.

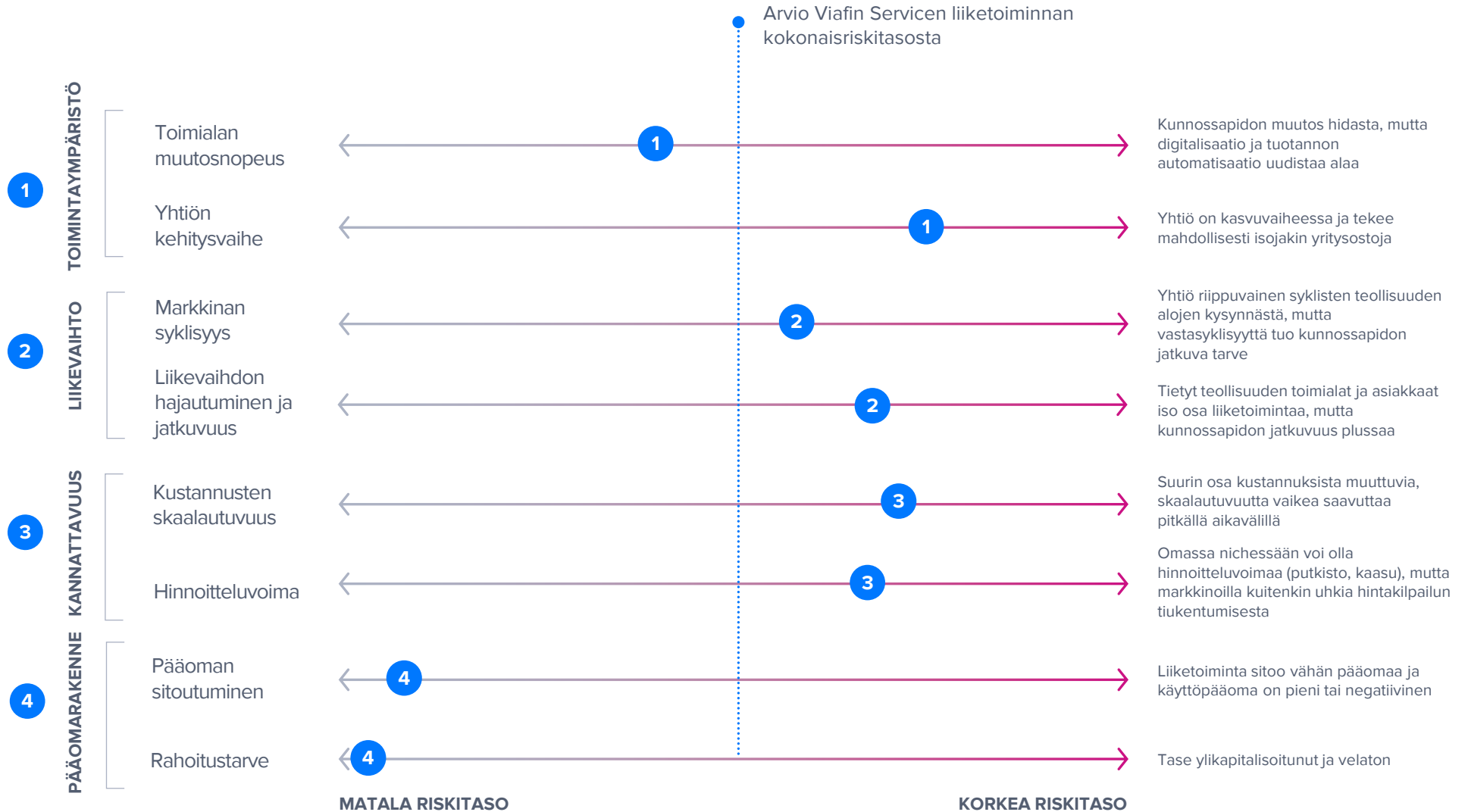
Pääoman tuottoluvut kohtuulliset jo massiivisen kassan kanssa



ROIC-% kertoo liiketoiminnan pääomien tuottopotentialin olevan hyvä



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Kasvuyhtiö kohtuullisen vakaalla kannattavuudella

2.

Merkittävä tuloskasvupotentiaali tavoitteiden toteutuessa

3.

Erittäin vahva pääoman tuotto luo omistaja-arvoa

4.

Syklisten asiakastoimialojen luomat riskit

5.

Vahva kassavirta antaa edellytyksiä investoida kasvuun ja jakaa osinkoa

Potentiaali



- Liikevaihdon kasvu
- Kannattavuuden palauttaminen historiallisille tasoille
- Nykyisessä palveluvalikoimassa uusien toimipaikkojen luoma orgaaninen kasvu ja yritysostojen kautta luotavat tulevaisuuden palvelualueet ovat strategian perustana
- Tuloskasvu vähän pääomaa sitovassa liiketoimintamallissa mahdollistaa korkean pääoman tuoton, vahvan kassavirran ja kasvavan osingon

Riskit



- Mahdollisten yritysostojen 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
- Suurimassa osassa yhtiön liiketoimintaa matalat alalletulon esteet ja kestävien kilpailuetujen puute rajaa kasvupotentiaalia

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Viafin Service päivitti vuoden 2022 lopussa strategiaansa ja taloudellisia tavoitteitansa. Käytännön strategian suuntaviivoissa ei ollut merkittäviä muutoksia edelliseen. Yhtiö hakee vahvaa kasvua nykyisistä sekä uusista tuotteista paikallisten toimipisteiden ja yritysostojen avulla. Taloudelliset tavoitteet tuloksen osalta ovat kunnianhimoiset, mutta samalla jo nykyisen liiketoiminnan mahdolliseksi todistamia. Kasvun, kassavirran sekä osingon osalta tavoitteet vaikuttavat enemmän kuin realistisilta.

Strategia keskittyy paikalliseen toimintaan

Viafin Servicen strategiassa tavoitellaan laajentumista orgaanisesti sekä yritysostoin Suomen teollisuuskeskitymissä paikallista läsnäoloa vaalien. Paikallisesti johdetulla yrittäjähenkisellä liiketoiminnalla pyritään hankkimaan alan parhaat osaajat palvelukseen. Tämä on pääpiirteissään sitä, mitä Viafin on nyt aikaisemman strategiansa aikana onnistuneesti toteuttanut.

Maantieteellinen laajentuminen ulottuu nyt koko Suomen tasolle eikä selkeitä alueita olla erikseen mainittu. Yhtiö tuntuisi haluavan saavuttaa Suomessa merkittävän aseman ja ulottaa palveluidensa verkoston maanlaajuiseksi usealla teollisuuden toimialalle. Suomeen keskittyminen on mielestämme hyvä ratkaisu tässä vaiheessa yhtiön kehitysvaihetta.

Arviomme mukaan uudella strategiakaudella laajentumisen tahti hidastuu. Yhtiö on saanut viime vuosina merkittävää orgaanista kasvua aikaan, mutta samalla kannattavuus on hieman

kärsinyt, kun olemassa olevat toimipisteet eivät ole saavuttaneet vielä potentiaaliaan. Siinä mielessä kasvu voi hieman nykyisen strategian alkuvuosina hidastua, mutta tämäkin on hyvin pitkälti kiinni markkinan tarjoamista mahdollisuuksista.

Painopisteet tuttuja

Yhtiö nosti esiin tärkeimmät strategiset painopisteet, jotka ovat:

1) Asiakaslähtöisen palveluvalikoiman kasvattaminen ja palveluiden maanlaajuisen verkoston laajentaminen.

2) Paikallisen liiketoiminnan ja kilpailukyvyyn jatkuva vahvistaminen. Toiminta perustuu jatkossakin paikallisiin, yrittäjähenkisiin yksiköihin, joissa päätöksenteko on lähellä asiakasta.

3) Toimialan halutuin työpaikka. Työntekijöillä vapaus ja vastuu tehdä toiminnasta asiakkaiden tarpeisiin sopivaa. Omistajuus yrittäjämäisen toiminnan työkaluna sekä alan parhaiden osaajien rekrytoinnissa ja sitouttamisessa

4) Yritysostot omistaja-arvoa painottaen. Yhtiö kartoittaa jatkuvasti mahdollisuuksia tehdä omistaja-arvoa kasvattavia yritysostoja.

Ensimmäiset kolme kohtaa kattavat hyvin nykyisen strategian ja Viafin Servicen aikaisemman strategian menestyksen reseptin. Paikalliset toimipisteet hyvillä yrittäjähenkisillä vetäjillä ja motivoituneella henkilöstöllä sekä vahvoilla asiakassuhteilla.

Strategian keskiössä

- Kunnossapitopalveluiden kannattavuuden terävöittäminen
- Vetyosaamisen laajentaminen
- Maantieteellinen laajentuminen
- Uusien toimipisteiden ylösajaminen ja vakiinnuttaminen
- Uusien laajentumiskohteiden valmistelu
- Paikallisten toimintojen vahvistaminen kannattavan kasvun tukemiseksi
- Rekrytoinnit ja osaamisen kasvattaminen
- Yritysostomarkkinan jatkuva skannaus

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Yritysosot mainitaan myös strategiassa ja yhtiön vahva kassa antaa tähän hyvin resursseja. Yritysosotoprosessin yksi kulmakivi on ollut, että Viafin Servicen tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yhtiöinä ja niiden integroiminen ei ole kovinkaan raskas prosessi. Viafin Service on viestinyt myös jatkavansa yritysostoja enemmistösuuden hankkimalla sitouttaen näin henkilöstöä.

Markkinatilanne voi olla otollinen, kun arvostukset sekä kysyntä ovat tietyissä liiketoiminnoissa laskeneet. Arviomme mukaan nykyisessä toimipisteverkossa on kuitenkin myös orgaanista kasvuvaraa, jos markkina kestää kohtuullisesti talouden hiipumisen. Yritysostoista ollaan puhuttu jo kauan, mutta aktiiviteetti on jäänyt kovin alhaiseksi. Toisaalta orgaanisen kasvun avulla on jo saavutettu merkittävästi korkeampi liikevaihdon taso.

Taloudelliset tavoitteet

Yhtiö profiloitui aikaisemmin selväksi kasvuyhtiöksi, mutta nyt keskiössä on vakaa kasvu ja ennen kaikkea kannattavuuden parantaminen sekä hyvän kassavirran säilyttäminen.

Kannattavuustavoite muuttui edellisestä strategiasta EBITA:sta EBIT-liikevoittoon, mutta käytännössä ne ovat Viafin Servicelle olleet samat viime vuosina, kun aineettomien poistoja ei ole ollut. Yhtiön edellinen tavoite oli 5-7 %:n EBITA-marginaali, joten tavoite nousi yläpäästä 1 %:lla. Yhtiö on suorittanut lähes koko strategiakauden läpi tavoitteiden yläpäässä, joten tavoitteen nosto oli odotettua. Vuonna

2020 yhtiö ylsi jo 7,9 %:n liikevoittomarginaaliin.

Tässä strategiavaiheessa kannattavuus nousee yhtiölle selvästi tärkeäksi kehityskohteeksi, kun inflaatiopaineet ovat olleet korkealla ja kunnossapidon kannattavuus on jäänyt odotuksista, mutta myös kassavirta nousee uutena tavoitteena esiin. Yhtiön liiketoimintamallin perusteella kassakonversion tavoitteen saavuttaminen ei pitäisi olla haastavaa. Mielestämme yhtiön kevyt ja vuolasta kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli ei ole saanut nykyisellään tarpeeksi huomiota, joten kassavirran korostaminen ja sen laatuun panostaminen on järkevää.

Kasvua yhtiö hakee nyt vuosittain 10 %:n tahtia. Kasvutavoite vaikuttaa historia huomioiden erittäin mahdolliselta, sillä viimeisen neljän vuoden aikana yhtiö on kasvanut keskimäärin 20 %:n vuosivauhtia. Nyt näemme kuitenkin kasvuvauhdin hidastuvan ja kannattavuuden nousevan etenkin lyhyellä aikavälillä tärkeämmäksi prioriteetiksi. Markkina myös hieman jarruttaa arviomme mukaan kasvumahdollisuuksia lähivuosina.

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.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet (vs. 2022 toteuma)

Kannattavuus

Tavoitteena 8 %:n liikevoittomarginaali



Kassakonversio < 100 %

Operatiivinen kassavirta ennen rahoituseriä ja veroja / Käyttökate < 100 %



Kasvu

Vuosittainen keskimääräinen kasvu 10 %



Osinko

Vuosittain kasvava osinko



Toimiala ja markkina 1/2

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. Tarkoituksena on edistää laitosten kustannustehokasta toimintaa ja hallintaa. Palveluiden lisäksi toimialaan voidaan lukea teollisuuden kunnossapitoa tukevat projektit. Viafin Servicen pääliiketoiminnan (teollisuuden putkistot ja niiden kunnossapito) markkinakoko on yhtiön arvion mukaan noin 300 MEUR, josta yhtiön markkinaosuus on arviomme mukaan jo lähempänä 15 %. Kun kohdemarkkinaan lasketaan lisäksi sähkö-, automaatio-, pumppu- ja venttiilihuolto, puhutaan yhtiön mukaan varsin laajasta, noin 2 miljardin euron, kohdemarkkinasta. Markkinalla on siis selvästi tilaa kasvaa Viafinin kokoiselle toimijalle.

Ulkoistaminen iso trendi

Iso trendi alalla on kunnossapidon ulkoistus. 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. Kilpailu- ja kuluttaja-viraston teettämän taannoisen tutkimuksen mukaan kokonaisulkoistukset vaativat kuitenkin kokoa, laajaa tarjontaa sekä referenssejä, mikä saattaa sulkea osan kilpailijoista pois

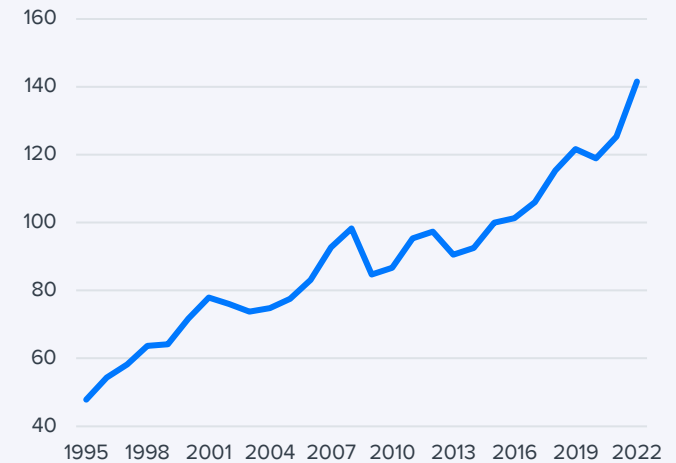
markkinoilta. Viafin Servicen onnistumisista ulkoistuksista kertoo mm. aikaisemmin mainitsemamme Viafin Industrial Servicen sopimukset (Raision Nokian mylly, Stora Enso Veitsiluoto). Näemme Viafin Servicen pystyvän kilpailemaan tarjontansa mukaisesti niin kokonais- kuin osaulkoistuksissa.

Teollisuuden huolto pääosin tasaista

Oikealla näkyvä teollisuuden koneiden ja laitteiden huoltopalvelut ovat Suomessa pitkällä aikavälillä kasvaneet vuosittain noin 4,0 %:n vauhtia (1995-2022 CAGR-%). Markkina ei täysin kuvaa välttämättä Viafin Servicen tarjoamaa, mutta antaa mielestämme tarpeeksi hyvän vertailukohdan pitkän aikavälin markkinakehityksestä.

Markkina on kasvanut tasaisesti, mutta ei ole ollut suhdanteille immuuni. Vuonna 2009 volyymit laskivat yli 10 %:lla. Pitkäkestoisia laskuja ei kuitenkaan ole nähty ja markkinan voi olettaa kasvavan pitkällä aikavälillä BKT:n kanssa suhteellisen linjassa. Näemme kuitenkin ulkoistumistrendin jatkumisen avittavan markkinakasvun yli BKT:n tason. Arvioimme yhtiön markkinoiden kasvavan noin 3-5 %:n vuosivauhtia seuraavien viiden vuoden ajan vuodesta 2024 alkaen. Kuluvana vuonna markkina jarruttaa selkeästi, mutta se luo myös hyvää pohjaa kasvulle. Viafin Service on kasvanut markkinaa nopeammin historiassa ja luotamme tähän myös jatkossa. Yhtiö panostaa vahvan orgaanisen kasvun lisäksi merkittävästi yritysostoihin, joka mahdollisesti heikomman markkinan vallitessa voi tarjota ostopaikkoja.

Markkinoiden kasvu ollut tasaisen vahvaa pienistä notkahduksista huolimatta (indeksisarja 2015=100)



Toimiala ja markkina 2/2

Markkinoilla paljon toimijoita

Viafin Servicen päämarkkinoilla teollisuuden kunnossapidossa on monta toimijaa. Pienten investointitarpeiden vuoksi alalle tulon esteet ovat matalat ja palvelut sekä kunnossapito kiinnostavat tällä hetkellä strategisesti monia toimijoita. Palvelut ovat yleensä projekteja kannattavampia ja vähempiriskisiä, jolloin ne houkuttelevat toimijoita markkinoille. Palveluiden perussopimusten jatkuva luonne ja projekteja parempi suhdannekestävyys houkuttelevat etenkin nyt, kun talous- ja markkinatilanteessa on epävarmuuksia.

Yhtiön kanssa kilpailevat kansainväliset isot toimijat, pienemmät huoltoyritykset, paikalliset yksityisyrittäjät ja tehtaiden oma huoltohenkilöstö. Isot ja keskisuuret 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 orgaanisesti markkinaa nopeammin ja kasvattanut markkinaosuuttaan. Yhtiön liikevaihdosta 100 % tulee Suomesta ja yhtiön kilpailijoita ovat mm. Caverion, Elcoline, Enersense, Bilfinger sekä Quant Finland Oy. Viafin Service on laskelmiemme ja tietojemme mukaan yksi

johtavista toimijoista, vaikka tarkkaa markkina-asemaa on eri teollisuuden kunnossapitoalojen vuoksi vaikea määrittellä.

Huomioitavaa on, että alla olevat luvut ovat yhtiöiden tilinpäätöksistä tai muusta materiaalista, eivätkä välttämättä kerro yhtiöiden teollisuuden kunnossapidon liikevaihdon tasosta. Ne ovat osittain myös vain osia konserneista, eivätkä anna välttämättä kokonaista kuvaa yhtiöstä.

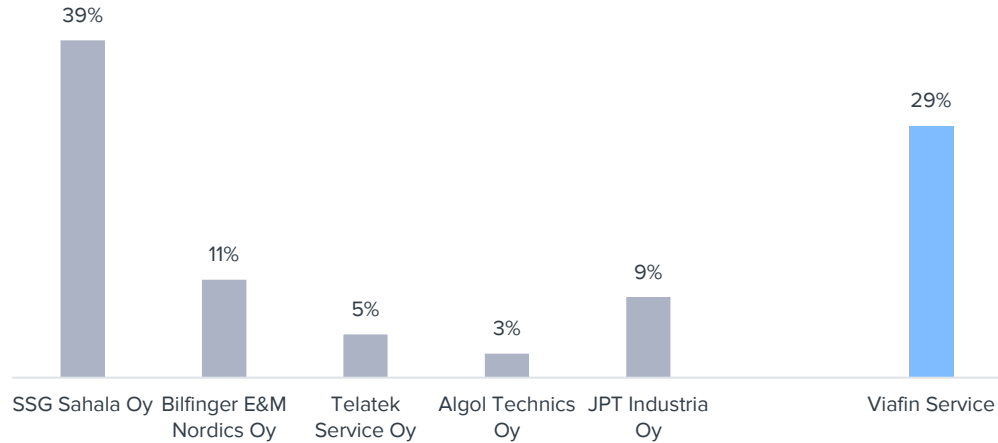
Tasot antavat kuitenkin suhteellisen hyvän kuvan isoista ja pienemmistä kilpailijoista markkinoilla. Caverionista olemme ottaneet huomioon vain Teollisuus-divisioonan ja Enersensestä vain Smart Industry -liiketoiminnan, sillä ne kuvaavat paremmin Viafin Servicen kanssa kilpailevaa liiketoimintaa.

Liikevaihto 2022 (MEUR)

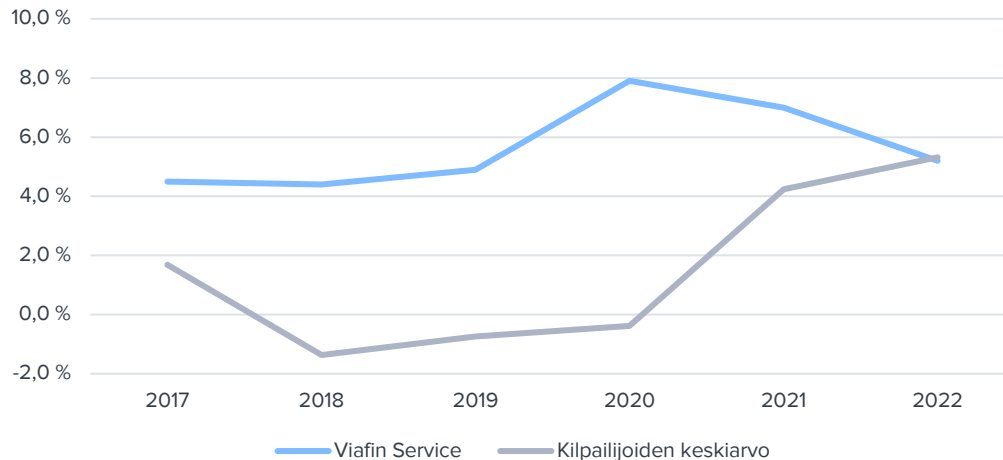


Viafin Service vs. kilpailijat

Liikevaihdon kasvu (CAGR-% 5v)



Kannattavuus (EBIT-%)



Inderesin kommentti:

Viafin Servicen kasvu on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskimäärin kilpailijoita parempi. Keskimäärin valitut kilpailijat ovat kasvaneet noin 13 % vuosittain, kun Viafin Service on kasvanut noin 29 %:n vauhtia.

Kilpailijoihin on valittu yrityksiä, joista on suhteellisen aukoton viiden vuoden historia ja käytetty viimeisintä saatavilla olevaa tilikautta. Vertailtavuutta kilpailijoihin heikentää osan kilpailijoiden puutteelliset tiedot. Esimerkiksi Caverionin teollisuuden divisioonasta ei ole saatavilla Suomen osalta tarkkoja lukuja tai liikevoittoa, jonka vuoksi se on pois laskelmista. Yleisesti näyttäisi, että keskisuuret ja pienet toimijat ovat kuitenkin kasvaneet osin isoimpien kustannuksella.

Viafin Servicen kannattavuus on myös ollut alan keskiarvoa parempi viimeisen viiden vuoden aikana, mutta laski vuonna 2022 verrokkien tasolle. Viafin Servicen kannattavuus oli pitkään nousujohteista kunnossapidon kasvuhaasteisiin asti.

Kilpailijoiden kannattavuudet heittelehtivät Viafin Serviceen nähden paljon enemmän. Viimeiset kaksi vuotta kilpailijoiden kannattavuus on kuitenkin parantunut tappioista selvästi positiiviseksi. Alan kannattavuuspotentialista kertoo, että yhtiöt ovat lähihistoriassakin pystyneet tekemään noin 10 %:n liikevoittomarginaalia.

Taloudellinen tilanne 1/2

Tase on vahva ja tuottaa hyvin

Viafin Servicen taseasema on hyvin vahva ja jopa ylikapitalisoitunut kohtuullisen hyvän tuloskehityksen, vahvan kassavirran sekä yhtiön listautumisannista saamien varojen myötä. Yhtiöllä ei ole taserakenteeseen liittyviä julkistettuja tavoitteita (nettovelkaantumisaste tai omavaraisuusaste), mutta yhtiön ei lähiaikoina todennäköisesti tarvitse olla huolissaan ainakaan taseen liiasta velkaantumisesta.

Viimeisimmässä tulosraportissa (H1'23) yhtiön omavaraisuusaste oli noin 52 % ja velattoman taseen (ilman IFRS 16) takia velkaantumisaste oli selvästi negatiivinen. Vuoden 2023 ensimmäisen vuosipuoliskon lopussa kassavarat olivat 15,6 MEUR:ssa eli yli 4 euroa osakkeelta. Tämä on jopa 35 % yhtiön taseen loppusummasta. Yhtiön tase on näin ollen hyvinkin vahva yritysostoin ja organisaation toteutettavaksi kasvustrategiaa ajatellen.

Yhtiön tasetta voi tällä hetkellä oikeastaan luonnehtia jopa liiankin vahvaksi, kuten aikaisemmin esitellyistä pääoman tuottoluvuista voi huomata (ROE, ROCE). Optimaalisemmalla taserakenteella pääomat voisivat tuottaa paljon paremmin. Sijoittaja voi kuitenkin myös seurata ROIC-%:n kehitystä, jossa kassa on otettu huomioon (vähennetty nimittäjästä).

Hyvinkin matalan pääomavaateen ja erittäin kevyen taseen omaavassa liiketoiminnassa pääoman tuotot ovat usein korkeita jo maltillisella kannattavuudella, ja etenkin ROIC-% voi nousta äärimmäisen korkeaksi. Liiketoiminta tarvitsee kasvua varten kuitenkin rahoitusta ja kassavaroja, joten ROIC:n antamat tuottoluvut

eivät ole välttämättä parhaita kuvaamaan pääoman tuottoja realistisella tasolla. Viafin Service pystyy kuitenkin tuottamaan pääomillaan tuottovaadetta parempaa tuottoa luoden mittarin perusteella omistaja-arvoa, kuten kuvasimme aikaisemmin.

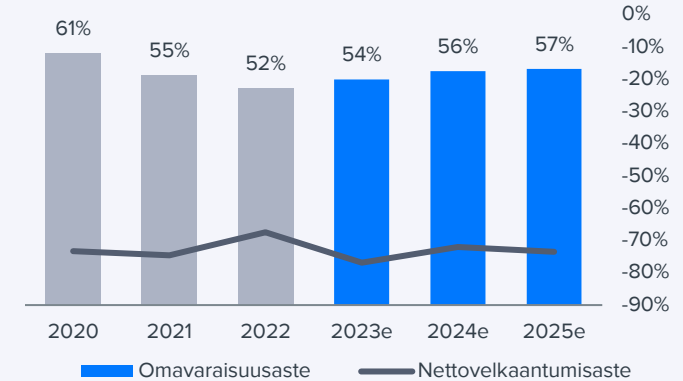
Taseessa liikearvo, rahaa ja käyttöpääomaa

Yhtiön taseessa korostuu liikearvo (H1'23: 8 MEUR), joka on noin 18 % taseen loppusummasta. Liikearvo on kertynyt pääosin ennen listautumista tehtyjen yhtiöittämisten ja yritysostojen seurauksena. Liikearvoa ei poisteta taseesta IFRS-raportoinnissa. Liikearvon korkeasta osuudesta huolimatta liiketoimintojen odotetun positiivisen kehityksen myötä emme näe merkittävää riskiä, että liikearvoon kohdistuisi painetta alaskirjauksille. Yhtiön tekemät järjestelyt näyttävät myös jälkikäteen tuottavan arvoa, kun ottaa huomioon yhtiön hyvät pääoman tuotot.

Muiden pysyvien vastaavien merkittävin erä on 2,2 MEUR:n koneet ja kalusto. Määrän pienuus kuvastaa liiketoiminnan vähän pääomia sitovaa luonnetta. IFRS 16 on lisännyt taseeseen 0,4 MEUR käyttöoikeusomaisuuseriä, jotka näkyvät aineellisissa erissä. Lyhytaikaisissa varoissa näkyy vahvan kassan (16 MEUR) lisäksi yhtiön pieni varasto (3 MEUR) sekä myyntisaamiset (15 MEUR).

Oma pääoma yhtiöllä oli H1'23 lopussa noin 22 MEUR. Tästä 0,8 MEUR oli vähemmistöosuuksia. Toimiva henkilöstö usein omistaa tytäryhtiöistä osuuden sitouttamistarkoituksen mukaisesti. Tämä vähentää myös nettotuloksen määrää, kun vähemmistöille tuloutetaan heidän osuus.

Taseen avainlukujen kehitys



Taloudellinen tilanne 2/2

Velkapuolella yhtiön merkittävät erät liittyvät käyttöpääomaan. Ostovelat olivat ensimmäisen vuosipuoliskon lopussa 20 MEUR ja saadut ennakot asiakkailta noin 3 MEUR. Lyhytaikaisista varoista ja veloista huomaa hyvin, että yhtiön nettokäyttöpääoma on selvästi negatiivinen ja liiketoiminta rahoittaa itsensä etupainotteisesti.

IFRS 16 tuo taseeseen vuokrasopimusvelkoja noin 0,4 MEUR:lla (H1'23), mikä näkyy veloissa. Muuten korollista velkaa yhtiöllä ei ole ja yhtiön nettovelka on selvästi negatiivinen.

Taserakenne oivallinen kasvuun sekä myös osinkojen jakamiseen

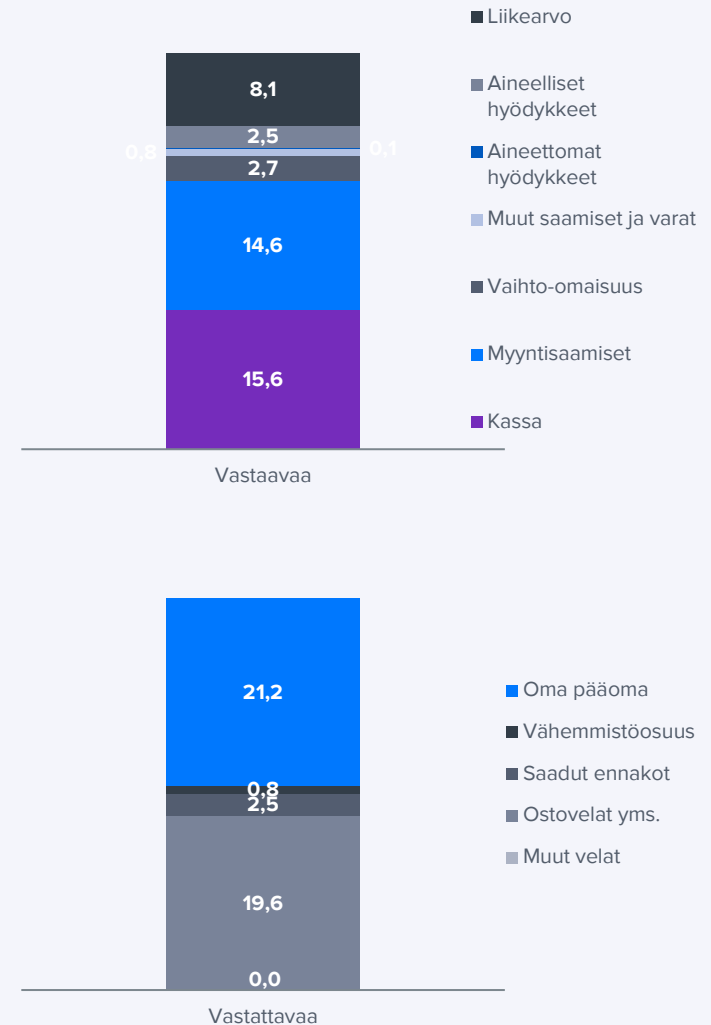
Kokonaisuutena Viafin Servicen taloudellinen asema on nykyisellään vahva. Liiketoiminnan kannattavuus on pysynyt kohtuullisen hyvällä tasolla ja samalla mahdollistanut positiivisen operatiivisen kassavirran. Vahva kassavirta mahdollistaa myös vahvan osingon, johon myös yhtiö haluaa pidemmällä aikavälillä profiloitua. Odotamme yhtiön jakavan osinkovirtaa omistajilleen yhtiön tavoitteiden mukaisesti (vuosittain kasvava osinko), vaikka suurin painopiste yhtiöllä onkin nyt tuloskasvussa ja sen vaatimissa investoinneissa. Matka pörssissä tähän asti on kuitenkin näyttänyt, että yhtiön ei tarvitse kasvua varten merkittävästi investoida, joten rahaa jää hyvin myös osinkoihin.

Viafin Servicen investointitarve käyttöomaisuuteen on myös erittäin vähäinen, koska liiketoiminta pohjautuu vahvasti henkilöstön osaamiseen. Yhtiön toimitilat ovat vuokrattuja, eikä kiinteään omaisuuteen ole juuri investoitu. Yhtiöllä ei ole käsityksemme mukaan

myöskään lähitulevaisuudessa odotettavissa merkittäviä investointeja mahdolliset yritysostot poislukien.

Rajallisten investointien, vahvan kassan ja kevyen pääomarakenteen myötä liiketoiminta mahdollistaa mielestämme tulevaisuudessa ennusteidemme mukaisen kasvavan osingon, vaikka tuloksellisesti vuodet eivät olisikaan ennusteidemme mukaisia. Osinko tarjoaa näin hyvää tukea epävarmoina aikoina.

Taserakenne H1'23



Taloudellinen tilanne

Vastaavaa	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	9,0	9,2	11,1	11,7
Liikearvo	5,9	6,3	7,9	8,1
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,1	0,1	0,1
Käyttöomaisuus	2,5	2,4	2,7	2,9
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,4	0,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	33,5	34,3	35,0	38,6
Vaihto-omaisuus	1,5	1,5	1,5	1,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	16,2	14,0	14,7	15,7
Likvidit varat	15,8	18,8	18,7	21,3
Taseen loppusumma	44,7	45,3	46,3	50,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	22,6	23,9	25,5	28,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	4,1	5,4	7,0	9,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,6	17,6	17,6	17,6
Vähemmistöosuus	0,9	0,9	0,9	0,9
Pitkäaikaiset velat	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,2	0,2	0,2	0,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	21,8	21,2	20,6	21,9
Korolliset velat	0,3	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	20,4	19,9	19,3	20,6
Muut lyhytaikaiset velat	1,1	1,1	1,1	1,1
Taseen loppusumma	44,7	45,3	46,3	50,3

Ennusteet 1/3

Ennusteiden perusteet

Ennustamme Viafin Servicen liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa yhtiön uusien toimipisteiden, markkinaennusteiden ja talouskehityksen kautta. Seuraamme erikseen sekä Projektien että Kunnossapidon liikevaihdon kehitystä ennusteissamme puolivuotistasolla. Yhtiö raportoi kvartaaleittain liikevaihdon ja muutaman avainluvun, mutta ennusteemme ovat puolivuotistasolla.

Kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta ja peilaamme yhtiön tavoitehaarukan realistisuutta. Pitkän ajan ennusteiden pohjana käytämme arvioitua liikevaihdon markkinakasvua ja Viafin Servicelle arvioimaamme kestäväää ja jo saavutettua kannattavuustasoa.

Tärkeä huomioitava asia Viafin Servicen ennusteissa on myös se, että mahdollisia yritysostoja ei ole mukana. Yritysostojen toteutumista ajallisesti on hyvin vaikea ennakoida, minkä vuoksi niiden sisällyttäminen voisi viedä sijoittajia harhaan ostojen antaessa odottaa itseään.

Vuonna 2023 tulos laskee

Viafinin alkuvuosi on mennyt mollivoittoisesti, kun yhtiö joutui laskemaan ohjeistustaan heikon projektimarkkinan sekä alhaisen Kunnossapidon kannattavuuden vuoksi. Kasvu kääntyi H1:llä jo pieneksi liikevaihdon laskuksi (-2,8 %), mutta yhtiö pystyi vielä parantamaan tulostaan vertailukaudesta alkuvuosipuoliskolla.

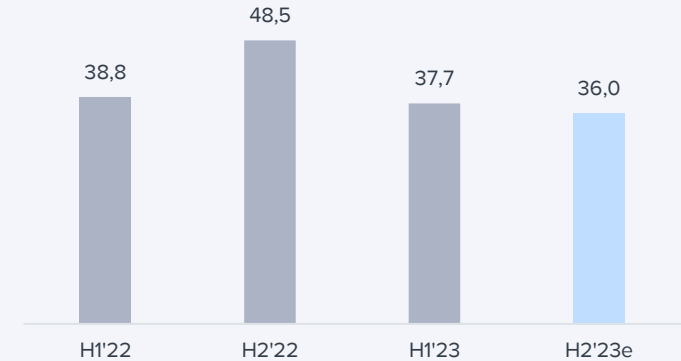
Liikevoittomarginaali oli 3,3 % vertailukauden 3,0 %:iin nähden.

Loppuvuonna tulostaso ja liikevaihto laskevat odotuksissamme, mikä näkyy myös Viafin Servicen ohjeistuksessa. Yhtiö odottaa, että vuonna 2023 liikevaihto on 70-80 MEUR (2022: 87,3 MEUR) ja liikevoitto (EBIT) on 3,5-4,5 MEUR (2022: 4,5 MEUR). H1:llä yhtiö on nyt hieman vertailukauden yläpuolella liikevoitossa (H1'23: 1,24 MEUR vs. H1'22: 1,18), mutta H2:lla heikko projektimarkkina heijastuu vahvasti liikevaihtoon sekä kannattavuuteen.

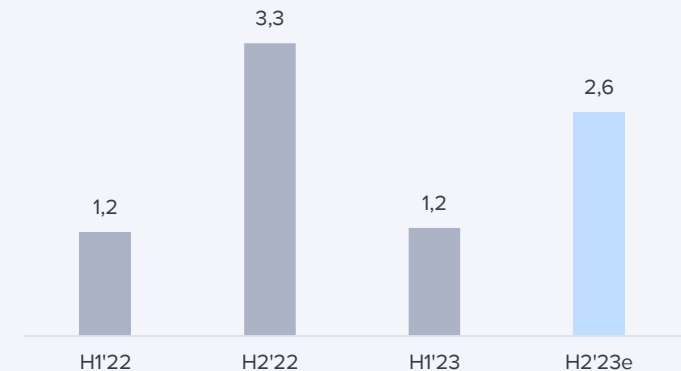
Odotamme liikevaihdon laskevan vuonna 2023 16 % 74 MEUR:oon etenkin vahvaa vertailukautta haastavamman projektimarkkinan takia. Projektimarkkina oli erityisen vahva H2:lla vuonna 2022, mikä heijastui tällöin myös voimakkaana liikevaihdon kasvuna. Liikevaihto laskee ennusteissamme nyt H2:lla 26 %.

Liikevoiton odotamme laskevan 3,8 MEUR:oon (2022: 4,5 MEUR) ja marginaalin heikentyvän 5,1 %:iin (2022: 5,2 %). Matalampi liikevaihdon taso ”erinomaista” tulosta tekevistä Projektit-liiketoiminnasta heikentää koko konsernin tulosta, kun Kunnossapidon toimipisteiden prosessien ylösajo ja kannattavuusparannus on vielä kesken. Palkkainflaatio nostaa myös koko vuonna henkilöstökuluja ennusteissamme. Alkuvuonna kuluissa näkyy myös 0,3 MEUR:n kertakorvaus vuosikorotuksen lisäksi, mikä vielä entisestään heikensi tulosta.

Liikevaihto laskee selvästi vuoden toisella puoliskolla (MEUR)



Liikevoitto (EBIT) laskusuunnassa loppuvuonna (MEUR)



Ennusteet 2/3

Yhtiöllä ei ole korollista velkaa eikä näin ollen merkittäviä rahoituskuluja. Alariveillä näkyy kuitenkin vähemmistöosuuksien merkitys, joka on yhtiön konsernirakenne huomioon ottaen tyypillistä, kuten aikaisemmin selitimme. Vähemmistöosuuden määrässä ei kuitenkaan ole merkittäviä muutoksia edelliseen vuoteen ja odotamme sen olevan noin 0,2 MEUR negatiivinen (2022: -0,2 MEUR). Nettotuloksen odotamme laskevan 2,9 MEUR:oon (2022: 3,4 MEUR) ja osakekohtaisen tuloksen odotamme laskevan 0,81 euroon vertailukauden 0,95 eurosta heijastellen matalampaa operatiivista tulosta.

Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme osingon nousevan maltillisesti noin 0,48 euroon per osake (2022: 0,45 euroa). Tämä vastaa noin 60 % yhtiön nettotuloksesta, johon yhtiöllä on hyvin varaa. Yhtiöllä on hyvin vahva kassa, ja sillä on hyvät mahdollisuudet jatkaa myös tulevaisuudessa osinkojen kasvattamista tulevasta kasvuinvestoinneista huolimatta.

Vuonna 2024 kasvua odotuksissamme

Laskimme muutamilla prosenteilla ensi vuoden ennusteitamme heikentyneen teollisuus- ja talousnäkymän vuoksi laajan raportin päivityksen yhteydessä. Muuten ennustemuutoksia ei juuri tullut.

Vuonna 2024 näemme liikevaihdon nousevan noin 5 % 77 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun odotamme tulevan pääosin Projektit-liiketoiminnan palautumisesta kohti normaalimpaa kysyntäkuvaa kuluvan vuoden pohjakosketuksesta. Kunnossapidon osalta odotamme vain pientä

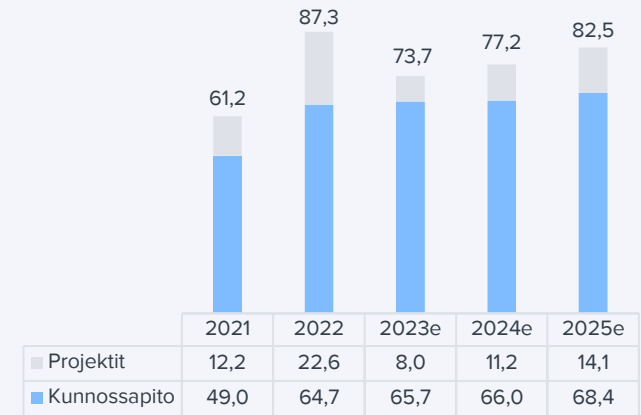
orgaanista kasvua.

Kasvuennusteemme lähivuosille ovat pitkälti riippuvaisia uusien toimipaikkojen mahdollisista avaamisista, nykyisten toimipisteiden liiketoiminnan etenemisestä ja projektimarkkinan kysynnän palautumisesta. Tähän asti orgaaninen kasvu on ollut odotuksiamme vahvempaa, mutta arvioimme, että merkittävästi uusia kasvuavauksia ei ole tulossa ennen kuin nykyisten yksiköiden operaatiot ja kannattavuus ovat saatu kuntoon.

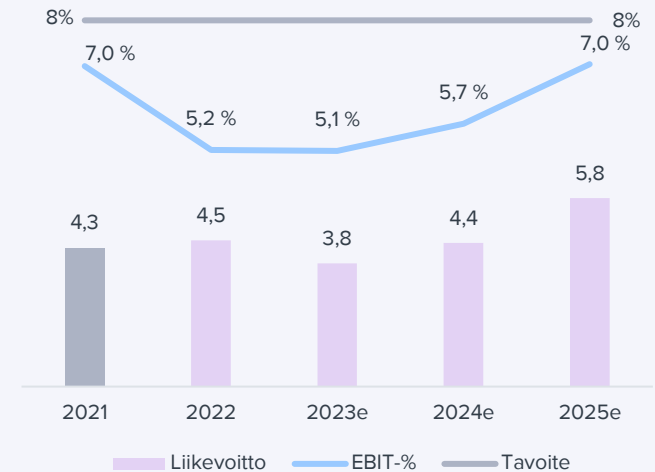
Projektien kasvavan liikevaihdon sekä Projektit-liiketoiminnan hyvän kannattavuuden odotamme nostavan marginaaleja vuonna 2024. Myös Kunnossapidon yksiköiden eteneminen sekä liiketoiminnan kasvu nostavat yksiköiden kannattavuutta kohti heidän potentiaaliaan. Vuonna 2024 odotamme liikevoiton nousevan 4,4 MEUR:oon ja marginaalin 5,7 %:iin.

Vuonna 2025 odotamme kasvun piristyvän selvemmin molempien liiketoimintojen avulla. Odotamme yhtiön pääsevän jälleen vahvasti orgaaniseen kasvuun kiinni Kunnossapidon yksiköissään ja projektimarkkinan piristyvän talouskasvun mukana vuonna 2025 edelleen. Kasvavien volyymien, markkinahaasteiden väistymisen ja Kunnossapidon yksiköiden paremman tuottavuuden odotamme nostavan kannattavuutta selvästi vuonna 2025. Odotamme liikevoiton nousevan 5,8 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin takaisin 7,0 %:n tasolle.

Liikevaihdon ennusteet (MEUR)



Liikevoiton (EBIT) ennusteet



Ennusteet 3/3

Tavoitteista jäädään strategiavuosien aikana

Strategisesti yhtiö tavoittelee keskimäärin 10 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua ja 8 %:n liiketulosmarginaalia. Vuonna 2023 liikevaihto laskee ja ennusteissamme yhtiö jää seuraavina vuosina alle tavoitteensa heikomman projektimarkkinan vuoksi. Kokonaisuudessaan liikevaihto kasvaa vuosien 2023-2025 aikana noin 5 % vuosittain.

Tuloksen osalta emme odota yhtiön myöskään pääsevän lähivuosina tavoitteisiinsa, vaikka Viafin on jo aikaisempien vuosien aikana ollut lähellä tavoitetasoaan (2020: 7,9 %). Mielestämme kannattavuuteen liittyy nyt historiaa enemmän epävarmuutta kunnossapidon kannattavuushaasteiden sekä inflaation vuoksi, mikä pitää ennusteemme maltillisina historiaan sekä yhtiön tavoitteisiin nähden.

Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuoden 2025 jälkeen näemme kasvuvaiheen jatkuvan kohtuullisen hyvänä ja Viafin Servicen kasvavan markkinaa nopeammin. Vuosien 2026-2029 aikana yhtiön orgaaninen kasvu on ennusteillamme noin 3 %:n tasolla, mutta hidastuu siitä pitkällä aikavälillä noin 2 %:iin. Näemme yhtiön teollisuuden kunnossapitomarkkinoiden kasvun olevan noin 2-5 %:n tasolla pidemmällä aikavälillä mm. kunnossapidon ulkoistamistrendin jatkumisen seurauksena. Lähivuosina kasvu voi heikomman vuoden 2023 olla nopeampaakin.

Kannattavuuden odotamme pysyvän kestävästi

kohtuullisella tasolla. Vuosina 2026-2029 EBIT-% ennusteissamme on 6 %. Pitkällä aikavälillä kannattavuusennusteemme on myös maltillisesti nykyisen tavoitetason alapuolella noin 6 %:ssa.

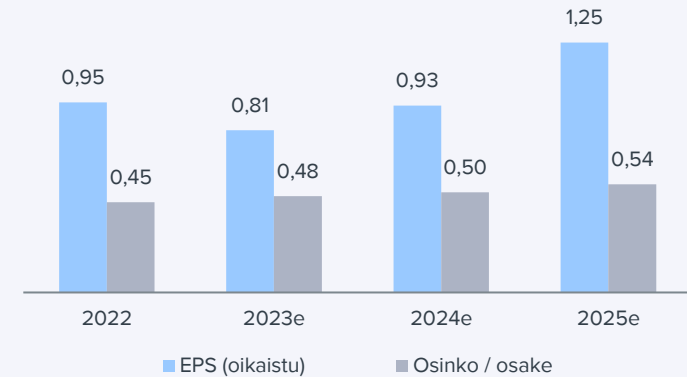
Siinä voi olla myös pitkällä aikavälillä mahdollisesti nousupotentiaalia, sillä yhtiö on jo todistanut kannattavuuspotentiaalinsa olevan nykyisiä tavoitteita korkeammalla. Näimme vuonna 2020, mihin yhtiö voi omalla liiketoimintamallillaan mahdollisesti päästä (EBITA-%: 7,9 %). Huomioonotettavaa on myös, että tämä oli kesken kiivaan kasvuvaiheen, missä arviomme mukaan yhtiön kaikki yksiköt eivät pystyneet tekemään parasta mahdollista tulostaan.

Orgaanisia tulokasvunäkymiä tukevat mahdolliset yritysostot

Ennusteidemme toteutuessa tarkoittaisi tämä keskimäärin noin 18 %:n liikevoiton ja osakekohtaisen tuloksen kasvua vuosittain 2023-2026 aikavälillä (CAGR). Tulokasvunäkymissä on otettava huomioon, että ennusteemme ei sisällä tulevaisuudessa tehtäviä yritysostoja niiden heikon ennustettavuuden vuoksi.

Siksi pidämme jo pelkällä orgaanisella kasvulla saavutettavaa yli 15 %:n vuosittaista tulokasvunäkymää hyvinkin positiivisena. Jos kasvu yltää ennusteisiimme ja yhtiö pystyy kuromaan kiinni kannattavuuttansa, on yhtiön orgaaniselle tulokasvulle hyvät odotukset lähivuosille.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2020	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	57,9	61,2	38,8	48,5	87,3	37,7	36,0	73,7	77,2	82,5	86,4
Kunnossapito	43,9	49,0	28,8	35,9	64,7	34	31,7	65,7	66,0	68,4	70,0
Projektit	14,0	12,2	10,1	12,5	22,6	3,7	4,3	8,0	11,2	14,1	16,4
Käyttökate	5,5	5,2	1,7	3,9	5,6	1,8	3,1	5,0	5,6	7,0	7,5
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-1,0	-0,5	-0,6	-1,1	-0,6	-0,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,6	4,3	1,2	3,3	4,5	1,2	2,6	3,8	4,4	5,8	6,1
Liikevoitto	4,6	4,3	1,2	3,3	4,5	1,2	2,6	3,8	4,4	5,8	6,1
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	4,5	4,2	1,2	3,3	4,5	1,3	2,6	3,8	4,4	5,8	6,1
Verot	-0,9	-0,8	-0,2	-0,7	-0,9	-0,2	-0,5	-0,8	-0,9	-1,2	-1,2
Vähemmistöosuudet	-0,3	-0,6	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	3,2	2,8	0,9	2,5	3,4	1,0	1,9	2,9	3,3	4,4	4,7
EPS (oikaistu)	0,90	0,80	0,25	0,69	0,95	0,28	0,53	0,81	0,93	1,25	1,32
EPS (raportoitu)	0,90	0,80	0,25	0,69	0,95	0,28	0,53	0,81	0,93	1,25	1,32

Tunnusluvut	2020	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	16,5 %	5,8 %	48,1 %	63,9 %	42,7 %	-2,8 %	-25,9 %	-15,6 %	4,8 %	6,9 %	4,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-6,7 %	-5,4 %	44,9 %	5,4 %	4,4 %	-23,5 %	-16,2 %	17,1 %	31,1 %	5,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,9 %	7,0 %	3,0 %	6,9 %	5,2 %	3,3 %	7,1 %	5,1 %	5,7 %	7,0 %	7,1 %
Liikevoitto-%	7,9 %	7,0 %	3,0 %	6,9 %	5,2 %	3,3 %	7,1 %	5,1 %	5,7 %	7,0 %	7,1 %
Nettotulos-%	5,6 %	4,5 %	2,3 %	5,1 %	3,9 %	2,6 %	5,2 %	3,9 %	4,3 %	5,4 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	73,7	73,7	0 %	78,6	77,2	-2 %	82,8	82,5	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,8	3,8	0 %	4,6	4,4	-3 %	5,9	5,8	-1 %
Liikevoitto	3,8	3,8	0 %	4,6	4,4	-3 %	5,9	5,8	-1 %
Tulos ennen veroja	3,8	3,8	0 %	4,5	4,4	-4 %	5,8	5,8	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,81	0,81	0 %	0,97	0,93	-4 %	1,26	1,25	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,48	0,48	0 %	0,50	0,50	0 %	0,54	0,54	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Sijoitusnäkemys

Nostamme Viafin Servicen osakkeen suosituksen osta-puolelle (aik. lisää) pitäen tavoitehintamme 14,0 eurossa.

Tavoitehinnassamme isoimmalla painoarvolla korostuu yhtiön absoluuttiset arvostuskertoimet ja niille hyväksytty taso.

Viafin Service on ollut Helsingin pörssin yksi nopeimmin organisesti kasvaneista yhtiöistä lyhyen pörssihistoriansa aikana. Kasvaneista kannattavuusepävarmuuksista huolimatta näemme yhtiön pystyvän jatkamaan tuloskasvuun hyvällä tasolla myös tulevaisuudessa.

Vahvaa kassavirtaa tuottavan, hyvää pääoman tuottoa tekevän sekä vähän investointeja vaativan liiketoimintaprofiiliin tuottopotentiaali on mielestämme merkittävä. Arvostus on lisäksi vain organinen tuloskasvu huomioiden alle hyväksymiemme tasojen.

Näkemämme arvostuskertoimien suhteellisen ja absoluuttisen nousuvaran lisäksi yhtiö tarjoaa kasvavaa noin 4 %:n osinkoa, mikä tukee sijoittajien tuotto-odotusta. Näemme, että osinko on vahvalla pohjalla yhtiön vahvan kassan sekä hyvää kassavirtaa tuottavan liiketoimintamallin pohjalta. Ennusteissamme osingonjakosuhte on kestäväällä tasolla noin 50 %:ssa. DCF-laskelman arvo on myös selvästi yli nykyisen osakekurssin kertoen yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalista.

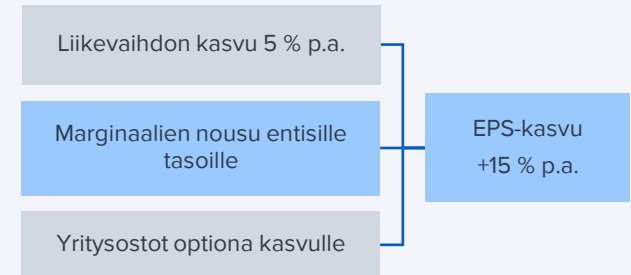
Osingon ja organisten investointien lisäksi kassaa voidaan käyttää yritysostoihin, mikä luo

yhtiölle selvän kasvuoption. Mielestämme markkina ei juuri anna optiolle tällä hetkellä painoarvoa, mikä lisää osakkeen houkuttelevuutta sijoituskohteena.

Osaketuoton ajurit 2023-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

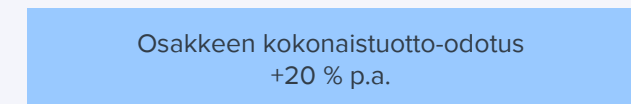
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/4

Hyväksyttävä arvostus

Mielestämme paras tapa arvottaa yhtiötä tällä hetkellä on käyttää ison nettokassan huomioivia EV-kertoimia. Toisaalta vähemmistöosuuksien maltilliset vaikutukset eivät heijastu käyttökatteeseen tai liikevoittoon, jonka vuoksi myös P/E-luku on hyvä olla mukana arvonmäärityksessä.

Näemme yhtiölle hyväksyttävän arvostustason saavan tukea kohtuullisen hyvästä kasvunäkymästä ja jatkuvaluonteisuutta omaavan sekä osin vastasyklisen kunnossapitoliiketoiminnan suuresta osuudesta (75 % liikevaihdosta). Samalla hyväksyttävä taso kärsii vielä yrityksen strategian toteutumiseen liittyvästä epävarmuudesta, yhtiön pienestä koosta sekä eteen tulleista kannattavuushaasteista.

Näytöt yhtiön pörssihistoriassa ovat olleet hyviä ja kohentaneet matkan varrella luottamustamme yhtiön suorituskykyyn. Vahvan kasvun, hyvän pääoman tuoton sekä liiketoimintamallin ansiosta Viafin Serviceä tulisi hinnoitella mielestämme lähelle pörssin pitkän aikavälin keskiarvoa (2008-2023 P/E: 14x). Edellä mainitut seikat huomioiden hyväksyttävä arvostushaarukamme on: P/E: 14-16x, EV/EBIT: 10-12x, EV/EBITDA: 6-8x. Mielestämme haarukamme kertoimet ovat kohtuullisen maltilliset yhtiön pääomakevyeen ja vakaaseen liiketoimintamalliin, yhtiön suoritusasteeseen sekä kasvustrategiaan nähden.

Absoluuttinen arvostus

Viafin Servicen osake on laskenut kuluvan

vuoden aikana ja myös arvostus lähivuosille on mielestämme laskenut houkuttelevaksi (23-24e: P/E: 13x, EV/EBIT: 6x, EV/EBITDA: 5x). Osakkeessa olisi hyväksyttävän haarukamme alarajaan nojaten (P/E: 14x, EV/EBIT: 10x, EV/EBITDA: 6x) yli 15 %:n nousuvara.

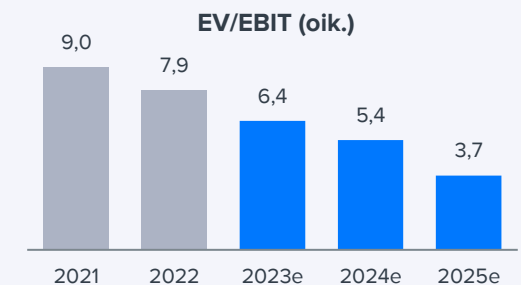
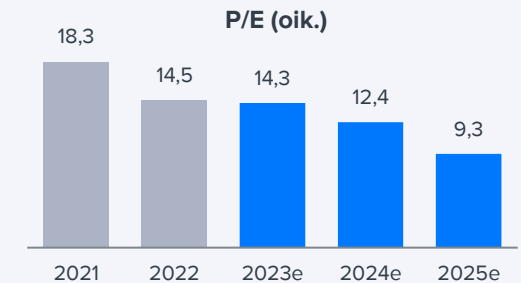
P/E-luku on mielestämme kohtuullisen neutraalilla tasolla, mutta kassan huomioivat EV-kertoimet ovat merkittäväällä alennuksella hyväksyttävään tasoomme nähden. Kassalla oikaistuna myös P/E laskisi noin 8-9x-tasolle, jossa olisi näin myös mielestämme selkeää nousuvaraa. Yhtiön nettokassalle ei näin anneta kovinkaan suurta arvoa, mikä on merkittävien yritysostojen puutoksen vuoksi osaltaan ymmärrettävää. Näemme kuitenkin yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet luoda omistaja-arvoa kassankin kanssa, kuten aikaisemmilla sivuilla pääoman tuoton kautta osoitimme.

Kassavirtatuoton (FCF/P) kautta osake vaikuttaa myös halvalla. Viimeisen 12 kuukauden operatiivisella vapaalla kassavirralla tuotto nousee 17 %:iin, mikä on selvästi yli hyvänä pidetyn rajan (+4-5 %).

Myös tulosneutraali EV/Liikevaihto-kerroin on laskenut jo 0,3x tasolle, kun se historian (20-22) aikana on ollut noin 0,6x-tasolla. Hyvän kehityksen voi nähdä vääristäneen näitä Viafinin lyhyen historian toteutuneita kertomia liiankin hyväksi, mutta esimerkiksi EV/Liikevaihto-kertoimen halpuutta perustelee myös se, että verrokkit arvostetaan tässä heikommassakin suhdanteessa noin 0,6x EV/S -tasolle.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	11,6	11,6	11,6
Osakemäärä, milj. kpl	3,55	3,55	3,55
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	24	24	21
P/E (oik.)	14,3	12,4	9,3
P/B	1,8	1,7	1,5
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	4,9	4,3	3,0
EV/EBIT (oik.)	6,4	5,4	3,7
Osinko/tulos (%)	59,4 %	53,6 %	43,3 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,3 %	4,7 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

Nojaamme tällä hetkellä hyväksyttävän arvostushaarukamme alalaitoihin, mutta tulevaisuudessa yhtiön isolta osin jatkuvaluonteisen ja vakaan liiketoiminnan todistaessa kestävästi suorituskykynsä, voimme nähdä hinnoittelun siirtyvän myös hyväksyttävän tasomme yläpäähän. Yhtiön strategian edetessä onnistuneesti suunnitelmien mukaan, voidaan yhtiötä hinnoitella arviomme mukaan myös korkeammilla kertoimilla. Vertailukohtaa arvostuskertoimien mahdollisesta tasosta voi hakea kunnossapitoon, huoltoon tai palveluihin erikoistuneista verrokeista, joita on pörssissä historiassa arvostettu noin P/E 20x-tasolle.

Lyhyellä aikavälillä arvostuksessa on riskinä talousnäkymien ja projektimarkkinan jatkuva heikentyminen sekä kannattavuushaasteiden jatkuminen, joka voisi laskea hyväksyttävää tasoa. Pidemmällä aikavälillä merkittävin riski on strategian tai mahdollisten yritysostojen epäonnistuminen sekä sitä seuraava luottamuksen rapautuminen yhtiön pitkän aikavälin suorituskykyyn.

Verrokkiryhmän lyhyt esittely

Viafin Servicen verrokkiryhmä koostuu pääosin isommista pohjoismaisista ja kansainvälisistä listatuista yhtiöistä. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat Caverion, Bilfinger, Enersense 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.

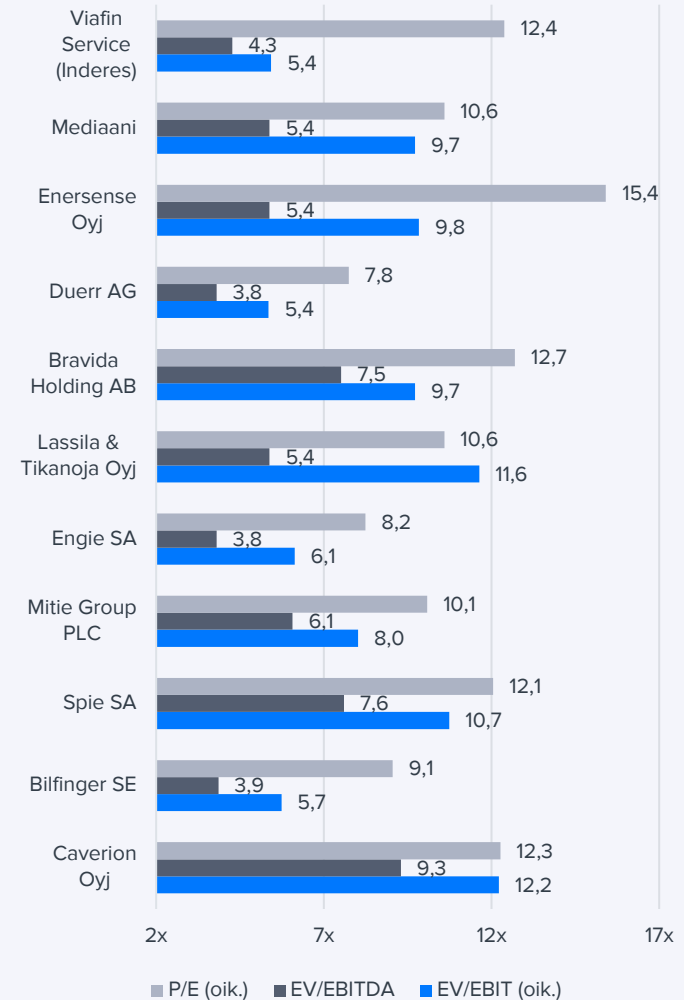
Verrokkien arvostustaso

Verrokkit ovat verrattain alhaisella painolla arvonmäärityksessämme, sillä selkeästi samankokoista ja alaltaan samanlaisia toimijoita on vähän. Lisäksi talouden tila voi tällä hetkellä vaikuttaa poikkeuksellisen eri tavalla eri teollisuuden aloilla toimivien näkymiin, sillä toiset markkinat ovat suhdanneherkempiä kuin toiset.

Sektorin arvostustasot ovat mielestämme vuodelle 2023 ja myös vuodelle 2024 kohtuullisen neutraalit. Mediaanitasolla verrokkiryhmän vuoden 2023 P/E-kerroin on noin 12x ja EV/EBIT noin 10x. Vuodelle 2024 kertoimet eivät merkittävästi laske (P/E: 11x, EV/EBIT: 10x), mikä tarkoittaa, että tuloksien ei ennusteta nousevan merkittävästi vuonna 2024. Nähtävästi siis talousnäkymän heikkous heijastuu jo jollain tasolla kertoimiinkin.

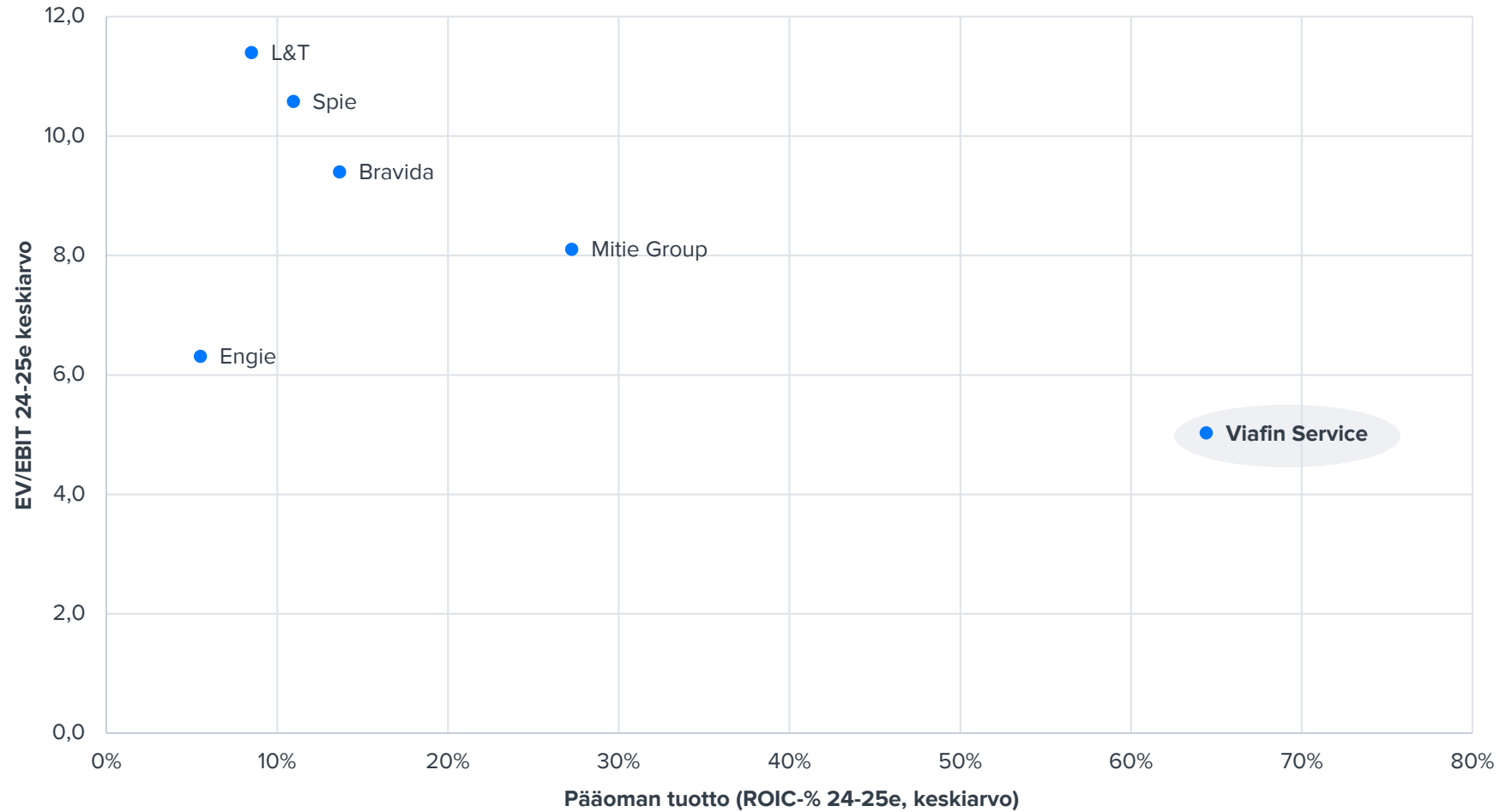
Viafinin suoritus verrokkeihin tai kilpailijoihin nähden on viimeisien vuosien aikana ollut verrattain vahvaa. Saman odotetaan myös jatkuvan, kuten seuraavan sivun kuviosta voi nähdä. Viafin Service pystyy tekemään selvästi listattuja verrokkeja parempaa pääoman tuottoa, mutta on alhaisemmalle tasolle arvostettu ennusteiden perusteella.

Verrokkit 2024e



Arvonmääritys

Viafin Servicen pääoman tuotto ja arvostus vs. valitut* verrokit



Arvonmääritys 4/4

Yhtiön osaa verrokkeja selvästi pienempi koko (liikevaihto ja markkina-arvo) sekä lyhyt pörssihistoria alentavat kuitenkin hyväksyttävää preemiota. Myös Viafin Serviceä selvästi suuremmilla ja monialaisemmilla yhtiöillä riskiprofiilit ovat maltillisempia. Tämän vuoksi mielestämme on perusteltua arvostaa Viafinia verrokkiryhmän mediaanitasolle.

Koko verrokkiryhmään nähden Viafin Servicen tuloskertoimet ovat vuosille 2023-2024 keskimäärin noin 15 % alle verrokkien. Verrokkianalyysin perusteella Viafin Servicen osakkeessa olisi siis nousuvaraa.

DCF-arvonmääritys

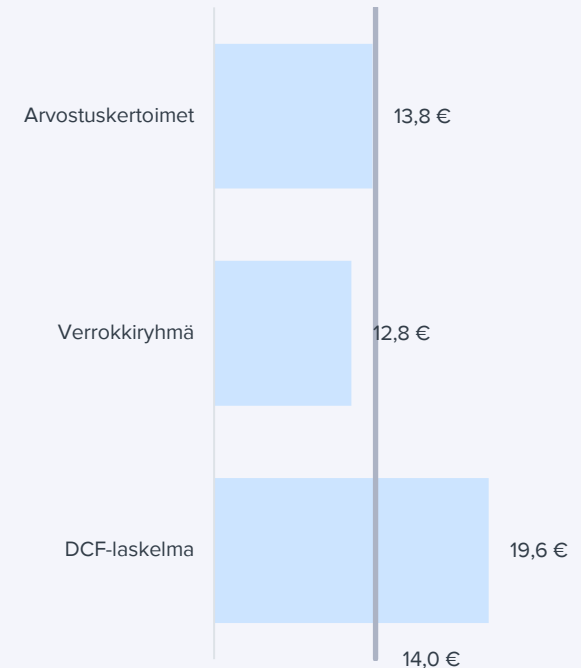
Annamme Viafin Servicen arvonmäärityksessä myös kassavirtamallille (DCF) painoarvoa liiketoiminnan kohtuullisen ennustettavan kassavirran vuoksi. DCF-malli ei tosin ota huomioon mahdollisia yritysostoja, mikä hieman heikentää sen pitkän aikavälin käyvän arvon signalointiarvoa.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 19,6 euroa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksiköllä 1,0 %:n vuositasolle ja EBIT-marginaali noin 6 %:iin. Tämä on selvästi alle yhtiön tavoitteen (8 %) ja myös alle yhtiön viime vuosina saavuttaman keskimääräisen tason (2018-2022 ka: 7 %).

Mallissa terminaaliyksikön painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on suhteellisen normaalilla tasolla noin 50 %:ssa. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,8 % ja oman pääoman

kustannus on 10,4 %. Huomioiden yhtiön pieni koko, kehitysvaihe ja koviin kasvuodotuksiin liittyvät riskitekijät, on diskonttokorko mielestämme oikeutetulla tasolla. Selkeää laskuvaraa nykyisessä korkoympäristössä tuottovaatimuksessa ei mielestämme ole.

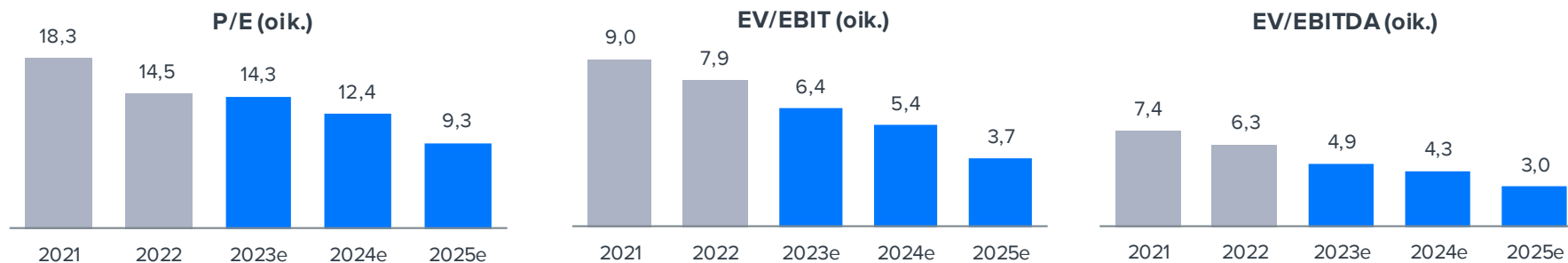
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,50	15,9	14,7	13,8	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
Osakemäärä, milj. kpl		3,59	3,48	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
Markkina-arvo		57	51	49	41	41	41	41	41
Yritysarvo (EV)		44	39	36	24	24	21	18	18
P/E (oik.)		17,6	18,3	14,5	14,3	12,4	9,3	8,8	8,8
P/B		2,8	2,5	2,2	1,8	1,7	1,5	1,4	1,4
P/S		1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto		0,8	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)		8,0	7,4	6,3	4,9	4,3	3,0	2,5	2,5
EV/EBIT (oik.)		9,6	9,0	7,9	6,4	5,4	3,7	3,0	3,0
Osinko/tulos (%)			38,7 %	50,1 %	47,4 %	59,4 %	53,6 %	43,3 %	42,4 %
Osinkotuotto-%		2,9 %	2,2 %	2,7 %	3,3 %	4,2 %	4,3 %	4,7 %	4,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT (oik.)		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E (oik.)		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Caverion Oyj	1193	1497	18,3	12,2	11,2	9,3	0,6	0,6	17,2	12,3	2,9	3,3	5,4
Bilfinger SE	1246	1269	7,4	5,7	4,6	3,9	0,3	0,3	12,2	9,1	4,4	5,3	1,1
Spie SA	4444	6114	11,6	10,7	8,1	7,6	0,7	0,7	13,4	12,1	3,1	3,5	2,1
Mitie Group PLC	1501	1602	9,0	8,0	6,8	6,1	0,4	0,3	12,2	10,1	2,4	3,3	2,8
Engie SA	34435	52471	5,8	6,1	3,8	3,8	0,6	0,6	7,2	8,2	9,3	8,3	1,0
Lassila & Tikanoja Oyj	371	551	14,0	11,6	5,7	5,4	0,7	0,7	12,5	10,6	5,1	5,3	1,6
Bravida Holding AB	1423	1451	9,6	9,7	7,5	7,5	0,6	0,6	12,7	12,7	4,2	4,3	1,9
Duerr AG	1665	1733	6,3	5,4	4,3	3,8	0,4	0,4	9,2	7,8	4,0	4,8	1,3
Enersense Oyj	78	115	17,2	9,8	6,9	5,4	0,3	0,3		15,4	2,1	2,6	1,4
Viafin Service (Inderes)	41	24	6,4	5,4	4,9	4,3	0,3	0,3	14,3	12,4	4,2	4,3	1,8
Keskiarvo			11,0	8,8	6,5	5,9	0,5	0,5	12,1	10,9	4,2	4,5	2,1
Mediaani			9,6	9,7	6,8	5,4	0,6	0,6	12,4	10,6	4,0	4,3	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			-34 %	-44 %	-29 %	-21 %	-42 %	-45 %	15 %	17 %	5 %	0 %	14 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

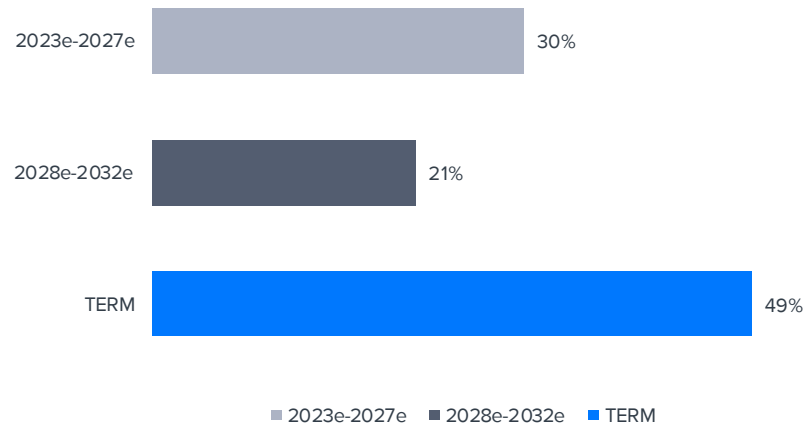
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	42,7 %	-15,6 %	4,8 %	6,9 %	4,7 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	5,2 %	5,1 %	5,7 %	7,0 %	7,1 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	4,5	3,8	4,4	5,8	6,1	5,8	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5	
- Maksutut verot	-1,2	-0,8	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	
- 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	-1,0	1,7	-1,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	3,4	5,9	3,4	6,1	6,4	6,2	5,7	5,9	6,1	6,2	6,2	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-1,6	-1,0	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,8	4,9	1,9	4,6	4,9	4,7	4,2	4,4	4,5	4,7	4,7	
+/- 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	1,8	4,9	1,9	4,6	4,9	4,7	4,2	4,4	4,5	4,7	4,7	60,8
Diskontattu vapaa kassavirta		4,8	1,7	3,8	3,7	3,3	2,7	2,6	2,5	2,3	2,2	27,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		57,4	52,6	50,9	47,1	43,4	40,1	37,4	34,8	32,3	30,0	27,8
Velaton arvo DCF		57,4										
- Korolliset velat		-0,5										
+ Rahavarat		15,8										
-Vähemmistöosuus		-1,6										
-Osinko/pääomapalautus		-1,6										
Oman pääoman arvo DCF		69,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		19,6										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieeraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	61,2	87,3	73,7	77,2
Käyttökate	5,2	5,6	5,0	5,6
Liikevoitto	4,3	4,5	3,8	4,4
Voitto ennen veroja	4,2	4,5	3,8	4,4
Nettovoitto	2,8	3,4	2,9	3,3
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	41,6	44,7	45,3	46,3
Oma pääoma	22,2	22,6	23,9	25,5
Nettovelat	-16,6	-15,3	-18,4	-18,3

Kassavirta	2021	2022	2023e	2024e
Käyttökate	5,2	5,6	5,0	5,6
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	-1,0	1,7	-1,3
Operatiivinen kassavirta	4,5	3,4	5,9	3,4
Investoinnit	-0,9	-1,6	-1,0	-1,5
Vapaa kassavirta	3,6	1,8	4,9	1,9

Arvostus	2021	2022	2023e	2024e
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	7,4	6,3	4,9	4,3
EV/EBIT	9,0	7,9	6,4	5,4
P/E	18,3	14,5	14,3	12,4
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,3 %	4,2 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023e	2024e
EPS (raportoitu)	0,80	0,95	0,81	0,93
EPS (oikaistu)	0,80	0,95	0,81	0,93
Operat. kassavirta / osake	1,29	0,96	1,66	0,96
Vapaa kassavirta / osake	1,03	0,52	1,37	0,54
Omapääoma / osake	5,89	6,14	6,50	6,95
Osinko / osake	0,40	0,45	0,48	0,50

Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	6 %	43 %	-16 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	-5 %	7 %	-12 %	14 %
EPS oik. kasvu-%	-12 %	19 %	-15 %	15 %
Käyttökate-%	8,6 %	6,5 %	6,7 %	7,3 %
Oik. Liikevoitto-%	7,0 %	5,2 %	5,1 %	5,7 %
Liikevoitto-%	7,0 %	5,2 %	5,1 %	5,7 %
ROE-%	13,6 %	15,9 %	12,8 %	13,9 %
ROI-%	18,8 %	19,6 %	15,9 %	17,6 %
Omavaraisuusaste	55,4 %	52,4 %	54,5 %	56,9 %
Nettovelkaantumisaste	-74,5 %	-67,4 %	-76,9 %	-71,9 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €	11,80 €
13.11.2020	Lisää	16,00 €	15,10 €
8.12.2020	Vähennä	16,40 €	16,00 €
9.2.2021	Vähennä	17,00 €	17,90 €
10.8.2021	Lisää	16,50 €	15,00 €
31.8.2021	Lisää	16,50 €	15,20 €
9.11.2021	Lisää	16,50 €	14,95 €
8.2.2022	Lisää	17,00 €	14,90 €
10.5.2022	Osta	17,00 €	13,70 €
9.8.2022	Osta	17,00 €	14,55 €
23.9.2022	Osta	17,00 €	13,00 €
8.11.2022	Lisää	16,00 €	14,40 €
6.2.2023	Lisää	15,00 €	13,45 €
9.5.2023	Lisää	15,00 €	13,20 €
11.7.2023	Vähennä	14,00 €	13,70 €
8.8.2023	Lisää	14,00 €	12,20 €
6.10.2023	Osta	14,00 €	11,55 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**