

Viafin Service

Seurannan aloitus -raportti

10/04/2019

Kasvuponnistukseen tukevalta alustalta

Aloitamme teollisuuden huoltoihin ja kunnossapitoon erikoistuneen Viafin Servicen seurannan 6,7 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Viafin Service on lyhyen historiansa aikana laajentanut toimialueitaan Suomen merkittävässä teollisuuskeskittymässä yritysostojen ja organaisen kasvun kautta. Aggressiivisesta kasvusta huolimatta yhtiö on pystynyt ylläpitämään vakaata kannattavuutta. Lähivuosina yhtiö etenee strategiassaan listautumisessa hankittujen varojen tuoman liikkumavaran avulla kohti suurempaa kokoluokkaa. Osakkeen arvostustaso on hyvinkin maltillinen yhtiön kasvutavoitteisiin, ennustamaamme tuloskasvuun ja suhteellisen vakaaseen liiketoimintaan nähden. Yhtiön pienestä koosta, projektimarkkinan epävarmuudesta ja yritysostojen haasteista huolimatta osakkeen tuotto-riskisuhde on nykyisellä arvostustasolla selvästi positiivinen.

Toistuvaa huoltoliiketoimintaa ja vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli

Viafin Service Oyj on teollisuuden kunnossapitoon ja pieniin projekteihin erikoistunut yhtiö. Yhtiö toimii Suomen markkinoilla nykyään noin 15 yksikössä tavoitteenaan saavuttaa toimipisteitä lisäämällä ja yritysostojen kautta palveluvalikoimaa laajentamalla noin 100 MEUR:n liikevaihto vuonna 2022 (2018 pro forma: 32 MEUR). Yhtiön liiketoiminnasta noin 75 % on jatkuvaluonteista ja toistuvaa huoltoliiketoimintaa, kun pienet noin 1-5 MEUR:n projektit edustavat loppuja 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. Tarvittavien investointien vähäisyyden vuoksi yhtiöllä on hyvät edellytykset jakaa kasvavaa osinkoa ja olla siten mielenkiintoinen sijoituskohde tulevaisuudessa myös osinkoperusteisesti.

Hyvät edellytykset lisäkasvuun yritysostoilla

Yhtiö listautui vuoden 2018 lopussa ja keräsi annista nettovaroja noin 9 MEUR. Tammikuussa 2019 Viafin Service hankki noin 2 MEUR:lla Gasum Tekniikka Oy:n (nyk. Viafin Gas Oy) enemmistöosuuden ja samalla noin 15 MEUR lisää liikevaihtoa. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia uusia yritysostoja, mutta näemme yhtiöllä olevan rahoituskellisesti ja yritysostojen toteuttamiskelpoisuuden myötä hyvätkin mahdollisuudet päästä liikevaihtotavoitteeseensa. Historiallisesti yhtiön kannattavuus on voimakkaankin organaisen kasvun aikana pysynyt vakaana ja uskomme yhtiön pystyvän aggressiivisesta kasvusta huolimatta ylläpitämään tavoitteidensa (5-7 %:n EBITA-marginaali) mukaista kannattavuutta myös lähivuosina. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan organaisesti vuosien 2019-2022 aikana noin 47 MEUR:oon ja tuloskasvun olevan tällä jaksolla keskimäärin 16 % vuosittain. Skenaariomallissamme yhtiöllä on onnistuneella yritysostostrategialla mahdollisuudet yli 40 %:n vuosittaiseen tuloskasvuun.

Arvostus ei täysin huomioi yhtiön potentiaalia

Ennustamamme tuloskasvun myötä yhtiön kuluvan vuoden arvostuskertoimet (2019e: EV/EBIT: 6x, EV/EBITDA: 4x) ovat mielestämme houkuttelevat, mutta projektimarkkinaa, yritysostoihin ja kestävään kannattavuustasoon liittyvä epävarmuus rajaa vielä nousuvaraa. Yhtiöllä on mielestämme ylikapitalisoituneen taseen, liiketoiminnan toistuvuuden ja kassavirtaa tuottavan liiketoimintamallin myötä paljon potentiaalia, mutta hyväksyttävän arvostustason nousu vaatii vielä näyttöjä organaisen kasvun ja kestäväen kannattavuuden jatkuvuudesta sekä Viafin Gasin onnistuneesta integraatiosta. Yhtiön kyetessä ennustamaamme tuloskasvuun ja teollisuuden huollon markkinatilanteen säilyessä kohtuullisena näemme osakkeessa merkittävästikin nousuvaraa.

Analytiikot



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



Erkki Vesola
358 40 821 5982
erkki.vesola@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: -



6,7 EUR

Edellinen: - euroa

Osakekurssi: 5,92 EUR

Potentiaali: 13,2 %

Avainluvut*

	2018	2019e (17kk)	2020e	2021e
Liikevaihto	31	50	43	45
kasvu-%	19 %	59 %	-13 %	3 %
EBIT oik.	2,0	2,7	2,3	2,5
EBIT-% oik.	6,4 %	5,4 %	5,2 %	5,5 %
Nettotulos	0,9	0,3	1,1	1,2
EPS (oik.)	0,68	0,63	0,55	0,59

P/E (oik.)	13,3	10,8	10,0
P/B	1,2	1,2	1,1
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,7 %	4,0 %
EV/EBIT (oik.)	6,0	4,0	3,1
EV/EBITDA	3,6	3,6	2,9
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2

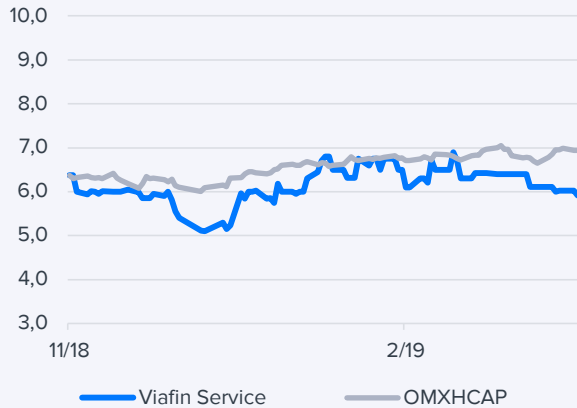
Lähde: Inderes

*HUOM!

2019e avainluvut 17 kuukauden ajalta

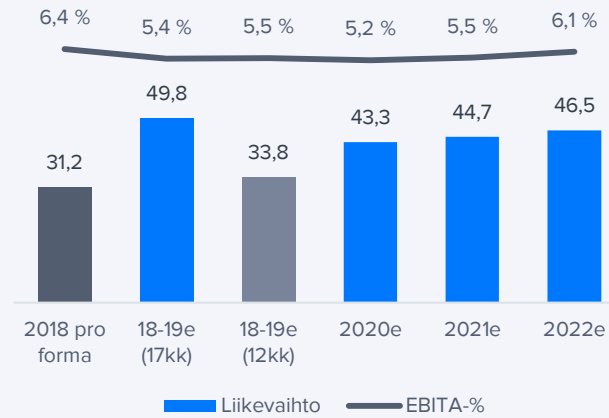
Arvostuskertoimet normalisoitu vuonna 2019 12 kuukaudelle

Kurssikehitys

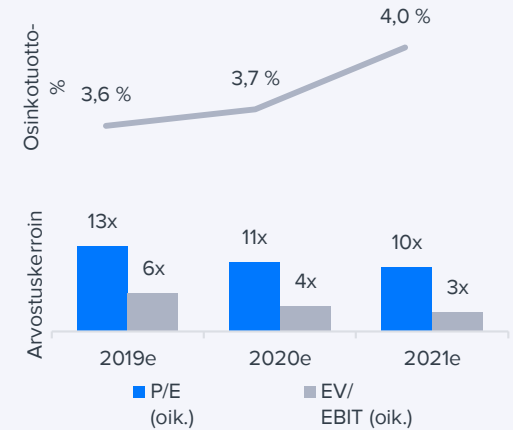


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto (oik.)



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

- Liikevaihdon kasvu yritysosoin ja orgaanisesti
- Vakaan kannattavuuden ylläpito
- Tehtaiden koneiden ja laitteiden huollon ulkoistamistrendit tukevat markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymiä
- Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli mahdollistaa vahvan kassavirran ja kasvavan osingon



Riskitekijät

- Yritysosojen epäonnistuminen
- Kustannuspaineet henkilöriippuvaisessa kasvussa
- Asiakkaiden kysyntä pääosin syklistä ja luo osittaista suhdanneriskiä myös yhtiön liiketoimintaan
- Yhtiön liiketoiminnassa matalat alalietulon esteet, joka mahdollistaa useiden pienien toimijoiden määrän
- Hintakilpailu voi kiristyä isompienkin toimijoidenkin puolesta



Arvostus

- Tulokasvuun nähden arvostus on hyvinkin maltillinen
- Riskejä jo osin hinnoiteltu osakkeen hintaan
- Sektorin tulokset selvästi korkeammalla
- Kunnossapito- ja huoltoyritykset arvostettu korkeammalle niiden liiketoiminnan jatkuvuuden ja paremman kannattavuuden vuoksi
- Yhtiön lyhyt pörssihistoria, pieni koko ja heikko osakkeen likviditeetti nostavat riskiprofiilia

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-12
Liiketoiminnan profiili	13-15
Sijoitusprofiili	16-17
Strategia	18-20
Toimiala ja markkina	21-24
Kilpailutilanne	25-27
Historiallinen kehitys	28-29
Taloudellinen tilanne	30-32
Ennusteet	33-39
Arvonmääritys	40-48
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	49

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

31,2 MEUR

Viafin Service -konsernin pro forma -liikevaihto 2018

75 % 2017-2018

Huollon ja kunnossapidon osuus liikevaihdosta

2,0 MEUR (6,4 % lv:sta)

Liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto 2018 (konserni; pro forma)

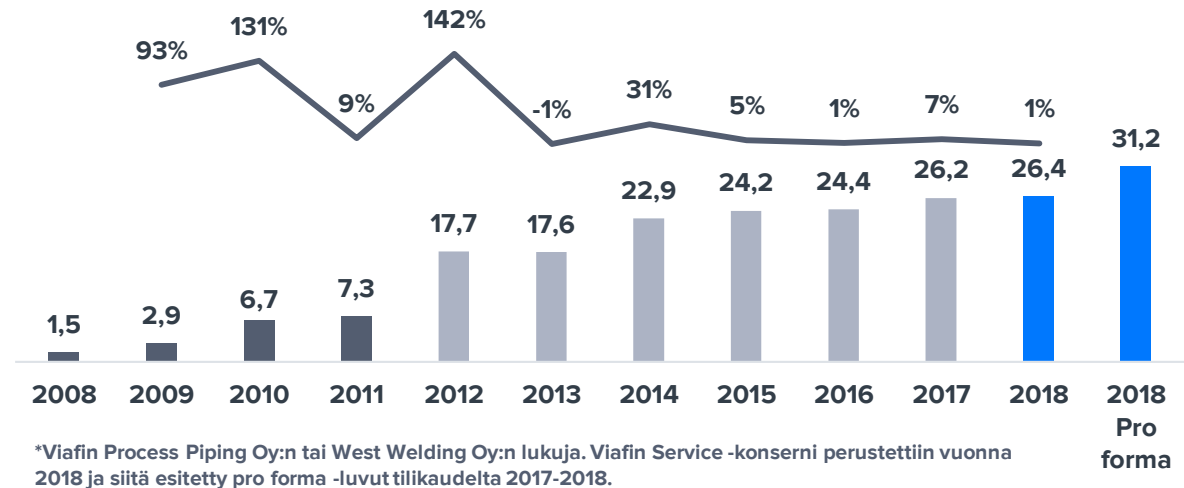
noin 180 henkilöä

2017-2018 tilikauden lopussa (pro forma)

Liikevaihdon kasvu 76 % CAGR

Viafin Process Piping Oy 2008-2018

Liikevaihdon kehitys ja kasvu*



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Teollisuuden palveluiden ja projektien toimittaja

Viafin Service on vuonna 2018 perustettu teollisuuden huolto- ja kunnossapitopalveluita tarjoava yhtiö. Lisäksi yhtiö tarjoaa valikoidusti teollisuuden putkistoihin liittyviä projektitöitä. 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 muodostuu vuonna 2019, kun yhtiö on muuttanut tilikautensa vastaamaan kalenterivuotta. Tämän vuoksi ensimmäinen tilikausi tulee olemaan 17 kuukauden pituinen (1.8.2018-31.12.2019).

Viafin Service on Suomessa nykyään noin 15 toimintayksikön voimin toimiva teollisuuden ja tehtaiden huoltokumppani. Yhtiön vuoden 2018 pro forma -liikevaihto oli 31,2 MEUR ja liikearvopoistoista oikaistu liikevoittomarginaali (EBITA-%) oli keskipitkän aikavälin tavoitteen (5-7 %) keskivaiheilla 6,4 %:ssa. Yhtiön palveluita ja tuotteita käytetään teollisuuslaitoksissa eri puolilla Suomea erityisesti paperi-, energia- ja kemian- ja metalliteollisuuden aloilla. Yhtiön pääkonttori on Kurikassa, missä yhtiö on myös saanut alkunsa. Toiminta on keskittynyt Suomen markkinoille eikä yhtiöllä ole kansainvälistymiseen tähtäävää suunnitelmaa, sillä yhtiön mukaan laajenemismahdollisuuksia on vielä kotimaassakin.

Liiketoiminta pääosin jatkuvia palveluita

Viafin Servicen liiketoiminnan voi jakaa kahteen osa-alueeseen: Alueellinen huolto ja kunnossapito (myöhemmin Huolto) sekä Projektit. Selvästi tärkeintä yhtiölle on jatkuvan huollon ja kunnossapidon tarjoaminen, mutta yhtiö toteuttaa myös harkitusti pienempiä projekteja. Huollon palveluvalikoimaan kuuluvat muun muassa teollisuuden prosessiputkistot, hydrauliiikka- ja pienputkistot, mekaaniset hitsaustyöt sekä teollisuuden tuotantoseisakkien huolto- ja ylläpitotehtävät. Huolto toteutetaan joko jatkuvina puitesopimuksina tai pienprojekteina. Projektit - liiketoiminta tukee osaltaan yhtiön Huolto-liiketoimintaa. Yhtiö toteuttaa teollisuuden putkistoihin liittyviä sekä muun muassa nesteytettyyn maakaasuun liittyviä projekteja, joiden valmistuessa yhtiö pyrkii solmimaan kyseisten tuotteiden huollon ja kunnossapidon. Näemme yhtiön olevan tässä vahvoilla ja projektin saatuaan myös huolto usein päätty yhtiölle. Yhtiö vahvisti maakaasun palveluihin liittyvää osaamistaan vuoden 2019 alussa ostamalla kaasunjakelun kunnossapitoon erikoistuneen Gasum Tekniikka Oy:n (nykyinen Viafin Gas Oy) enemmistön.

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



Yhtiön isoimpia asiakasryhmiä:

- Sellu- ja kartonkiteollisuus
- Energiateollisuus
- Kemianteollisuus
- Metalliteollisuus



Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat erityisesti:

- Prosessiputkistot
- Hydrauliiikka
- Teollisuuden muut pienputkistot
- Mekaaniset hitsaus- ja asennustyöt
- Nesteytetyn maakaasun projektit
- Kaasunjakelu ja siihen liittyvä tekniikka
- Kaasuntankkausasemat ja niiden huolto

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

Resurssit

Tekninen
osaaminen



Henkilöstö



Vahvat
asiakassuhteet ja
paikallinen läsnäolo



Liiketoimintaidea

Viafin Service tarjoaa teollisuuden
huoltoon ja kunnossapitoon liittyviä
palveluja



- Teollisuuden koneiden ja laitteiden kunnossapito
- Laajentuva tarjoama uusissa palveluissa mahdollistaa kasvun jo olemassaolevissa toimipaikoissa
- Tavoittelee kovaa kasvua teollisuuden palveluiden ulkoistumistrendin jatkuessa

Tulolähteet

Pienprojektit

Huolto ja
kunnossapito

Lisä- ja
tilaustyöt

Kilpailu

2 mrd euron markkina

Isoimmat
kilpailijat
noin 0,9-1,1 mrd €

Caverion

maint
partner

SATA
SERVICE

BILFINGER

INSTA

FLOWPLUS

Lukuisia pienempiä,
paikallisia toimijoita
noin 1 mrd €

Asiakassegmentit (2016-2018 ka.)



Sellu- ja kartonki-
teollisuus 41 %



Energiateollisuus 29
%



Kemianteollisuus
18 %



Metalliteollisuus 4 %



Muut 8 %

Kustannusrakenne

Keskimäärin 179 hlöä (2018)



Henkilöstökulut
(35 % kustannuksista)



Ostot
(27 %)



Ulkopuoliset palvelut
(23 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(15 %)

Tulovirran jakautuminen

Kunnossapito ja projektit

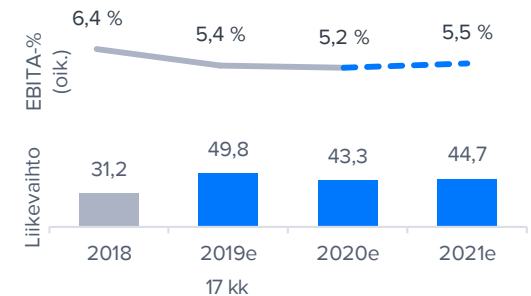


75%



25%

Liikevaihto 31,2 MEUR
EBITA (oik.) 2,0 MEUR (2017-2018)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Organisaatorakenne tukee paikallista päätöksentekoa

Viafin Servicellä on tällä hetkellä 3 tytäryhtiötä:

- Viafin Process Piping Oy
- Viafin Installation Oy
- Viafin Gas Oy

Tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yksikköinä omilla palvelualueillaan. Tämän vuoksi konserni-rakenteessa on osin hallinnollisia päällekkäisyyksiä, mutta paikallistuntemuksen, asiakaskontaktien säilymisen ja muutoksiin reagoinnin kannalta rakenteelle löytyy perusteita. Tytäryhtiöiden johto on pyritty myös sitouttamaan yhtiön taloudelliseen kehitykseen tytäryhtiöiden osaomistuksen muodossa. Tämän vuoksi Viafin Service ei välttämättä omista yhtiöistä 100 %.

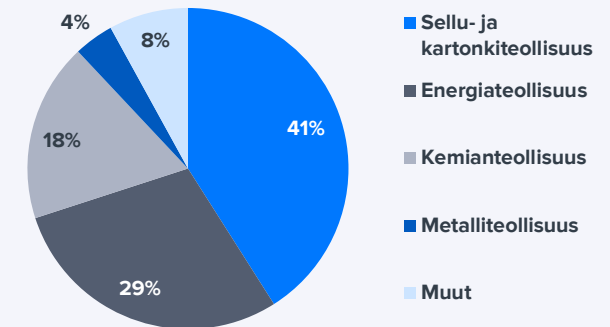
Yhtiön organisaatorakenne vaikuttaa raskaalta, eikä yksiköiden välillä ole havaittavissa merkittäviä synergioita. Hankinnat suoritetaan konsernitasolla, mutta esimerkiksi ristiinmyynti tytäryhtiöiden välillä on vähäistä, sillä ne toimivat osittain eri aloilla (kaasu, mekaaniset laitteet ja prosessi-putkistot). Vaikka raskaampi organisaatorakenne voi aiheuttaa pienelle yhtiölle ylimääräisiä kuluja, on paikallinen läsnäolo ja päätösvalta kuitenkin tärkeää. Sen avulla mm. pystytään paremmin kontrolloimaan henkilöresurssien käyttöä ja siten kapasiteetin käyttöastetta.

Liikevaihto suhteellisen keskittynyttä

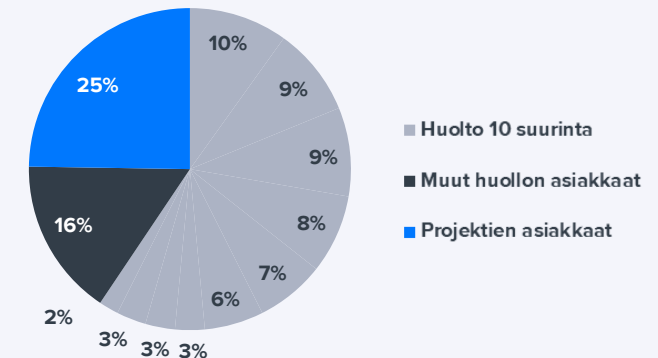
Viafin Servicen liikevaihdon maantieteellinen jakautuminen on Suomessa laajaa, mutta markkinan pienen koon vuoksi yhtiö on kuitenkin riippuvainen yksittäisten teollisuudenalojen sekä asiakkaiden liiketoiminnasta ja näkymistä. Yhtiön suurimmat toimialariippuvuudet ovat sellu- ja kartonkiteollisuus (noin 41 % liikevaihdosta), energiateollisuus (29 %) ja kemian teollisuus (18 %). Yhdessä nämä kolme teollisuudenalaa edustavat melkein 90 %:a yhtiön liikevaihdosta. Etenkin sellun ja kartongin markkinoiden muutokset ja investointinäkymät ovat yhtiön liiketoiminnan kannalta tärkeitä seurantakohteita, vaikka Gasum Tekniikan (nyk. Viafin Gas Oy) yritysosto tuleekin nostamaan energian osuutta.

Myös yksittäisten asiakkaiden osuus liikevaihdosta on suhteellisen suuri, mikä johtuu edellä mainitusta toimialariippuvuudesta sekä yhtiön pienestä koosta. Suurin yksittäinen asiakas vastaa noin 10 % liikevaihdosta, mikä osuutena ei vielä ole silmiinpistävän suuri. Yhdistettynä kolme suurinta vastaa kuitenkin jo lähes 30 %:sta ja viisi suurinta yli 40 %:sta yhtiön liikevaihtoa. Nämä luvut ovat korkeita ja kahdenkin ison asiakkaan menettäminen aiheuttaisi yhtiölle merkittävän liikevaihdon laskun. Tässä täytyy kuitenkin muistaa, että vaikka yksi asiakas on osuudesta 10 %, niin liikevaihto asiakkaan sisällä jakautuu eri tehtaisiin ja toimipisteisiin, jotka päättävät pääsääntöisesti itse keneltä huolto tilataan. Näin ollen 10 %:n liikevaihto-osuuden menettäminen suoraan ei ole kovinkaan todennäköistä.

Liikevaihdon jakauma (2016-17 ja 2017-18 k.a.)



10 suurinta huollon asiakasta vastaa yli 50 %:sta liikevaihtoa



Konsernirakenne



Inderesin kommentti:

Viafin Servicen organisaatorakenteessa yhtiön pääliiketoiminta tapahtuu Viafin Process Piping Oy:ssa (yli 80 % liikevaihdosta vuonna 2018). Yhtiön tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yhtiöinä ja tytäryhtiöiden johtoa on sitoutettu vähemmistöosuuksilla esimerkiksi Viafin Uusimaa Pipingissa 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. Ostoissa voidaan kehittää toimivalle johdolle kannusteet luoda omistaja- ja lisäarvoa koko konsernin tasolla. Vaikka raskaampi organisaatorakenne voi aiheuttaa pienelle yhtiölle ylimääräisiä kuluja, on paikallinen läsnäolo ja päätösvalta kuitenkin tärkeää. Sen avulla mm. pystytään paremmin kontrolloimaan henkilöresurssien käyttöä ja siten kapasiteetin käyttöastetta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Viafin Gas Oy

Gasum Tekniikan ostolla vahva jalansija kaasuinfran ylläpitoon

Viafin Service toteutti alkuvuonna 2019 ensimmäisen strategian mukaisen yritysoston, jolla se hankki kaasurungon ja -järjestelmien kunnossapitoon erikoistuneen Gasum Tekniikka Oy:n (nykyinen Viafin Gas Oy, VG) osake-enemmistön. VG on Suomen markkinajohtaja kaasujärjestelmien rakentamisessa ja ylläpidossa etenkin kaasurunkoverkon osalta. Lisäksi VG:n tuotetarjoomaan kuuluvat keskeisenä osana kaasutankkausasemat ja yksittäisille asiakkaille rakennettavat kaasujärjestelmät.

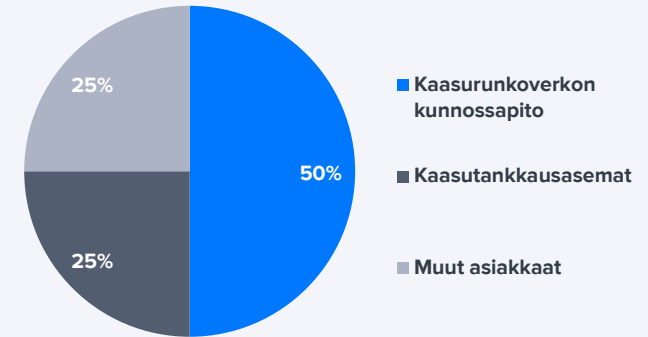
Arviomme mukaan VG on varsinkin maakaasun runkoverkon kunnossapidossa edellä mahdollisia kilpailijoita, sillä yhtiö on itse ollut rakentamassa ko. verkkoa. Lisäksi VG:n kunnossapitosopimukset ovat tietojemme mukaan suhteellisen pitkäkestoisia. Runkoverkon huoltaminen on hyvinkin kriittinen osa Suomen energiaverkostoa emmekä usko huoltoyhtiön vaihdon olevan yksinkertaista, mikä tukee VG:n liiketoiminnan jatkuvuutta. Runkoverkon huollosta tulee Viafin Servicen arvion mukaan tällä hetkellä noin 50 % VG:n liikevaihdosta, joten sen menettäminen olisi tietenkin iso menetys. Liikevaihdosta arviolta 20-25 % tulee tankkaus- ja biokaasuasemien rakentamisesta ja ylläpidosta, johon VG tulee tulevaisuudessa yhä enemmän panostamaan. Loput arviolta noin 25 % liikevaihdosta tulee yrityksille ja yhteisöille rakennetuista kaasujärjestelmistä. Tähän asiakaskuntaan kuuluvat muun muassa Neste, Valio ja Fazer.

Kauppahinta neutraali

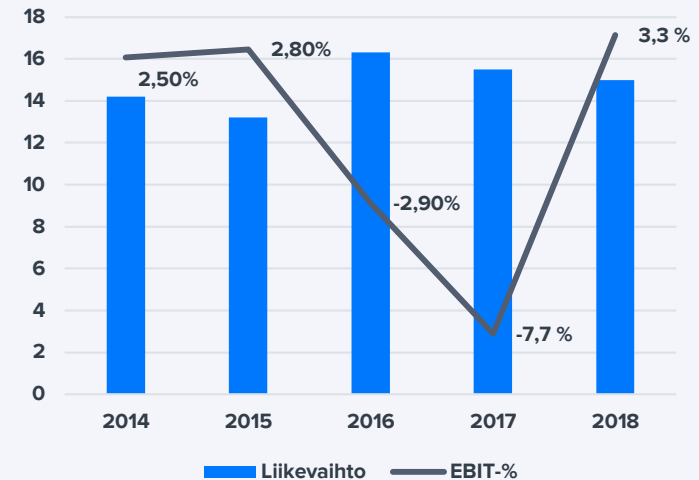
Gasum Tekniikan konsernieristä oikaistu liikevaihto oli vuonna 2018 noin 15 MEUR ja liikevoitto positiivinen 0,5 MEUR (EBIT-marginaali 3,3 %). Yhtiön koko osakekannan velaton kauppahinta oli 3 MEUR (EV). Viafin Service omistaa kaupan jälkeen yhtiöstä 70 %:n enemmistöosuuden ja 30 %:n vähemmistöosuuden omistaa yhtiön henkilöstö. Viafin Servicellä on sitoumus lunastaa vähemmistöosuudet myöhemmässä vaiheessa. Kaupan koko osakekantaan liittyy lisäkauppahinta, joka määräytyy VG:n vuosien 2019 ja 2020 käyttökäteen perusteella ollen kuitenkin enintään 2 MEUR per tilikausi. Enimmäismäärän saavuttaminen edellyttäisi VG:lta jo 3 MEUR:n käyttökätetasoa, mitä voitaneen pitää epätodennäköisenä.

Kauppahinta näyttää kokonaisuudessaan neutraalilta. Liikevaihtoon ja sen potentiaaliseen kasvuun nähden kauppa vaikuttaa suhteellisen maltillisesti arvostetulta (EV/liikevaihto: 0,2x) ja on myös Viafin Servicen arvostuksen alapuolella (2019e EV/liikevaihto: 0,3x). Tulokertoimilla (EV/EBIT: 6x) kauppa vaikuttaa taas vähän kalliimmalta varsinkin verrattuna Viafin Servicen omiin tulokertoimiin (2019e: oik. EV/EBIT: 6x) ja Gasum Tekniikan historialliseen tulostasoon. Gasum Tekniikan vuosien 2016 ja 2017 liikevoitto oli selvästi tappiollinen, mikä aiheuttaa huolta tuloksen kestävydestä. Nykyisen VG:n henkilöstön insentiivi kannattavuuden parantamiseen seuraavan kahden vuoden aikana on kuitenkin vahva, sillä näin VG:n ja heidän omistuksiansa arvoa saataisiin kohotettua.

Gasum Tekniikan (nyk. Viafin Gas) liikevaihdon jakautuminen



Gasum Tekniikka Oy kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Liiketoimintamalli

Viafin Servicen liiketoiminta voidaan jakaa kahteen eri osa-alueeseen:

- Alueellinen huolto ja kunnossapito (Huolto)
- Projektit

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

Huolto-liiketoiminta keskittyy teollisuuden putkistoihin

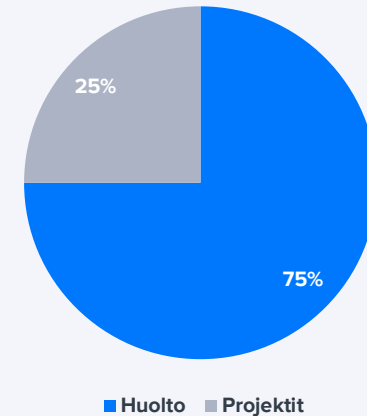
Viafin Servicen Huolto-liiketoimintayksikkö edustaa yhtiön tulevaisuuden suuntaa, kun yhtiö hakee kasvua etenkin huolto- ja kunnossapitotoimintaa lisäämällä. Yhtiön palvelu- ja huoltoliiketoiminta on pääosin teollisuuden putkistoihin liittyvää huoltotoimintaa. Tämä liiketoiminta on suurelta osin tytäryhtiö Viafin Process Pipingin peruja. Viafin Installation - tytäryhtiö taas keskittyy raskaiden mekaanisten laitteistojen asennuksiin. Huolto-liiketoimintayksikön palveluvalikoimaan kuuluvat teollisuuden prosessiputkistojen lisäksi hydraulikka- ja pienputkistot, mekaaniset hitsaustyöt sekä teollisuuden seisakeissa tehtävät laitteiden tai mekaniikan asennus- ja huoltotyöt. Gasum Tekniikka Oy:n (nyk. Viafin Gas Oy) yritysoston jälkeen yhtiö tarjoaa uutena palvelualueena maakaasuverkoston, kaasujärjestelmien ja kaasutankkausasemien kunnossapitoa ja rakentamista. Yhtiön huoltotoiminta on pääosin jatkuvaa

puitesopimukseen perustuvaa toimintaa, mutta yksikköön kuuluvat myös pienemmät yksittäisen asiakkaan pienprojektit. Pienprojektit voivat liittyä esimerkiksi yhtiön esivalmistamien putkistojen asennuksiin. Arviomme mukaan Huollossa yhtiön liikevaihdosta iso osa perustuu pitkiin putesopimuksiin, mutta yhtiö tekee paljon sopimuksen ulkopuolisia huoltotöitä ja pienprojekteja. Sopimuksen ulkopuoliset lisätyöt ja pienprojektit ovat yhtiölle arviomme mukaan tärkeitä tulonlähteitä ja toiminnan paraskatteisin osa. Palvelusopimukset sisältävät usein vain päivittäisen matalakatteisen kiinteähintaisen kunnossapidon ja erikseen tehtävät työt ovatkin yhtiölle arviomme mukaan kaikkein tuottoisimpia.

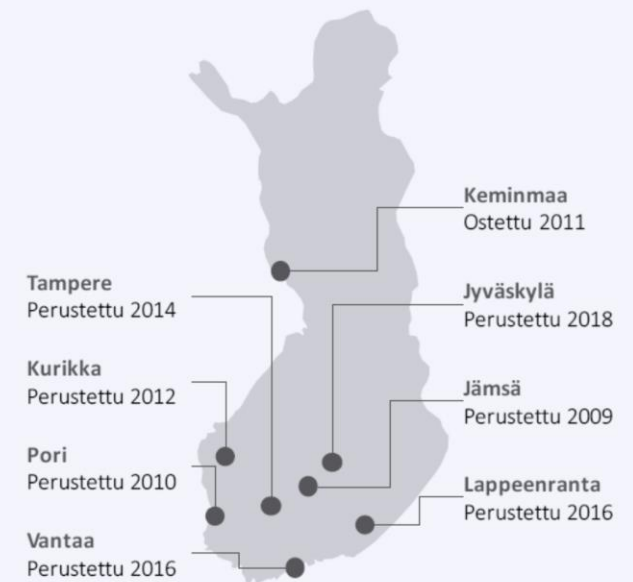
Projektit tukemassa pääliiketoimintaa

Projektit-liiketoimintayksikköön kuuluu pieniä tarkoin valittuja ja asiakkaiden tarpeisiin rakennettuja noin 1-5 MEUR:n projekteja. Projektit koostuvat pienistä putkistoasennuksista ja niiden toiminta on keskitetty yhtiön Tampereen toimipisteeseen. Yhtiö fokuoittuu 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 huoltoliiketoiminnan tukemiseksi, sillä usein yhtiö myös solmii asiakkaan kanssa huoltosopimukset asentamistaan putkista. Putkistoasennusten lisäksi projekteja tehdään valikoidusti muun muassa teknisesti vaativiin nesteytetyn maakaasun terminaaleihin ja niiden osa-alueisiin.

Liikevaihtojakauma 2018



Yhtiön toimipaikat 2017-2018



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Esivalmistus vähentää kohteessa tehtävää työtä

Viafin Services esivalmistaa putkia kaikissa palveluyksiköissään. 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: vain 10-15 henkilöä (6-8 %) konsernin 180:sta toimii esivalmistuksen parissa.

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 työntekijöistä ei ole käsittääksemme 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 aluepäällikköiden rekrytointi on taas haastavampaa, sillä yhtiö on selvästi viestinyt haluavansa aina rekrytoida paikallisesti parhaan mahdollisen vetäjän, joiden saatavuus on oma epävarmuustekijänsä.

Syklisyyttä ja matalaa kannattavuutta

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 lyhyen historian aikana hyvinkin huoltopainotteista, mutta jatkuvan huoltoliiketoiminnan osuus on osaltaan riippuvaista saaduista projekteista. Näin ollen yhtiön syklisyydessä on osaltaan kaksi eri puolta: projekteja tehdään paljon hyvän suhdanteen aikaan, kun kapasiteettia lisätään, ja isompia huoltoja tehdään taas, kun teollisuussuhdanne on hieman heikompi.

Merkittävä osa yhtiön jatkuvista palveluista on kuitenkin syklisillä toimialoilla ja riippuvuus yksittäisen asiakkaan liiketoiminnasta on myös

suurta, kuten aikaisemmin totesimme. Liiketoiminta on sen vuoksi riippuvaista yksittäisten yritysten tai toimialojen kysyntätilanteesta sekä investointi- ja laajentumispäätöksistä. Suomeen keskittymisen myötä Suomen talouskasvulla on suuri merkitys, mutta isojen globaalien toimijoiden ollessa yhtiön asiakkaina, vaikuttaa myös maailmantalouden kasvu ja etenkin Suomen viennin kehitys yhtiön toimintaan.

Yhtiön liiketoiminta voi tosin olla myös hieman vastasyklisiä, sillä isommat teollisuuden huollot usein lisääntyvät matalasuhdanteen aikana. Kysynnän muutokset asiakastoimialoilla voivat kuitenkin johtaa myös koneiden tai jopa tehtaiden sulkemiseen, jolloin huoltoakaan ei tietenkään tarvita. Myös asiakkaiden suhdanteen aikana heikentynyt taloudellinen tilanne voi johtaa tehtaiden sulkemiseen. Isot toimijat ovat kuitenkin Suomessa tällä hetkellä taloudellisesti paljon paremmassa asemassa kuin esimerkiksi finanssikriisin aikaan, jolloin tehtaita ja yrityksiä jouduttiin lopettamaan. Myös asiakkaiden päätökset siirtää tuotanto halvemmän työvoiman maihin tai lähemmäksi raaka-aineita tai asiakkaita ovat lisäriskejä yhtiön liiketoiminnalle.

Toimialan piirteistä johtuen yhtiön markkina-asemaan liittyy myös selvä riski siitä, että jokin isompi kilpailija alkaa aggressiivisella hinnoittelulla vallata markkinaosuuksia, jolloin Viafin Servicen keinot vastata kilpailuun olisivat melko vähäiset. Tämä on iso riski, joka voi pahimmassa tapauksessa johtaa toimialan kannattavuuden laskuun.

Toimialan tunnusmerkkejä

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

Toimialan trendit

Teollisuuden palveluiden ulkoistaminen
Tuotannon automatisaatio
Energiatehokkuus
Digitalisaatio
IoT

Liiketoiminnan profiili 2/2

Toimialan marginaalit ovat kuitenkin jo lähtökohtaisesti matalia ja tarjolla olevat skaalaedut verrattain vähäisiä, joka näin ollen laskee hieman riskin toteutumista. Putkistojen kunnossapitoa ei voida pitää korkean lisäarvon toimintana, mikä heijastuu näin alan alhaisiin katteisiin. Huomioon otettavaa hintakilpailu-uhassa on myös, että yhtiön markkinalla on paljon pienempiä toimijoita, jotka pystyvät hyvinkin pienillä kiinteillä kuluilla saamaan aikaan toiminnan jatkamiseen riittävän kassavirran ja hyvän kannattavuuden, mikä tuo hintakilpailuun uhkaa myös toiselta puolelta yrityskenttää.

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 kytkeytyminen toisiinsa luo myös Viafin Servicelle uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja uskomme yhtiön tarkkailevan tilannetta yritysosto- ja rekrytointimarkkinoilla puutteiden korjaamiseksi.

Kustannukset pääosin muuttuvia ja skaalautuvuutta vaikea saavuttaa

Yhtiön liiketoiminta skaalautuu näkemyksemme mukaan suhteellisen heikosti, sillä suurin osa kuluista on muuttuvia. Arviomme mukaan yhtiön kuluista noin 75 % on muuttuvia ja loput kiinteitä. Isoimmat kuluerät ovat henkilöstökulut (noin 35 % kaikista kuluista), materiaalihankinnat (27 %) ja ulkopuoliset palvelut (23 %). Yhtiön liiketoiminta on hyvin henkilötyöpainotteista, minkä vuoksi liikevaihdon kasvattaminen edellyttää myös henkilömäärän kasvattamista. Kulujen skaalautuvuutta ei liiketoiminnasta siksi juurikaan löydy.

Pääomaintensiivisyys matala

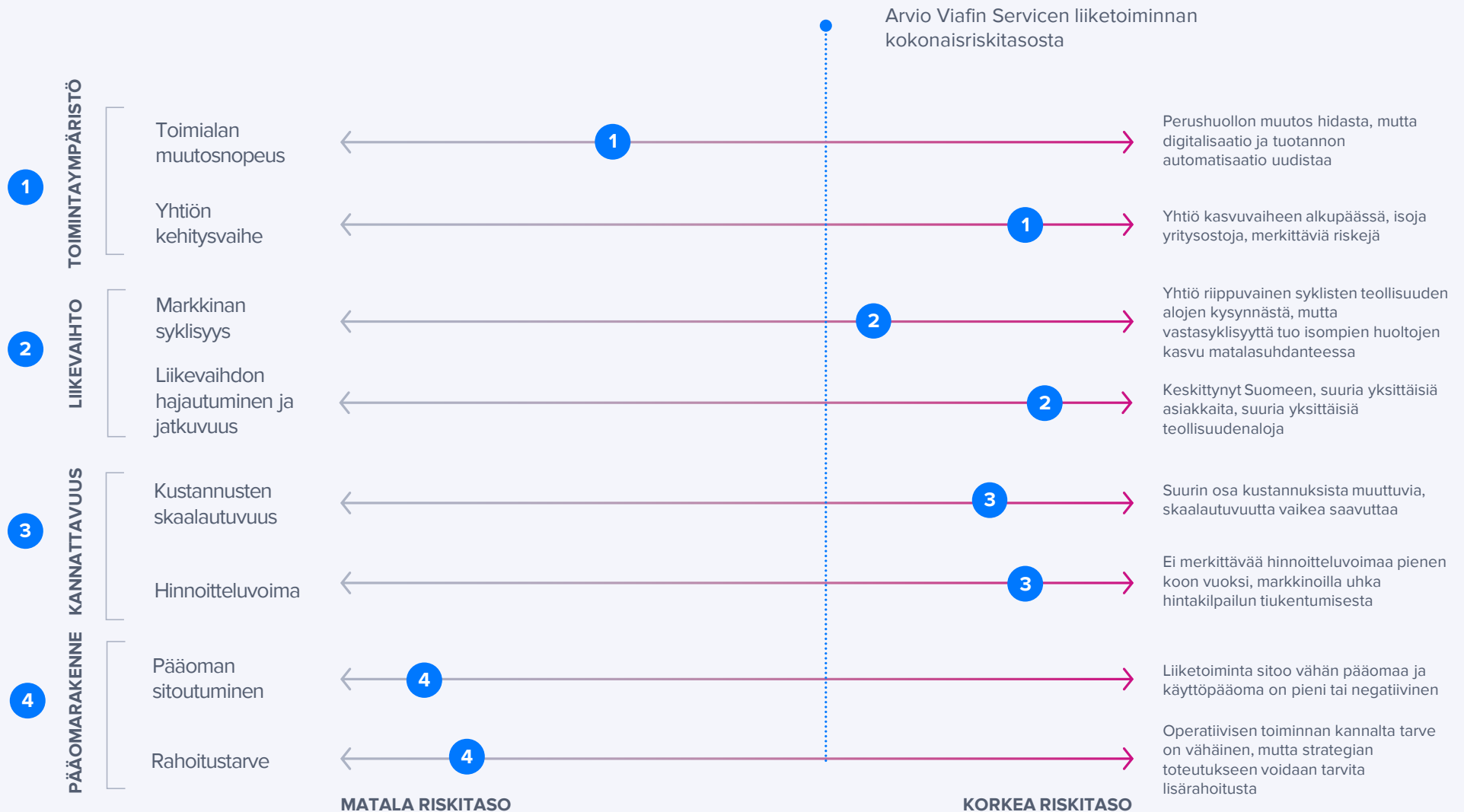
Yhtiön liiketoiminta ei sido huomattavasti pääomia eikä investointitarve ole kovinkaan suuri. Tämä vapauttaa operatiivisen kassavirran yhtiön käyttöön ja alalle onkin tyypillistä melko alhainen kannattavuus, mutta hyvä kassavirta ja negatiivinen käyttöpääoma mahdollistaa hyvän

tulorahoituksen ja hyvä kassavirta sekä alhainen investointitarve vakaan osingonmaksukyvyyn.

Yhtiön pääomia käytetään ensisijaisesti orgaaniseen kasvuun, yritysostoihin ja osingonmaksuun. Yhtiön investoinnit olivat vuonna 2018 noin 2,4 % liikevaihdosta (0,75 MEUR), mutta sisältävät myös Viafin Installationin yritysoston. Itse liiketoimintaan investointitarve on matala ja vuonna 2018 investoinnit liittyivät lähinnä kalustohankintoihin. 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 on käyttänyt osan näistä jo Gasum Tekniikka Oy:n yritysostoon (nyk. Viafin Gas Oy). Ottaen huomioon yhtiön strategia, jossa tavoitellaan 100 MEUR:n liikevaihtoa, tarvitsee yhtiö noin 4 samankokoista yritysostoa. Gasum Tekniikan hinnalla se tarkoittaa noin 13 MEUR:n rahoitustarvetta ja näin ollen yhtiö joutuisi luultavimmin hakemaan myös hieman ulkopuolista rahoitusta. Käsittelemme liikevaihto- ja yritysostostrategiaa tarkemmin Strategia- sekä Ennusteet-osioissa.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/1

Kasvuyhtiö

Viafin Servicen sijoitusprofiilia kuvaa mielestämme parhaiten tuoreen listautumisen ja strategisen suunnan perusteella kasvuhakuisuus. Yhtiö on historiansa aikana kasvanut voimakkaasti putkistohuollon toimipaikkoja lisäämällä sekä Keminmaan toimipaikan ostolla vuonna 2011. Yhtiölle tärkeimmän Viafin Process Piping Oy:n liiketoiminta on kasvanut vuodesta 2012 vuoteen 2018 vuosittain keskimäärin noin 7 % (CAGR), kun samaan aikaan teollisuuden huolto- ja kunnossapitomarkkinan kasvu Suomessa on ollut noin 6 %. Vuoden 2011 jälkeisestä kasvusta kaikki on ollut orgaanista ja antaa luottamusta orgaanisen kasvun jatkumiseen myös tulevana vuosina. Hieman markkinoita nopeamman kasvun saavuttaminen kertoo myös yhtiön palveluvalikoiman kilpailukyvästä.

Yhtiö tavoittelee listautumisen aikaan julkistetussa strategiassaan 100 MEUR:n liikevaihtoa vuoden 2022 loppuun mennessä. Tavoite on tarkoitus saavuttaa paitsi orgaanisen kasvun myös yritysostojen kautta ja merkitsee yli 34 %:n vuosikasvua vuoden 2018 31,2 MEUR:n pro forma -liikevaihtoon. Ilman orgaanista kasvua yhtiön kuluvan vuoden liikevaihto kohoaisi Gasum Tekniikka Oy:n (nyk. Viafin Gas Oy) hankinnan myötä arviolta yli 40 %, joten strategia on tämän perusteella hyvässä vauhdissa. Pidämme strategista kasvutavoitetta haastavana, mutta emme mahdottomana. Akvisitioita silmällä pitäen yhtiön listautumisesta saamien noin 10 MEUR:n bruttovarojen lisäksi yhtiön kuitenkin tarvitsee arviomme mukaan käyttää ostoihin

velkarahoitusta, omia osakkeita tai muuta rahoitusta. Yritysostojen tosin jatkuessa Gasum Tekniikan kaltaisella yritysostorakenteella (70 % enemmistöosuus) ulkoisen rahoituksen tarve voi kuitenkin olla pienempi.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Viafin Servicen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Liikevaihdon kasvu:** Kasvu on yhtiön strategisessa fokuksessa ja näemme tämän olevan ensisijainen arvoajuri osakkeelle.
- **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 2018 yhtiön pro forma EBITA-marginaali oli haarukan keskikohdan yläpuolella noin 6,4 %:ssa, mikä vahvistaa luottamusta tavoitteen saavuttamiseen. Marginaaleihin voi kohdistua pientä painetta yritysostojen ja nopean kasvun seurauksena, mutta näemme tavoitetason pitkällä aikavälillä hyvinkin realistisena ja potentiaalia olisi myös korkeammalle.
- **Pieni pääoman tarve:** Viafin Servicen liiketoiminta sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja orgaaniset investointitarpeet ovat vähäisiä. Tämä mahdollistaa korkean pääoman tuoton ja pienet investoinnit taas luovat vahvan pohjan kassavirran hyvälle kehitykselle. Kassavirralla on puolestaan mahdollista rahoittaa tulevia yritysostoja sekä turvata vakaa osingonmaksu.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Vähäinen kokemus yritysostoista:** Yhtiöllä ei ole merkittävää kokemusta yritysostoista ja tämä muodostaa strategialle oman riskinsä. Lisäksi yhtiön kokemus uusista tavoitelluista palvelualueista on vielä vähäistä, mikä voi johtaa virhearvioihin synergieoista tai ostettavan liiketoiminnan mahdollisuuksista.
- **Syklisen markkinan riskit:** Yhtiön projektien ja palveluiden kysyntä on riippuvaista sen asiakkaiden tilanteesta ja investoinneista. Asiakasyhtiöiden kysyntä on monilla sektoreilla syklistä. Nyt markkina on ollut pitkään vahva ja huollon ulkoistuksia on lisätty, mikä on tukenut Viafin Servicen liiketoimintaa. Suhdanteen nopea kääntyminen ja kysynnän heikkeneminen voi johtaa asiakkaiden tehtaiden tai toimipaikkojen sulkemiseen tai siirtämiseen, millä olisi selvästi negatiivisia vaikutuksia Viafin Servicen liiketoimintaan.
- **Kilpailun kiristyminen:** Yhtiö on noin 2 000 MEUR:n markkinoillaan pieni peluri ja kilpailun kiristyminen sekä isompien että pienempien yhtiöiden taholta voi olla yhtiölle merkittävä riski. Suuremmat yritykset voivat vallata markkinaosuutta hintakilpailun avulla, vaikka se niille väliaikaisesti tappioita tuottaisikin. Viafin Serviceä pienemmät toimijat taas ovat organisaatioiltaan selvästi yhtiötä kevyempiä ja voivat sen vuoksi tarjota kannattavasti alempia huoltohintoja tai edullisempia sopimuksia.

Sijoitusprofiili

1. Kasvuyhtiö vakaalla kannattavuudella

2. Yritystojen onnistuminen

3. Kysyntä- ja investointitrendin jatkuvuus

4. Aggressiivinen kasvu voi johtaa hintakilpailun kiristymiseen

5. Vahva kassavirta antaa edellytyksiä investoida kasvuun ja jakaa osinkoa

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 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
- Suurimassa 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 seisakkihuoltojen palvelualueella. Toimipaikkoja on tarkoitus lisätä Oulun seudulla ja pohjoisessa Keski-Suomessa (Varkaus, Kuopio, Äänekoski), jossa on merkittävää tehdasteollisuutta. Yrityksillä yhtiö pyrkii laajentumaan uusille palvelualueille, joihin kuuluvat muun muassa sähkö-, automaatio-, pumppu- ja venttiilihuolto. Esimerkki laajentumisesta uudelle alueelle oli Gasum Tekniikka Oy:n (nyk. Viafin Gas Oy) 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 % (2018 tot. 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 yritysostoin 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 yritysostoa ensi vuodesta alkaen. Tämä on mielestämme hyvinkin mahdollista, sillä toimiala on fragmentoitunut ja potentiaalisia eri kokoisia yritysostokohteita on paljon. Viafin Servicen tytäryhtiöt myös toimivat itsenäisinä yhtiöinä ja niiden integroiminen ei ole kovinkaan raskas prosessi. Lisärahoitusta yhtiö kuitenkin tarvitsee arvioimamme yritysostojen kauppahintojen perusteella noin 4 MEUR, mutta uskomme yhtiön kykenevän järjestämään näihin investointeihin tarvittavan rahoituksen. Jos kuitenkin yritysostot toteutettaisiin Gasum Tekniikan kaltaisella omistusrakenteella (70 % enemmistöosuus), olisi muun rahoituksen tarve minimaalista. Yhtiö on viestinyt tällaisten johdon omistukseen pohjautuvien mallien olevan myös jatkossa käytössä.

Yrityksillä voidaan toteuttaa osittain tulorahoituksen kautta, mutta tarvittaessa yhtiö voi myös turvautua rahoitusmarkkinoihin. Yhtiöllä on nettovelaton tase ja velan käyttöä pidetään vaihtoehtona yritysostojen rahoitukseen. Osakkeen käyttö yritysostoissa on myös hyvinkin mahdollista, mikä antaa yhtiölle mahdollisuuden sitouttaa ostettavan yrityksen henkilöstöä paremmin. Seuraavalla sivulla on esitetty skenaario yhtiön kasvusta 100 MEUR:n liikevaihtotasoon vuoden 2022 loppuun mennessä. Laskelmassa on oletettu 0 %:n orgaaninen kasvu ja siten havainnollistettu pelkillä yritysostoilla tapahtuvaa kasvua kohti tavoitetasoa.

Yhtiön tavoittelema 5-7 %:n EBITA-marginaali on mielestämme hyvinkin mahdollinen ylläpitää viime vuoden pro forma -marginaalin oltua 6,4 %. Uskomme kuitenkin marginaalin olevan jatkossa vahvan kasvun takia tavoitehaarukan alarajoilla. Lisäksi markkinanäkymien heikentyminen voi aiheuttaa tarvetta omille hinnanalennuksille, kun taas yhtiön omat palkkapaineet nousevat hyvän työllisyyskehityksen myötä.

Osinkoa yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan myös maksamaan vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallinsa ansiosta. Osingonmaksu vaatii kuitenkin yhtiöltä vakaan kannattavuuden ylläpitoa myös tulevaisuudessa. Vahvan osingon maksu ei arviomme mukaan kuulu tässä vaiheessa yhtiön ykköstavoitteisiin, sillä yhtiö on selkeässä kasvuvaiheessa. Panostukset kasvuun ovatkin luultavimmin etusijalla ja osinko voi väliaikaisesti jäädä odotuksia pienemmäksi.

Liikevaihdon kasvutavoitteen saavuttaminen yritysostoin, skenaario (MEUR)

		Kasvu pelkin yritysostoin		
		Velaton hinta (EV) (MEUR)	Liikevaihto (oik.) (MEUR)	EV/Liikevaihto
2019	Gasum Tekniikka Oy (70 %)	2,1	15	0,2
2020	Yritysosto 2	3,0	15	0,2
2021	Yritysosto 3	4,0	20	0,2
2022	Yritysosto 4	4,0	20	0,2
Yhteensä vuonna 2022		13,1	70	
+ Pro forma -liikevaihto 2018			31,2	
Liikevaihto vuonna 2022 yhteensä			101,2	

Rahoitustarve (ilman tulorahoitusta)	
Listautumisen nettovarat	9,0
Listautumisen bruttovarat	10,0
Kulut	1,0
Tarvittava rahoitus	13,1
Tarve ulkoiselle rahoitukselle	4,1

Inderesin kommentti:

Kasvu tavoitellulle liikevaihtotasolle pelkillä yritysostoilla näyttää laskelmiemme perusteella mahdolliselta. Gasum Tekniikka Oy:n (nyk. Viafin Gas Oy) kauppahintaa (EV /Liikevaihto = 0,2x) käyttäen kasvu strategiseen tavoitteeseen pelkillä yritysostoilla vaatisi kuitenkin vielä lisärahoitusta.

Jos kuitenkin yritysostot toteutettaisiin Gasum Tekniikan kaltaisella omistusrakenteella (70 % enemmistöosuus), olisi muun rahoituksen tarve minimaalista. Yhtiö on viestinyt johdon omistukseen pohjautuvien mallien olevan myös jatkossa käytössä. Yritysostot ovat kuitenkin aina yksilökohtaisia, eikä kaikille aina käy sama ratkaisu.

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 yli 30 %:n vuosittaista kasvua, johon yhtiöllä on mahdollisuus vain useampien yritysostojen kautta. Kannattavuus on pysynyt hyvällä tasolla (EBITA-marginaali 2018: 6,4 % ja H1'19: 6,5 %), mikä tukee tavoitteisiin pääsyä, vaikka uskommekin yritysostojen painavan kannattavuutta tulevina vuosina. Vakaa taseasema ja vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli tukevat tulevaa osingonmaksua.

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. Yhtiö myös tutkii erilaisia digitaalisia ratkaisuja liiketoiminnan kasvun vauhdittamiseksi, mutta konkreettisia suunnitelmia ei vielä ole.

Taloudelliset tavoitteet

Toimiala ja markkina 1/3

Kunnossapito on asiakkaille kriittinen, työvoimavaltainen prosessi

Viafin Servicen pääliiketoiminnan eli prosessiteollisuuden putkistojen hyvän kunnon varmistaminen on asiakkaille kriittistä, sillä siten varmistetaan prosessien tehokkuus mm. energian ja syötteen käytön kannalta ja vältetään odottamattomat tuotantokatkokset, jotka voivat tulla kalliiksi menetetyt tuotannon, vauriokorjausten, ympäristö- ja jopa henkilövahinkojen vuoksi. Prosessiteollisuudessa käytettävien putkistojen turvallisuusvaatimukset määritellään suurelta osin kemikaalilaissa ja EU:n painelaitedirektiivissä. Suomessa teollisuusputkistojen käytönaikaisten tarkastusvaatimusten noudattamista valvoo ja ohjeistaa Turvallisuus- ja kemikaalivirasto (Tukes).

Putkistojen kunnossapito voidaan jakaa 1) ehkäisevään (joko kuntoon perustuvaan tai jaksotettuun) kunnossapitoon ja 2) korjaavaan kunnossapitoon. Vaikka ehkäisevä kunnossapito on suunnittelemattomien tuotantokatkokosten välttämiseksi mielekkäämpää, on korjaavan kunnossapidon tarpeesta vaikea päästä kokonaan eroon ehkäisevän kunnossapidon kustannusten vuoksi. Tämän johdosta ehkäisevä kunnossapito keskittyy usein tärkeimpiin ja korkeamman riskin laitteisiin. Sekä ehkäisevä että korjaava putkistojen kunnossapito on edelleen vahvasti henkilötyöpainotteista, sillä putkistoissa kiinteästi sijaitsevien antureiden ja niiden tuottaman tiedon käyttö on vielä vähäistä. Ehkäiseväkin kunnossapito tapahtuu useimmiten paikan päällä suoritettavalla silmämääräisellä

tarkastuksella sekä kuljetettavien mittalaitteiden avulla (mm. painekoe, seinämänvahvuusmittaus, röntgenkuvaus, lämpökuvaus ja ultraäänimittaus). Asiakas tekee päätöksen ehkäisevän ja korjaavan kunnossapidon välillä ottaen huomioon a) laitteen kriittisyyden tuotannon kannalta; b) vikaantumisen todennäköisyyden; c) vikaantumisesta aiheutuvat kustannukset; d) vikaantumisesta seuraavat turvallisuusriskit; e) ennakkohuollon kustannukset sekä f) sen, kuinka tehokkaasti vikoja saadaan ehkäistyä ennakkohuollon avulla. Viafin Service ei ole julkistanut voimassa olevien sopimustensa jakoa ehkäisevän ja korjaavan kunnossapidon kesken, mutta käsityksemme on että viimeksi mainittujen osuus on selvästi suurempi.

Alallatulon kynnys matala

Kunnossapitoalalle tyypillisiä piirteitä ovat pieni investointien tarve ja siksi matala alallatulon kynnys, hyvä kassavirta ja hyvä pääoman tuotto. Palveluista saatava jatkuva kassavirta tuottaa yhtiöille vakautta liiketoimintaan, mutta toisaalta projektien sekä itse asiakastoimialojen syklisyys nostaa yhtiöiden riskiprofilia.

Koko kohdemarkkina 2 miljardin euron suuruinen

Viafin Servicen nykyisen putkistohuolto-liiketoiminnan markkinakoko on vain 150 MEUR ja koska yhtiön markkinaosuus on noin 20 %, ei merkittävää kasvuvaraa enää ole. Siksi laajentuminen uusiin palveluihin on tarpeen. Kun kohdemarkkina lasketaan yhtiön nykyisen palveluvalikoiman lisäksi sähkö-, automaatio-, pumppu- ja venttiilihuolto, puhutaan varsin



Toimiala ja markkina 2/3

laajasta eli noin 2 miljardin euron kohdemarkkinasta.

Maailmantalouden tilanne määrää teollisuuden volyymit

Viafin Service toimii teollisuuden ylläpidossa ja näin ollen teollisuuden suhdannenäkymät vaikuttavat yhtiön palveluiden kysyntään. Teollisuuden kysyntään vaikuttaa Suomen talouskasvun lisäksi myös maailmantalouden kasvu ja Suomen vienti.

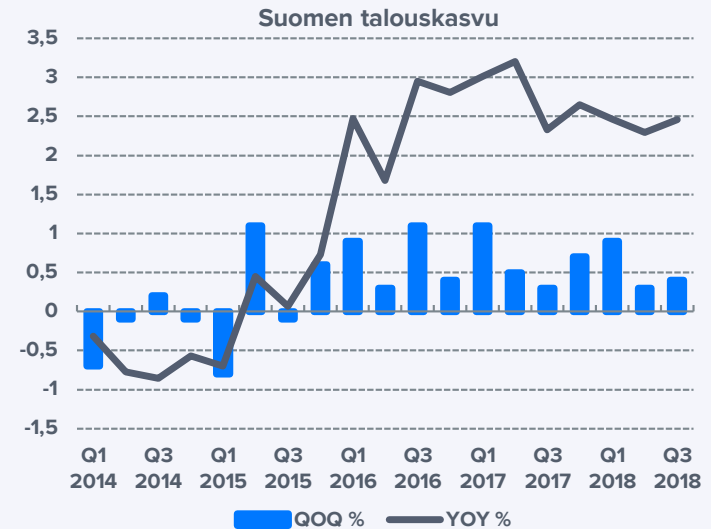
Kokonaisuutena Suomen talousnäkymät ovat edelleen kohtuullisen hyvät, mutta jatkossa kehitys ei anna Viafin Servicen liiketoiminnalle yhtä paljon tukea. Suomen talouskasvu oli vuosina 2016-2018 vahvaa ja euroalueen kasvua nopeampaa. Vuosina 2019-2020 kasvun ennustetaan kuitenkin hidastuvan. Finanssiala ry:n kokoaman viimeisimpien talousennusteiden mukaisesti bkt:n kasvu jää 1,5-1,9 %:iin kuluvana vuonna ja 0,8-1,7 %:iin ensi vuonna. Inflaation ennustetaan puolestaan kiihtyvän 1,2-2,0 %:iin.

Maailmantalouden kasvuennusteet ovat tulleet viime vuoden lopulla ja alkuvuonna kollektiivisesti alaspäin. Erityisen heikkoa talouslukujen kehitys on ollut Euroopassa, mihin myös suurin osa Suomen teollisuuden viennistä suuntautuu. Maailmantalouden odotetaan kasvavan kuluvana vuonna noin 3,5 %, josta kasvun odotetaan hieman kiihtyvän ensi vuonna. Suomen viennin kehitys on ollut viime vuodet positiivista, mikä on näkynyt myös teollisuustuotannossa. Viennissäkin hidastumista on kuitenkin nyt selvästi nähtävissä.

Metsäteollisuus on edelleen merkittävä vientiala ja sen merkitys myös Viafin Servicelle on suuri. Metsäteollisuuden vientiosuus oli EK:n mukaan vuonna 2017 noin 20 %, josta sellu- ja paperiteollisuuden osuus oli noin 15 % ja puutavarateollisuuden osuus oli 5 %. Suomen vienti menee noin 65 %:sesti Eurooppaan ja muu 35 % jakautuu pääosin Aasian, Venäjän ja Yhdysvaltojen kesken. Maailmantalouden hidastuva kasvu tulee väistämättä näkymään myös Suomen ja Viafin Servicen asiakkaiden viennissä hidastumisena, emmekä usko asiakkaiden vientikysynnän antavan jatkossa kovinkaan paljon tukea yhtiön kasvulle.

Suomen trendikäänneet muuta Eurooppaa hitaampia

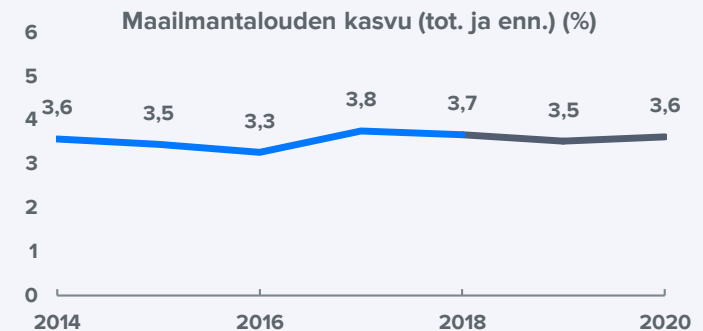
Kuten muutakin Eurooppaa, myös Suomen taloutta leimaa kuluvana vuonna kasvun hidastuminen. Suomessa ei talousluvuissa kuitenkaan nähty yhtä dramaattista muutosta vuodenvaihteessa kuin alueen aiemmassa talousmoottorissa Saksassa. Suomen talous kiihdytti kasvuun hitaasti, mutta odotamme sen myös jarruttavan muuta euroaluetta hitaammin johtuen edelleen vahvasta kotimarkkinakysynnästä ja hyvin pärjäävästä kuluttajasektorista, johon kasvu yhä enemmän nojaa. Teollisuuden osalta kasvu voi kuitenkin hidastua nopeastikin globaalin suhdanteen mukana. Suomen talouskasvu hidastunee alle 2 %:iin, mutta olisi edelleen euromaiden mittapuulla hyvää. Globaalilla tasolla riskit ovat kuitenkin merkittäviä ja talousnäkyvien epävarmuus säilyy edelleen suurena.



Suomen BKT:n kasvuennusteet

Ennuste	2018e	2019e	2020e
Nordea	2,3 %	1,5 %	1,0 %
OP Ryhmä	2,4 %	1,6 %	0,8 %
Hypo	2,5 %	1,5 %	1,5 %
Danske Bank	2,3 %	1,7 %	1,5 %
S-Pankki	2,3 %	1,7 %	1,7 %
Handelsbanken	2,5 %	1,9 %	1,2 %

Lähde: Finanssiala ry



Toimiala ja markkina 3/3

Kasvu on nyt hidastumassa

Seuraavalla sivulla näkyvissä teollisuuden ja talouden markkinakuvaajissa on nähtävissä kasvun pientä hidastumista. Teollisuuden luottamuksen trendi on kääntynyt ja hidastuminen näkyy myös teollisuustuotannon trendissä. Teollisuuden tilaukset ovat liukuvan 12 kuukauden summan mukaan olleet nousu-uralla jo pitkän aikaa, mutta trendissä on jo nähtävissä pientä heilahtelua. Teollisuuden tilaukset ennakoivat teollisuustuotannon yleistä kehitystä ja antavat myös Viafin Servicelle ennakkoinformaatiota suhdanteen hiljaisemmista tai toisaalta korkean kapasiteetin käyttöasteen jaksoista. Hiljaisemmän suhdanteen aikana Viafin Servicen palveluille on osaltaan hyvin kysyntää, kun asiakkaiden alhaisempi kapasiteetin käyttöaste antaa tilaa myös isommille huolloille. Asiakkaiden kapasiteetin käyttöasteen ollessa korkea Viafin Service tai tehdas itse tekee vain välttämättömät huoltotyöt, jotta koneiden ja laitteiden tuottavuus ei kärsisi. Viafin Servicen palvelujen kysyntäajureissa olevan vastasyklisen komponentin vuoksi ei esimerkiksi teollisuuden tilauskertymistä voi vetää suoria johtopäätöksiä Viafin Servicen kysyntänäkymistä. Lyhyen tähtäimen ennakoitua vaikeuttaa se, että Viafin Service ei itse raportoi tilauskantaansa.

Teollisuuden huollon kasvu ollut hyvää, mutta notkahduksiakin on tapahtunut

Viafin Servicen kannalta tärkeä teollisuuden koneiden ja laitteiden huolto-, korjaus- ja asennuspalveluiden kasvu on ollut kotimaan liikevaihdon perusteella vuosien 2012-2018 aikana hyvässä, noin 6 %:n, vuosittaisessa

kasvuvauhdissa (CAGR-%). Samaan aikaan Viafin Process Piping Oy:n orgaaninen kasvu on ollut hieman parempi noin 7 %. Pidemmällä aikavälillä (vuodesta 1995) markkina on kasvanut tasaista noin 4 %:n vuosivauhtia ja tehtaiden huoltojen ulkoistamistrendin jatkuminen tukee kasvua jatkossakin. Huoltotoiminta ei kuitenkaan ole ollut suhdanteille immuunina ja vuonna 2009 sekä 2012 liikevaihto laski yli 10 %. Pitkäkestoisia laskuja ei kuitenkaan ole nähty ja markkinan voi odottaa kasvavan pitkällä aikavälillä yli 2 %:n vauhtia. Nykyinen taloussympäristö ei kuitenkaan ole suotuisa kovinkaan nopealle kasvulle, ja mahdollinen teollisten investointien vähentyminen tai taloussuhdanteen hiipuminen laskisi myös teollisuuden huollon liikevaihtoa.

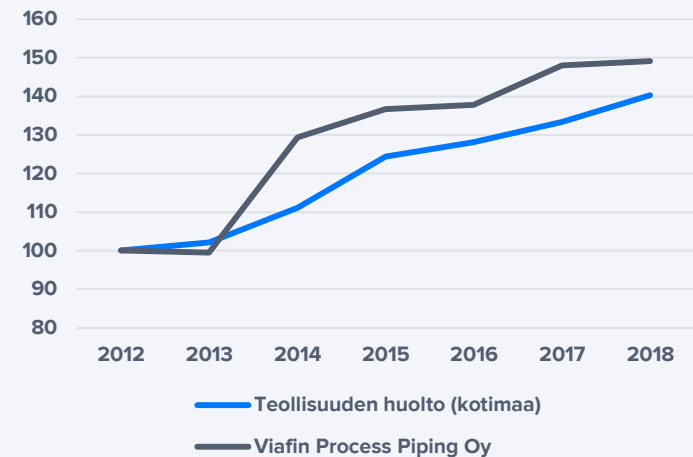
Hidastuva markkina voi tuoda ostokohteiden hintoja alas

Arvioimme Viafin Servicen markkinoiden kasvavan 1-3 %:n vuosivauhtia seuraavien viiden vuoden ajan. Talouden mahdolliset shokit ja nopea hidastuminen voisivat kuitenkin arviomme mukaan romahduttaa liikevaihdot vuosien 2009 ja 2012 kaltaisiin yli 10 %:n laskuihin. Toisaalta näemme markkinan heikentyvien näkymien olevan osittain Viafin Servicelle suosiollisia, sillä yhtiön orgaaninen kasvuvaihe vuosina 2012-2018 on ollut menestyksenkäs ja nyt yhtiö on panostamassa selkeämmin yritysostoilla tapahtuvaan kasvuun. Heikentynyt markkina voi tuoda laskupaineita ostettavien yhtiöiden arvostuskertoimille, jotka voivat hyvien vuosien jäljiltä olla vielä koholla.

Teollisuuden koneiden ja laitteiden huollon kotimaan liikevaihto (2004=100)

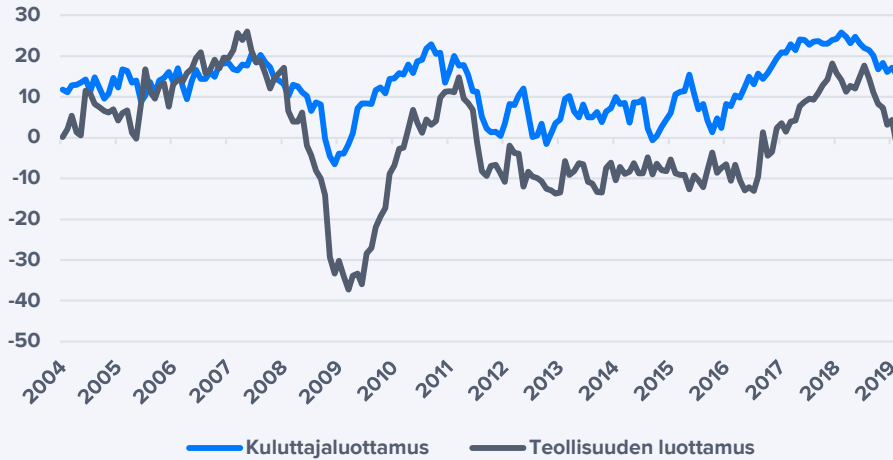


Yhtiön orgaaninen kasvu ollut markkinoita hieman nopeampaa (2012=100)

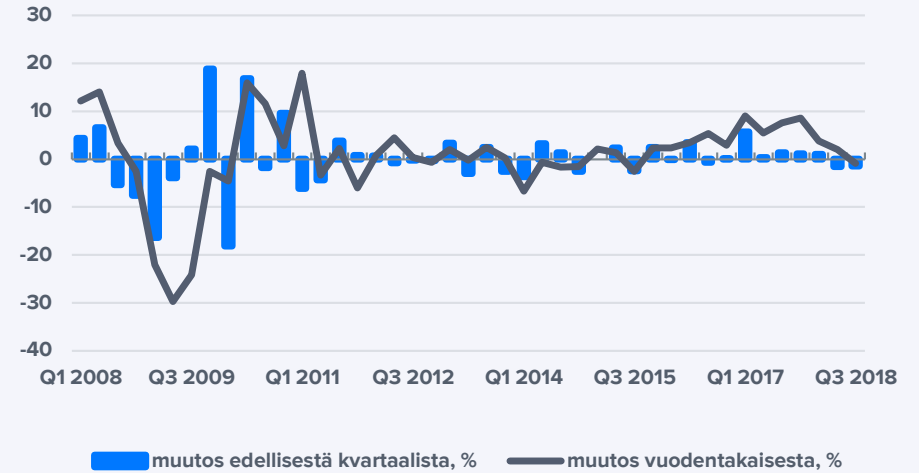


Markkinakuvaajat

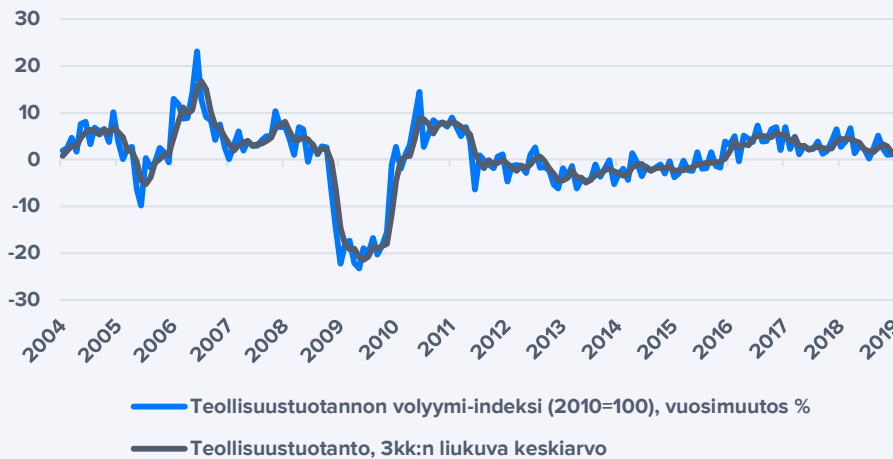
Luottamusluvussa suunta alaspäin



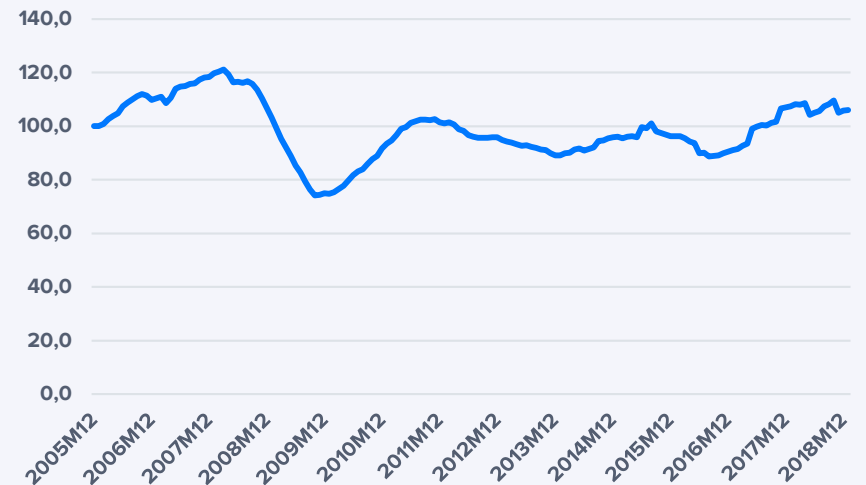
Suomi: Hyödykkeiden ja palvelujen vienti



Teollisuustuotannon kasvu hidastuu



Teollisuuden uusien tilauksien nousu tasaantuu



Kilpailu 1/2

Markkinoilla paljon toimijoita

Kilpailu Viafin Servicen päämarkkinoilla teollisuuden huolloissa on kovaa. Pienten investointitarpeiden vuoksi alalietalon esteet ovat matalat ja palvelut kiinnostavat tällä hetkellä strategisesti monia toimijoita. Myös teollisuuden huollossa ja kunnossapidossa 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.

Markkinaosuus noussut hieman

Viafin Service on viimeisten vuosien aikana kasvanut hieman markkinaa nopeammin kasvattaen orgaanisesti markkinaosuuttaan. Yhtiön liikevaihdosta 100 % tulee Suomesta ja pääkilpailijoita vanhalla palveluvalikoimalla ovat olleet Caverion ja Bilfinger. Tämän palveluvalikoiman arviolta 150 MEUR:n kohdemarkkinasta yhtiön markkinaosuus on (konsernin pro forma -lukuilla laskettuna) jo yli 20 %. Uskomme markkinaosuuden kasvattamisen

tässä vanhan palveluvalikoiman markkinassa olevan haastavaa. Yhtiön ostamalla Gasum Tekniikalla (nyk. Viafin Gas Oy) selviää kilpailijoita ei juuri ole, ja yhtiö tulee näkemyksemme mukaan pitämään kaasurunkoverkon kunnossapitotöiden markkinat itsellään. Kaasutankkausasemissa ja yritysille sekä asiakkaille toteutettavissa kaasujärjestelmissä yhtiö kuitenkin kohtaa tulevaisuudessa kasvavaa kilpailua.

Yhtiön tavoittelemassa noin 2 miljardin euron kokonaismarkkinassa kilpailijoita ovat Caverionin (Botnia Mill Service mukaanlukien) ja Bilfingerin lisäksi muun muassa Insta Group, Quant Sataservice, Maintpartner (Caverion ostanut liiketoiminnan) ja Flowplus. Kokonaismarkkinasta kuitenkin arviolta yli 50 % on pienempien toimijoiden ja myös yritysten tehtaiden omien huoltoyksiköiden käsissä.

Yhtiön keskeisiä suurimpia kilpailijoita

	Lyhyt kuvaus	Markkina-arvo	Liikevaihto	
			2018 (MEUR)	Henkilöstö
Caverion Oyj	Euroopan johtavia talotekniikan toimittajia. Teollisuuden palvelut noin 10 % liikevaihdosta.	760 MEUR	2204	15 000
Bilfinger SE	Kansainvälinen teollisuuden palveluiden toimittaja.	1400 MEUR	4153	36 000
Quant Sataservice Oy	Teollisuuden kunnossapito. Vahva asema elintarvikealalla.	Ei listattu	40	368
Insta Group Oy	Muun muassa teollisuuden automaation toimittaja.	Ei listattu	-	100
Flowplus Oy	Pumppu-, venttiili-, sähkömoottori-, kompressorihuoltoa tarjoava yritys.	Ei listattu	-	65
Maintpartner Oy	Teollisuuden kunnossapitäjä, jonka liiketoiminnan Caverion osti 2019 alussa.	Ei listattu	-	811
Botnia Mill Service Oy Ab	Caverionin ja Metsä Boardin omistama metsäteollisuuden kunnossapitäjä.	Tytäryhtiö	-	369
Viafin Service	Johtava teollisuusputkistojen toimittaja sekä huoltaja Suomessa	24 MEUR	31,2	182

Kilpailu 2/2

Keskisuuret yhtiöt kasvaneet vauhdilla

Viafin Servicen kasvu on viimeisen viiden vuoden aikana ollut osin pääkilpailijoiden yläpuolella. Muutaman yrityksen kohdalla kasvu on ollut yritysjärjestelyjen vuoksi selvästi Viafin Serviceä kuitenkin vahvempaa. Viimeisen viiden vuoden aikana Viafin Servicen tehokkuus, eli liikevaihto per työntekijä, on kuitenkin ollut omassa luokassaan.

Käytimme liikevaihdon ja kannattavuuden laskennassa vertailtavuuden vuoksi Viafin Process Piping Oy:n lukuja vuosilta 2013-2017, jotka oli myös kilpailijoilta saatavilla. Sinä aikana yhtiö on kasvanut keskimäärin 11 % vuosittain. Selvästi vahvimmin ovat kasvaneet pienempi Quant Sata Service (CAGR 35 %) ja Bilfingerin Suomen yksikkö (CAGR 25 %). Kasvu on näillä kuitenkin tullut osin yritysostojen seurauksena, joten se ei ole vertailukelpoista Viafin Process Pipingin orgaanisen kasvun kanssa. Epäorgaanisesta kasvusta huolimatta, yhtiöt ovat pystyneet kasvattamaan markkinaosuutta. Caverionin ja Metsä Fibren yhteisyrittäjä Botnia Mill Service on Maintpartnerin Suomen yksikön kanssa kutistunut liikevaihdoltaan aavistuksen (-1 % ja -2 %).

Isommat toimijat Caverion ja Bilfinger ovat konsernitasolla keskittyneet toimintojensa saneeraamiseen ja konsernien liikevaihto on vuosien varrella laskenut selvästi. Caverionin Teollisuuden ratkaisut -divisioonan vuosikasvu on tosin laskelmiemme mukaan ollut keskimäärin noin 15 % ja näin hieman nopeampaa kuin Viafin Process Piping Oy:llä. Divisioonan orgaaninen kasvu olisi kuitenkin selvästi hitaampaa ja

divisioona toimii myös Suomen markkinoiden ulkopuolella. Markkinoilla näyttäisi keskusurten tai suurien toimijoiden keskuudessa tapahtuvan paljon yritysjärjestelyjä. Aivan pienempien ja paikallisten toimijoiden markkinaosuudet ovat arviomme mukaan pienentyneet viimeisten viiden vuoden aikana.

Kannattavuus on huolloissa parempaa

Alan kannattavuudessa näkyy yleisenä ilmiönä, että projektivetoisilla yhtiöillä kannattavuus on huoltoihin ja kunnossapitoon keskittyneitä alhaisempi. Käyttökatteella mitattuna kunnossapitoon keskittynyt Viafin Servicen kannattavuus on ollut kilpailijoiden tasolla tai hieman sen alapuolella. Vuosien 2013-2017 aikainen keskimääräinen EBITDA-marginaali on yhtiöllä ollut noin 4,7 %, kun kilpailijoilla se on ollut noin 5,9 %. Bilfingerin ja Caverionin konsernikannattavuus on ollut heikkoa erinäisten projektiongelmien ja järjestelyjen vuoksi. Alalle mielestämme realistiset käyttökatemarginaalit ovat saavuttaneet Quant Sataservice (EBITDA-%: 7,2 %) ja Botnia Mill Service (EBITDA-%: 7,9 %). Uskomme alan ja Suomen mittakaavassa kestävän tason olevan lähellä edellä mainittujen yhtiöiden tasoa 6-9 %:n käyttökatemarginaalissa. Varsinkin Botnia Mill Servicen vakaa ja vertailukelpoinen kehitys antaa mielestämme hyvää pohjaa kestäville kannattavuustasoille. Karkeasti arviomme mukaan se tarkoittaisi Viafin Servicen käyttämässä EBITA-marginaalissa noin 4,5-7,5 %:n tasoa tukien yhtiön tavoitteita (5-7 % EBITA-%).

Alalla tulisi olla edellytykset saavuttaa hyvät pääoman tuottoluvut kevyiden taseiden vuoksi.

Viafin Service saavuttikin pro forma -lukuillaan noin 20 %:n pääoman tuoton (ROCE) tilikaudella 2017-2018, mutta yhtiön listautumisen myötä ylikapitalisoituneen taseen johdosta odotuksemme pääoman tuotosta laskee selvästi viime vuodesta. Yhtiö ei ole asettanut selkeää tavoitetta pääoman tuotolle, mutta emme pitäisi yli 20 %:n tavoitetasoa liian korkeana. Tämän tason saavuttaminen kylläkin vaatii yhtiöltä hyvää tuloskasvua ja taseen pientymistä.

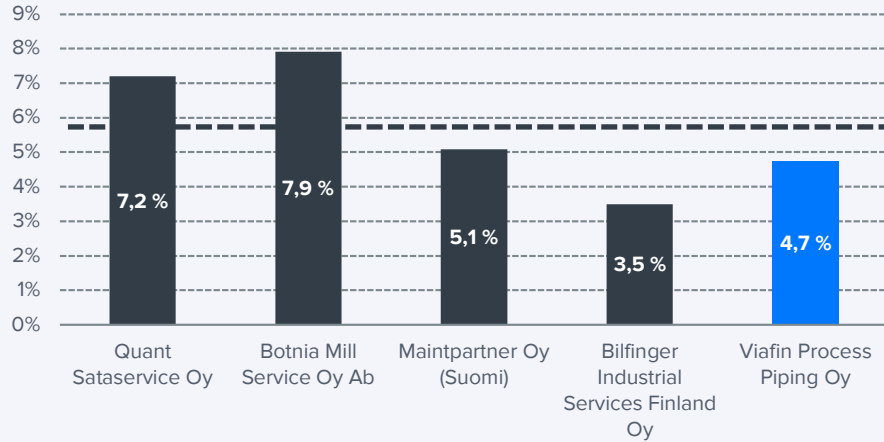
Tehokkuus keskimääräistä parempi

Olemme mitanneet yhtiön tehokkuutta liikevaihto/työntekijä -suhteella. Yhtiö on itse kommentoinut tehneensä liiketoiminnassa täyskäännöksen finanssikriisin aikaan, kun Kaskisten sellutehdas suljettiin. Tällöin ajatuksena oli, että heidän on tehtävä asiat tehokkaammin kuin kilpailija. Yhtiö on siinä ilmeisen hyvin onnistunut, kun yhtiön tehokkuus on ollut selvästi keskimääräistä kilpailijoiden tasoa korkeampi.

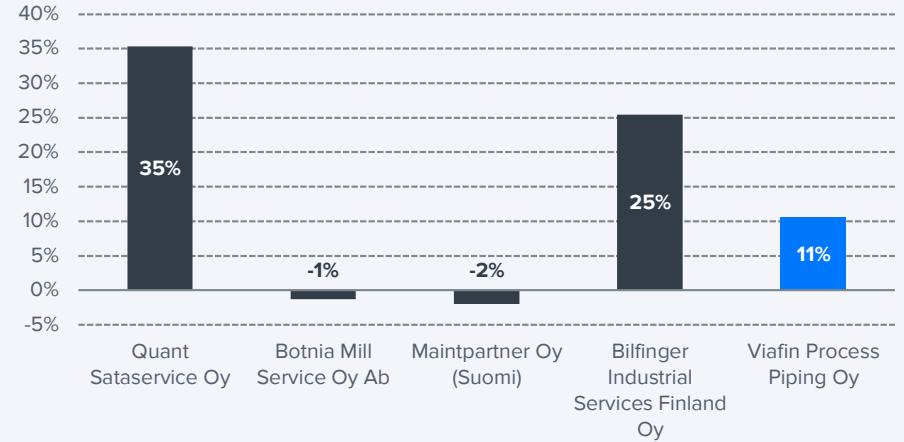
Liikevaihto/työntekijä on Viafin Process Piping Oy:llä ollut vuosien 2013-2017 aikana keskimäärin 195 tuhatta euroa, kun muilla vertailussa olevilla toimijoilla se on keskimäärin ollut 130 tuhatta euroa per työntekijä. Suhteellisesti yhtiön tehokkuus on näin ollen ollut noin 50 % Suomen kilpailijoita parempi. Muistettava on kuitenkin, että yhtiöillä on erilaisia liiketoimintoja, joissa tehokkuus voi olla liikevaihdolla heikompi, mutta lisäarvo muuten korkeampi (parempi kannattavuus). Tätä mittaria käyttäen yhtiö näyttäisi kuitenkin onnistuneen omassa tavoitteessaan.

Alan keskeisiä toimijoita

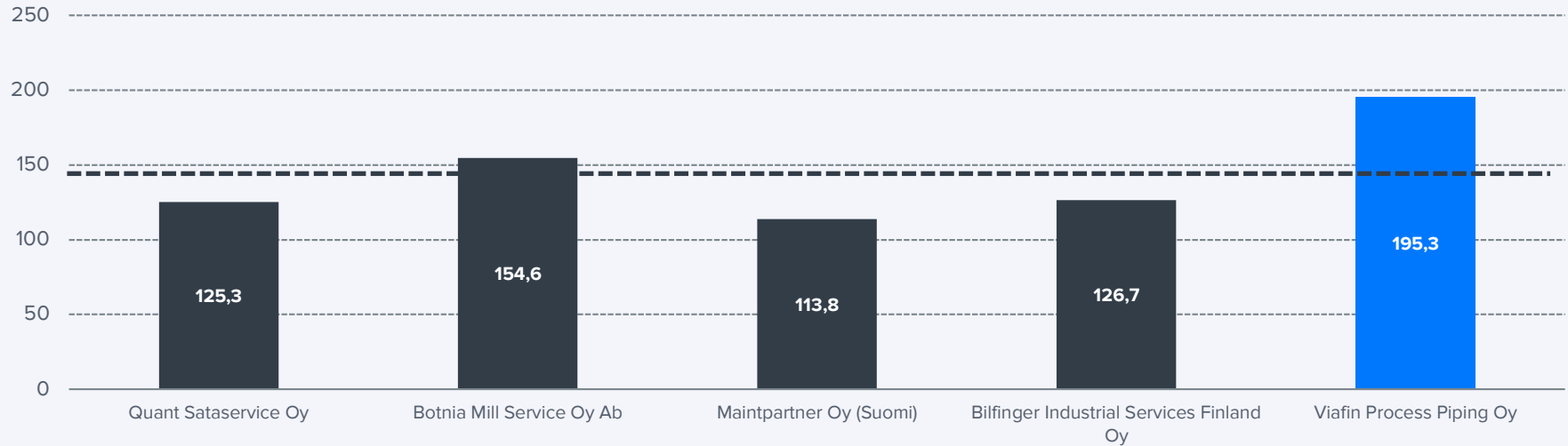
EBITDA-% (13-17 ka.)



Liikevaihdon kasvu (13-17 CAGR-%)



Tehokkuus (liikevaihto/työntekijä, tuhatta €)



Historiallinen kehitys 1/1

Liiketoiminta käynnistyi kunnolla 2011

Viafin Servicen taustalla on vuonna 2011 entisistä West Weldingin liiketoiminnoista yhtiötetty Viafin Process Piping Oy. Yhtiön ensimmäisen itsenäisen tilikauden aikana yhtiö osti itselleen Kalse Piping Oy:n putkistojen huolto- ja kunnossapitoliiiketoiminnot 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 toimipaikkaverkostaan 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.

Hieman markkinoita nopeampaa kasvua 2012-2018

Viafin Process Piping Oy:n luvuilla laskettuna yhtiön liikevaihto kasvoi vuoden 2012 noin 18 MEUR:sta vuoden 2018 noin 26 MEUR:oon eli keskimäärin noin 7 %:n vuosivauhtia. Samalla jaksolla kohdemarkkina on Suomessa kasvanut noin 6 %:n vuositahtia, joten suoritusta voi pitää kohtuullisen hyvänä. Vuonna 2018 yhtiön pro forma -liikevaihto (Viafin Installation osana liiketoimintaa koko tilikauden) oli noin 31 MEUR, mutta käytämme historiallisen kehityksen arvioinnissa Viafin Process Piping Oy:n

liikevaihtoa, koska konsernin pro forma -lukuja ei ole saatavilla aiemmilta tilikausilta.

Parin viime vuoden kannattavuus linjassa tavoitteiden kanssa

Viafin Process Piping Oy:n kannattavuus on ollut vaihtelevaa. Vuonna 2013 yhtiö ylsi noin 7 %:n liikevoittomarginaaliin, mutta vuoteen 2015 mennessä kannattavuus laski muun muassa heikomman markkinan seurauksena lähelle nollaa (EBIT-% 0,4 %). Vuodesta 2015 lähtien kannattavuus on EBIT-marginaalilla mitattuna ollut kuitenkin nousu-uralla. Vuonna 2017 Viafin Process Piping Oy:n EBIT-marginaali oli 5,4 % ja vuonna 2018 5,6 %. Yhdistetyn konsernin pro forma liikearvon poistoilla oikaistu EBIT-marginaali vuonna 2018 oli jo 6,4 %. Kehitys on siten linjassa yhtiön tavoitteisiin saavuttaa keskipitkällä aikavälillä 5-7 %:n liikearvon poistoilla oikaistu EBIT-marginaali (EBITA-%).

Elokuu 2018 – tammikuu 2019: kannattavuus kesti hyvin liikevaihdon laskun

Yhtiö aikoo vaihtaa tilikautensa kalenterivuodeksi, jolloin nykyisestä 1.8.2018-31.12.2019 tilikaudesta muodostuisi 17 kuukauden mittainen. Yhtiö julkisti 12.3.2019 ensimmäisen 6 kuukauden (elo-tammikuu) tuloksensa ensimmäistä kertaa listautuneena yhtiönä. Vaikka yhtiön kasvu jäi ensimmäisten kuuden kuukauden aikana vertailukaudesta, oli kannattavuuden nostaminen positiivinen signaali yhtiön operatiivisesta suorittamisesta.

Yhtiön liikevaihto oli noin 11 MEUR, kun Viafin Process Piping Oy teki vertailukaudella noin 14

MEUR:n liikevaihdon. Liikevaihdon noin 20 %:n lasku johtui pääasiassa alkutalven heikommasta projektimarkkinasta ja yhtiön valikoivasta urakoiden tarjoamisesta. Lisäksi yhtiön resursseja sitoi listautumisprosessi viime vuoden loppupuolella. Pieni vaikutus oli myös viime syksyn työtaistelutoimilla, joita jo listautumisesitteessä nostettiin riskeinä esiin.

Yhtiön elo-tammikuun kannattavuus oli kuitenkin selvä positiivinen yllätys. Oikaistu liikevoitto ilman liikearvon poistoja oli 0,7 MEUR ja EBITA-marginaali asettui 6,5 %:iin, kun Process Piping Oy:n vertailukauden marginaali oli 4,5 %. Arviomme mukaan kannattavuus kohosi palveluiden osuuden nousun sekä paremman operatiivisen tehokkuuden myötä. Lisäksi ne projektit missä oltiin mukana, olivat kannattavuudeltaan hyviä.

Yhtiön katsauskauden nettotulos oli kuitenkin noin 0,8 MEUR tappiollinen noin 1 MEUR:n (kertaluonteisten) listautumiskulujen vuoksi. Listautuminen oli yhtiölle merkittävä virstanpylväs ja sen avulla yhtiö voi käyttää omaa osakettaan mahdollisissa yrityskaupoissa tai henkilöstön sitouttamisjärjestelyissä.

Raportoitu osakekohtainen tulos oli -0,22 euroa osakkeelta ja oikaistu osakekohtainen tulos 0,07 euroa. Oikaistussa EPS:ssä on huomioitu listautumiskulut, mutta ei liikearvon poistoja.

Historiallinen kehitys

Liikevaihdon kehitys*



Kannattavuuden kehitys*



Lähde: Inderes, Viafin Service

*Liikevaihdon kehitystä kuvaamaan on käytetty vuosien 2012-2018 aikana Viafin Process Piping Oyn lukuja. Lisäksi esitetty Viafin Servicen pro forma-luvut.

*Kannattavuuden kehityksessä esitetty vuosilta 2012-2018 Viafin Process Piping Oyn liiketulosmarginaali. Pro forma 2018-luvuissa esitetty liikearvon poistoilla oikaistu EBITA-marginaali.

Kulurakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

Viafin Servicen kulurakenne on yksinkertainen

Viafin Servicellä on konsernin pro forma -lukujen perusteella 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 ovat 33-35 % kokonaiskuluista. Yhtiön henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta on noussut vuoden 2012 noin 20 %:sta viime vuoden noin 32 %:iin. Tämä johtuu arviomme mukaan yhtiön siirtymisestä projektivetoisesta enemmän palvelukeskeiseen liiketoimintaan. Henkilöstökulut ovat yhtiölle mielestämme melko kiinteä kuluerä lyhyellä tähtämällä, mutta pidemmällä tähtämällä siinä on myös jonkun verran joustovaraa. Näemme henkilöstökuluissa olevan kokonaisuudessaan nousuvaraa yhtiön kasvuvaiheen aikana, sillä kasvu syntyy ennen kaikkea henkilöstöä ja käsipareja lisäämällä. Lisäksi näemme palkkainflaation nostavan kuluja myös suhteellisesti palveluiden osuuden kasvun lisäksi.

Ostojen merkitys pienentynyt

Viafin Servicen kulueristä toiseksi suurin on 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 viime vuonna noin 25 % yhtiön liikevaihdosta. Kokonaiskuluista osuus oli noin 27 %. Osuus on hieman laskenut viime vuosina ja tämä heijastelee arviomme mukaan projektien ja tuotemyynnin osuuden pientymistä.

Yhtiön kolmanneksi suurin kuluerä on ulkopuoliset palvelut, mihin kuuluu muun muassa yhtiön alihankintana suorittamat työt. Nämä kulut olivat viime vuonna noin 22 % liikevaihdosta ja noin 23 % kokonaiskuluista. Osuudet ovat laskeneet, kun yhtiö on lisännyt omien resurssien käyttöä ja toimipaikkojen määrää. Uskomme, että osuus ei ainakaan lähivuosina kasva, sillä huoltoihin ja kunnossapitoon käytetään enemmän omaa henkilöstöä laadun ja palvelun tason varmistamiseksi.

Neljäs erä, liiketoiminnan muut kulut, ovat olleet 14-15 % liikevaihdosta ja kokonaiskuluista. Kuluihin kirjataan mm. hallinto-, IT-, markkinointi-, matkustus, vakuutus- ja vuokratulot. Ko. kulut kokonaisuudessaan ovat lyhyellä tähtämällä melko kiinteitä, mutta esim. vuokratulujen määrä tietenkin muuttuu uusia toimipaikkoja perustettaessa.

Tase vahva listautumisen myötä

Viafin Servicen taseasema on vahva ja jopa ylikapitalisoitunut viime vuoden listautumisannin seurauksena. Viimeisimmässä tulosraportissa yhtiön omavaraisuusaste oli noin 80 % ja velattomalla taseella varustetun yhtiön nettovelkaantumisaste 65 % negatiivinen. Tammikuun 2019 kassavarat olivat 10,9 MEUR. Yhtiön tase on vahva yritysostoin ja organisesti toteutettavaa kasvustrategiaa ajatellen. Yhtiö

tulee kuitenkin tarvittaessa käyttämään velkarahoitusta strategiaan tavoitteisiin päästäkseen. Yhtiöllä ei ole taserakenteeseen liittyviä julkistettuja tavoitteita, mutta näemme yhtiöllä olevan varaa velkaantumisen merkittäväänkin kohoamiseen. Esimerkiksi yritysostoskenaariossamme (s. 19) esitetty 4 MEUR:n ulkoinen lisärahoitus pitäisi yhtiön nettovelkaantumisasteen selvästi negatiivisena muiden tekijöiden pysyessä ennallaan.

Nettokäyttöpääoma negatiivinen

Kevyen taseen, liiketoimintaprofiilin ja saatujen ennakkomaksujen (0,4 MEUR tammikuussa 2019) 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. Nettokäyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon on ollut Viafin Servicen tapauksessa viimeisimmän konsernin pro forma-lukujen perusteella hieman nollan yläpuolella (0,3 % liikevaihdosta) ja ennusteissamme yhtiön nettokäyttöpääoma pysyy tulevaisuudessa lähellä nollaa tai hieman negatiivisena.

Kulurakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

Taseessa on paljon liikearvoa

Yhtiön tammikuun 2019 lopun taseen pysyvissä vastaavissa korostuu liikearvo (5,9 MEUR), joka on noin 27 % taseen loppusummasta ja noin 35 % yhtiön omasta pääomasta. Liikearvo on kertynyt ennen listautumista tehtyjen yhtiöittämissä ja tytäryhtiöhankintojen seurauksena. Yhtiö poistaa liikearvoa Suomen tilinpäätösstandardien (FAS) mukaan kymmenessä vuodessa, ja liiketoimintojen odotetun positiivisen kehityksen myötä emme näe merkittävää riskiä, että liikearvoon kohdistuisi painetta.

Muiden pysyvien vastaavien merkittävin erä on 0,6 MEUR:n koneet ja kalusto. Määrän pienuus kuvastaa liiketoiminnan vähän pääomia sitovaa luonnetta.

Likviditeettiasema todella hyvä

Viafin Servicellä oli tammikuun 2019 lopun taseessa noin 11 MEUR:n kassavarat, jotka kasvoivat viime vuoden listautumisen ansiosta noin 9 MEUR:lla. Vuoden 2019 alussa toteutettu Gasum Tekniikan (nyk. Viafin Gas Oy) osto tulee pienentämään käteisvaroja noin 2,1 MEUR:lla, mutta tämän jälkeenkin kassa pysyy vielä hyvin vahvana.

Taserakenne oivallinen osinkojen maksuun

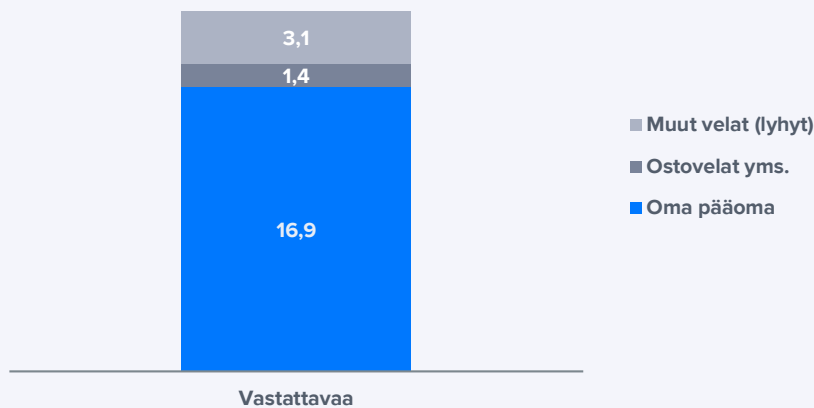
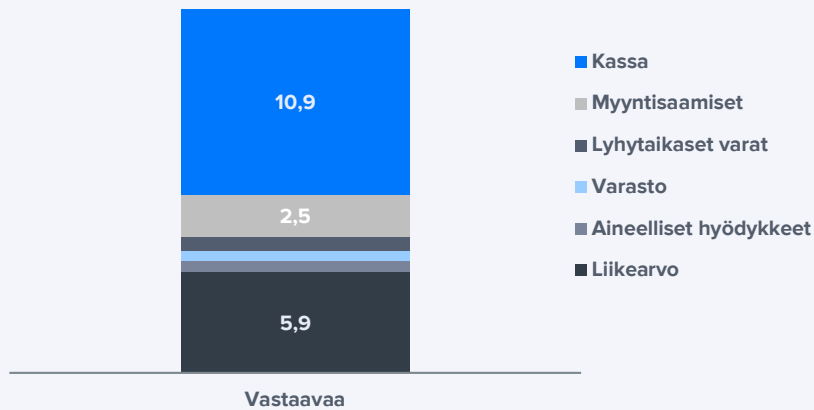
Kokonaisuutena Viafin Servicen taloudellinen asema on nykyisellään hyvä. Liiketoiminnan kannattavuus on pysynyt kestäväällä tasolla ja samalla mahdollistanut positiivisen operatiivisen

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.

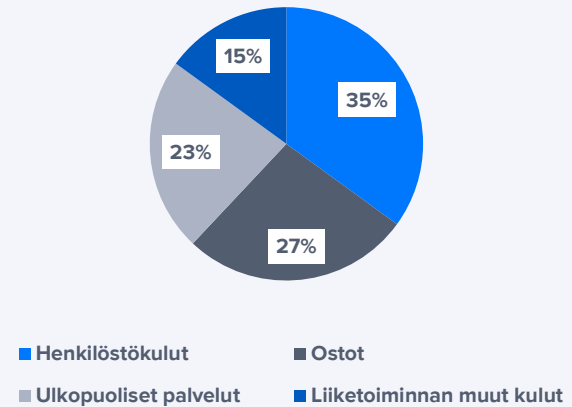
Viafin Servicen investointitarve käyttöomaisuuteen on erittäin vähäinen, koska liiketoiminta pohjautuu vahvasti henkilöstön osaamiseen. Yhtiön toimitilat on vuokrattu, eikä kiinteään omaisuuteen ole juuri investoitu. Yhtiöllä ei ole käsityksemme mukaan myöskään lähitulevaisuudessa odotettavissa merkittäviä investointeja mahdolliset yritysostot pois lukien. Rajallisten investointien ja kevyen pääomarakenteen myötä liiketoiminta mahdollistaa mielestämme tulevaisuudessa osingonjakopolitiikan (30-50 % tuloksesta oikaistuna liikearvon poistoilla) mukaisen osingonjakosuhteen, jota käytämme tällä hetkellä osinkoennusteidemme pohjana.

Taserakenne ja taseen avainluvut

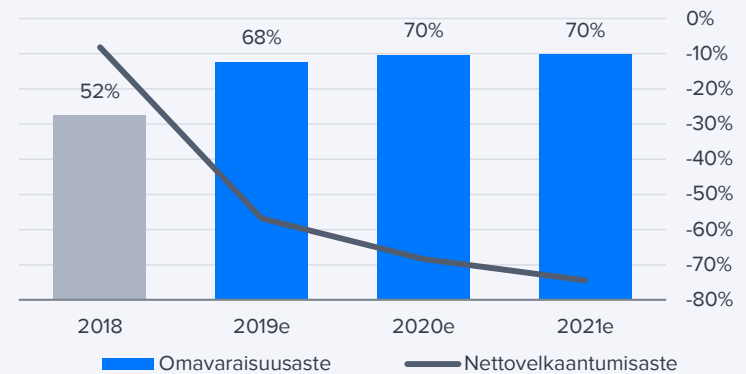
Taserakenne 2018-2019 H1



Kulurakenne 2017-2018 (pro forma)



Taseen avainlukujen kehitys*



Ennusteet 1/4

Ennusteiden perusteet

Ennustamme Viafin Servicen liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa markkinaennusteiden, yhtiön ohjeistuksen ja talouskehityksen kautta. Kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta ja peilaamme yhtiön ohjeistushaarukan realistisuutta. Pitkän ajan ennusteiden pohjana käytämme arvioitua liikevaihdon markkinakasvua ja Viafin Servicelle arvioimaamme kestäväää kannattavuustasoa. Liikevaihtoennusteemme muodostuvat odottamastamme Viafin Servicen toimipaikkojen orgaanisesta kasvusta, jota hidastaa arvioimamme talous- ja markkinakasvun hiipuminen. Etenkin teollisuustuotannon merkittävä hidastuminen vaikuttaisi yhtiön liiketoimintaan hidastavasti. Ensisijainen vaikutus näkyisi projektien markkinan jarruttamisena ja myöhemmin vähemmän syklisissä huolloissa. Kuluvan tilikauden ensimmäisen kuuden kuukauden heikko projektimarkkinan kehitys aiheuttaakin tämän vuoksi epävarmuutta yhtiön kehityksestä lähitulevaisuudessa. Ennusteissa ei ole huomioitu tulevia yritysostoja niiden heikon ennustettavuuden takia.

Ennustamme yhtiön teollisuuden huoltomarkkinoiden hidastumisen tarkoittavan noin 1-3 %:n vuosikasvua lähivuosien ajan. Mahdollisten isompien shokkien tai talouden heikkenemisen yhteydessä uskomme kasvun kuitenkin hidastuvan entisestään tai kääntyvän negatiiviseksi. Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön pysyvän tavoitehaarukansa (EBITA-marginaali: 5-7 %) alalaidassa yrityskauppojen ja kasvun aikaansaaman kustannusnousun myötä.

Lisäksi kilpailijoiden suuntautuminen yhä enemmän palveluihin kiristää arviomme mukaan markkinoiden hintakilpailua, mihin Viafin Service joutuu myös vastaamaan. Selkeimmät epävarmuustekijät liittyvät kasvatavoitteen (100 MEUR:n liikevaihto vuonna 2022) saavuttamiseen ja samalla hyvän kannattavuuden ylläpitoon.

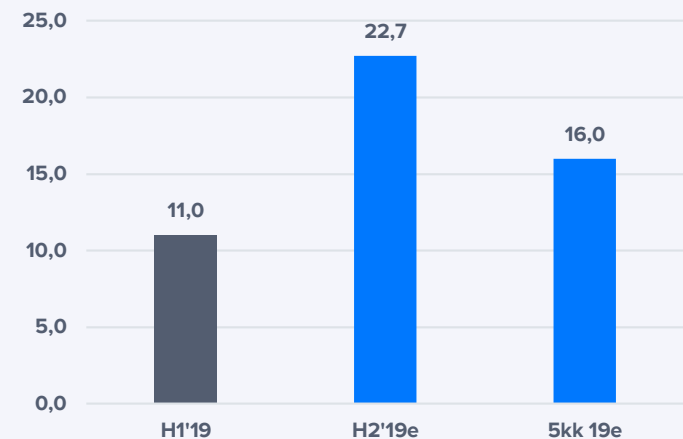
Vuoden 2019 liikevaihto laskee orgaanisesti

Viafin Service suunnittelee siirtyvänsä kalenterivuoden raportointiin tänä vuonna, jolloin vuoden 2019 tilikausi kestää 17 kk (1.8.2018-31.12.2019). Ennusteemme eivät siksi ole vertailukelpoisia edelliseen tilikauteen. Jaottelemme kuitenkin vuoden 2019 viimeiset viisi kuukautta erilleen muusta tilikaudesta, jolloin voimme vertailla H2:n toteutumista vertailukauteen nähden. Odotamme liikevaihdon nousevan tänä vuonna kokonaisuudessaan 59 % noin 49,8 MEUR:oon viime vuoden konsernin 31,2 MEUR:n pro forma -liikevaihdosta. Yhtiön liikevaihdon kasvun takana on Gasum Tekniikan (nyk. Viafin Gas Oy) yrityskauppa ja 17 kuukauden tilikausi. Odotamme yhtiön vertailukelpoisen (ei yrityskauppaa, tilikausi 1.8.2018-31.7.2019) liikevaihdon kuitenkin laskevan 12 % koko vuonna noin 27,4 MEUR:oon pääosin H1:llä laskeneen projektimarkkinan seurauksena. Odotamme H2:n raportoidun liikevaihdon olevan noin 22,7 MEUR (vertailukelpoinen 16,4 MEUR) ja hieman kompensoivan alkuvuoden heikkoutta projektimarkkinalla. Loppujen 5 kuukauden aikana (1.8.2019-31.12.2019) odotamme raportoidun liikevaihdon olevan 16 MEUR.

Liikevaihdon ennusteet



Liikevaihdon jakautuminen 2018-2019 tilikaudella*



Ennusteet 2/4

Nykyisen Viafin Gas Oy:n yrityskauppa toteutui helmikuun lopussa ja ennustamme sen tuovan tilikauden liikevaihtoon noin 12,7 MEUR. Markkinan heikentynyt näkymä on lisännyt epävarmuutta emmekä pidä historiallisen orgaanisen kasvuvauhdin jatkumista todennäköisenä. Orgaaninen kasvu riippuu myös uusien toimipaikkojen avaamisesta eikä uusia merkittäviä avauksia ole vielä nähty. Odotamme loppuvuoden aikana näitä koskevia uutisia, emmekä olisi yllättyneitä myöskään uusista yritysostoista.

Kannattavuuden ennustamme olevan edellisvuoden alapuolella vahvasta alkuvuodesta huolimatta. Yhtiön liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) on ennusteemme mukaan tänä vuonna 2,7 MEUR ja marginaali asettuu noin 5,4 %:iin. Viime vuonna yhtiö ylsi konsernin pro forma -lukujen perusteella noin 6,4 %:n EBITA-marginaaliin, mutta näemme Gasum Tekniikan (nyk. Viafin Gas Oy) hankinnan heikentävän yhtiön marginaaleja selvästi alkuvuodesta (H1'19: 6,5 %). Yrityskaupan integraatiosta syntyy luultavimmin joitakin kuluja, mutta Gasum Tekniikan liikevoittomarginaali on ollut myös Viafin Servicen lukuja alhaisempi, mikä painaa koko konsernin marginaaleja. Orgaanisen kasvun vaatima uusien toimipaikkojen perustaminen kerryttää kuluja, joita arviomme mukaan syntyy ensimmäisen vuoden aikana käytännössä aina tuloja enemmän. Lisäksi henkilöstöriippuvaisella alalla kilpailu alan osaajista on kireää ja palkkapaineet kohoavat edelleen. Myös näiden seikkojen vuoksi näemme kannattavuuden olevan lähitulevaisuudessa yhtiön tavoitteiden alarajalla. Vaikka yhtiön kannattavuusennusteisiin liittyy

vielä melko paljon epävarmuustekijöitä kestävästä tasosta, on yhtiö toisaalta pystynyt ylläpitämään suhteellisen vakaata kannattavuutta viime vuosien ajan, mikä lisää luottamusta ennusteisiimme.

Osakekohtainen tulos nousee

Yhtiöllä ei ole korollista velkaa eikä näin ollen merkittäviä rahoituskuluja. Kuluvana vuonna tulosta rasittavat hieman yli 1 MEUR:n listautumiskulut. Veroasteen ennustamme olevan 20 % jatkossakin. Vähemmistöosuuksien merkitys on marginaalinen. Ennustamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen olevan vuonna 2019 0,09 euroa ja oikaistun osakekohtaisen tuloksen 0,63 euroa. On muistettava, että kyseessä on 17 kuukauden tulos, eikä näin ollen vertailukelpoinen aiempien tilikausien kanssa. H2'19:n (1.2.2019-31.7.2019) oikaistu osakekohtainen tulos on ennusteissamme 0,27 euroa ja seuraavan 5 kuukauden 0,20 euroa. Raportoidun ja oikaistun tuloksen eroa selittävät listautumiskulut ja liikearvon poistojen oikaisut. Tämän vuoksi myös itse laskemamme H1'19:n oikaistu osakekohtainen tulos (0,16 euroa) poikkeaa yhtiön H1'19-katsauksessaan raportoimasta 0,07 eurosta, sillä jälkimmäisestä ei ole vähennetty liikearvon poistoja. Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme osingon olevan 0,22 euroa, joka vastaa noin 35 %:n osingonjakosuhdetta oikaistusta tuloksesta. Näemme yhtiöllä olevan mahdollisuudet jatkaa tulevaisuudessa osingonmaksupolitiikkaansa kovasta kasvuvaiheesta huolimatta. Uskomme yhtiön kuitenkin priorisoivan kasvua, mikä seikka sijoittajienkin tulisi huomioida.

Liikearvon poistoilla oikaistun liikevoiton ennusteet



Lähde: Inderes.

*Vuodet 18-19 eivät vertailukelpoisia. Yhtiön 2018-2019 tilikausi on 17 kuukauden mittainen. Vuosi 2018 pro forma vanhalla tilikaudella ja ennusteet 2020 eteenpäin uudella tilikaudella. Vuodesta 2018-2019 esitetty vanhan tilikauden mukainen 12 kuukauden suoritus ja seuraavan 5 kuukauden ennusteet.

Ennusteet 3/4

Taseen osalta ennusteissa esille nousevat listautumisannista saadut varat, jotka tekevät taseesta tällä hetkellä ylikapitalisoituneen. Nykyiset ennusteemme eivät sisällä lisävelkaa lähivuosille, mutta arvioimme yhtiön hankkivan sitä tarpeen tullen yritysostoihin tai taseaseman tasapainottamiseksi. Arvioimme nettovelkaantumistaseen olevan vielä selvästi negatiivinen lähiaikoina (2019e: -57 %). Omavaraisuusaste on ennusteillamme lähivuosina noin 70 % ja tase on kasvustrategiaan nähden hyvinkin vahvassa kunnossa.

Yhtiön liiketoimintamalli ei vaadi merkittäviä investointeja, mutta toimipaikkojen perustaminen ja yrityskaupat vaikuttavat investointien tasoon merkittävästi tapahtuessaan. Odotamme normaalissa tilanteessa investointien pysyvän vuosittain alle 1 %:ssa liikevaihdosta, mutta nyt käynnissä olevan kasvuvaiheen takia hieman koholla.

Vuonna 2020 markkina hidastaa kasvua

Yhtiön markkinoiden kasvu on ollut vahvaa viimeiset vuodet ja ylittänyt bkt:n kasvun. Tänä vuonna nähdyt projektimarkkinoiden heikkoudet ovat korostaneet liikevaihdon kehitykseen liittyviä riskejä. Näemme markkinakavun hidastuvan vuosien 2019-2020 aikana investointinäkömyien ja teollisuusyritysten kysynnän hiipuessa, mutta pysyvän positiivisena. Odotamme yhtiön orgaanisen liikevaihdon kasvavan vuonna 2020 noin 1,5 %:lla ja raportoidun liikevaihdon laskevan 13 % 43,3

MEUR:oon lyhyemmän tilikauden vuoksi (12 kk vs 17 kk). Kasvuennusteet ovat hyvin riippuvaisia uusien toimipaikkojen avaamisista ja niiden liiketoiminnan etenemisestä. Ennustamme uusien toimipaikkojen (Oulu ja pohjoinen Keski-Suomi) kiivaimman kasvuvaiheen asettuvan vuosien 2021 ja 2022 paikkeille. Jos kuluvana vuonna tullaan näkemään merkittävä määrä uusien toimipaikkojen perustamisia, voi ennusteisiimme syntyä nousuvaraa. Uusien toimipaikkojen perustaminen alkaa yleensä projekteilla, joiden koot vaihtelevat 1-5 MEUR:n välillä. Toimipaikan perustamisella ei välttämättä ole suurta vaikutusta ensimmäisen vuoden liikevaihtoon, mutta perustaminen kerryttää väistämättä kuluja. Tämän vuoksi olemme vielä varovaisia lähivuosien orgaanisesta kasvusta. Vuosina 2021 ja 2022 odotamme liikevaihdon orgaanisen kasvun olevan kuitenkin edellisvuotta vahvempaa uusien toimipaikkojen ja markkinakavun piristymisen myötä kasvaen vuonna 2021 noin 3,2 % ja vuonna 2022 noin 4 %.

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 vuosien 2019 ja 2020 kannattavuuden laskevan edellisvuosien tasosta lähemmäksi yhtiön tavoitteiden alarajaa ennen selkeämpää nousua korkeammalle tasolle. Odotamme EBITA-marginaalin laskevan vuonna 2020 noin 5,2 %:iin vuoden 2019 ennustetusta

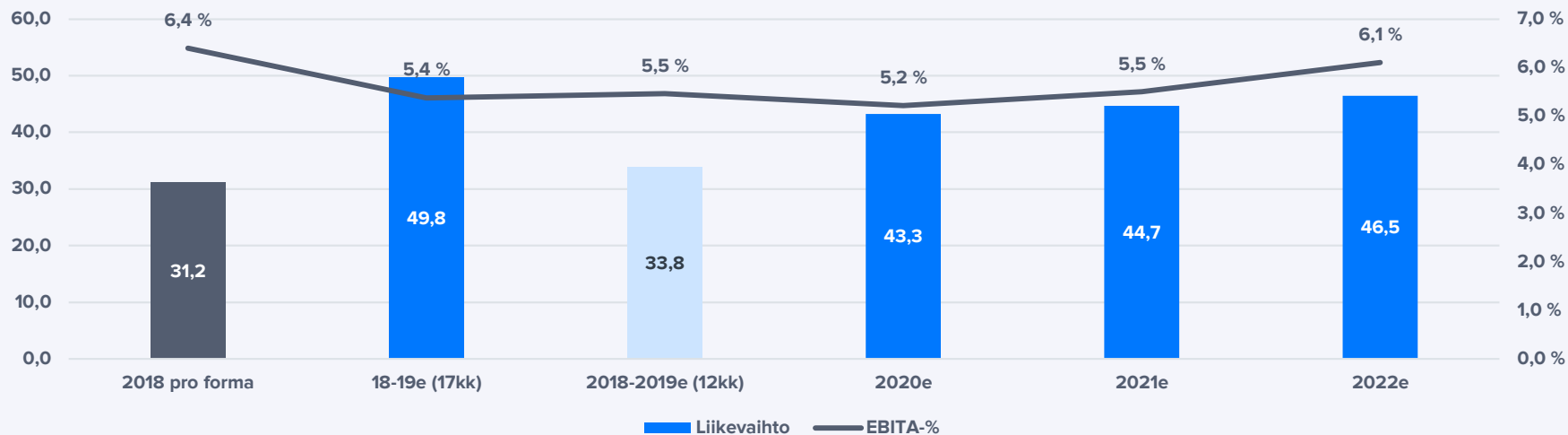
5,4 %:sta. Vuosina 2021 ja 2022 odotamme kulujen (yrityskaupat ja orgaaninen kasvu) laskevan, uusien toimipaikkojen pääsevän vauhtiin ja markkinatilanteen hieman parantuvan, jonka myötä kannattavuus nousee kohti yhtiön tavoitteiden puoliväliä noin 6,1 %:iin. Odotamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen nousevan selvästi vuosien 2020-2022 aikana päättyen vuonna 2022 noin 0,68 euroon per osake.

Pidemmän aikavälin ennusteet

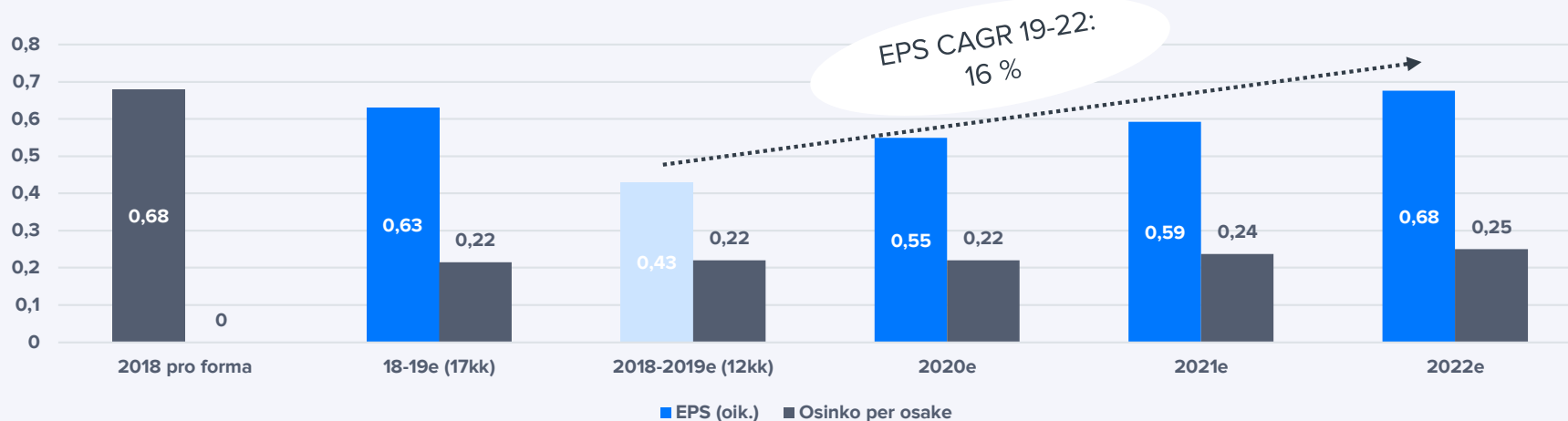
Vuoden 2022 ja strategiakauden päättymisen jälkeen näemme yhtiön kasvun hidastuvan hiljalleen nopeamman kasvuvaiheen jälkeen. Arvioimme yhtiön pitkän aikavälin kasvuvauhdiksi on noin 2 %. Yhtiön kannattavuuden odotamme pysyvän vakaana ja kestävä tason olevan pitkällä aikavälillä noin 6 %:n EBITA-marginaalissa.

Ennusteet

Liikevaihto ja EBITA-%*



Oikaistu EPS ja osinko per osake*



Lähde: Inderes.

*Vuodet 18-19 eivät vertailukelpoisia. Yhtiön 2018-2019 tilikausi on 17 kuukauden mittainen. Vuosi 2018 pro forma vanhalla tilikaudella ja ennusteet 2020 eteenpäin uudella tilikaudella. Vuodesta 2018-2019 esitetty vanhan tilikauden mukainen 12 kuukauden suoritus ja kokonainen 17 kuukauden tilikausi.

Ennusteet 4/4

Tuloskasvunäkymät hyvät varovaisista odotuksista huolimatta

Yhtiön vuoden 2019 osakekohtainen tulos laskee ennusteillamme vuoden 2018 konsernin pro forma -lukujen mukaisesti oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta (0,68 euroa) noin 37 %:lla 0,43 euroon. Vuoden 2019 tulos ei ole mielestämme yhtiön osakkeen arvonmuodostuksen kannalta vielä oleellinen, vaan kuluvana vuonna on tarkoitus luoda pohjaa tulevien vuosien tuloskasvulle panostamalla liikevaihdon kasvuun. Ennusteemme tai yhtiön sijoitustarinan kannalta on tärkeämpää seurata vuoden 2019 jälkeistä aikaa, kun liikevaihdon kasvu alkaa kohottaa myös tuloskasvunäkymiä.

Käytämme tuloskasvunäkymien arvioinnissa yhtiön vanhan tilikauden mukaista 12 kuukauden EPS-ennustettamme (0,43 euroa) vuodelle 2019. Ennusteidemme toteutuessa tarkoittaisi tämä keskimäärin noin 16 %:n EPS-kasvua 2019-2022 (CAGR). Jos tuloskasvun laskeminen aloitettaisiin vuoden 2018 oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta, olisi kasvu nollassa.

Tuloskasvunäkymissä on otettava huomioon, että ennusteemme ei sisällä tulevaisuudessa tehtäviä yritysostoja niiden heikon ennustettavuuden vuoksi. Siksi pidämme jo pelkällä orgaanisella kasvulla saavutettavaa tuloskasvunäkymää positiivisena. Jos yhtiön kasvu ylittää ennusteisiimme tasolle ja yhtiön pystyessä pitämään kiinni kannattavuustavoitteiden alarajasta, on yhtiön tuloskasvussa hyvät odotukset lähivuosille.

Yritysostot iso riski, mutta luovat myös merkittävää potentiaalia

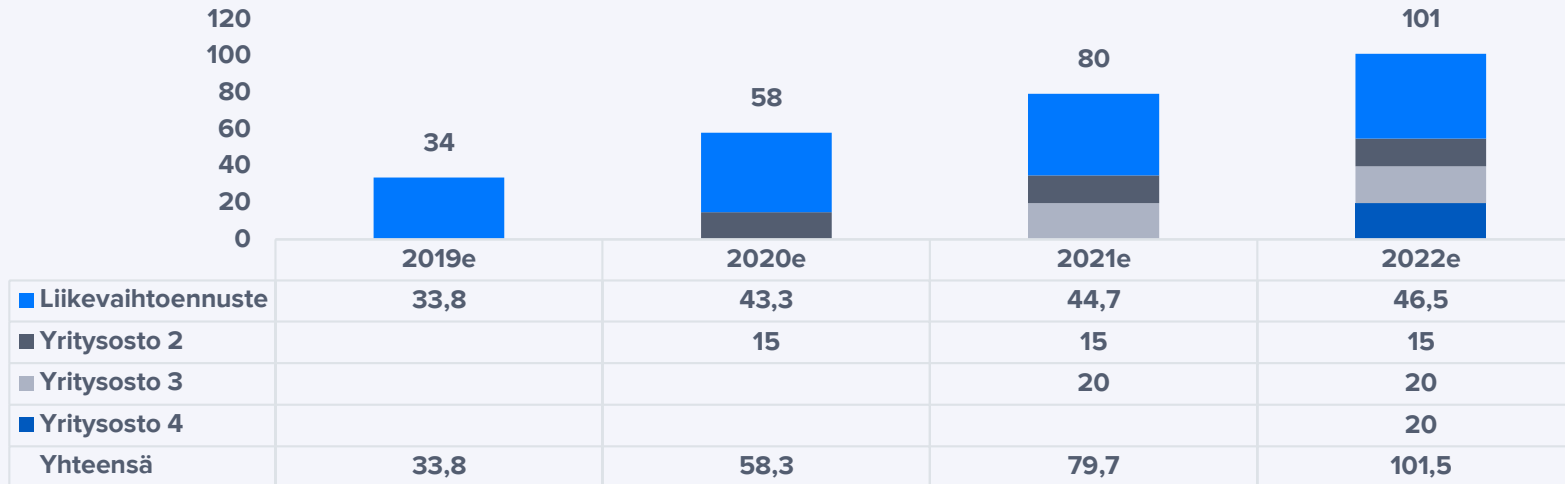
Suurin riski tuloskasvun toteutumiseen liittyy mielestämme yritysostostrategian toteutukseen. Toteutuessaan hallitusti yritysostot vauhdittavat kasvua selvästi, kuten nykyisen Viafin Gas Oy:n osalta on jo nähtävissä. Olemme aiemmin todenneet yritysostojen olevan rahoituksen näkökulmasta mahdollisia, vaikka orgaaninen kasvu jäisikin kokonaan saavuttamatta. Olemme seuraavan sivun kaaviossa huomioineet myös omat orgaanisen kasvun ennusteemme ja tällä tavoin arvioineet strategian toteutumisen todennäköisyyttä.

Seuraavan sivun skenaariossa on oletettu yhtiön tekevän joka vuosi yhden yritysoston, vaikka todennäköisesti näin suoraviivaisesti yritysostot ei tule tapahtumaan. Skenaariolla on kuitenkin haluttu havainnollistaa yhtiön tavoitteisiin pääsemisen edellyttämää liikevaihtotasoa. Kaikkiaan kasvutavoite on kunnianhimoinen ja vaatii muutamia yhtiön omaan kokoluokkaan verrattuna isoja yritysostoja tai vastaavasti lukuisia pienempiä yritysostoja. Emme pidä tavoitetta kuitenkaan mahdollisena ottaen huomioon yhtiön nopean lähdön yritysostomarkkinoille.

Skenaariossamme yhtiön liikevaihdon kasvu olisi vuosittain keskimäärin noin 44 % ja EBITA-marginaalin ollessa koko ennustejakson tasaisesti yhtiön tavoitteiden alarajalla 5 %:ssa, olisi myös tuloskasvuvauhti sama. Riskinä skenaariossa on yritysostojen epäonnistumisen

seurauksena aleneva kannattavuus. Varteenotettavien yritysostokohteiden puute voi myös ajaa epäsuotuisiin ratkaisuihin, vaikka näemme yhtiön olevan hyvinkin tarkka valitsemistaan kohteista.

Yritysostostrategian toteutuminen



**Kasvu
CAGR-%:
44 %**

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 (mukaan lukien jo toteutunut Gasum Tekniikka Oy:n yritysosto) 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 44 % ja EBITA-marginaalin pysyessä stabiilisti yhtiön tavoitteiden alarajalla 5 %:ssa, olisi myös tuloskasvu yhtä nopeaa. Yritysostostrategian onnistuessa yhtiöllä olisi siten edellytykset raportoida hyvinkin nopeaa tuloskasvua. Suurimmat riskit liittyvät soveltuvien ostokohteiden löytämiseen ylipäänsä, kohteiden kokoon ja kannattavuuteen, kauppahintoihin ja kauppojen ajoittumiseen sekä integraation onnistumiseen.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	2018	H1'19	H2'19e	2019e (17kk)	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	26,2	31,2	11,0	38,7	49,8	43,3	44,7	46,5
Käyttökate	1,8	2,3	0,9	2,3	3,11	2,51	2,58	2,89
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,9	-0,5	-0,9	-1,4	-1,2	-1,0	-1,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,4	2,0	0,7	2,0	2,7	2,3	2,5	2,8
Liikevoitto	1,4	1,4	0,4	1,4	1,7	1,3	1,5	1,9
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	-1,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	1,4	1,3	-0,7	1,4	0,7	1,3	1,5	1,9
Verot	0,0	-0,4	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4
Vähemmistöosuudet	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,4	0,9	-0,8	1,1	0,3	1,1	1,2	1,5
Nettotulos	1,4	0,9	-0,8	1,1	0,3	1,1	1,2	1,5
EPS (oikaistu)		0,68	0,16	0,47	0,63	0,55	0,59	0,68
EPS (raportoitu)		0,39	-0,22	0,31	0,09	0,29	0,34	0,42

Tunnusluvut	2017	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	7,3 %	19,0 %			59,5 %	-13,0 %	3,2 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	440,4 %	40,3 %			33,9 %	-15,5 %	8,7 %	15,3 %
Käyttökate-%	7,0 %	7,4 %	7,8 %	5,8 %	6,3 %	5,8 %	5,8 %	6,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,4 %	6,4 %	6,5 %	5,0 %	5,4 %	5,2 %	5,5 %	6,1 %
Nettotulos-%	5,4 %	2,8 %	-7,2 %	2,9 %	0,7 %	2,5 %	2,7 %	3,3 %

Lähde: Inderes

*Vuodet 17, 18 ja 19 eivät vertailukelpoisia. Tilikausi 2017 on Viafin Process Piping Oy:n luvuilla. Yhtiön vuoden 2018 luvut ovat konsernin pro forma -lukuja. Yhtiön 2019 tilikausi on 17 kuukauden mittainen. Ennusteet 2020 eteenpäin uudella kalenterivuoden tilikaudella.

Arvonmääritys 1/4

Arvostusmittarit

Hinnoittelimme Viafin Serviceä ensisijaisesti tulosperusteisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan hyvin verrokkiryhmän kanssa. Suosimme arvonmäärityksessä oikaistuja P/E-, EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia. Käytämme volyymipohjaista EV/liikevaihto-kerrointa lähinnä tukitarkoituksessa, mutta myös osinkotuotto tarjoaa vakaan kassavirran yhtiöiden osakekurssille usein varteenotettavan tuen etenkin osakekurssien ollessa laskussa. Tasepohjainen P/B ei taas ole kovin relevantti, koska Viafin Servicen taseessa ei ole merkittäviä varoja. Olemme normalisoineet kuluvaan vuoden 17 kuukauden tuloksen 12 kuukauden tasolle, jotta arvostuskertoimet olisivat vertailukelpoisia.

Yhtiön pieni koko ja vähäinen tunnettuus painaa arvostusta

Merkittävä kysymys osakkeen hinnoittelussa on tällä hetkellä sijoittajien luottamus pörssiasteikoltaan nuoreen yhtiöön. Yrityksellä on hyvin kunnianhimoinen kasvustrategia, eikä yritystojen onnistuminen ole itsestään selvää. Markkinan hidastuminen ja epävarmat talouden näkymät kasvattavat riskilisää entisestään. Yhtiön pieni koko, vähäinen tunnettuus ja osittain syklinen liiketoiminta laskevat myös hyväksyttävää arvostuskertoimia. Suhdanteen pitkäkestoisempi heikentyminen tai projektimarkkinoiden jatkuminen heikompana odotuksia kauemmin johtaisi myös Viafin Servicen pidemmän aikavälin tuloskasvunäkymän heikentymiseen lisäten painetta hyväksyttävään arvostuskertoimiin.

Sijoittajien odotukset osakkeen suhteen eivät mielestämme tällä hetkellä ole kovinkaan korkealla, mutta näemme varovaisuuden hinnoittelussa olevan paikallaan yhtiön strategian toteutuksen ollessa vielä alkuvaiheessa.

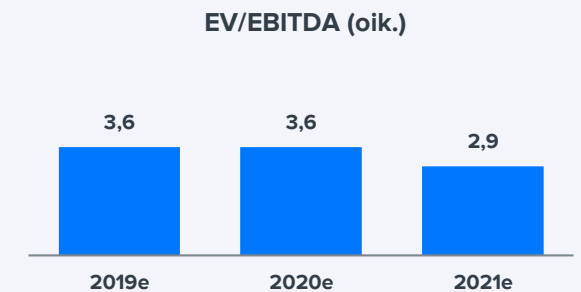
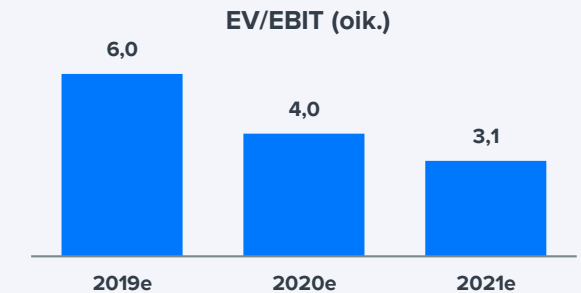
Arvostuskertoimet ovat maltillisia

Viafin Servicen vuosien 2019 ja 2020 oikaistut tuloskertoimet (P/E 13x ja 11x; EV/EBIT 6x ja 4x) ovat ennusteillamme maltilliset yhtiöltä odottamamme nopean tuloskasvun vuoksi (2019e-2022e: +16 % CAGR). P/E-kerroin on lähivuosille keskimäärin neutraalilla tasolla, mutta ylikapitalisoidun taseen huomioiva EV/EBIT-kerroin laskee jo hyvinkin alhaiselle tasolle. Vuoden 2020 arvostuskertoimet laskevat selvästi vuodesta 2019, mutta näemme vuoden 2019 kertoimien olevan vielä tässä vaiheessa oleellisempia yhtiölle. Huomio markkinoilla kohdistuu kuluvaan vuoden kehitykseen ja strategian toteutukseen sekä Viafin Gas Oy:n integroinnin onnistumiseen. Lisäksi projektimarkkinoiden palautumiseen liittyvä epävarmuus heikentää ensi vuoden kertoimien luotettavuutta.

Volyymipohjainen EV/liikevaihto-kerroin vuodelle 2019 on 0,3x, mikä on alhainen ottaen huomioon yhtiön tavoittelema kasvuvauhti ja kertoo yhtiön strategian toteutukseen liittyvästä epävarmuudesta ja toisaalta ylikapitalisoidusta taseesta. Emme siksi pidä mittarin soveltuvuutta kovin hyvänä. Ennustettu osinkotuotto on kuluvalle vuodelle vielä neutraali 3,6 % ja ensi vuodelle 3,7 %, eikä tarjoa arvostukselle kovinkaan merkittävää tukea.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	5,92	5,92	5,92
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	21	21	21
Yritysarvo (EV)	11	9,0	7,6
P/E (oik.)	13,3	10,8	10,0
P/E	93,7	20,1	17,5
P/Kassavirta	>100	7,1	9,6
P/B	1,2	1,2	1,1
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	3,6	3,6	2,9
EV/EBIT (oik.)	6,0	4,0	3,1
Osinko/tulos (%)	240,4 %	74,7 %	70,2 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,7 %	4,0 %

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.

Kyseiset verrokkit ovat joko Viafin Servicen suoria kilpailijoita tai profiililtaan lähellä sitä. Verrokkit ovat kuitenkin 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, mutta myöskään nopeaa tuloskasvua ei alalla ole odotettavissa. Mediaanitasolla verrokkiryhmän vuoden 2019e P/E-kerroin on noin 14x, EV/EBITDA noin 7x ja EV/EBIT-kerroin noin 10x. Näkemyksemme mukaan kerroimiin on jo hieman sisällytetty talouskasvun hiipumista, mutta kertoimien nousuvara on kuitenkin melko pieni ellei näkymissä tapahdu selvää piristymistä. Viafin Servicen tulokset ovat kuluvalle vuodelle keskimäärin noin 35 % alle verrokkien. Vuosien 2019 ja 2020 P/E-kerroin on molempina vuosina

verrokkien tasolla, mutta EV-kertoimen perusteella yhtiö hinnoitellaan noin 50 %:n alennuksella, johtuen jälleen yhtiön ylikapitalisoidusta taseesta. Myös IFRS- ja FAS-standardien erot heikentävät hieman EV-kertoimien vertailtavuutta yhtiöiden kesken.

Viafin Servicen tuloskasvuodotukset vahvat

Viafin Servicellä on omilla ennusteillamme koko verrokkiryhmää suuremmat tuloskasvuodotukset vuodesta 2019 vuoteen 2020. Verrokkiryhmän osakekohtaisen tuloksen odotetaan kasvavan vuonna 2020 keskimäärin 19 %, kun sama kasvu Viafin Servicelle on oikaistuilla ennusteillamme noin 28 %. Mielestämme on ainakin toistaiseksi perusteltua, että Viafin Service arvostetaan verrokkiryhmää suuremmasta odotetusta tuloskasvusta huolimatta verrokkiryhmän alapuolelle. Yhtiön selvästi pienempi koko (liikevaihto ja markkina-arvo) ja lyhyt pörssihistoria perustelevat alennuksen, kun yhtiön kunnianhimoisen strategian toimeenpanosta ja sen onnistumisesta ei olla vielä saatu kovinkaan paljon näyttöä. Myös Viafin Serviceä selvästi suuremmilla ja monialaisemmilla yhtiöillä riskiprofiilit ovat alempia. Ennustettuun tuloskasvuun luottaminen vaatii vielä lisänäyttöä, minkä vuoksi alennus on tällä hetkellä aiheellinen.

Yllä mainittujen syiden vuoksi pidämme vuoden 2019 ennusteille noin 20 % verrokkiryhmän alapuolella olevaa arvostusta hyväksyttävänä ja nykyinen alennus on mielestämme ylimitoitettua (nyt noin -35 %). Positiivisen tuloskehityksen myötä ja strategian edetessä suunnitelmien mukaan näemme yhtiön verrokkidiskonton poistuvan tai jopa muuttuvan preemioksi.

Verrokkiryhmä

EPS-Kasvu 2019-2020e

Caverion	42 %
Bilfinger	52 %
SPIE	8 %
Mitie Group	13 %
ENGIE	14 %
Lassila & Tikanoja	8 %
Bravida	4 %
Duerr AG	10 %
Keskiarvo	19 %
Viafin Service (Inderes)	28 %

2019e	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/E
Caverion Oyj	14,5	7,5	19,9
Bilfinger SE	11,1	6,5	15,8
Spie SA	9,9	7,9	10,2
Mitie Group PLC	7,7	5,8	8,1
Engie SA	10,5	6,1	12,9
Lassila & Tikanoja Oyj	13,3	7,3	15,1
Bravida Holding AB	12,0	11,8	16,6
Duerr AG	9,2	7,1	14,1
Mediaani	10,8	7,2	14,6
Viafin Service (Inderes)	6,0	3,6	13,3
Ero verrokkeihin (keskiarvo)	-34,7 %		

Arvonmääritys 3/4

DCF-arvonmääritys 6,5 euroa / osake

Annamme Viafin Servicen arvonmäärityksessä myös kassavirtamallille (DCF) painoarvoa liiketoiminnan kohtuullisen ennustettavan kassavirran vuoksi. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 6,5 euroa. Arvo on alhaisempi kuin arvostuskertoimien tai verrokkien indikoima arvo. DCF-malli on kuitenkin herkkä terminaalijakson muuttujien suhteen ja liikevaihdon kasvuun sekä etenkin kestävään kannattavuustasoon liittyvä pitkäaikaisella merkittävä epävarmuutta, joka selittää alhaista arvoa. Alkuvaiheessa DCF-malli toimii Viafin Servicen muun arvonmäärityksen tukena. Yhtiön tapauksessa kannattavuus voi muuttua paljonkin, jos yhtiön hankkimat yritykset ovat kannattavuudeltaan selvästi sitä itseään heikompia.

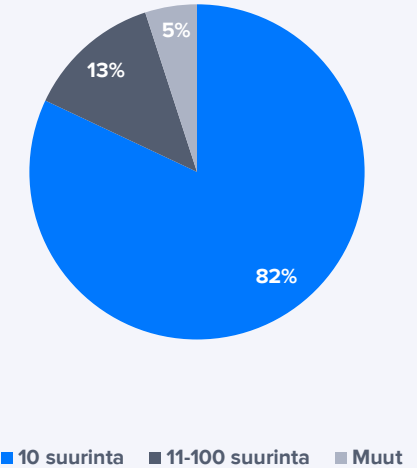
Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,0 %:n vuositasolle ja liikevoittomarginaali noin 4 %:iin, mikä tarkoittaa noin 6 %:n EBITA-marginaalia. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on noin 42 %, mikä on yleistä tasoa hieman alhaisempi, mutta kuvastaa oikeutetusti lähivuosien strategian toteutuksen merkitystä yhtiölle. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,3 % ja oman pääoman kustannus on 12,3 %. Osakkeen beta-kerroin on mallissamme 1,4x, markkinoiden riskipreemio 4,5 % ja likviditeettipreemio 3,0 % huomioiden siten yhtiön pienen koon, osakkeen alhaisen likviditeetin ja kovat kasvuodotukset. Tavoiteltu pitkän aikavälin velkaantumisaste ($D/(D+E)$) on

DCF-mallissamme vielä alhainen (15 %), mutta perustellusti korkeampi kuin epänormaalin matala nykytaso tai lähivuosien ennustemme.

Keskittynyt omistusrakenne ja alhainen osakkeen likviditeetti

Viafin Servicen omistus on hyvin keskittynyttä. Toimivan johdon, hallituksen ja muiden avainhenkilöiden omistama Viafin Oy omistaa yhtiöstä noin 60 %. Loppujen 10 suurimman joukkoon kuuluu lukuisia ankkurisijoittajia ja muita instituutioita. Yhtiön 10 suurimman osakkaan omistusosuus yhtiöstä on 82 % ja 100 suurimman jopa 95 %. Karkea arviomme vapaasti vaihdettavien osakkeiden osuudesta on noin 25 % ottaen huomioon suurimpiin omistajiin kuuluvien instituutioiden sijoitustyyli. Osakkeen likviditeetti on näin ollen keskittyneestä omistuksesta johtuen matala, mikä voi aiheuttaa suuria eroja osto- ja myyntitarjousten välille. Tämän vuoksi osaketta ei välttämättä hinnoitella markkinoilla tehokkaasti, mikä sijoittajien tulisi huomioida.

Viafin Servicen omistuksen jakautuminen



Arvonmääritys 4/4

Lisää-suositus 6,7 euron tavoitehinnalla

Aloitamme Viafin Servicen seurannan lisää-suosituksella ja 6,7 euron tavoitehinnalla. Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin arvostuskertoimia sekä pienemmällä painolla verrokkiryhmää ja DCF-laskelmaa.

Mielestämme paras tapa arvottaa yhtiötä tällä hetkellä on käyttää ison nettokassan huomioivia EV-kertoimia. Osakemarkkina ei vielä näytä täysin luottavan yhtiön kykyyn toteuttaa yritysostoja omistaja-arvoa lisäten, minkä vuoksi yhtiön nettokassalle ei anneta kovinkaan suurta arvoa.

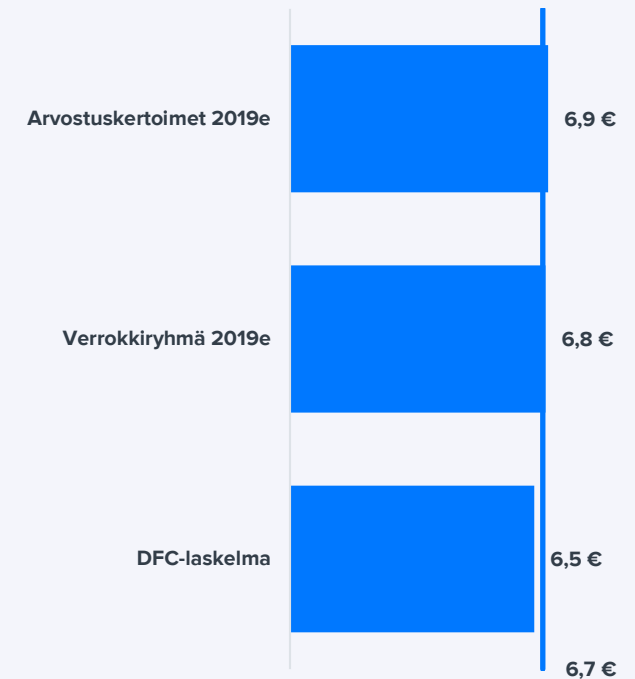
Näemme yhtiölle hyväksyttävän arvostustason saavan tukea vahvasta tuloskasvusta ja jatkuvan huoltoliiketoiminnan suuresta osuudesta, mutta kärsivän vielä yrityksen strategian toteutukseen ja markkinaan liittyvästä epävarmuudesta. Tällä hetkellä näemme 6-8x EV/EBIT-kertoimen ja 4-6x EV/EBITDA-kertoimen heijastelevan yhtiön käypää arvoa vuoden 2019 ennustetulla tuloksella.

Tulevaisuudessa yhtiön merkittävältä osin jatkuvaluonteisen ja vakaan liiketoiminnan myötävaikutuksella voimme kuitenkin nähdä 14-16x P/E-kertoimet, 6-8 EV/EBITDA-kertoimet ja 12-14x EV/EBIT-kertoimet mahdollisina tulostason vakiinnuttua ja yhtiön todistettua kykynsä kasvaa uuteen kokoluokkaan onnistuneesti. Vertailukohtaa arvostuskertoimien mahdollisesta tasosta voi hakea kunnossapitoon ja huoltoon erikoistuneista verrokeista.

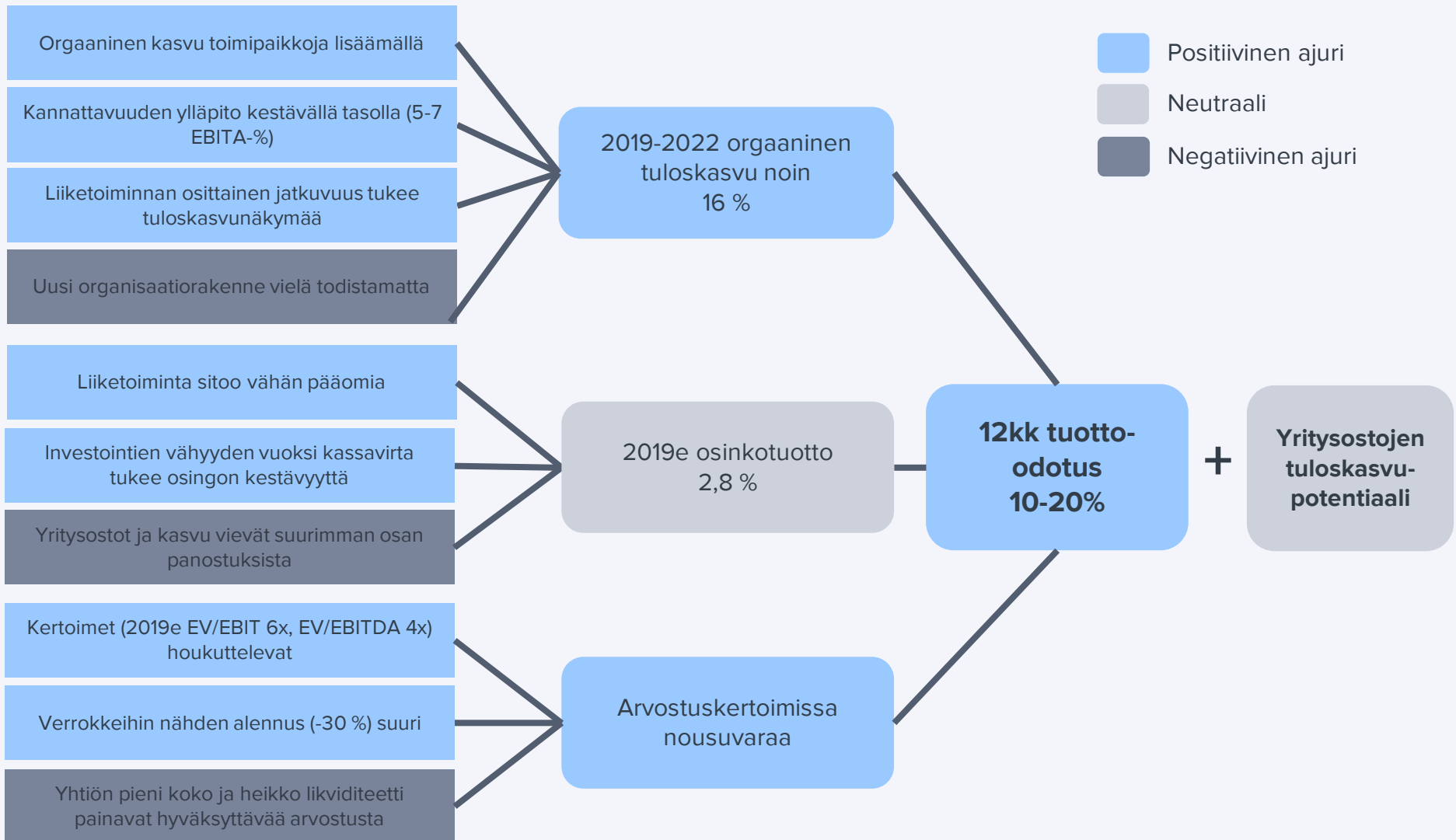
Lyhyellä aikavälillä arvostuksessa on riskinä H1'19:n aikana nähdyn projektimarkkinan

heikkouden jatkuminen myös seuraavan puolivuotiskauden aikana. Samalla myös osakemarkkinan sentimentin kääntyminen negatiiviseksi voi aiheuttaa osakkeessa laskupaineita, sillä näissä tilanteissa pienten syklisten yhtiöiden arvostus yleensä kärsii muuta markkinaa enemmän. Myös osakkeen alhainen likviditeetti voi aiheuttaa isoja kurssiliikeitä. Pidemmällä aikavälillä merkittävin riski on yritysostojen epäonnistuminen sekä sitä seuraava luottamuksen rapautuminen.

Tavoitehinnan muodostuminen



Viafin Servicen osakkeen ajurit

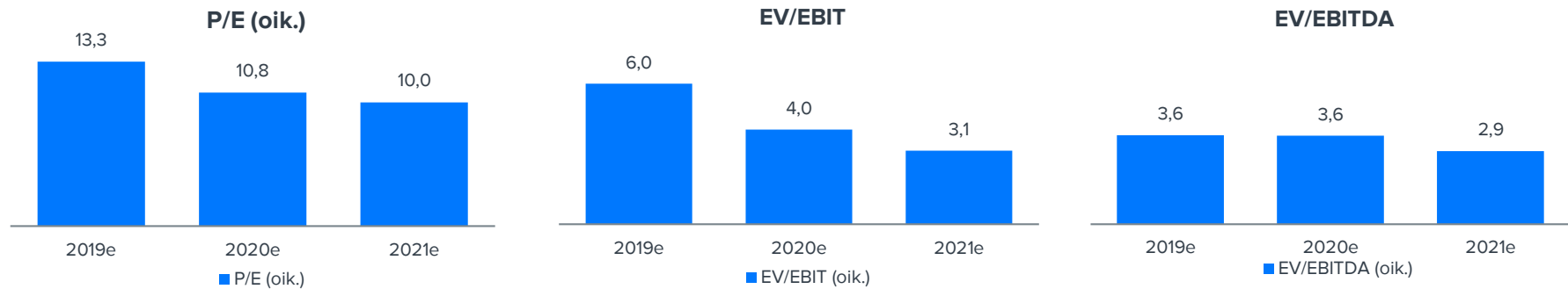
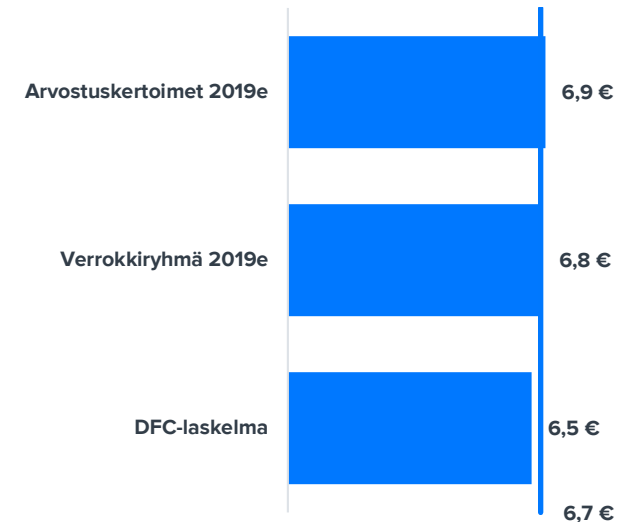


Arvostustaulukot

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,92	5,92	5,92	5,92
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	21	21	21	21
Yritysarvo (EV)	11	9,0	7,6	6,2
P/E (oik.)	13,3	10,8	10,0	8,8
P/E	93,7	20,1	17,5	14,1
P/Kassavirta	>100	7,1	9,6	9,6
P/B	1,2	1,2	1,1	1,1
P/S	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA (oik.)	3,6	3,6	2,9	2,1
EV/EBIT (oik.)	6,0	4,0	3,1	2,2
Osinko/tulos (%)	240,4 %	74,7 %	70,2 %	59,4 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,7 %	4,0 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Tavoitehinnan muodostuminen



Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Caverion Oyj	6,04	829	839	14,5	10,3	7,5	6,3	0,4	0,4	19,9	14,1	2,3	3,6	3,2
Bilfinger SE	31,54	1383	1282	11,1	7,3	6,5	4,8	0,3	0,3	15,8	10,3	3,3	3,9	1,0
Spie SA	16,15	2485	3820	9,9	9,5	7,9	7,6	0,6	0,5	10,2	9,5	3,9	4,2	1,6
Mitie Group PLC	122,90	547	781	7,7	7,0	5,8	5,5	0,3	0,3	8,1	7,3	3,1	3,1	
Engie SA	13,61	32854	58944	10,5	9,6	6,1	5,7	0,9	0,9	12,9	11,4	5,7	6,3	0,9
Lassila & Tikanoja Oyj	15,18	572	672	13,3	12,4	7,3	7,0	0,8	0,8	15,1	14,0	6,3	6,6	2,6
Bravida Holding AB	82,75	1596	1527	12,0	11,7	11,8	11,5	0,8	0,8	16,6	16,2	2,6	2,9	2,9
Duerr AG	38,96	2678	2612	9,2	8,4	7,1	6,6	0,6	0,6	14,1	12,9	2,8	3,0	2,5
Viafin Service (Inderes)	5,92	21	11	6,0	4,0	3,6	3,6	0,3	0,2	13,3	10,8	3,6	3,7	1,2
Keskiarvo				11,0	9,5	7,5	6,9	0,6	0,6	14,1	12,0	3,8	4,2	2,1
Mediaani				10,8	9,5	7,2	6,5	0,6	0,6	14,6	12,1	3,2	3,7	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				-45 %	-58 %	-50 %	-44 %	-47 %	-64 %	-9 %	-11 %	13 %	0 %	-51 %

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

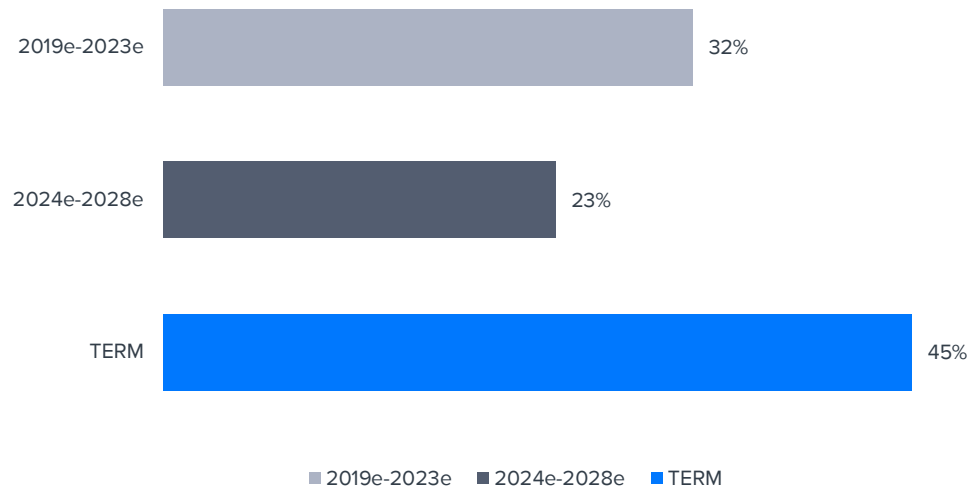
Viafin Servicen arvostuksessa verrokkeihin nähden on otettava ainakin seuraavat asiat huomioon:

- Yhtiön liikevaihto tulee kokonaisuudessaan Suomesta ja maantieteellinen hajautus on vähäistä. Näin ollen yhtiö on vahvasti riippuvainen Suomen taloudesta
- Suuret tässä esitetyt verrokkit ovat markkina-arvoltaan merkittävästi suurempia kuin Viafin Service ja niiden riskiprofiili on siten huomattavasti pienempi
- Yhtiöiden taserakenteet eroavat toisistaan ja vähentää vertailukelpoisuutta tasepohjaisilla luvuilla samalla tehden yritysten riskiprofiileista erilaiset
- Viafin Servicen pieni likviditeetti ja vahva omistamisen keskittyminen lisäävät omistukseen sekä arvonmuodostumiseen liittyviä riskejä

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	1,4	1,7	1,3	1,5	1,9	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	
+ Kokonaispoistot	0,9	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,6	
- Maksetut verot	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	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	-0,1	1,1	0,8	0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	1,8	3,6	3,1	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,5	
+ 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	-7,7	-3,4	0,0	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,2	-0,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,8	0,1	3,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,8	2,2	
+/- 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	-5,8	0,1	3,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,8	2,2	26,8
Diskontattu vapaa kassavirta		0,1	2,6	1,7	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	1,2	0,8	10,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		23,0	22,9	20,3	18,6	17,1	15,7	14,5	13,4	12,3	11,2	10,3
Velaton arvo DCF		23,0										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		0,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		23,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,5										
Pääoman kustannus (wacc)												
Vero-% (WACC)		20,0 %										
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)		20,0 %										
Vieraan pääoman kustannus		3,0 %										
Yrityksen Beta		1,40										
Markkinoiden riski-premio		4,50 %										
Likviditeettipremio		3,00 %										
Riskitön korko		3,0 %										
Oman pääoman kustannus		12,3 %										
Pääoman keskim. kustannus (WACC)		10,3 %										

Rahavirran jakauma jaksottain



Lähde: Inderes

Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	31,2	49,8	43,3	EPS (raportoitu)	0,39	0,09	0,29
Käyttökate	2,3	3,1	2,5	EPS (oikaistu)	0,68	0,63	0,55
Liikevoitto	1,4	1,7	1,3	Operat. kassavirta / osake	0,84	0,99	0,84
Voitto ennen veroja	1,3	0,7	1,3	Vapaa kassavirta / osake	-2,66	0,04	0,84
Nettovoitto	0,9	0,3	1,1	Omapääoma / osake	3,32	4,96	5,03
Kertaluontoiset erät	-0,6	-1,0	-0,9	Osinko / osake	0,00	0,22	0,22
Tase	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	14,4	27,0	26,6	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	59 %	-13 %
Oma pääoma	7,4	18,0	18,3	Käyttökateen kasvu-%	27 %	34 %	-19 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	40 %	34 %	-16 %
Nettovelat	-0,6	-10,2	-12,5	EPS oik. kasvu-%		-7 %	-13 %
Kassavirta	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	7,4 %	6,3 %	5,8 %
Käyttökate	2,3	3,1	2,5	Oik. Liikevoitto-%	6,4 %	5,4 %	5,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	1,1	0,8	Liikevoitto-%	4,4 %	3,5 %	3,1 %
Operatiivinen kassavirta	1,8	3,6	3,1	ROE-%	23,7 %	2,6 %	5,9 %
Investoinnit	-7,7	-3,4	0,0	ROI-%	37,1 %	13,6 %	7,4 %
Vapaa kassavirta	-5,8	0,1	3,0	Omavaraisuusaste	52,5 %	67,6 %	69,6 %
				Nettovelkaantumisaste	-8,1 %	-56,9 %	-68,3 %
Suurimmat omistajat	%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2018	2019e	2020e
Viafin Oy	56,0 %			EV/Liikevaihto	neg.	0,3	0,2
Suomen Teollisuussijoitus Oy	8,0 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	3,6	3,6
Varma	3,0 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	6,0	4,0
Ilmarinen	3,0 %			P/E (oik.)	0,0	13,3	10,8
VPP Management Oy	3,0 %			P/B	0,0	1,2	1,2
Dividend House Nordic Small Cap	2,0 %			Osinkotuotto-%		3,6 %	3,7 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa-analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.04.2019	Lisää	6,70 €	5,92 €



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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**