

# Viafin Service

Laaja raportti

31.8.2021



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Vahvalla tiellä

Toistamme Viafin Servicen suosituksen lisää-puolella ja tavoitehintamme 16,5 eurossa yhtiön laajan raportin päivityksen yhteydessä. Odotamme Viafin Servicen orgaanisen kasvun jatkuvan lähivuosien aikana vahvana, kun samalla merkittävän kokoinen kassa tarjoaa pääomia yritysostoihin. Näillä eväin kasvu kohti vuoden 2022 strategista 100 MEUR:n liikevaihdon tavoitetta on myös mahdollista, vaikka vaatii vielä töitä. Sijoituskohteena vakaa, vastasyklinen ja vahvaa kassavirtaa tuottava sekä vähän investointeja vaativa liiketoimintaprofiili omaa merkittävää arvonluontipotentiaalia tulevaisuudessa. Arvostuskertoimien nousuvara yhdistettynä kohtuulliseen osinkoon nostaa tuotto-odotuksen hyväksi jo ilman yritysostojen luomaa kasvuoptiotakin.

## Toistuvaa kunnossapitoliiketoimintaa ja vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli

Viafin Service on teollisuuden kunnossapitoon ja pieniin projekteihin erikoistunut yhtiö. Yhtiö toimii Suomen markkinoilla laajan toimipisteverkoston voimin tavoitteenaan saavuttaa palveluvalikoimaa laajentamalla noin 100 MEUR:n liikevaihto vuonna 2022 (2020: 58 MEUR). Yhtiön liiketoiminnasta noin 75 % on jatkuvaluonteista kunnossapitoliiketoimintaa, kun pienet noin 1-5 MEUR:n projektit edustavat loppua 25 %:a. Kovan historiallisen kasvun ja tavoitteiden myötä yhtiö profiloituu tällä hetkellä ennen kaikkea kasvuyhtiöksi. Kovasta kasvusta huolimatta myös kannattavuudesta on pystytty pitämään huolta, jopa sitä parantaen viime vuosina. Liiketoiminnan jatkuvuus (kunnossapidon suuri osuus) yhdistettynä yhtiön vähän pääomaa sitovaan liiketoimintamalliin mahdollistaa hyvinkin vakaan ja vahvan kassavirran, jota sijoittaa hyvän tuottopotentialin omaaviin investointeihin tai jakaa osinkoina omistajille.

## Ennustamme vahvan kasvun jatkuvan

Yhtiön vuoden 2018 lopussa alkanut pörssiäival on sujunut kaikesta vallinneesta epävarmuudesta huolimatta erinomaisesti. Koronan vaikutukset ovat olleet pieniä ja yhtiön uusien toimipaikkojen sekä liiketoimintojen (Viafin Industrial Service) tukema orgaaninen kasvu on ollut vahvaa. Odotamme ennusteissamme, että kasvu jatkuu myös lähivuosien aikana. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuosien 2020-2023 aikana noin 68 MEUR:oon ja kasvun olevan näin tällä jaksolla keskimäärin noin 6 % vuosittain. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia yritysostoja, mutta näemme yhtiöllä olevan niihin hyvät lähtökohdat vahvan kassansa (H1'21: 14,3 MEUR) ansiosta. Historiallisesti yhtiön kannattavuus on voimakkaankin kasvun aikana pysynyt vakaana ja uskomme yhtiön pystyvän ylläpitämään sen tavoitteidensa (5-7 %:n EBITA-marginaali) sisällä myös lähivuosina. Vuoden 2020 korkealta tasolta näemme kannattavuuden kuitenkin hiipuvan kasvun kulujen ja kustannuspaineiden vuoksi. Tekemässämme yritysostoskenaariossa yhtiön yltäessä 100 MEUR:n strategiseen tavoitteeseensa, nousee yhtiön vuotuinen tuloskasvu lähivuosille yli 20 %:iin kertoen epäorgaanisen kasvun potentiaalista.

## Tuotto-odotus houkuttelee ilman yritysostojakin

Ennusteillamme yhtiön arvostus (21-22e ka. (oik.): P/E: 17x, EV/EBIT: 9x, EV/EBITDA: 7x) on mielestämme houkutteleva ja tarjoaa nousuvaraa jo hyväksymämme arvostushaarukan alarajoilla (P/E: 16-18x, EV/EBIT: 12-14x, EV/EBITDA: 8-10x). Näkemämme arvostuskertoimien nousuvaran (+8 %) lisäksi yhtiö tarjoaa kasvavaa noin 2-3 %:n osinkoa nostaa tuotto-odotuksen pienen tuloskasvun kanssa noin 10-15 %:n tasolle. Yritysostoskenaarion potentiaali (arvo 2022e: 19,4 euroa) on myös selvästi nykyistä korkeammalla, vaikka suoraan siihen nojaaminen onkin ennenaikaista. Markkinoiden hinnoittelu ei tälle kasvuoptiolle kuitenkaan nyt mielestämme merkittävää arvoa anna, mikä tukee jo muutenkin hyvää tuotto-odotusta.

## Suositus

### Lisää

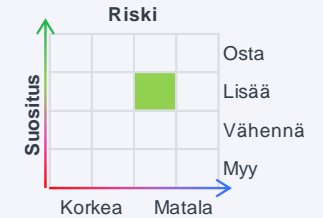
(aik. Lisää)

**16,50 EUR**

(aik. 16,50 EUR)

### Osakekurssi:

15,20 EUR



## Avainluvut

|                       | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b>    | 58    | 62    | 66    | 68    |
| <b>kasvu-%</b>        | 17 %  | 7 %   | 6 %   | 4 %   |
| <b>EBITA oik.</b>     | 4,7   | 4,2   | 4,5   | 5,0   |
| <b>EBITA-% (oik.)</b> | 8,1 % | 6,8 % | 6,8 % | 7,3 % |
| <b>Nettotulos</b>     | 2,6   | 2,1   | 2,4   | 2,7   |
| <b>EPS (oik.)</b>     | 0,94  | 0,84  | 0,91  | 1,01  |
| <b>P/E (oik.)</b>     | 16,9  | 18,1  | 16,7  | 15,0  |
| <b>P/B</b>            | 2,9   | 2,6   | 2,5   | 2,4   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 2,2 % | 2,6 % | 3,0 % | 3,3 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 9,2   | 9,5   | 8,6   | 7,4   |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 8,2   | 8,2   | 7,5   | 6,5   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 0,7   | 0,6   | 0,6   | 0,5   |

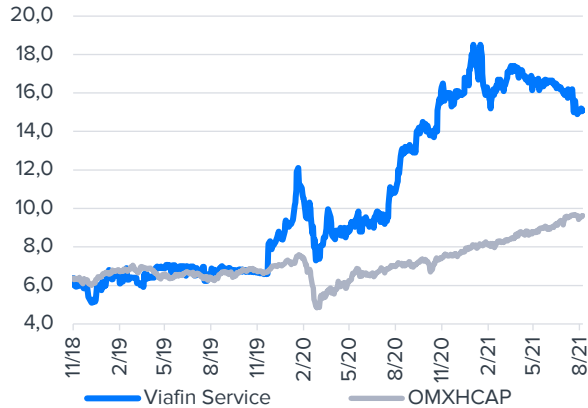
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

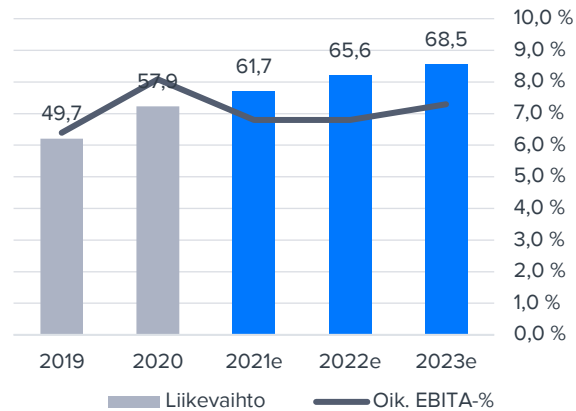
Yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan edelliseen tilikauteen verrattuna (2020: 57,9 MEUR) ja koko tilikauden liikevoiton ilman liikearvon poistoja (EBITA) olevan 6-8 %:n välillä (2020: 8,1%).

## Osakekurssi



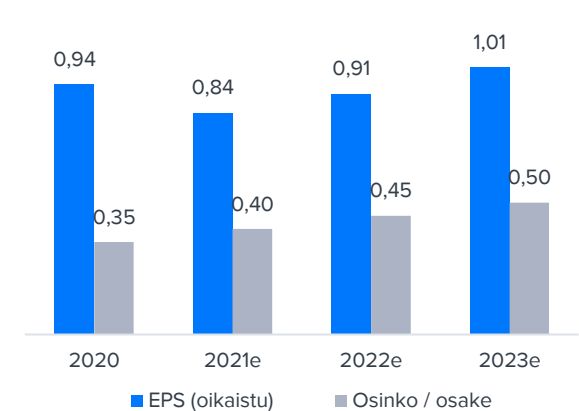
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja EBITA-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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

| Arvostustaso          | 2021e  | 2022e  | 2023e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 15,2   | 15,2   | 15,2   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 3,59   | 3,59   | 3,59   |
| Markkina-arvo         | 55     | 55     | 55     |
| Yritysarvo (EV)       | 40     | 38     | 37     |
| P/E (oik.)            | 18,1   | 16,7   | 15,0   |
| P/E                   | 25,6   | 22,8   | 19,8   |
| P/B                   | 2,6    | 2,5    | 2,4    |
| P/S                   | 0,9    | 0,8    | 0,8    |
| EV/Liikevaihto        | 0,6    | 0,6    | 0,5    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 8,2    | 7,5    | 6,5    |
| EV/EBIT (oik.)        | 9,5    | 8,6    | 7,4    |
| Osinko/tulos (%)      | 67,5 % | 67,6 % | 65,3 % |
| Osinkotuotto-%        | 2,6 %  | 3,0 %  | 3,3 %  |

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

|   |              |
|---|--------------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli       | <b>6-9</b>   |
| Liiketoiminnan profiili                 | <b>10-12</b> |
| Sijoitusprofiili                        | <b>13-14</b> |
| Strategia                               | <b>15-16</b> |
| Toimiala ja markkina                    | <b>17-19</b> |
| Kilpailu                                | <b>20-21</b> |
| Taloudellinen tilanne                   | <b>22-25</b> |
| Ennusteet                               | <b>26-30</b> |
| Arvonmääritys                           | <b>31-39</b> |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | <b>40-42</b> |

# 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

## 57,9 MEUR

Liikevaihto 2020

## +16,5 %

Liikevaihdon kasvu 2020

## 4,7 MEUR (8,1% lv:sta)

EBITA (oik.) 2020

## 133 %

Vahva kassavirtasuhde\* 2020

## 408 henkilöä

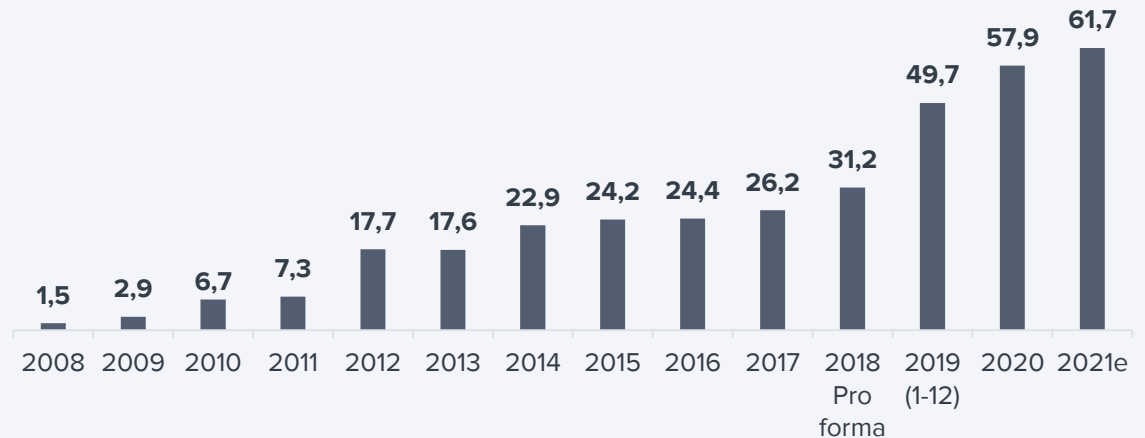
Henkilöstö keskimäärin H1'21 lopussa (2020: 337)

\*Kassavirtasuhde = Liiketoiminnan rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja / Käyttökate

Lähde: Viafin Service, Inderes,

## Liikevaihdon kehitys\*

| 2008-2011  | 2012-2017  | 2018-   |
|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Vuonna 2008 liikevaihto yhdestä tehtaasta</li> <li>2008 finanssikriisi ja Kaskisten sellutehtaan sulkeminen → muutospakko</li> <li>Uusi toimintamalli: tehokkuus, menetelmät ja toimintavat</li> <li>Vuonna 2009 perustettiin Jämsän alueelle toimipiste, josta kasvu liikkeelle</li> <li>Viafin Process Piping perustettiin 2011</li> <li>Vuonna 2011 Kalse Piping Oy:n osto ja laajentuminen Keminmaalle</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Orgaaninen kasvuvaihe alkaa 2012</li> <li>Keminmaa ja Jämsä tukevat liikevaihtoa</li> <li>Tampereen yksikkö perustettiin vuonna 2014</li> <li>Projektiliiketoiminta eriytettiin omaksi yksiköksi 2015</li> <li>Liikevaihto pääosin putkistojen huoltoja ja projekteja</li> <li>Markkinat hiipuvat, mutta yhtiö pystyy jatkamaan kasvuaan</li> <li>Uudessa strategiassa painotetaan paikallista kunnossapitoa ja pienprojekteja</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>2018 Viafin Service -konserni perustettiin ja yhtiö listautui</li> <li>Palveluvalikoima laajeni uusiin palvelualueisiin</li> <li>Vuonna 2019 Viafin GAS -yritystosto</li> <li>Kasvu vahvaa sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti</li> <li>Vuosi 2020 koronan sävyttämä vahvan kasvun vuosi</li> <li>Tavoitteena saavuttaa vuoden 2022 lopussa 100 MEUR:n liikevaihtotaso</li> </ul> |



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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## Yhtiökuvaus

### Teollisuuden palveluiden ja projektien toimittaja

Viafin Service on vuonna 2018 perustettu teollisuuden huolto- ja kunnossapitopalveluita tarjoava yhtiö. Lisäksi yhtiö tarjoaa valikoidusti teollisuuden projektitöitä pääosin putkistoihin liittyen. Yhtiön liiketoiminta on saanut alkunsa vuonna 2008 osana West Welding Oy:ta. Nykyinen Viafin Service Oyj syntyi vuoden 2018 heinäkuussa, kun Viafin Process Piping ja Viafin Installation siirtyivät uuden luodun yhtiön omistukseen em. yhtiöiden emona toimineen Viafin Oy:n kanssa tehdyn osakevaihdon seurauksena. Uuden yhtiön ensimmäinen varsinainen tilikausi oli vuosi 2019, kun yhtiö muutti tilikautensa vastaamaan kalenterivuotta.

Viafin Service on eri puolella Suomea usean palveluyksikön voimin toimiva teollisuuden ja tehtaiden huoltokumppani. Yhtiön vuoden 2020 liikevaihto oli 57,9 MEUR ja liikearvopoistoista oikaistu liikevoittomarginaali (EBITA-%) oli selkeästi keskipitkän aikavälin tavoitteen (5-7 %) yläpuolella 8,1%:ssa. Vuosi 2020 oli vahva niin liikevaihdon kuin tuloksenkin kasvun vuosi, vaikka koronapandemia häittäsi yhtiön päämarkkinoiden toimintaa. Viafin Service pystyi joustavalla toiminallaan hyvin reagoimaan markkinan muutoksiin ja osin myös hyötymään koronan tuomista muutoksista (esim. ulkomaisen työvoiman puute).

Yhtiön palveluita ja tuotteita käytetään teollisuuslaitoksissa eri puolilla Suomea erityisesti sellu-, energia-, kemian-, kaasu- ja metalliteollisuuden aloilla. Toiminta on keskittynyt

Suomen markkinoille eikä yhtiöllä ole kansainvälistymiseen tähtäävää suunnitelmaa, sillä yhtiön mukaan laajenemismahdollisuuksia on vielä kotimaassakin.

### Liiketoiminta pääosin jatkuvaluonteista kunnossapitoa

Viafin Servicen liiketoiminnan voi jakaa kahteen osa-alueeseen: Alueellinen huolto ja kunnossapito sekä Projektit. Selvästi tärkeintä yhtiölle on jatkuvan huollon ja kunnossapidon tarjoaminen, mutta yhtiö toteuttaa myös harkitusti pienempiä projekteja. Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat muun muassa teollisuuden tuotantolaitteiden huolto ja kunnossapito, teollisuuden prosessiputkistot, hydraulikka- ja pienputkistot, mekaaniset hitsaustyöt sekä teollisuuden tuotantoseisakkien huolto- ja ylläpitotehtävät. Tämän lisäksi yhtiöllä on vahva asema kaasuun liittyvien järjestelmien huollossa sekä projekteissa vuonna 2019 toteutetun Viafin Gas yritysoston myötä.

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

Huolto ja ylläpito on yhtiölle tärkeä strateginen fokus, kun yhtiö pyrkii palvelutarjoomansa laajentamiseen muuhun teollisuuden kunnossapitoon ja myös alueelliseen laajenemiseen tärkeillä teollisuusalueilla Oulussa ja pohjoisessa Keski-Suomessa. Vuoden 2018 listautuminen antoi yhtiölle lisäresursseja strategian toteuttamiseen ja myös mahdollisuuden käyttää osaketta mahdollisten yritysostojen yhteydessä.



### Yhtiön isoimpia asiakasryhmiä:

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

### Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat erityisesti:

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

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

## Organisaatorakenne tukee paikallista päätöksentekoa

Viafin Servicen alla toimii tällä hetkellä käytännössä 5 operatiivista yhtiötä. Uusimpana lisäyksenä on vuoden 2020 lopussa toteutettu Astepan yritysosto, jonka yhteydessä muodostui Viafin Industrial Service Astepa (VISA).

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

Kaikki tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yksikköinä omilla palvelualueillaan. Käsityksemme mukaan yhtiöt pääsevät keskittymään operatiiviseen tekemiseen, kun nykyaikaisilla toiminnanohjausjärjestelmillä muu työ on minimoitu, sitä on helpotettu huomattavasti tai viety ylemmäs konsernitasolla. Tämä on myös käsityksemme mukaan yksi syy, miksi Viafin Service saa yritysostojen integraation yhteydessä luotua synergiaetuja.

Yksiköiden välillä on havaittavissa arviomme mukaan myös pieniä etuja mm. ristiinmyynnin, yhteisten hankintojen ja resurssien joustavuuden sekä liikkuvuuden näkökulmasta. Paikallistuntemuksen, asiakaskontaktien säilymisen ja muutoksiin reagoinnin kannalta rakenteelle löytyy myös hyviä perusteluja.

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

Yhtiön organisaatorakenne voi ylhäältä katsoen vaikuttaa raskaalta monine yhtiöineen ja paikallisine johtoineen, mutta se myös alentaa emoyhtiön taakkaa, joka pystyy toimimaan kevyemmällä organisaatiolla. Samalla yhtiön pieni koko ja nykyaikaiset ohjausjärjestelmät mahdollistavat ketterän ja kustannustehokkaan toiminnan. Lisäksi vaikka organisaatorakenne voi aiheuttaa joitain ylimääräisiä kuluja, on paikallinen läsnäolo ja päätösvalta kuitenkin tärkeää. Sen avulla mm. pystytään paremmin kontrolloimaan henkilöresurssien käyttöä ja siten kapasiteetin käyttöastetta.

## Liikevaihto suhteellisen keskittyntä

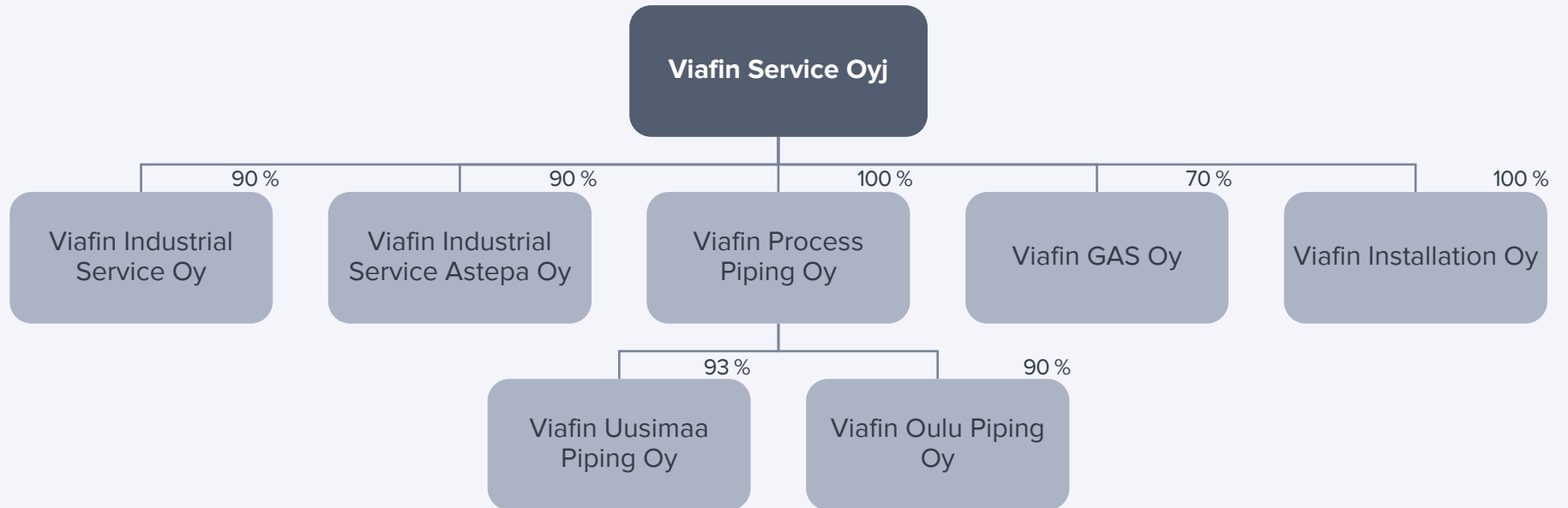
Viafin Servicen liikevaihdon maantieteellinen jakautuminen on Suomessa laajaa, mutta markkinan pienen koon vuoksi yhtiö on kuitenkin riippuvainen yksittäisten teollisuudenalojen sekä asiakkaiden liiketoiminnasta ja näkymistä. Yhtiön suurimmat toimialariippuvuudet ovat olleet historiassa sellu- ja kartonkiteollisuudessa, energiateollisuudessa ja kemianteollisuudessa. Etenkin sellun ja kartongin markkinoiden muutokset ja investointinäkymät ovat olleet yhtiön liiketoiminnan kannalta tärkeitä seuranta kohteita. Viime vuosien aikana

liiketoiminta on kuitenkin hajaantunut selvemmin mm. Viafin GAS Oy:n yritysoston ja elintarviketeollisuuden laajentumisen myötä. Näin ollen yhtiö ei ole enää niin merkittävästi sidoksissa tietyn alan menestykseen.

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

Tässä yhteydessä täytyy kuitenkin ymmärtää, että vaikka yksi asiakas muodostaisi liikevaihdosta isonkin osan, niin liikevaihto asiakkaan sisällä jakautuu eri tehtaisiin ja toimipisteisiin, jotka päättävät pääsääntöisesti itse keneltä huolto tilataan. Näin ollen kertaheitolla ison liikevaihto-osuuden menettäminen suoraan ei ole kovinkaan todennäköistä.

# Konsernirakenne



## **Inderesin kommentti:**

*Yhtiön tytäryhtiöt toimivat pääosin itsenäisinä yhtiöinä ja tytäryhtiöiden johtoa on sitoutettu vähemmistöosuuksilla, kuten kuvasta näkyy. Organisaatorakenteessa pyritään sitouttamaan yksiköiden johto konsernin tavoitteisiin ja nykyaikaiset toiminnanohjausjärjestelmät mahdollistavat yksiköiden itsenäisen toiminnan vähäisellä kiinteällä hallinnolla.*

*Näkemyksemme mukaan rakenne sopii hyvin yhtiön strategiaan kasvaa yritysostoin sekä myös orgaanisesti toimipaikkoja lisäämällä. Rakenteella voidaan kehittää toimivalle johdolle kannusteet luoda omistaja- ja lisäarvoa koko konsernin tasolla. Organisaatorakenne voi aiheuttaa pienelle yhtiölle joitain ylimääräisiä kuluja, mutta paikallinen läsnäolo ja päätösvalta on kuitenkin tärkeää.*

*Vielä lyhyen pörssitaipaleen aikana malli on lisäksi näyttänyt hyvin joustavuutensa volyyymien vaihdellessa merkittävästi, ja näyttäisi, että yhteistyö sekä liikkuvuus toimipaikkojen välillä toimii suhteellisen hyvin.*



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

## Liiketoimintamalli

Viafin Servicen liiketoiminta voidaan jakaa kahteen eri osa-alueeseen:

- Alueellinen huolto ja kunnossapito
- Projektit

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

### Kunnossapitoliiketoiminta keskittyy teollisuuden putkistoihin ja tuotantolaitteisiin

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

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

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

Kunnossapitoon liittyy myös tehtaiden ja tuotantolaitosten kokonaisulkoistukset, mistä esimerkkinä toimii Viafin Industrial Servicen vuonna 2020 saama ensimmäinen kokonaisulkoistussopimus. Nämä voivat toimia usein myös ponnahduslautana uusien toimipisteiden perustamiselle tärkeillä teollisuusalueilla.

### Projektit tukemassa pääliiketoimintaa

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

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

ja niiden osa-alueisiin sekä tuotantolaitosten koneisiin ja laitteisiin.

### Esivalmistus vähentää kohteessa tehtävää työtä

Viafin Service esivalmistaa putkia projektejaan varten säästääkseen tuotantolaitoksella käytettävää aikaa. Esivalmistus tarkoittaa suurimmalta osin putkien hitsausta kohteen vaatimusten mukaisiksi. Käytettävä kalusto on kevyttä ja tilantarve pieni. Projekteissa esivalmistamisen tarve on suurempi ja myös aikaa on käytettävissä enemmän. Kokonaisuutena esivalmistus sitoo kuitenkin varsin pienen osan Viafin Servicen resursseista.

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

# Liiketoiminnan profiili 1/2

## Kasvuun tarvitaan käsipareja

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

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

## Osittaista syklisyyttä

Alan liiketoiminta on etenkin projekteissa osittain suhdannevaihteluille altista liiketoimintaa. Viafin Servicen liiketoiminta on ollut historian aikana kunnossapitopainotteista, mutta tämän jatkuvan palveluliiketoiminnan osuus on osaltaan riippuvaista myös saaduista projekteista.

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

Yhtiön liiketoiminta on kuitenkin myös vastasyklisiä, sillä teollisuuden huollot usein

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

## Toimiala- ja asiakasriippuvuus hajautunut

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

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

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

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

## Toimialan tunnusmerkkejä

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

## Toimialan trendit

**Teollisuuden palveluiden ulkoistaminen**  
**Tuotannon automatisaatio**  
**Energiatehokkuus**  
**Digitalisaatio**  
**IoT**

# Liiketoiminnan profiili 2/2

## Hinnalla kilpaillaan

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

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

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

## Digitalisaatio ajaa toimialan muutosta

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

tarvetta päivittää koko ajan tarjoomaansa. Tehtaissa ja niiden koneissa ja laitteissa käytettävien etäluettavien ja -ohjattavien, seurantaan ja valvontaan käytettävien antureiden sekä toimilaitteiden määrä kasvaa vauhdilla. Tämä asettaa lisää vaatimuksia Viafin Servicen kaltaisille toimijoille ja osaamista on kartutettava jatkuvasti. Kilpailu pysymisestä asiakkaiden vaatimusten tasalla digitaalisessa ympäristössä on kovaa. Riittävän osaamistason todistaminen asiakkaalle 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.

## Kustannukset pääosin muuttuvia

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

## Pääomaintensiivisyys matala

Yhtiön liiketoiminta ei sido huomattavasti

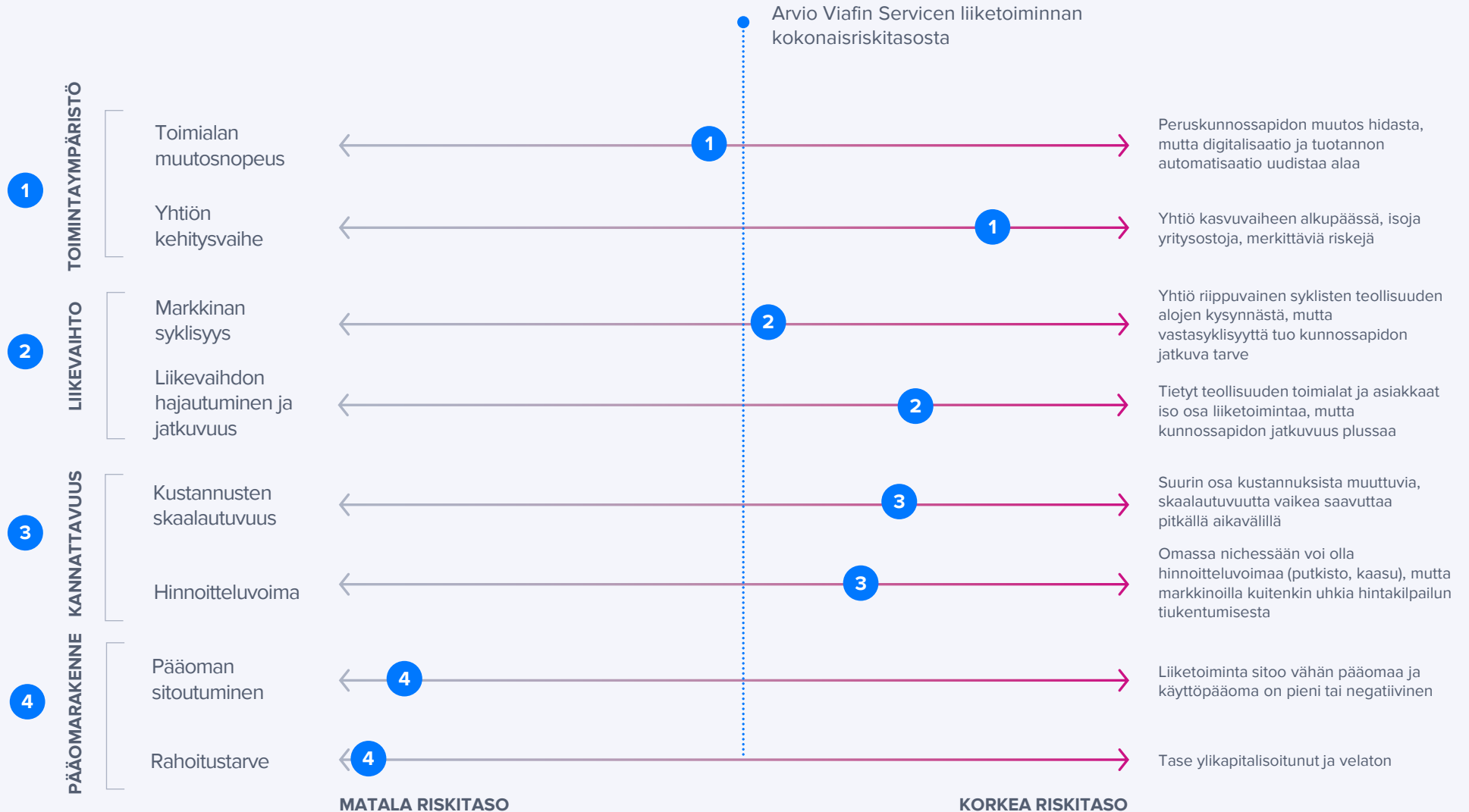
pääomia eikä investointitarve ole kovinkaan suuri. Tämä vapauttaa operatiivisen kassavirran yhtiön käyttöön ja alalle onkin tyypillistä melko alhainen kannattavuus, mutta hyvä kassavirta, hyvä pääoman tuottopotentiali ja negatiivinen käyttöpääoma. Negatiivinen käyttöpääoma mahdollistaa hyvän tulorahoituksen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

Yhtiön pääomia käytetään ensisijaisesti orgaaniseen kasvuun, yritysostoihin ja osingonmaksuun. Yhtiön orgaaniset investoinnit (ei yritysostoja) olivat vuonna 2020 0,6 MEUR, mikä on noin 1 %:n liikevaihdesta. Itse liiketoimintaan investointitarve on siis hyvin matala. Korollista velkaa yhtiöllä ei tällä hetkellä ole, mutta se on valmis käyttämään velkaa esimerkiksi yritysostojen rahoittamiseen.

Rahoitustarve Viafin Servicellä on myös näin ollen näkemyksemme mukaan orgaanisesti hyvin pientä, jos kannattavuus pysyy yhtiön tavoitetasoilla (EBITA-% 5-7%), jolloin myös kassavirta nousee vahvalle tasolle.

Yritysostoja varten yhtiöllä on merkittävästi resursseja. Listautumisannin varojen (10 MEUR) ja yhtiön hyvän tuloksen sekä vahvan kassavirran ansiosta rahavarat olivat 14,3 MEUR:ssa H1'21 lopussa. Tämä siitä huolimatta, että yhtiö on suorittanut jo kaksi yritysostoa listautumisannin jälkeen.

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili 1/1

## Kasvuyhtiö

Viafin Servicen sijoitusprofiilia kuvaa mielestämme parhaiten strategisen suunnan perusteella kasvuhakuisuus. Yhtiö on historiansa aikana kasvanut voimakkaasti toimipaikkoja lisäämällä. Historiallisesti Viafin on kasvanut vuodesta 2008 vuoteen 2020 asti vuosittain keskimäärin noin 36 % (CAGR), kun samaan aikaan Tilastokeskuksen julkistama teollisuuden huolto- ja kunnossapitomarkkinan kasvu Suomessa on ollut noin 2 %. Listautumisen jälkeen yhtiö on toteuttanut merkittävän Viafin GAS Oy:n yrityskaupan, pienemmän Astepa Oy:n yrityskaupan ja jatkanut orgaanisesti uusien toimipaikkojen sekä uusien liiketoimintojen perustamista. Luottamusta orgaanisen kasvun jatkumiseen tulevina vuosina nostaa yhtiön historia. Hyvin sujuneet yrityskauppojen integraatiot ja vahva kassa taas nostavat luottamusta yritysostojen avulla saatavaan kasvuun.

Yhtiö tavoittelee listautumisen aikaan julkistetussa strategiassaan 100 MEUR:n liikevaihtoa vuoden 2022 loppuun mennessä. Tavoite on tarkoitus saavuttaa paitsi orgaanisen kasvun myös yritysostojen kautta. Vuoden 2020 tasosta se tarkoittaisi vielä noin 70 %:n kasvua.

Historiallisten kasvulukujen perusteella strategia on hyvässä vauhdissa. Pidämme strategista kasvutavoitetta haastavana, mutta emme mahdottomana. Orgaanisella kasvulla siihen ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan pääse, vaan yhtiön on tehtävä yritysostoja. Strategian toteutusta avittaa yhtiön vahva nettokassa sekä

yhtiön yritysrakennemalli, missä toimivaa johtoa pyritään vähemmistöomistuksilla sitouttamaan.

## Positiiviset arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Viafin Servicen keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Liikevaihdon kasvu:** Kasvu on yhtiön strategisessa fokuksessa ja näemme tämän olevan ensisijainen arvoajuri osakkeelle. Orgaanisesti liikevaihdon kasvu on ennusteillamme lähivuosina noin 4-6 %:n välissä, mutta epäorgaanisen kasvun mahdollisuus on selvästi suurempi.
- **Tuloskasvu:** Kasvavan liikevaihdon lisäksi yhtiö tavoittelee vakaata kannattavuutta. Yhtiön tavoitteleman 5-7 %:n EBITA-marginaalin ylläpitäminen liikevaihdon voimakkaasti kasvaessa merkitsisi yhtiölle tietenkin myös nopeaa tuloskasvua. Vuonna 2020 yhtiön EBITA-marginaali oli kovasta kasvusta ja koronasta huolimatta haarukan yläpuolella 8,1%:ssa, mikä vahvistaa luottamustamme tavoitteen kestävään saavuttamiseen. Marginaaleihin voi kohdistua pientä painetta yritysostojen ja nopean kasvun seurauksena, mutta näemme tavoitetason ylläpidon hyvinkin realistisena ja pitkällä aikavälillä tavoitetason nosto on mielestämme myös hyvinkin mahdollista.
- **Pieni pääoman tarve:** Viafin Servicen liiketoiminta sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja orgaaniset investointitarpeet ovat vähäisiä. Tämä mahdollistaa korkean pääoman tuoton ja pieni investointitarve taas luo pohjan vahvalle kassavirran kehitykselle. Kassavirralla on puolestaan mahdollista rahoittaa tulevia yritysostoja sekä turvata

vakaa osingonmaksu.

## Merkittävimmät riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

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

# Sijoitusprofiili

**1. Kasvuyhtiö vakaalla kannattavuudella**

**2. Yritysostojen onnistuminen**

**3. Merkittävä tuloskasvupotentiaali tavoitteiden toteutuessa**

**4. Syklisten asiakastoimialojen luomat riskit**

**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 korkean pääoman tuoton, vahvan kassavirran ja kasvavan osingon

## Riskit



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

# Strategia 1/1

## Strategiassa haetaan voimakasta kasvua

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

Yhtiö hakee orgaanista kasvua lisäämällä toimipaikkojen määrää yhtiön nykyisellä teollisuuden putkistojen ja tehtaiden seisokkihuoltojen palvelualueella. Näissä tavoitteissaan yhtiö on onnistunut merkittävän hyvin toimipisteverkoston laajennettua usealle uudelle paikkakunnalle. Toimipaikkoja on strategiassa ollut tarkoitus lisätä etenkin Oulun seudulle ja pohjoiseen Keski-Suomeen, jossa on merkittävää tehdasteollisuutta. Esimerkiksi Oulussa toimipiste on ollut toiminnassa vuoden 2020 alusta.

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

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

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

riskiprofiilia. Yhtiön strategisena tavoitteena on, että huollon ja kunnossapidon osuus liikevaihdosta on yli 75 %.

## Taloudelliset tavoitteet

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

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

Orgaanisesti kasvatavoite on mielestämme haastava saavuttaa, mutta yritysostojen ja orgaanisen kasvun yhdistelmänä hyvinkin mahdollinen. Tilanteessa, jossa yhtiö ei kasvaisi orgaanisesti ollenkaan, edellyttäisi 100 MEUR:n liikevaihtotavoite suurin piirtein joka vuosi yhtä noin 20 MEUR:n liikevaihdon tuovaa yritysostoa vuodesta 2021 alkaen. Tämä on mielestämme mahdollista, sillä toimiala on pirstaloitunut ja potentiaalisia eri kokoisia yritysostokohteita on paljon.

Korona on kuitenkin osaltaan ollut strategian toteutuksessa jarruttava tekijä. Osin tämän vuoksi varmaan sopivia yritysostokohteita ei ole vielä tänä vuonna löytynyt. Tämän lisäksi yhtiö on panostanut merkittävästi orgaaniseen kasvuun ja myös lisännyt resursseja emoyhtiöön tärkeille paikoille, jotta kasvustrategia voidaan viedä seuraavaan vaiheeseen. Vaikka merkittäviä yritysostoja ei ole vielä kuulunut on,

mielestämme erittäin tärkeää, että yhtiö ei päädy ostamaan huonoa liiketoimintaa vain lyhyen aikavälin tavoitteiden saavuttamiseksi. Tällä hetkellä näyttäisi siltä, että yhtiö istuu hyvinkin luottavaisena kassansa päällä etsien kuitenkin kokoajan vartenotettavia kohteita. Markkinalla on myös Viafinin kokoisia yrityksiä, joten yksi isokaan yritysosto ei mielestämme ole poissuljettua.

Yritysostoprosessin ja -strategian yksi kulmakivi on, että Viafin Servicen tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yhtiöinä ja niiden integroiminen ei ole kovinkaan raskas prosessi. Viafin Service on viestinyt myös jatkavansa yritysostoja enemmistöosuuden hankkimalla sitouttaen näin yleensä myös työntekijät mahdollisimman hyvin. Malli on ollut käytössä mm. Viafin GAS Oy:n yrityskaupassa, mistä Viafin Service omistaa nyt 70 % ja toimiva henkilöstö 30 %.

Yhtiön tavoittelema 5-7 %:n EBITA-marginaali on mielestämme hyvinkin mahdollinen ylläpitää tai jopa ylittää viime vuoden marginaalin oltua vahva 8,1 %. Näemme marginaalin kuitenkin olevan jatkossa vahvan kasvun takia tavoitehaarukan sisällä.

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

# Strategiset ja taloudelliset tavoitteet

1

Palveluvalikoiman laajentaminen muuhun teollisuuden kunnossapitoon

2

Maantieteellinen laajentuminen Ouluun ja Keski-Suomeen

3

Uuden palveluvalikoiman laajentaminen maanlaajuiseksi

4

Kilpailuedun rakentaminen digitaalisilla ratkaisulla

5

Paikallisen liiketoiminnan ja kilpailukyvyen vahvistaminen

## **Inderesin kommentti:**

Kasvun kärkenä on laajentuminen yritysostoin uusille palvelualueille, mutta myös selkeää orgaanista kasvua haetaan lisäämällä toimipaikkojen määrää valituille alueille. Uusien palveluiden tarjonta voidaan laajentaa tarvittaessa jokaiselle toimipaikalle, mutta tämä vaatii näkemyksemme mukaan myös resurssien kasvattamista. Näemme yhtiön kannusteiden motivoivan parhaita osaajia rekrymarkkinoilla, mikä on eduksi kilpailijoihin nähden. Yhtiö myös tutkii erilaisia digitaalisia ratkaisuja liiketoiminnan kasvun vauhdittamiseksi ja kilpailuedun vahvistamiseksi.

## **Inderesin kommentti:**

Liikevaihdon kasvutavoite vaatii noin 70 %:n liikevaihdon kasvun vuoden 2020 tasosta (58 MEUR). Pidämme tavoitetta realistisena, mutta se vaatii sekä vahvaa orgaanista kasvua että yritysostoja. Kannattavuus on pysynyt hyvällä tasolla, mikä tukee tavoitteisiin pääsyä, vaikka uskommekin kasvun painavan kannattavuutta tulevina vuosina. Vakaa taseasema ja vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli tukevat tulevaa osingonmaksukykyä.

Kasvu

Liikevaihto vuonna 2022:

**100 MEUR**

Kannattavuus

EBITA-marginaali keskipitkällä aikavälillä:

**5-7 %**

Osinko

Osinko tilikauden oikaistusta tuloksesta:

**30-50 %**



# Toimiala ja markkina 1/3

## Teollisuuden kunnossapito

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

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

## Ulkoistaminen iso trendi

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

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

Nämä ovat yleensä asiakkaille mielekkäämpiä (kaikki samasta paikasta) että myös toimittajalle usein kannattavampia. Esimerkkinä Viafin Service teki kokonaisulkoistuksen merkittävän elintarvikealan tuotantolaitoksen kanssa vuoden 2020 puolella välissä ja odotamme näiden osuuden kasvavan yhtiöllä jatkossa. Markkinoilla on nimittäin paljon vielä osaulkoistusta, missä osa töistä tehdään sisäisesti ja osa ulkoistetaan.

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

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

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

# Toimiala ja markkina 2/3

## Kohdemarkkina noin 2 miljardin kokoinen

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

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

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

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

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

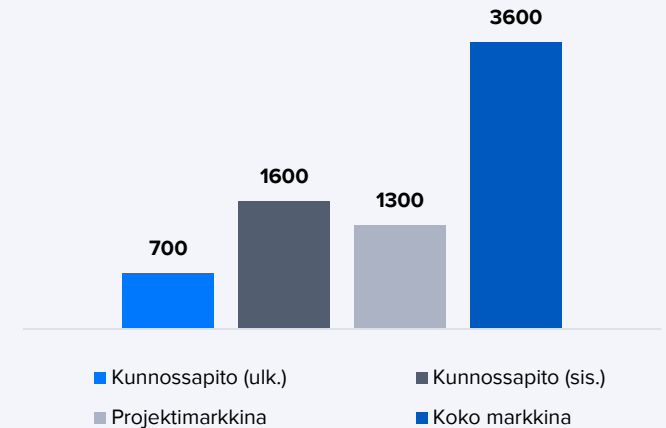
## Markkinan ulkoistusasteessa varaa kasvaa

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

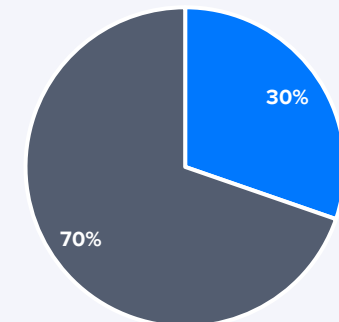
Jos oletetaan, että KKV:n projektimarkkina-arvio (900-1300 MEUR) sisältää sekä ulkoistetun että sisäisen tuotannon, ja yläarvio on lähempänä totuutta, on kunnossapitomarkkina kokonaisuudessaan noin 2300 MEUR (3600 MEUR - 1300 MEUR = 2300 MEUR).

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

Teollisuuden kunnossapito- ja projektimarkkinat (MEUR)\*



Ulkoistuksen penetraatioaste kunnossapidon markkinoista\*



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

# Toimiala ja markkina 3/3

## Teollisuuden huollon kasvu ollut hyvää, mutta notkahduksiakin on tapahtunut

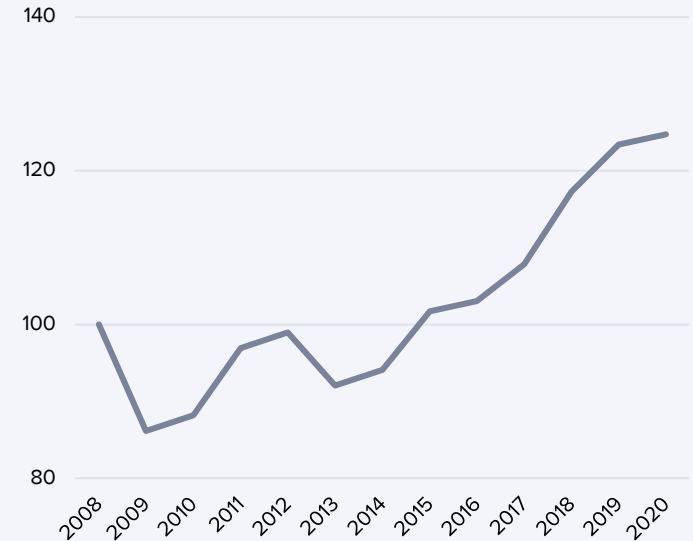
Oikealla näkyvä teollisuuden koneiden ja laitteiden huoltopalvelut ovat Suomessa pitkällä aikavälillä kasvaneet vuosittain noin 4,0 %:n vauhtia (1995-2020 CAGR-%) ollen linjassa BKT:n vuosittaisen kasvuun (noin 4 %). Markkina ei täysin kuvaa välttämättä Viafin Servicen tarjoamaa, mutta antaa mielestämme tarpeeksi hyvän vertailukohdan.

Markkina on kasvanut suhteellisen tasaisesti, mutta ei huoltotoiminta kuitenkaan ole ollut suhdanteille immuunina, kun vuonna 2009 volyymit laskivat yli 10 %. Pitkäkestoisia laskuja ei kuitenkaan ole nähty ja markkinan voisi olettaa kasvavan pitkällä aikavälillä BKT:n kanssa suhteellisen linjassa. Näemme kuitenkin ulkoistumistrendin jatkumisen avittavan markkinakasvun yli BKT:n tason ja arvioimme Viafin Servicen markkinoiden kasvavan noin 2-5 %:n vuosivauhtia seuraavien viiden vuoden ajan. Talouden mahdolliset shokit ja nopea hidastuminen voivat kuitenkin arviomme mukaan romahduttaa liikevaihdot isoihinkin laskuihin väliaikaisesti.

Vuodesta 2008 Viafin Service on kasvanut vuosittain keskimäärin 36 %, joten kasvu on ollut selkeästi markkinoita nopeampaa. Olemme näin luottavaisia, että Viafin pystyy myös jatkossa kasvamaan markkinoita nopeammin. Yhtiö on vahvan orgaanisen kasvun lisäksi nyt panostamassa merkittävästi yritysostoihin, joka mahdollisesti heikomman markkinakehityksen myötä voi myös avata hyviä ostopaikkoja yhtiön

vahvalle kassapositionille.

## Markkinoiden kasvu ollut nousujohteista notkahduksista huolimatta



# Kilpailu 1/1

## Markkinoilla paljon toimijoita

Kilpailu Viafin Servicen päämarkkinoilla teollisuuden kunnossapidossa on kovaa. Pienten investointitarpeiden vuoksi alalletulon esteet ovat matalat ja palvelut kiinnostavat tällä hetkellä strategisesti monia toimijoita. Palvelut ovat yleensä projekteja kannattavampia ja vähempirikisiä, jolloin ne houkuttelevat toimijoita markkinoille. Palveluiden perussopimusten jatkuva luonne ja projekteja parempi suhdannekestävyys houkuttelevat etenkin nyt, kun projektimarkkinoilla on ollut hieman epävarmuuksia.

Yhtiön kanssa kilpailevat kansainväliset isot toimijat, pienemmät huoltoyritykset, paikalliset yksityisyrittäjät ja tehtaiden oma huoltohenkilöstö. Isot ja keskisuuret toimijat

voivat olla mukana usean eri toimialan (teollisuus, rakentaminen) ja palvelutyyppin (huolto, siivous, vartiointi, ruokahuolto) toiminnassa, jolloin teollisuuden palvelut ovat vain osa liiketoimintaa. Näiden toimijoiden leveämpi palvelutarjonta voi olla kilpailuetu ja johtaa Viafin Servicen kaltaisten toimijoiden sivuuttamiseen neuvoteltaessa isompien tehtaiden perushuoltokohteista.

## Markkinoilla isoja ja pieniä toimijoita

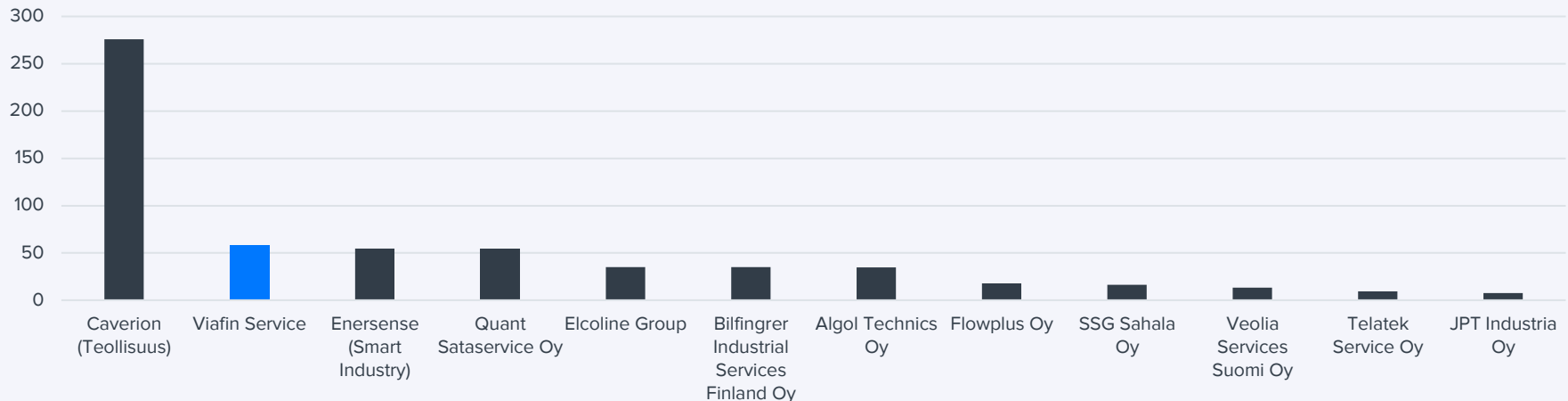
Viafin Service on viimeisten vuosien aikana kasvanut arviomme mukaan markkinaa nopeammin ja kasvattanut markkinaosuuttaan. Yhtiön liikevaihdosta 100 % tulee Suomesta ja isoimpia pääkilpailijoita ovat Caverion (+entinen Maintpartner), Bilfinger, Enersense (+entinen Empower) sekä Quant Sataservice.

Laskelmiemme ja tietojemme mukaan puhtaasti

liikevaihdolla mitattuna Viafin olisi ollut markkinaosuudessa toisena vuonna 2020.

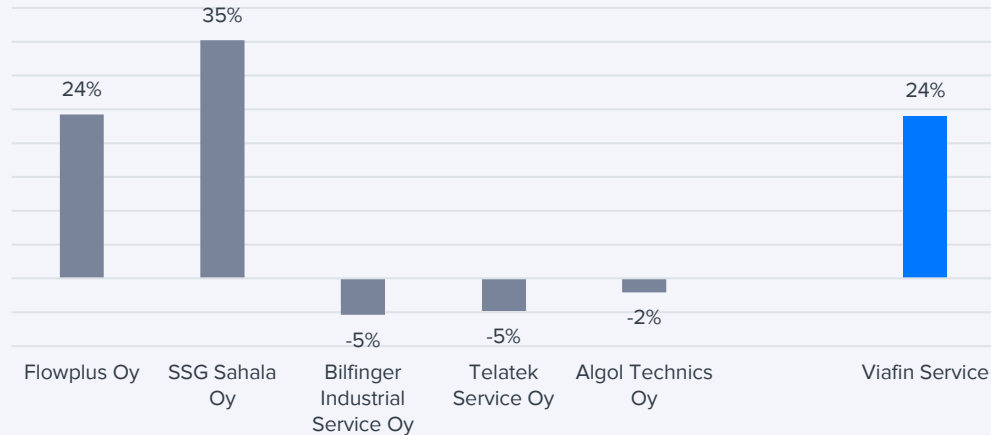
Alla olevat luvut ovat yhtiöiden tilinpäätöksistä tai muusta materiaalista, eivätkä välttämättä kerro yhtiöiden teollisuuden kunnossapidon liikevaihdon tasosta. Ne ovat osittain myös vain osia konserneista, eivätkä anna välttämättä kokonaista kuvaa yhtiöstä. Tasot antavat kuitenkin suhteellisen hyvän kuvan isoista ja pienemmistä kilpailijoista markkinoilla. Storan Enson tytäryhtiö Efora (liikevaihto 2020: 209 MEUR) on jätetty pois laskuista, sillä se tekee tietojemme mukaan liiketoimintaa vain Stora Ensolle. Caverionista olemme ottaneet huomioon vain Teollisuus-divisioonan ja Enersensestä vain Smart Industry -liiketoiminnan.

Liikevaihto 2020 (MEUR)

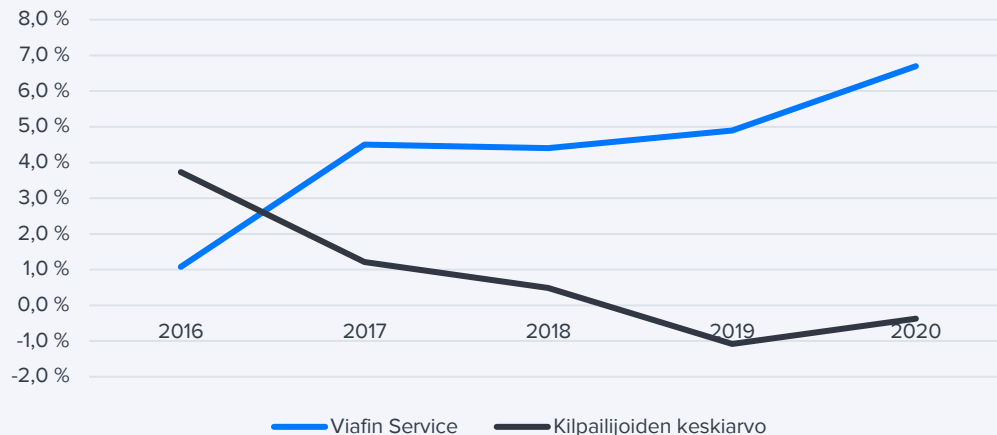


# Alan keskeisiä toimijoita

Liikevaihdon kasvu (CAGR-% 5v)



Kannattavuus (EBIT-%)



## Inderesin kommentti:

Viafin Servicen kasvu on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskimäärin kilpailijoita parempi. Keskimäärin valitut kilpailijat ovat kasvaneet noin 9 % vuosittain, kun Viafin Service on kasvanut noin 24 %:n vauhtia.

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

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

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

# Historiallinen kehitys

## Juuret vuodessa 2008

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

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

## Vahvaa kasvua läpi suhdanteiden

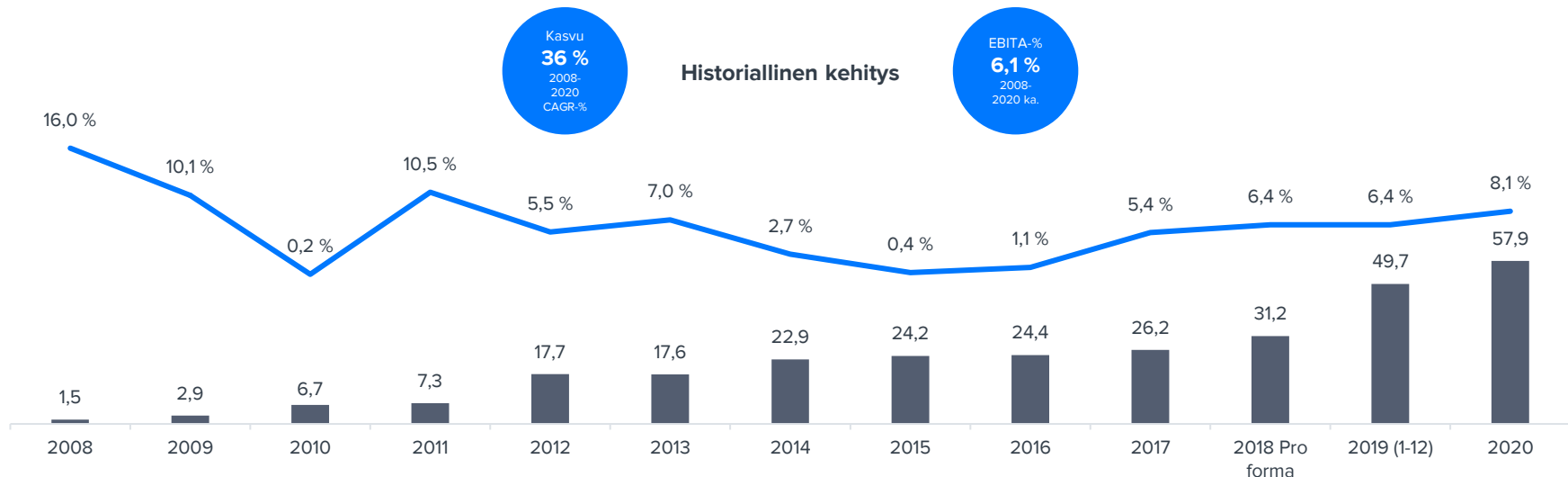
Viafin on kasvanut näitä alla olevia lukuja käyttäen merkittävästi historiansa aikana. Tosin lähtötasokin on hyvin matala. Vuoden 2008 noin 1,5 MEUR:n liikevaihdosta aina vuoden 2020 noin 58 MEUR:n liikevaihtoon nähden kasvua on vuosittain tullut keskimäärin 36 %.

## Kannattavuus ollut nousujohteista viimeisten vuosien aikana

Viafinin kannattavuus on ollut varhaisessa historiassa hyvin vaihtelevaa, mutta vakaantunut viime vuosien aikana. Vuonna 2013 yhtiö ylsi

noin 7 %:n EBITA-marginaaliin, mutta vuoteen 2015 mennessä kannattavuus laski heikomman markkinan seurauksena lähelle nollaa (EBITA-% 0,4 %). Vuodesta 2015 lähtien kannattavuus on ollut kuitenkin nousu-uralla ollen tavoitetasojen (5-7 %) sisällä tai jopa sen yläpuolella

Ottaen huomioon yhtiön kasvuvaiheen ja uusien toimipaikkojen sekä yritysostojen tuoman kannattavuuspaineen, on yhtiön vuoden 2020 saavutettu 8,1 %:n marginaali todella kova suoritus. Yritysostojen integraatiot ovat sujuneet odotuksiamme paremmin ja myös uudet toimipaikat ovat päässeet nopeasti liiketoimintaan kiinni. Yhtiön liiketoimintamalli ja konsernirakenne näyttäisi siis toimivan yhtiön kasvuvaiheessa hyvin.



# Kulurakenne ja taloudellinen tilanne 1/2

## Viafin Servicen kulurakenne on yksinkertainen

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

## Henkilöstökulut suurin kuluerä

Henkilöstökulut on yhtiön suurin kuluerä. Liiketoiminta on hyvin henkilöstöriippuvaista ja henkilöstökulut olivat vuonna 2020 noin 40 % kokonaiskuluista. Yhtiön henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta on noussut vuoden 2012 noin 20 %:sta viime vuoden noin 36 %:iin. Tämä johtuu arviomme mukaan yhtiön siirtymisestä projektivetoisesta enemmän palvelukeskeiseen liiketoimintaan. Näemme henkilöstökuluissa olevan kokonaisuudessaan nousuvaraa yhtiön kasvuvaiheen aikana, sillä kasvu syntyy ennen kaikkea henkilöstöä ja käsipareja lisäämällä.

## Ostojen merkitys pienentynyt

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

Tämä täysin muuttuva kuluerä oli yli 25 % kuluista ennen vuotta 2019, mutta laski viime vuonna noin 16 %:iin. Osuuden lasku heijastelee arviomme mukaan projektien ja tuotemyynnin osuuden pienentymistä sekä Viafin GASin

kulurakenteen integroimisesta.

Yhtiön toiseksi suurimmaksi kulueräksi on noussut ulkopuoliset palvelut, mihin kuuluu muun muassa yhtiön alihankintana suorittamat työt. Nämä kulut olivat viime vuonna noin 25 % liikevaihdosta ja noin 27 % kokonaiskuluista.

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

Neljäs erä, liiketoiminnan muut kulut, ovat olleet noin 15 % liikevaihdosta ja kokonaiskuluista, mutta ovat nousseet viime vuosina hieman tämän yli. Kuluihin kirjataan mm. hallinto-, IT-, markkinointi-, matkustus, vakuutus- ja vuokratulot. Kulut kokonaisuudessaan ovat lyhyellä tähtäimellä melko kiinteitä, mutta esim. vuokratulujen määrä tietenkin muuttuu uusia toimipaikkoja perustettaessa.

## Tase vahva listautumisen myötä

Viafin Servicen taseasema on hyvin vahva ja jopa ylikapitalisoitunut vahvan kassavirran sekä yhtiön listautumisannista saamien varojen myötä. Viimeisimmässä tulosraportissa (H1'21) yhtiön omavaraisuusaste oli noin 59 % ja velattoman taseen takia nettovelkaantumisaste oli selvästi negatiivinen. H1'21 kassavarat olivat 14,3 MEUR, ollen jopa 42 % yhtiön taseen loppusummasta. Yhtiön tase on näin ollen hyvinkin vahva

yritystoin ja organisesti toteutettavaa kasvustrategiaa ajatellen.

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

## Nettokäyttöpääoma negatiivinen

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

Negatiivinen nettokäyttöpääoma on myönteinen seikka tietenkin vain niin pitkään kuin yhtiön maksuvalmius (kassa ja likvidit varat) säilyy hyvällä tasolla. Käyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon oli vuonna 2020 laskelmiemme mukaan noin -6 % liikevaihdosta ja ennusteissamme pysyy tulevaisuudessa selvästi negatiivisena.

# Kulurakenne ja taloudellinen tilanne 2/2

## Taseessa on paljon liikearvoa

Yhtiön taseessa korostuu liikearvo (H1'21: 6,7 MEUR), joka on noin 20 % taseen loppusummasta ja noin 37 % yhtiön omasta pääomasta. Liikearvo on kertynyt ennen listautumista tehtyjen yhtiöittämisten ja yritysostojen seurauksena. Yhtiö poistaa liikearvoa Suomen tilinpäätösstandardien (FAS) mukaan kymmenessä vuodessa, ja liiketoimintojen odotetun positiivisen kehityksen myötä emme näe merkittävää riskiä, että liikearvoon kohdistuisi painetta alaskirjauksille. Liikearvon poistot on vertailtavuuden vuoksi oikaistu yhtiön tuloslukuista (EBITA), jotta se olisi enemmän vertailukelpoinen IFRS-raportoinnin kanssa.

Muiden pysyvien vastaavien merkittävin erä on 1,3 MEUR:n koneet ja kalusto. Määrän pienuus kuvastaa liiketoiminnan vähän pääomia sitovaa luonnetta.

## Taserakenne oivallinen osinkojen maksuun

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

Viafin Servicen investointitarve

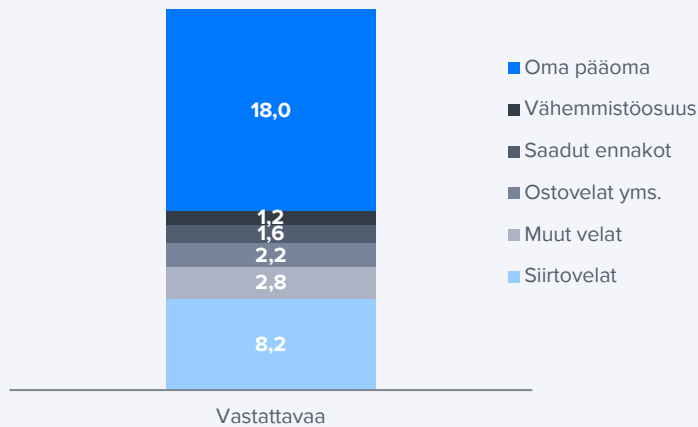
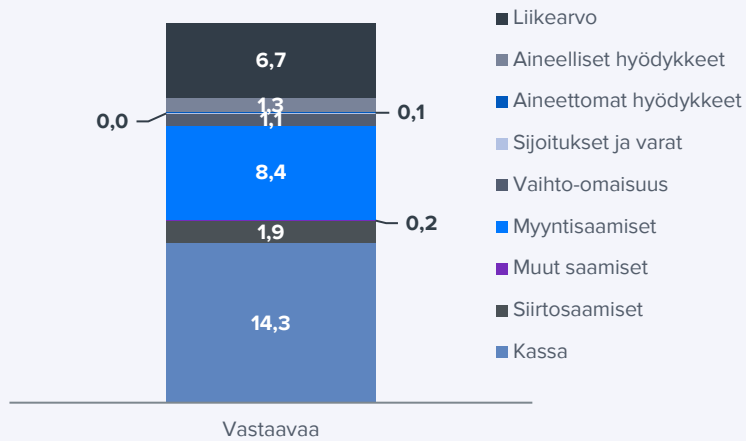
käyttöomaisuuteen on erittäin vähäinen, koska liiketoiminta pohjautuu vahvasti henkilöstön osaamiseen. Yhtiön toimitilat on vuokrattu, eikä kiinteään omaisuuteen ole juuri investoitu. Yhtiöllä ei ole käsityksemme mukaan myöskään lähitulevaisuudessa odotettavissa merkittäviä investointeja mahdolliset yritysostot poislukien.

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

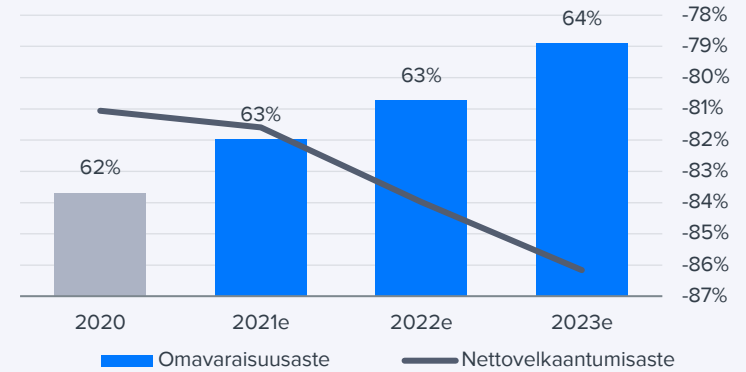


# Taserakenne

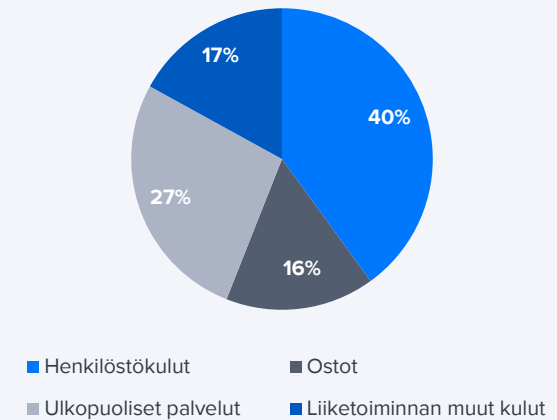
Taserakenne H1'21



Taseen avainlukujen kehitys



Kustannusrakenne 2020



# Ennusteet 1/2

## Ennusteiden perusteet

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

Liikevaihtoennusteemme muodostuvat odottamastamme Viafin Servicen toimipaikkojen orgaanisesta kasvusta. Toimipisteet tekevät tavoitetasollaan keskimäärin arviomme mukaan noin 3-5 MEUR:n liikevaihtoa paikasta sekä liiketoiminta-alueesta riippuen. Tavoitteen saavuttamiseen toimipisteillä menee yleensä 2-3 vuotta, mutta käsityksemme mukaan markkinan hyvän vireyden ansiosta uudet toimipisteet ovat edenneet hieman nopeammin. Myös uudehkon Viafin Industrial Service liiketoiminnan käynnistyminen on ollut sujuvaa.

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

Tärkeä huomioitava asia Viafin Servicen ennusteissa on myös se, että mahdollisia yritysostoja ei ole mukana. Yritysostojen toteutumista ajallisesti on hyvin vaikea

ennakoida, minkä vuoksi niiden sisällyttäminen voisi viedä sijoittajia harhaan ostojen antaessa odottaa itseään.

## Vuosi 2021 alkoi hieman edellisiä vuosia heikommin

Viafin Servicen H1'21-raportti oli vahvaa vertailukautta heikompi, joka johtui pääosin ajoituksesta johtuvista haasteista projekteissa ja myös kunnossapidossa. Liikevaihto laski noin 7 %:lla ja oikaistu EBITA-marginaali oli tavoitehaarukan (5-7 %) alapäässä 5,2%:ssa.

Yhtiö odottaa liiketoiminnan kehityksen parantuvan selvästi vuoden toisella puoliskolla, joka näkyi myös ohjeistuksessa. Yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan vuoteen 2020 verrattuna (57,9 MEUR) ja EBITA-marginaalin olevan 6-8 %:n välillä.

Kokonaisuudessaan vuonna 2021 odotamme liikevaihdon nousevan nyt 6,6 %:lla 61,7 MEUR:oon. Tämä tarkoittaa H2:lla noin 20 %:n liikevaihdon kasvua. Liikevaihdon tasoon vaikuttaa yhtiön uusien toimipisteiden ja uusien liiketoimintojen (Viafin Industrial Service) hyvin käynnistynyt taival sekä Astegan yritysoston pieni epäorgaaninen vaikutus.

Kannattavuuden ennustamme olevan viime vuoden poikkeuksellisen vahvaa kannattavuutta (2020 EBITA-%: 8,1 %) matalammalla, mutta olevan selkeästi tavoitehaarukan (5-7 %) keskitason yläpuolella. Yhtiön liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) on ennusteemme mukaan tänä vuonna 4,2 MEUR ja marginaali asettuu noin 6,8 %:iin.

Odotamme H2:n marginaalien nousevan selvästi alkuvuodesta noin 8 %:iin nousevien volyymien ja paremman markkinatilanteen vuoksi.

## Tulos laskee vuodesta 2020

Yhtiöllä ei ole korollista velkaa eikä näin ollen merkittäviä rahoituskuluja. Alariveillä näkyy kuitenkin vähemmistöosuusien merkitys, joka on yhtiön konsernirakenne huomioon ottaen tyypillistä. Ennustamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen olevan vuonna 2021 0,59 euroa ja oikaistun osakekohtaisen tuloksen olevan 0,84 euroa (2020: 0,94).

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

Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme osingon olevan 0,40 euroa, joka vastaa noin 50 %:n osingonjakosuhdetta oikaistusta tuloksesta. Uskomme yhtiön haluavan nostaa osinkoaan (2020: 0,35 euroa), vaikka jakosuhte onkin lähellä yhtiön ylärajaa. Yhtiöllä on kuitenkin hyvinkin vahva kassa ja sillä on hyvät mahdollisuudet jatkaa tulevaisuudessa osingonmaksupolitiikkaansa kovasta kasvuvaiheesta huolimatta. Uskomme yhtiön kuitenkin priorisoivan kasvua, mikä seikka sijoittajienkin tulisi huomioida. Tämän vuoksi osinkoon ei kannata liaksi nojautua yhtiössä vielä tässä vaiheessa.

# Ennusteet 2/2

## Kasvutavoitteissa tekemistä riittää

Vuonna 2022 katseet kiinnittyvät yhtiön liiketoiminnan strategiaan tavoitteisiin. Viafin Servicen tavoitteena on saavuttaa toimipisteitä lisäämällä ja yritysostojen kautta 100 MEUR:n liikevaihto vuonna 2022 (2020: 57,9 MEUR). Yhtiö profiloituu näin tällä hetkellä ennen kaikkea kasvuyhtiöksi. Kasvutavoitteesta ollaan vielä kaukana ja se vaatii myös arviomme mukaan yhden tai useita merkittäviä yritysostoja.

Ennustamme vuoden 2022 liikevaihdon olevan nyt 65,6 MEUR ja kasvavan näin 6,3 % vertailukaudesta. Ennusteissamme emme ota huomioon kuin orgaanisen kasvun yritysostojen vaikean ennustettavuuden vuoksi. Mahdollisuudet yritysostoihin yhtiöllä on kuitenkin vahvan kassan ansiosta.

Orgaanisen kasvun ennusteet lähivuosille ovat hyvin riippuvaisia uusien toimipaikkojen avaamisista ja niiden liiketoiminnan etenemisestä. Oulun ja Kymenlaakson toimipisteet ovat hyvässä vauhdissa ja Jyväskylään on odotettavissa uusi aluepiste oletettavasti vielä vuoden 2021 aikana.

Tuotantolaitosten kunnossapitoon keskittyvän Viafin Industrial Serviceon saanut vahvan aloituksen markkinassa jo usealla paikkakunnalla. Lisäksi näemme Astepan yrityskaupan myötä syntyneen VISA:n käynnistyvän kasvuun ja kohti potentiaaliaan paremmin ensi vuoden aikana integraatioprosessin ollessa ohi.

Odotuksissamme on, että näemme Viafin

Servicen kiivaimman orgaanisen kasvuvaiheen olevan yhtiöllä vuosien 2021-2022 aikana tukien yhtiön strategian tavoitteita. Vuonna 2023 näemme liikevaihdon nousevan 4 %:lla 68,5 MEUR:oon ja kasvun hieman hidastuvan kiivaimman vaiheen jälkeen.

Kiivaan kasvuvaiheen aikana odotamme kannattavuuden pysyvän yhtiön tavoitehaarukan sisäpuolella. Odotamme EBITA-marginaalin pysyvän vuonna 2022 ennallaan noin 6,8 %:ssa. Nyt nähdyt kustannuspaineet markkinoilla ja isomman organisaatio hallinta osaltaan voivat hieman nostaa kulutaakkaa, mikä pitää marginaaliennusteemme maltillisena, vaikka volyymitasot nousevatkin. Vuonna 2023 odotamme kiivaimman kasvuvaiheen jälkeen kannattavuuden parantuvan ja olevan jo tavoitehaarukan yläpuolella 7,3 %:ssa.

## Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuoden 2023 ja strategiakauden päättymisen jälkeen näemme yhtiön kasvun hidastuvan hiljalleen nopeamman kasvuvaiheen jälkeen. Vuosien 2024-2026 aikana yhtiön orgaaninen kasvu lähestyy ennusteillamme noin 3 %:n tasoa ja hidastuu pitkällä aikavälillä noin 2 %:iin. Näemme yhtiön teollisuuden kunnossapitomarkkinoiden kasvun olevan noin 2-5 %:n tasolla lähivuosien ajan. Tätä tukee BKT:n kasvun palautuminen trendiinsä ja kunnossapidon ulkoistamistrendin jatkuminen.

Yhtiön kiivaimman kasvuvaiheen jälkeen näemme kuitenkin kannattavuuden pysyvän korkealla tasolla ja siinä voi olla myös pitkällä

aikavälillä mahdollisesti nousupotentiaalia. Näimme vuonna 2020, mihin yhtiö voi omalla liiketoimintamallillaan mahdollisesti päästä (EBITA-%: 8,1 %). Tämän vuoksi on hyvin mahdollista, että yhtiö nostaa kannattavuustavoitteitansa vuoden 2022 jälkeen korkeammalle tasolle, mikä perustelee keskipitkän aikavälin korkeampia kannattavuusodotuksiamme (EBITA-%: 6-9 %). Pitkällä aikavälillä pidämme terminaalin kannattavuusennusteemme kuitenkin maltillisesti nykyisen tason puolella välissä noin 6 %:ssa.

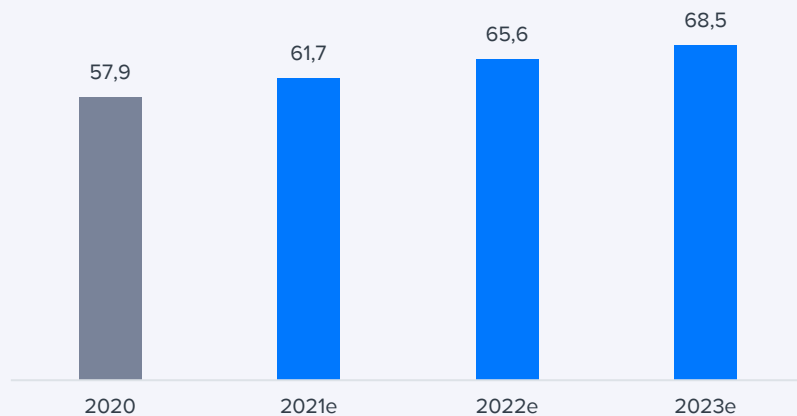
## Orgaanisia tulokasvunäkymiä tukee mahdolliset yritysostot

Ennusteidemme toteutuessa tarkoittaisi tämä keskimäärin noin 2 %:n EPS-kasvua 2020-2023 (CAGR). Tulokasvunäkymissä on otettava huomioon, että ennusteemme ei sisällä tulevaisuudessa tehtäviä yritysostoja niiden heikon ennustettavuuden vuoksi. Siksi pidämme jo pelkällä orgaanisella kasvulla saavutettavaa tulokasvunäkymää positiivisena. Jos kasvu yltää ennusteisiimme ja yhtiö pystyy pitämään kiinni kannattavuustavoitteistansa, on yhtiön orgaaniselle tulokasvulle kohtuullisen hyvät odotukset lähivuosille. Lähtötaso vuodesta 2020 on kuitenkin kova, mikä madaltaa kasvulukemia.

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

# Ennusteet

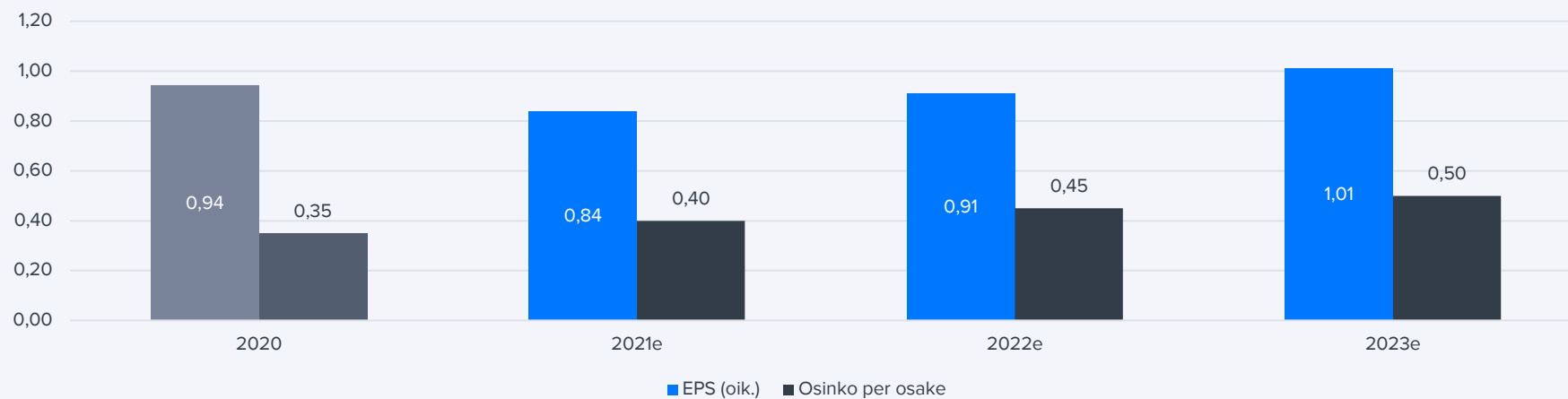
## Liikevaihdon ennusteet



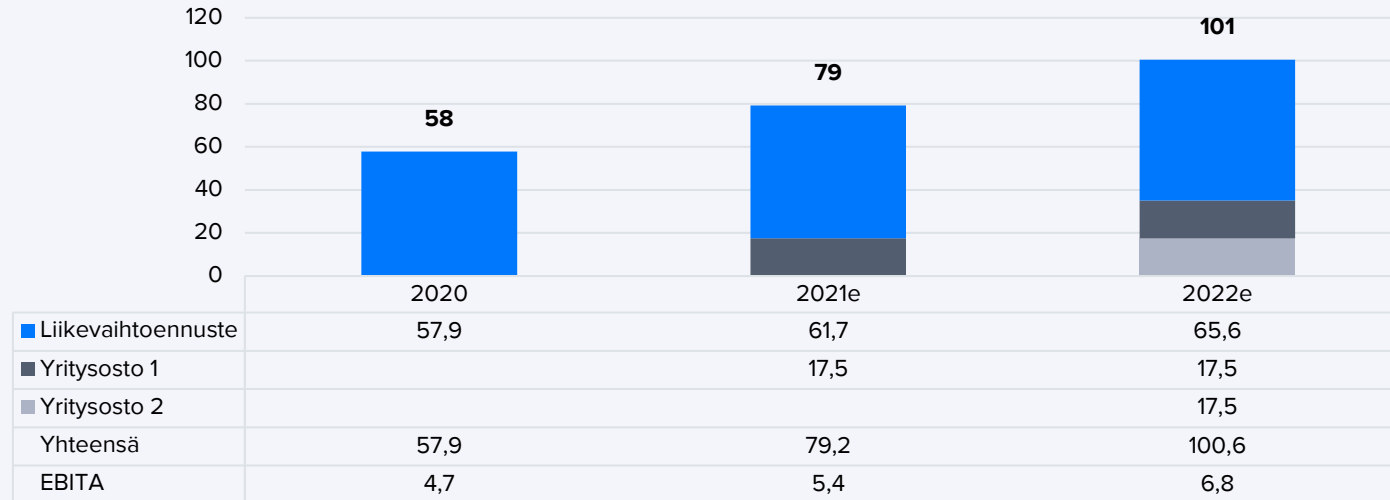
## EBITA-ennusteet



## Oikaistu EPS ja osinko per osake



# Yritysostostrategian toteutuminen



**EBITA 2020-  
2022 CAGR-%:  
21 %**

## **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 vuosina 2021 ja 2022. Pylväissä ylimpänä on ennustamamme orgaaninen liikevaihto ja tämän alapuolella hypoteettiset yritysostot 1 ja 2. 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 kuitenkin huomioitava, että korona osin sekoitti markkinoita ja samalla myös strategian toteutusta. Tärkeämpää olisi, että ostoilla saataisiin järkeviä kohteita kuin kasvua hinnalla millä hyvänsä.*

*Skenaariossamme yhtiön liikevaihdon kasvu olisi vuosittain keskimäärin 32 % ja EBITA-marginaalin pysyessä ennustamallamme tasolla, olisi EBITA:n kasvu noin 21 %. Yritysostostrategian onnistuessa yhtiöllä olisi siten edellytykset raportoida hyvinkin nopeaa tuloskasvua. Suurimmat riskit liittyvät soveltuvien ostokohteiden löytämiseen, kohteiden kokoon ja kannattavuuteen, kauppahintoihin ja kauppajen ajoittumiseen sekä integraation onnistumiseen.*

# Kvartaaliennusteet

| <b>Tuloslaskelma</b>       | <b>2019</b> | <b>H1'20</b> | <b>H2'20</b> | <b>2020</b> | <b>H1'21</b> | <b>H2'21e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> |
|----------------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevaihto</b>         | <b>49,7</b> | <b>28,3</b>  | <b>29,6</b>  | <b>57,9</b> | <b>26,2</b>  | <b>35,5</b>   | <b>61,7</b>  | <b>65,6</b>  | <b>68,5</b>  |
| Konserni                   | 49,7        | 28,3         | 29,6         | 57,9        | 26           | 35,5          | 61,7         | 65,6         | 68,5         |
| <b>Käyttökate</b>          | <b>3,6</b>  | <b>2,6</b>   | <b>2,7</b>   | <b>5,3</b>  | <b>1,7</b>   | <b>3,2</b>    | <b>4,8</b>   | <b>5,2</b>   | <b>5,7</b>   |
| Poistot ja arvonalennukset | -1,2        | -0,7         | -0,7         | -1,4        | -0,8         | -0,8          | -1,5         | -1,6         | -1,5         |
| <b>EBITA</b>               | <b>3,2</b>  | <b>2,3</b>   | <b>2,3</b>   | <b>4,7</b>  | <b>1,4</b>   | <b>2,8</b>    | <b>4,2</b>   | <b>4,5</b>   | <b>5,0</b>   |
| <b>EBITA (oik.)</b>        | <b>3,2</b>  | <b>2,3</b>   | <b>2,3</b>   | <b>4,7</b>  | <b>1,4</b>   | <b>2,8</b>    | <b>4,2</b>   | <b>4,5</b>   | <b>5,0</b>   |
| <b>Liikevoitto</b>         | <b>2,4</b>  | <b>1,9</b>   | <b>1,9</b>   | <b>3,9</b>  | <b>0,9</b>   | <b>2,4</b>    | <b>3,3</b>   | <b>3,6</b>   | <b>4,1</b>   |
| Nettorahoituskulut         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Tulos ennen veroja</b>  | <b>2,4</b>  | <b>1,9</b>   | <b>1,9</b>   | <b>3,8</b>  | <b>0,9</b>   | <b>2,4</b>    | <b>3,3</b>   | <b>3,6</b>   | <b>4,1</b>   |
| Verot                      | -0,5        | -0,5         | -0,5         | -0,9        | -0,3         | -0,5          | -0,7         | -0,8         | -0,9         |
| Vähemmistöosuudet          | -0,2        | -0,1         | -0,2         | -0,3        | -0,2         | -0,2          | -0,4         | -0,4         | -0,4         |
| <b>Nettotulos</b>          | <b>1,8</b>  | <b>1,3</b>   | <b>1,3</b>   | <b>2,6</b>  | <b>0,5</b>   | <b>1,7</b>    | <b>2,1</b>   | <b>2,4</b>   | <b>2,7</b>   |
| <b>EPS (oikaistu)</b>      | <b>0,69</b> | <b>0,48</b>  | <b>0,46</b>  | <b>0,94</b> | <b>0,26</b>  | <b>0,58</b>   | <b>0,84</b>  | <b>0,91</b>  | <b>1,01</b>  |
| <b>EPS (raportoitu)</b>    | <b>0,48</b> | <b>0,37</b>  | <b>0,35</b>  | <b>0,72</b> | <b>0,13</b>  | <b>0,46</b>   | <b>0,59</b>  | <b>0,67</b>  | <b>0,77</b>  |

| <b>Tunnusluvut</b>               | <b>2019</b> | <b>H1'20</b> | <b>H2'20</b> | <b>2020</b> | <b>H1'21</b> | <b>H2'21e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> |
|----------------------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>      | 59,1%       | 63,2 %       |              | 16,5 %      | -7,2 %       | 19,9 %        | 6,6 %        | 6,3 %        | 4,4 %        |
| <b>Oikaistun EBITA:n kasvu-%</b> | -           | 231,1%       |              | 47,4 %      | -41,7 %      | 21,0 %        | -10,3 %      | 6,2 %        | 12,1%        |
| <b>Käyttökate-%</b>              | 7,3 %       | 9,3 %        | 9,0 %        | 9,1%        | 6,4 %        | 8,9 %         | 7,8 %        | 7,9 %        | 8,3 %        |
| <b>Oikaistu EBITA -%</b>         | 6,4 %       | 8,2 %        | 7,9 %        | 8,1%        | 5,2 %        | 8,0 %         | 6,8 %        | 6,8 %        | 7,3 %        |
| <b>Liikevoitto-%</b>             | 4,9 %       | 6,8 %        | 6,5 %        | 6,7 %       | 3,4 %        | 8,0 %         | 5,4 %        | 5,4 %        | 6,0 %        |
| <b>Nettotulos-%</b>              | 3,5 %       | 4,7 %        | 4,2 %        | 4,4 %       | 1,8 %        | 4,7 %         | 3,4 %        | 3,6 %        | 4,0 %        |

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/4

## Arvostuksen lähtökohdat

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

## Hyväksyttävä arvostustaso

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

Näemme yhtiölle hyväksyttävän arvostustason saavan tukea kohtuullisen hyvästä kasvunäkymästä ja jatkuvaluonteisen sekä vastasyklisen kunnossapitoliiketoiminnan suuresta osuudesta (75 % liikevaihdosta). Samalla hyväksyttävä taso kärsii vielä yrityksen strategian toteutukseen liittyvästä epävarmuudesta ja yhtiön pienestä koosta.

Näytöt viime vuosilta ovat kohentaneet luottamustamme yhtiön suhdannekestävyyteen ja vastasyklisyyteen entisestään, ja mielestämme yhtiölle on oikeutettu hyväksyä korkeatkin tulokset varsinkin vielä kovan kasvuvaiheen alussa.

Edellä mainitut seikat huomioiden hyväksyttävä arvostushaarukamme on: P/E: 16-18x, EV/EBIT: 12-14x, EV/EBITDA: 8-10x. Nojaamme arvonmäärityksessä jo osittain vuoteen 2022, sillä näemme markkinoiden katseen olevan myös jo ensi vuodessa.

## Absoluuttinen arvostus

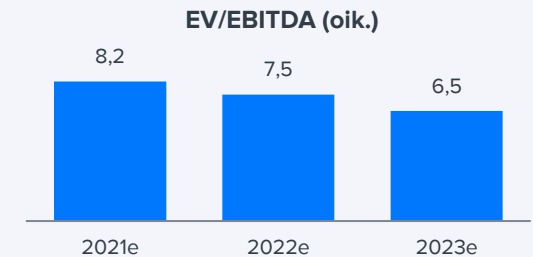
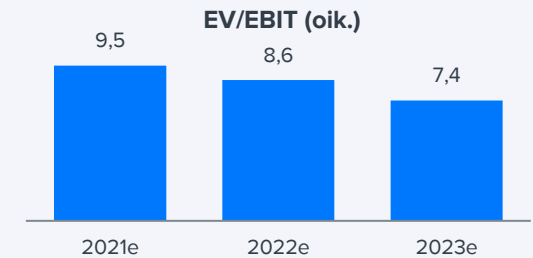
Hyväksyttävä arvostustaso huomioiden yhtiön oikaistut arvostuskertoimet vaikuttavat mielestämme houkuttelevilta (2021-2022e ka.: P/E: 17x, EV/EBIT: 9x, EV/EBITDA: 8x). Osakemarkkina ei vielä näytä täysin luottavan yhtiön kykyyn toteuttaa yritysostoja omistaja-arvoa lisäten, minkä vuoksi yhtiön nettokassalle ei anneta kovinkaan suurta arvoa. Tämä näkyy alhaisina EV-kertoimina. Lisäksi on huomioitava, että arvostuskertoimissa ei heijastu vielä mahdollisten yrityskauppojen myötä kasvava liiketoiminta vaan pelkästään orgaaninen tuloskasvu.

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

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

| Arvostustaso          | 2021e  | 2022e  | 2023e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 15,2   | 15,2   | 15,2   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 3,59   | 3,59   | 3,59   |
| Markkina-arvo         | 55     | 55     | 55     |
| Yritysarvo (EV)       | 40     | 38     | 37     |
| P/E (oik.)            | 18,1   | 16,7   | 15,0   |
| P/E                   | 25,6   | 22,8   | 19,8   |
| P/B                   | 2,6    | 2,5    | 2,4    |
| P/S                   | 0,9    | 0,8    | 0,8    |
| EV/Liikevaihto        | 0,6    | 0,6    | 0,5    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 8,2    | 7,5    | 6,5    |
| EV/EBIT (oik.)        | 9,5    | 8,6    | 7,4    |
| Osinko/tulos (%)      | 67,5 % | 67,6 % | 65,3 % |
| Osinkotuotto-%        | 2,6 %  | 3,0 %  | 3,3 %  |

Lähde: Inderes



# Arvonmääritys 2/4

## Verrokkiryhmän lyhyt esittely

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

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

## Verrokkien arvostustaso

Nojaamme myös verrokeissa jo vuoteen 2022. IFRS- ja FAS-standardien erot heikentävät kertoimien vertailtavuutta yhtiöiden kesken, minkä vuoksi verrokkit ovat verrattain alhaisella painolla arvonmäärityksessämme.

Sektorin arvostustasot ovat aavistuksen mielestämme vuodelle 2021 koholla, mutta laskevat alemmalle tasolle vuonna 2022. Odotuksissa näyttäisi olevan, että tulostaso paranee osin koronan vuoksi heikolta vuodelta 2021. Mediaanitasolla verrokkiryhmän vuoden 2021-2022e ka. P/E-kerroin on noin 18x ja EV/EBIT noin 14x. Arviomme mukaan kertoimissa

näkyvät jo selkeästi talouskasvun sekä markkinoiden palautuminen. Näin ollen merkittävään verrokkien kertoimien nousuvaraan ei mielestämme sijoittajien kannata liiaksi nojata.

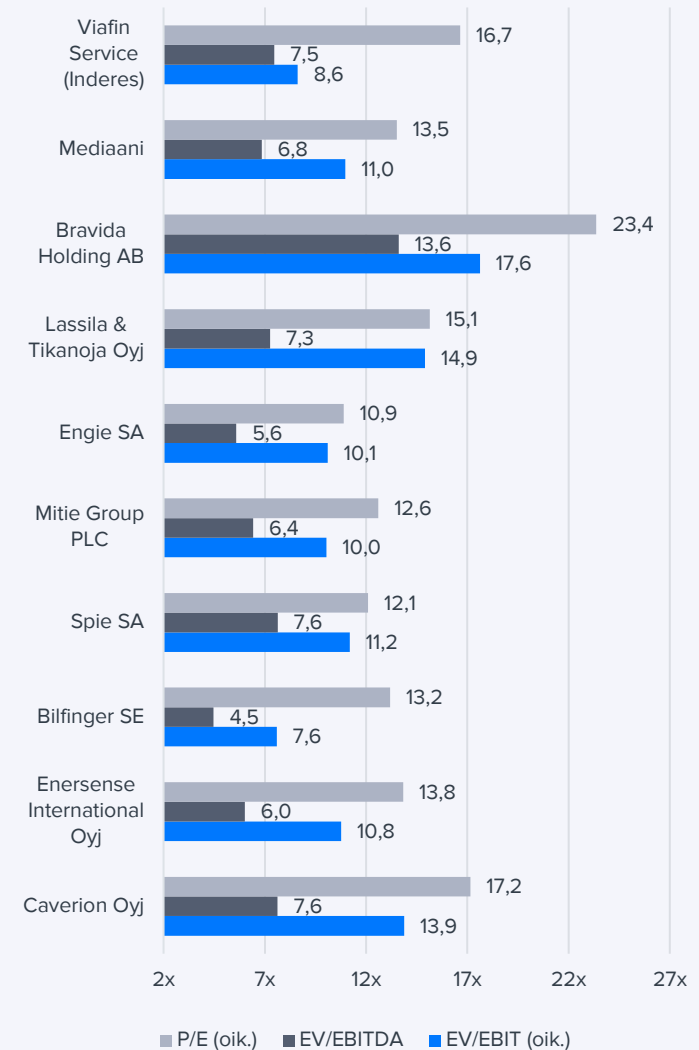
Koko verrokkiryhmään nähden Viafin Servicen tulokertoimet ovat vuosille 2021-2022 keskimäärin noin 7 % alle verrokkien. Vakaita ja ison palvelu- tai huoltopainon omaavia yhtiöitä on arvostettu myös selvästi korkeammalle tasolle etenkin EV-pohjaisia kertoimia katsottaessa.

Viafinin suoritus verrokkeihin tai kilpailijoihin nähden on viimeisien vuosien aikana ollut verrattain vahvaa, kuten aikaisemmin näytimme. Tämän vuoksi mielestämme on perusteltua arvostaa Viafinia verrokkiryhmän mediaania korkeammalle tasolle.

Yhtiön osaa verrokkeja selvästi pienempi koko (liikevaihto ja markkina-arvo) sekä lyhyt pörssihistoria alentaa kuitenkin hyväksyttävää preemiota. Myös Viafin Serviceä selvästi suuremmilla ja monialaisemmilla yhtiöillä riskiprofiilit ovat alempia.

Yllä mainittujen syiden vuoksi pidämme noin 5 %:n preemiota hyväksyttävänä tasona verrokkeihin nähden. Selvällä alennuksella nykyisin oleva arvostus tarjoaisi näin hyvin nousuvaraa.

## Verrokkit 2022e





# Arvonmääritys 3/4

## DCF-arvonmääritys

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

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 19,3 euroa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksiköllä 2,0 %:n vuositasolle ja EBITA-marginaali noin 6 %:iin yhtiön nykyisen tavoitehaarukan puoleen väliin ja hieman yhtiön pitkän aikavälin keskiarvon yläpuolelle.

Mallissa terminaaliyksikön painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on suhteellisen normaalilla tasolla noin 50 %:ssa. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,2 % ja oman pääoman kustannus on 9,6 %. Huomioiden yhtiön pieni koko, kehitysvaihe ja koviin kasvuodotuksiin liittyvät riskitekijät, on diskonttokorko mielestämme oikeutetulla tasolla. Mielestämme siinä voi olla myös laskuvaraa yhtiön strategian toteutuksen edetessä ja suhdannekestävyyden parantuessa. Mieluiten näemme arvonnousun kuitenkin tapahtuvan kassavirtojen kautta.

## Yritysosostuskenaario

Olemme myös haarukoineet yhtiön arvostusta verrattuna vuoden 2022 tavoitteisiin oikealla näkyvässä taulukossa. Skenaarion mukaan yhtiön osakkeen arvo voisi nousta vuoden 2022 loppuun mennessä noin 19 euroon, joka nykypäivään 8 %:n tuottovaatimuksella diskontattuna olisi noin 17,5 euroa. Tämä tarkoittaa, että 17,5 euron tasosta sijoittaja voi odottaa vielä noin 8 %:n vuotuisia tuotto-odotusta yritysostuskenaarion mennessä nappiin. Nousuvaraa nykyisiltä tasoilta diskontattuun arvoon on noin 15 %.

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

Arvonmäärityksessä on oletettu, että yhtiö pääsisi vuonna 2020 100 MEUR:n liikevaihtoon ja tekisi tällöin noin 6 %:n EBITA-marginaalia (5-7 % tavoite). Olemme olettaneet, että yhtiöllä ei olisi velkaa eikä osakemäärä olisi muuttunut. Jos vuodelle 2022 hyväksyttäisiin arvostushaarukkamme (16-18x) alarajalta 16x P/E-kerroin, olisi osakkeen arvo vuoden 2022 lopussa noin 19,4 €.

## Tavoitteiden mukainen skenaario

### Tulos

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

### Arvostus

|                            |        |
|----------------------------|--------|
| Hyväksytty P/E 2022        | 16     |
| Osakkeen arvo 2022 lopussa | 19,4 € |

|                                     |               |
|-------------------------------------|---------------|
| <b>Arvo diskontattu nykypäivään</b> | <b>17,5 €</b> |
| <b>Nousuvara nykyyhinnasta</b>      | <b>15 %</b>   |

\*Diskonttokorko 8,2 % (WACC-%)

# Arvonmääritys 4/4

## Sijoitusnäkemys

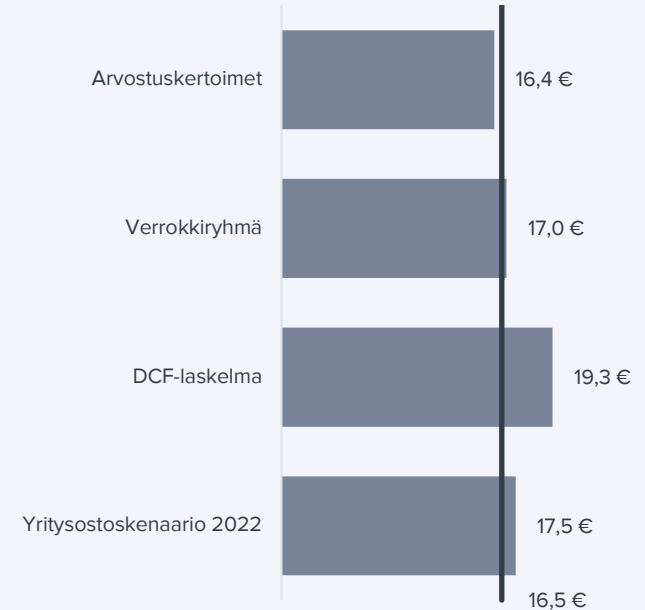
Toistamme Viafin Servicen osakkeen suosituksen lisää-puolella ja tavoitehintamme 16,5 eurossa. Tavoitehinnassamme isoimmalla painoarvolla korostuu yhtiön absoluuttiset arvostuskertoimet ja niille hyväksyty taso.

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

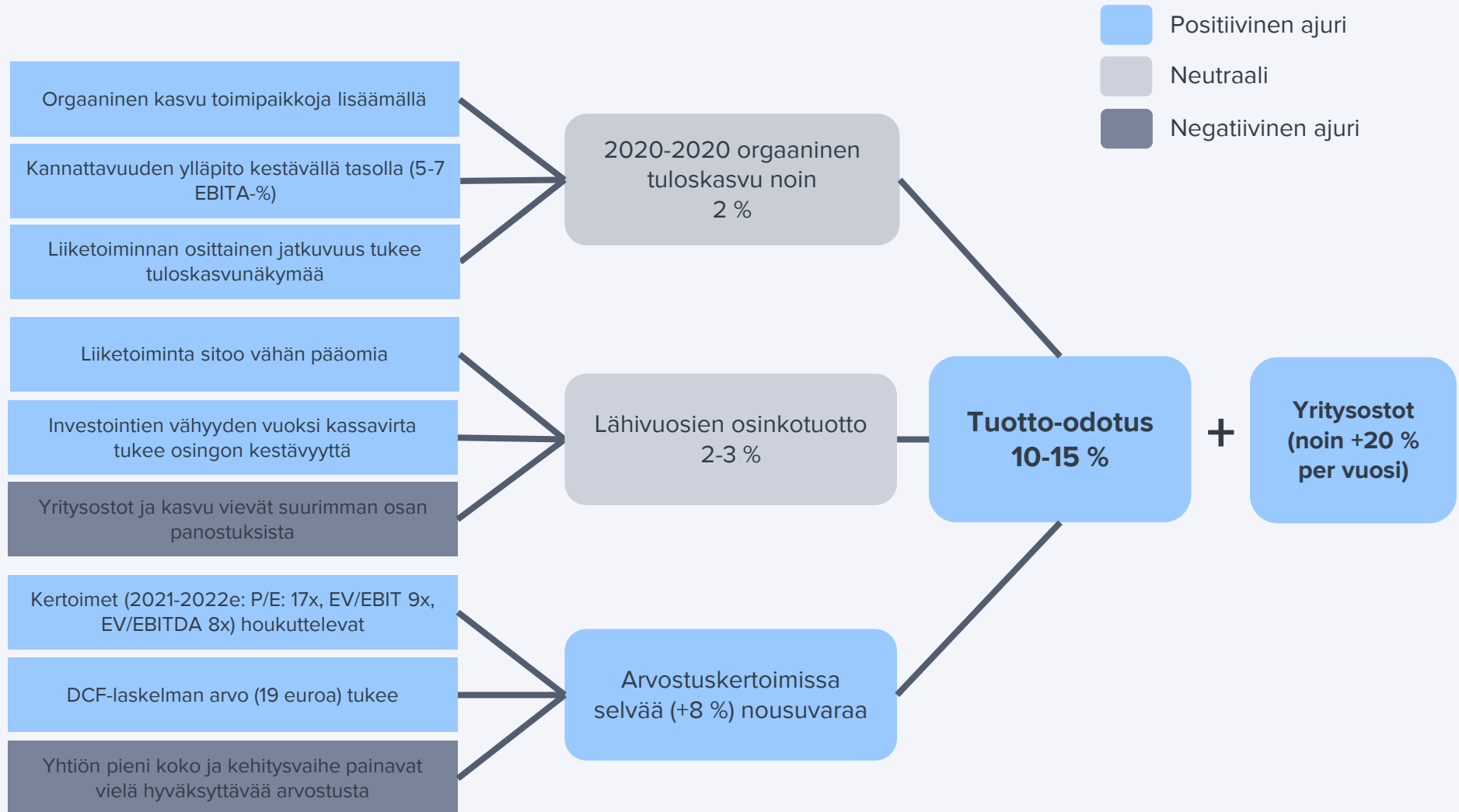
Vakaan, vastasyklisen ja vahvaa kassavirtaa tuottavan sekä vähän investointeja vaativan liiketoimintaprofiiliin tuottopotentiali on mielestämme merkittävä. Arvostus on lisäksi vain orgaaninen tuloskasvu huomioiden alle hyväksymiemme tasojen. Näkemämme arvostuskertoimien nousuvaran (noin +8 %) lisäksi yhtiö tarjoaa kasvavaa noin 2-3 %:n osinkoa, mikä tukee sijoittajien tuotto-odotusta.

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

## Tavoitehinnan muodostuminen



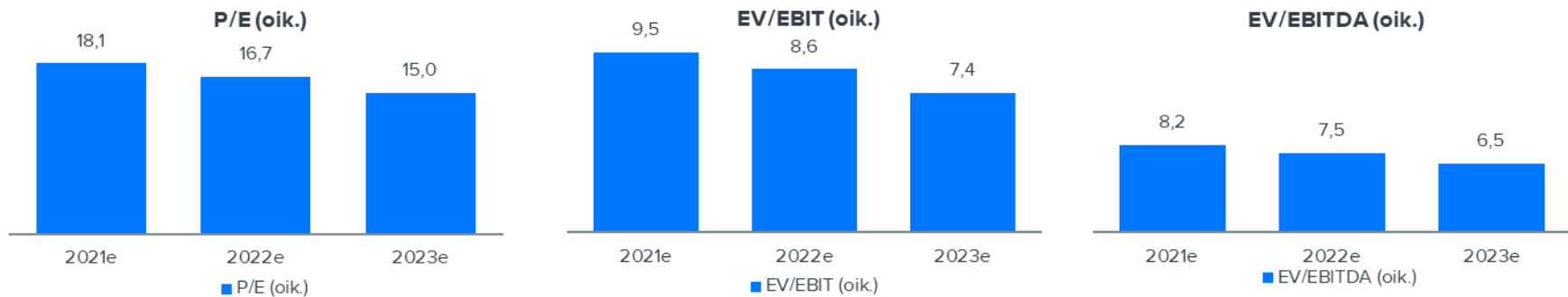
# Viafin Servicen osakkeen ajurit



# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2020   | 2021e  | 2022e  | 2023e  | 2024e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 15,9   | 15,2   | 15,2   | 15,2   | 15,2   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 3,59   | 3,59   | 3,59   | 3,59   | 3,59   |
| Markkina-arvo         | 57     | 55     | 55     | 55     | 55     |
| Yritysarvo (EV)       | 43     | 40     | 38     | 37     | 35     |
| P/E (oik.)            | 16,9   | 18,1   | 16,7   | 15,0   | 13,8   |
| P/E                   | 22,2   | 25,6   | 22,8   | 19,8   | 17,8   |
| P/B                   | 2,9    | 2,6    | 2,5    | 2,4    | 2,3    |
| P/S                   | 1,0    | 0,9    | 0,8    | 0,8    | 0,8    |
| EV/Liikevaihto        | 0,7    | 0,6    | 0,6    | 0,5    | 0,5    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 8,2    | 8,2    | 7,5    | 6,5    | 5,9    |
| EV/EBIT (oik.)        | 11,1   | 9,5    | 8,6    | 7,4    | 6,4    |
| Osinko/tulos (%)      | 48,8 % | 67,5 % | 67,6 % | 65,3 % | 64,4 % |
| Osinkotuotto-%        | 2,2 %  | 2,6 %  | 3,0 %  | 3,3 %  | 3,6 %  |

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

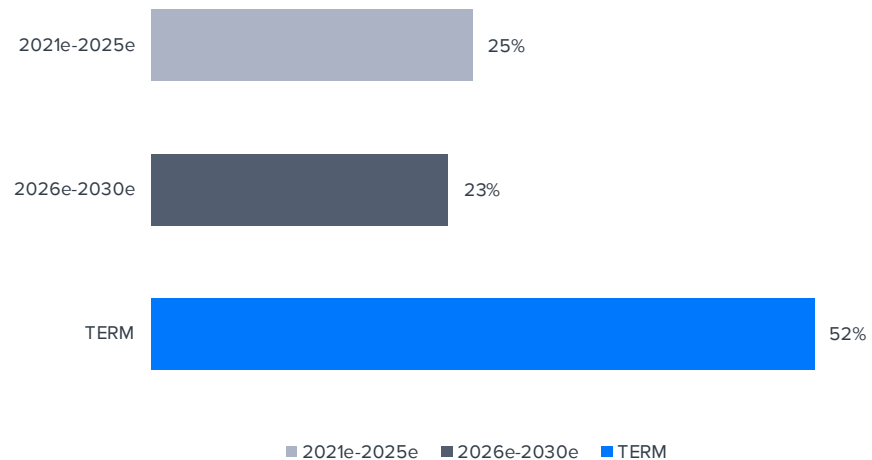
| Verrokkiryhmän arvostus         | Osakekurssi  | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT (oik.) |              | EV/EBITDA  |            | EV/Liikevaihto |             | P/E (oik.)   |             | Osinkotuotto-% |             | P/B        |
|---------------------------------|--------------|---------------|------------|----------------|--------------|------------|------------|----------------|-------------|--------------|-------------|----------------|-------------|------------|
| Yhtiö                           |              | MEUR          | MEUR       | 2021e          | 2022e        | 2021e      | 2022e      | 2021e          | 2022e       | 2021e        | 2022e       | 2021e          | 2022e       | 2021e      |
| Caverion Oyj                    | 7,65         | 1059          | 1210       | 17,2           | 13,9         | 8,5        | 7,6        | 0,5            | 0,5         | 21,5         | 17,2        | 2,3            | 2,8         | 5,2        |
| Enersense International Oyj     | 10,10        | 135           | 129        | 16,1           | 10,8         | 7,2        | 6,0        | 0,5            | 0,5         | 22,4         | 13,8        | 0,7            | 2,0         | 2,7        |
| Bilfinger SE                    | 30,00        | 1321          | 1098       | 11,6           | 7,6          | 5,9        | 4,5        | 0,3            | 0,3         | 21,4         | 13,2        | 4,5            | 3,5         | 1,0        |
| Spie SA                         | 20,00        | 3191          | 4824       | 12,3           | 11,2         | 8,2        | 7,6        | 0,7            | 0,7         | 13,7         | 12,1        | 3,0            | 3,4         | 2,0        |
| Mitie Group PLC                 | 74,30        | 1230          | 1332       | 19,4           | 10,0         | 10,6       | 6,4        | 0,5            | 0,3         | 24,5         | 12,6        | 1,9            | 2,5         | 2,5        |
| Engie SA                        | 12,03        | 29199         | 57657      | 10,5           | 10,1         | 5,7        | 5,6        | 1,0            | 1,0         | 11,7         | 10,9        | 6,1            | 6,5         | 1,0        |
| Lassila & Tikanoja Oyj          | 14,74        | 570           | 756        | 16,8           | 14,9         | 7,5        | 7,3        | 0,9            | 0,9         | 17,2         | 15,1        | 3,8            | 4,2         | 2,7        |
| Bravida Holding AB              | 135,30       | 2680          | 2673       | 19,2           | 17,6         | 14,7       | 13,6       | 1,2            | 1,2         | 25,4         | 23,4        | 2,1            | 2,2         | 4,2        |
| <b>Viafin Service (Inderes)</b> | <b>15,20</b> | <b>55</b>     | <b>40</b>  | <b>9,5</b>     | <b>8,6</b>   | <b>8,2</b> | <b>7,5</b> | <b>0,6</b>     | <b>0,6</b>  | <b>18,1</b>  | <b>16,7</b> | <b>2,6</b>     | <b>3,0</b>  | <b>2,6</b> |
| <b>Keskiarvo</b>                |              |               |            | <b>15,4</b>    | <b>12,0</b>  | <b>8,5</b> | <b>7,3</b> | <b>0,7</b>     | <b>0,7</b>  | <b>19,7</b>  | <b>14,8</b> | <b>3,0</b>     | <b>3,4</b>  | <b>2,7</b> |
| <b>Mediaani</b>                 |              |               |            | <b>16,5</b>    | <b>11,0</b>  | <b>7,9</b> | <b>6,8</b> | <b>0,6</b>     | <b>0,6</b>  | <b>21,4</b>  | <b>13,5</b> | <b>2,6</b>     | <b>3,1</b>  | <b>2,6</b> |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>   |              |               |            | <b>-42 %</b>   | <b>-21 %</b> | <b>5 %</b> | <b>9 %</b> | <b>5 %</b>     | <b>-1 %</b> | <b>-16 %</b> | <b>23 %</b> | <b>0 %</b>     | <b>-5 %</b> | <b>2 %</b> |

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

# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2020       | 2021e       | 2022e      | 2023e      | 2024e      | 2025e      | 2026e      | 2027e      | 2028e      | 2029e      | 2030e      | TERM        |
|---|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>3,9</b> | <b>3,3</b>  | <b>3,6</b> | <b>4,1</b> | <b>4,6</b> | <b>5,1</b> | <b>5,2</b> | <b>5,0</b> | <b>4,7</b> | <b>4,8</b> | <b>4,9</b> |             |
| + Kokonaispoistot                       | 1,4        | 1,5         | 1,6        | 1,5        | 1,4        | 1,3        | 1,1        | 0,7        | 0,7        | 0,6        | 0,6        |             |
| - Maksetut verot                        | -1,0       | -0,7        | -0,8       | -0,9       | -1,0       | -1,1       | -1,2       | -1,1       | -1,0       | -1,1       | -1,1       |             |
| - verot rahoituskuluista                | 0,0        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 2,1        | -0,5        | -0,1       | -0,3       | -0,2       | -0,2       | -0,2       | 3,4        | -0,1       | -0,1       | -0,1       |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>6,4</b> | <b>3,6</b>  | <b>4,2</b> | <b>4,4</b> | <b>4,7</b> | <b>5,0</b> | <b>5,0</b> | <b>8,0</b> | <b>4,2</b> | <b>4,3</b> | <b>4,4</b> |             |
| + 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                   | -1,2       | -1,1        | -1,1       | -0,9       | -0,9       | -0,7       | -0,6       | -0,6       | -0,5       | -0,6       | -0,6       |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>5,2</b> | <b>2,5</b>  | <b>3,1</b> | <b>3,5</b> | <b>3,8</b> | <b>4,4</b> | <b>4,4</b> | <b>7,4</b> | <b>3,6</b> | <b>3,7</b> | <b>3,7</b> |             |
| +/- 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                        | 5,2        | 2,5         | 3,1        | 3,5        | 3,8        | 4,4        | 4,4        | 7,4        | 3,6        | 3,7        | 3,7        | 61,3        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |            | <b>2,4</b>  | <b>2,8</b> | <b>2,9</b> | <b>3,0</b> | <b>3,1</b> | <b>2,9</b> | <b>4,5</b> | <b>2,0</b> | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>29,4</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |            | 56,8        | 54,4       | 51,6       | 48,6       | 45,7       | 42,6       | 39,7       | 35,2       | 33,1       | 31,2       | 29,4        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |            | <b>56,8</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| - Korolliset velat                      |            | 0,0         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| + Rahavarat                             |            | 16,8        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Vähemmistöosuus                        |            | -3,1        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |            | -1,3        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |            | <b>69,2</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |            | <b>19,3</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

|   |              |
|---|--------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %       |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 20,0 %       |
| Vieraan pääoman kustannus               | 3,0 %        |
| Yrityksen Beta                          | 1,25         |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,50 %       |
| Likviditeettipreemio                    | 2,00 %       |
| Riskitön korko                          | 2,0 %        |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>9,6 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>8,2 %</b> |

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

| Tuloslaskelma             | 2020        | 2021e        | 2022e        | Osakekohtaiset luvut         | 2020        | 2021e          | 2022e          |
|---------------------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|----------------|----------------|
| Liikevaihto               | 57,9        | <b>61,7</b>  | <b>65,6</b>  | EPS (raportoitu)             | 0,72        | <b>0,59</b>    | <b>0,67</b>    |
| Käyttökate                | 5,3         | <b>4,8</b>   | <b>5,2</b>   | EPS (oikaistu)               | 0,94        | <b>0,84</b>    | <b>0,91</b>    |
| Liikevoitto               | 3,9         | <b>3,3</b>   | <b>3,6</b>   | Operat. kassavirta / osake   | 1,79        | <b>1,00</b>    | <b>1,18</b>    |
| Voitto ennen veroja       | 3,8         | <b>3,3</b>   | <b>3,6</b>   | Vapaa kassavirta / osake     | 1,45        | <b>0,69</b>    | <b>0,88</b>    |
| Nettovoitto               | 2,6         | <b>2,1</b>   | <b>2,4</b>   | Omapääoma / osake            | 5,49        | <b>5,74</b>    | <b>6,00</b>    |
| Kertaluontoiset erät      | -0,8        | <b>-0,9</b>  | <b>-0,9</b>  | Osinko / osake               | 0,35        | <b>0,40</b>    | <b>0,45</b>    |
| <b>Tase</b>               | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>Kasvu ja kannattavuus</b> | <b>2020</b> | <b>2021e</b>   | <b>2022e</b>   |
| Taseen loppusumma         | 34,4        | <b>35,7</b>  | <b>36,9</b>  | Liikevaihdon kasvu-%         | 17 %        | <b>7 %</b>     | <b>6 %</b>     |
| Oma pääoma                | 20,7        | <b>21,8</b>  | <b>22,7</b>  | Käyttökatteen kasvu-%        | 45 %        | <b>-8 %</b>    | <b>6 %</b>     |
| Nettovelat                | -16,8       | <b>-17,8</b> | <b>-19,1</b> | EPS oik. kasvu-%             | 37 %        | <b>-11 %</b>   | <b>9 %</b>     |
| <b>Kassavirta</b>         | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | Käyttökate-%                 | 9,1%        | <b>7,8 %</b>   | <b>7,9 %</b>   |
| Käyttökate                | 5,3         | <b>4,8</b>   | <b>5,2</b>   | Oik. Liikevoitto-%           | 8,1%        | <b>6,8 %</b>   | <b>6,8 %</b>   |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 2,1         | <b>-0,5</b>  | <b>-0,1</b>  | Liikevoitto-%                | 6,7 %       | <b>5,4 %</b>   | <b>5,4 %</b>   |
| Operatiivinen kassavirta  | 6,4         | <b>3,6</b>   | <b>4,2</b>   | ROE-%                        | 13,5 %      | <b>10,6 %</b>  | <b>11,3 %</b>  |
| Investoinnit              | -1,2        | <b>-1,1</b>  | <b>-1,1</b>  | ROI-%                        | 19,3 %      | <b>15,6 %</b>  | <b>16,1 %</b>  |
| Vapaa kassavirta          | 5,2         | <b>2,5</b>   | <b>3,1</b>   | Omavaraisuusaste             | 62,0 %      | <b>62,7 %</b>  | <b>63,3 %</b>  |
|                           |             |              |              | Nettovelkaantumisaste        | -81,1%      | <b>-81,6 %</b> | <b>-84,0 %</b> |

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 käytettävää 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 10.4.2019  | Lisää    | 6,70 €  | 5,92 €      |
| 11.9.2019  | Lisää    | 7,60 €  | 6,90 €      |
| 13.12.2019 | Osta     | 9,00 €  | 7,80 €      |
| 11.2.2020  | Vähennä  | 12,50 € | 12,10 €     |
| 2.3.2020   | Lisää    | 10,80 € | 9,48 €      |
| 16.4.2020  | Vähennä  | 9,70 €  | 9,25 €      |
| 11.8.2020  | Lisää    | 11,80 € | 11,10 €     |
| 28.8.2020  | Osta     | 14,00 € | 11,80 €     |
| 13.11.2020 | Lisää    | 16,00 € | 15,10 €     |
| 8.12.2020  | Vähennä  | 16,40 € | 16,00 €     |
| 9.2.2021   | Vähennä  | 17,00 € | 17,90 €     |
| 10.8.2021  | Lisää    | 16,50 € | 15,00 €     |
| 31.8.2021  | Lisää    | 16,50 € | 15,20 €     |



Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**