

Viafin Service

Laaja raportti

09.09.2024 06.20 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuloskasvuputkessa

Nostamme Viafin Servicen suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tavoitehintamme 18,5 euroon (aik. 18,2 euroa) laajan raportin päivityksen yhteydessä. Viafin Servicen kasvu on saanut piristysruiskeen vahvan kassan mahdollistavista yritysostoista sekä palautuvasta markkinasta, kun myös kannattavuus näyttää parantumisen merkkejä. Sijoituskohteena vakaa, vahvaa kassavirtaa tuottava, erinomaista pääoman tuottoa tekevä sekä vähän investointeja vaativa liiketoimintaprofiili on houkutteleva pitkän aikavälin sijoituskohde. Arvostuskertoimien pieni nousuvara yhdistettynä hyvään osinkoon nostaa tuotto-odotuksen houkuttelevan puoleiseksi.

Teollisuuden kunnossapitoa monipuolisesti ja kannattavasti

Suomessa toimiva Viafin Service on teollisuuden kunnossapitoon ja pieniin projekteihin erikoistunut yhtiö. Yhtiön liiketoiminnasta normaalisti noin 75 % on jatkuvaluonteista kunnossapitoliiketoimintaa, kun pienet noin 1-5 MEUR:n projektit edustavat loppua 25 %. Laajan toimipisteverkoston voimin Viafin Service on saavuttanut palveluvalikoimaa sekä toimipisteverkkoa laajentamalla vahvaa orgaanista tuloskasvua historiansa aikana (19-23 CAGR-% EPS-kasvu: noin 10 %). Strategiassa tärkeänä tavoitteena on edelleen tuloskasvu, mutta vahvojen liikevaihdon kasvuvuosien jälkeen panostetaan etenkin kannattavuuteen sekä kassavirtaan. Mahdolliset yritysostot ovat osa strategian mukaista kasvua, johon avuja tarjoaa vahva kassa (H1'24: 7,6 MEUR) ja erinomaista kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli (2023 kassakonversio: 123 %). Viafin Servicen pääomat tuottavat hyvin (2019-2023 ka. ROIC-%: 52 %) vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallin ja kevyen taseen vuoksi. Resursseja riittää sekä tuottoisiin kasvuinvestointeihin että myös kasvavaan voitonjakoon omistajille.

Vahva tuloskasvu takana ja edessä

Viafin Servicen tuloksellisesti (2022: kunnossapidon kannattavuushaasteet) ja liikevaihdollisesti (2023: heikko projektimarkkina) heikompien vuosien jälkeen näemme liiketoiminnassa jälleen positiivisia merkkejä projektimarkkinan palautumisen, Kunnossapidon kannattavuuden käänteen sekä yritysostojen muodossa. Odotammekin, että Viafin Servicen kasvu jatkuu vuoden 2024 aikana yritysostojen (OT Service, Wind Group) ja projektimarkkinan vetämänä 17 %:n tahtia 88 MEUR:oon. Myös liikevoitto nousee ennusteillamme 5,5 MEUR:oon (2023: 4,2 MEUR) ja marginaali parantuu 6,2 %:iin (2023: 5,5 %) parempikatteisten projektien ja yritysostojen osuuden noustessa liikevaihdosta. Vuosien 2025-2026 aikana odotamme markkinoiden palautumisen jatkuvan sekä yhtiön orgaanisen kasvun jälleen vahvistuvan Kunnossapidon osalta samalla, kun yhtiön marginaalit kohoavat kohti entisiä tasoja sekä lähestyvät yhtiön tavoitteita (EBIT-%: 8 %). Tuloskasvunäkymät ovat yhtiölle hyvät (23-26e: 18 % CAGR-%) eikä ennusteemme sisällä mahdollisia yritysostoja. Ennusteiden isoimmat riskit liittyvät projektimarkkinan pidempikestoiseen heikkouteen ja yhtiön kannattavuustoimien tehokkuuteen.

Tuotto-odotus kääntyy houkuttelevaksi

Ennusteillamme osakkeen vuoden 2024 arvostus on hyväksymämme arvostuksen tasolla (P/E: 14x, EV/EBIT: 10x, EV/EBITDA: 6x), mutta laskee selvästi houkuttelevammaksi ensi vuoteen (25e: P/E 11x, EV/EBIT 7x, EV/EBITDA 6x). Vuosien 24-25 tasoon nojaten osakkeessa olisi keskiarvallisesti noin 10 %:n nousuvara, jonka lisäksi 3-4 %:n osinkotuotto tukee hyvin tuotto-odotusta. Tukea osakkeelle antaa myös DCF-laskelma (22 euroa) ja optiona Viafin Servicen vahvan kassan mahdollistamat epäorgaaniset kasvumahdollisuudet.

Suositus

Lisää

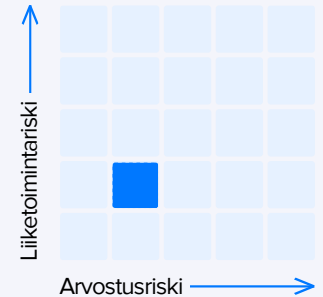
(aik. Vähennä)

18,50 EUR

(aik. 18,20 EUR)

Osakekurssi:

17,4



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	75	88	95	101
kasvu-%	-14 %	17 %	8 %	6 %
EBIT oik.	4,2	5,5	7,0	7,5
EBIT-% oik.	5,5 %	6,2 %	7,3 %	7,4 %
Nettotulos	3,5	4,2	5,3	5,7
EPS (oik.)	0,99	1,21	1,53	1,62

P/E (oik.)	12,9	14,4	11,4	10,8
P/B	1,9	2,3	2,0	1,8
Osinkotuotto-%	4,3 %	3,4 %	3,7 %	4,0 %
EV/EBIT (oik.)	7,1	9,4	6,8	5,8
EV/EBITDA	5,5	7,3	5,5	4,8
EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,5	0,4

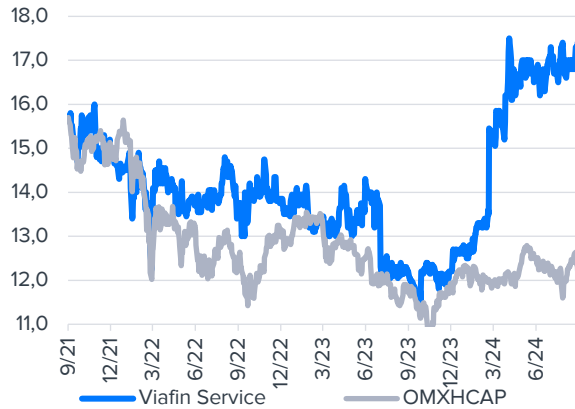
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

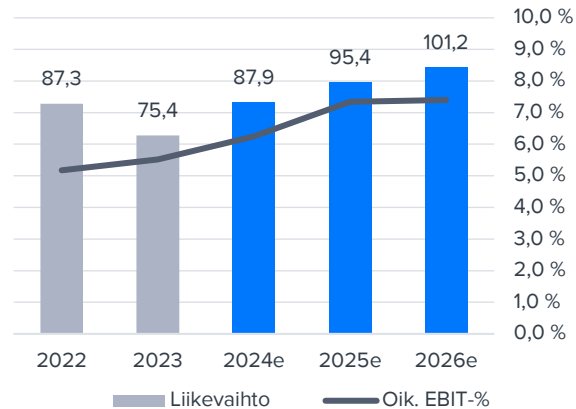
Vuoden 2024 liikevaihdon arvioidaan kasvavan (2023: 75,4 MEUR) ja tilikauden suhteellisen liikeluoksen (EBIT-%) paranevan (2023: 5,5 %) viime tilikauteen verrattuna.

Osakekurssi



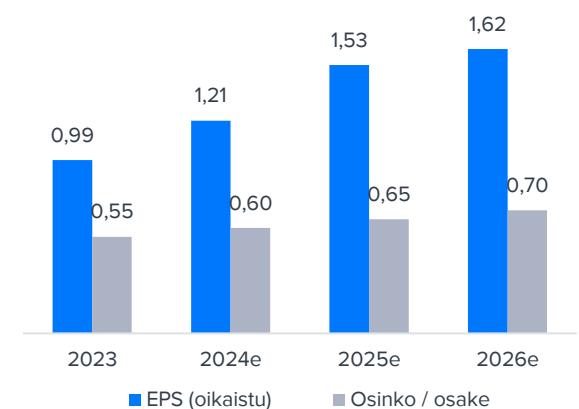
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja EBIT-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Asiakkaiden kysyntä pääosin syklistä
- Kantaa osittain myös asiakastoimialojen riskiä
- Asiakkaan tehtaan tai tuotantolaitoksen alasajon riskit
- Kustannuspaineet henkilöriippuvaisessa kasvussa
- Riippuvuus avainhenkilöistä
- Yhtiön liiketoiminnassa matalat alalle tulon esteet
- Hintakilpailu kovaa ja pysyvät kilpailuedut alalla vähäisiä
- Yritysostojen epäonnistuminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	17,4	17,4	17,4
Osakemäärä, milj. kpl	3,49	3,49	3,49
Markkina-arvo	61	61	61
Yritysarvo (EV)	52	48	44
P/E (oik.)	14,4	11,4	10,8
P/B	2,3	2,0	1,8
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	7,3	5,5	4,8
EV/EBIT (oik.)	9,4	6,8	5,8
Osinko/tulos (%)	49,6 %	42,6 %	43,3 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	3,7 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	13-17
Toimiala ja markkina	18-20
Taloudellinen tilanne	21-23
Ennusteet	24-27
Arvonmääritys	28-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37-

Viafin Service lyhyesti

Viafin Service on Suomessa toimiva teollisuuden kunnossapidon ja projektien erikoisosaaja.

2008

Perusta luotu Kaskisten sellutehtaalla osana West Welding Oy:ta

2018

Listautuminen ja Viafin Service -konsernin luominen

75,4 MEUR

Liikevaihto 2023

+11 %

Liikevaihdon kasvu vuosittain 2019-2023 (CAGR-%)

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

EBIT 2023

123 %

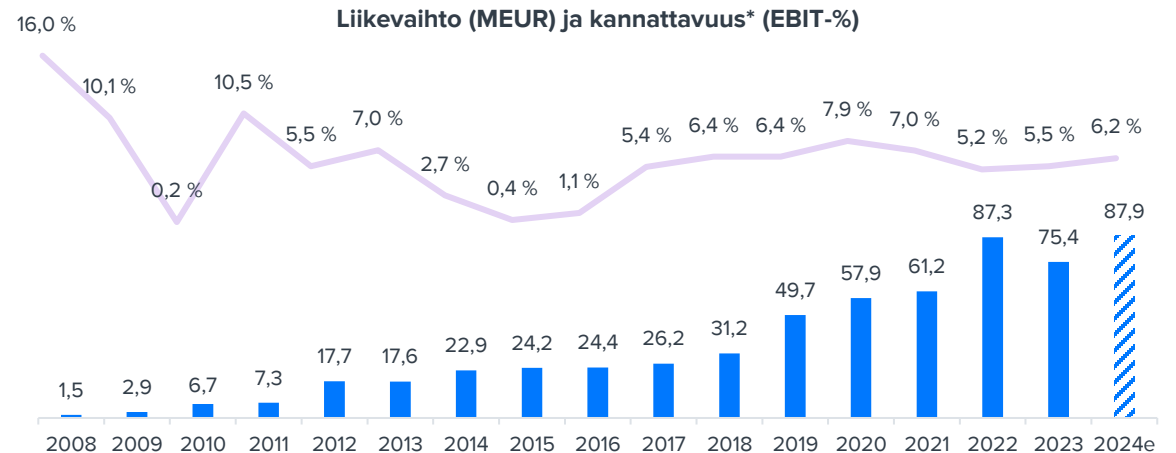
Kassakonversio-% (2023): Rahavirta / käyttökatte

52 %

ROIC-% 5v. keskiarvo

Historiallinen kehitys

2008-2011	2012-2018	2019-
<ul style="list-style-type: none"> Vuonna 2008 liikevaihto yhdestä tehtaasta 2008 finanssikriisi ja Kaskisten sellutehtaan sulkeminen → muutospakko Uusi toimintamalli: tehokkuus, menetelmät ja toimintatavat Vuonna 2009 perustettiin Jämsän alueelle toimipiste, josta kasvu liikkeelle Viafin Process Piping perustettiin 2011 Vuonna 2011 Kalse Piping Oy:n osto ja laajentuminen Keminmaalle 	<ul style="list-style-type: none"> Orgaaninen kasvuvaihe alkaa 2012 Keminmaa ja Jämsä tukevat liikevaihtoa Tampereen yksikkö perustettiin vuonna 2014 Projektiliiketoiminta eriytettiin omaksi yksiköksi 2015 Liikevaihto pääosin putkistojen huoltoja ja projekteja Strategiassa painotetaan paikallista kunnossapitoa ja pienprojekteja 2018 Viafin Service -konserni perustettiin ja yhtiö listautui 	<ul style="list-style-type: none"> Vahvaa orgaanista kasvua toimipisteiden aktiivisella perustamisella ja uusilla palvelualueilla Vuonna 2019 Viafin GAS -yritysosto Vahvan kasvun ja kannattavuuden vuodet 2019-2021 Kannattavuushaasteet Kunnossapidossa ja markkinan heikkous laskivat marginaaleja Yritysostot sekä kannattavuustoimet nostavat liikevaihtoa ja tulosta 2024e



*Viafin Process Piping Oy:n tai West Welding Oy:n lukuja vuoteen 2018 asti. Viafin Service -konserni perustettiin vuonna 2018 ja siitä esitetty pro forma -luvut tilikaudelta 2018. Vuosi 2019 1-12 tilikausi.

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Yhtiökuvaus

Teollisuuden palveluiden ja projektien toimittaja

Viafin Service on vuonna 2018 perustettu teollisuuden huolto- ja kunnossapitopalveluita tarjoava yhtiö. Yhtiön liiketoiminta on saanut alkunsa vuonna 2008 osana West Welding Oy:ta. Nykyinen Viafin Service Oyj syntyi vuoden 2018 heinäkuussa, kun Viafin Process Piping ja Viafin Installation siirtyivät uuden luodun yhtiön omistukseen em. yhtiöiden emona toimineen Viafin Oy:n kanssa tehdyn osakevaihdon seurauksena.

Viafin Service on eri puolella Suomea usean toimipisteen voimin toimiva teollisuuden ja tehtaiden kunnossapitokumppani. Yhtiön palveluita ja tuotteita käytetään teollisuuslaitoksissa eri puolilla Suomea erityisesti sellu-, energia-, kemian-, elintarvike-, kaasun- ja metalliteollisuuden aloilla. Toiminta on keskittynyt Suomen markkinoille eikä yhtiöllä ole kansainvälistymiseen tähtäävää suunnitelmaa. Tämä on mielestämme järkevä ratkaisu ainakin toistaiseksi, sillä laajenemismahdollisuuksia on runsaasti kotimaassakin.

Viafin Servicen 5 vuoden vuosittainen kasvu ylittää yli 10 %:iin (CAGR-%). Viafin Servicen nopea laajentuminen ja kasvu johtivat kuitenkin kulujen sekä tehottomuuden kasvuun etenkin Kunnossapito-yksikössä ja tämä yhdessä Projektit-liiketoiminnan heikomman markkinan kanssa laski kannattavuutta vuosien 2022-2023 aikana. Kannattavuuden suunta on nyt kääntynyt selkeästi parempaan vuoden 2023 loppupuolella ja vuoden

2024 alkupuoliskolla, minkä lisäksi vuodesta 2024 on myös tulossa kasvun vuosi jälleen.

Liiketoiminta pääosin huoltoa ja kunnossapitoa

Viafin Servicen liiketoiminnan voi jakaa kahteen osa-alueeseen: Alueellinen huolto ja kunnossapito sekä Projektit. Huollon ja kunnossapidon palveluiden tarjoaminen muodostaa normaalisti noin 75 %:n yhtiön liikevaihdosta. Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat muun muassa teollisuuden tuotantolaitteiden huolto ja kunnossapito, teollisuuden prosessiputkistot, hydraulikka- ja pienputkistot, mekaaniset hitsaustyöt, teollisuuden tuotantoseisakkien huolto- ja ylläpitotehtävät ja tuulivoiman kunnossapito. Tämän lisäksi yhtiöllä on vahva asema kaasuun liittyvien järjestelmien huollossa sekä projekteissa Viafin GAS liiketoiminnan myötä.

Projektit-liiketoiminta on normaalisti noin 25 % yhtiön liikevaihdosta. Yhtiö toteuttaa tässä yksikössä pääosin teollisuuden putkistoihin ja kaasuun liittyviä projekteja kannattavuutta painottaen. Yhtiö on arvionsa mukaan teollisuuden projektiputkistojen markkinajohtaja Suomessa.

Huolto ja kunnossapito on Viafin Servicelle tärkeä strateginen fokus, sillä se pyrkii edelleen laajentamaan palvelutarjoamaansa sekä tuomaan nykyisiä palveluitaan myös enemmän uusien toimipisteiden käyttöön. Vahva kassa antaa resursseja kasvaa niin orgaanisesti kuin yritysostoinakin. Laajentumisen lisäksi kannattavuus sekä kassavirta ovat strategisesti tärkeitä painopisteitä.



Yhtiön isoimpia asiakasryhmiä:

- Sellu- ja kartonkiteollisuus
- Energiateollisuus
- Kemiateollisuus
- Metalliteollisuus
- Kaasuteollisuus
- Elintarviketeollisuus

Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat erityisesti:

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Hajautunut ja itsenäinen organisaatio

Viafin Servicen alla toimii tällä hetkellä useita operatiivisia yhtiötä, jotka jakautuvat useisiin liiketoiminta-alueisiin. Yhtiön perustana toimii prosessiputkistojen liiketoiminta (Viafin Process Piping), jonka lisäksi Viafinilla on laiteasennusliiketoiminta (Viafin Installation), teollisuuden kunnossapito (Viafin Industrial Service) sekä kaasuun liittyvä liiketoiminta (Viafin GAS). Viimeaikaisista yritysostoista tuulivoiman kunnossapitoa tekevän Viafin Wind Servicen sekä Viafin OT Servicen liiketoiminnot voi sanoa kuuluvan teollisuuden kunnossapidon alle.

Näiden eri liiketoimintojen alla toimii toimipisteiden tai alueiden mukaan jaoteltuja tytäryhtiöitä. Esimerkiksi Industrial Servicen alle kuuluu tällä hetkellä seitsemän eri yhtiötä ja Process Pipingin alle kolme eri yhtiötä. Kaikki tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yksikköinä omilla palvelualueillaan. Käsitksemme mukaan yhtiöt pääsevät keskittymään operatiiviseen tekemiseen, kun nykyaikaisilla toiminnanohjausjärjestelmillä muu työ on minimoitu, sitä on helpotettu huomattavasti tai viety ylemmäs konsernitasolla. Tämä mahdollistaa ketterän ja kustannustehokkaan toiminnan.

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

Yhtiön organisaatorakenne voi vaikuttaa raskaalta monine yhtiöineen ja paikallisine johtoineen, mutta se myös alentaa emoyhtiön taakkaa, joka pystyy toimimaan kevyemmällä organisaatiolla. Lisäksi paikallinen läsnäolo ja päätösvalta on liiketoiminnassa tärkeää. Sen avulla pystytään mm. paremmin kontrolloimaan henkilöresurssien käyttöä ja siten kapasiteetin käyttöastetta.

Organisaatiomallin avulla on luotu myös vahvoja kannustimia. Tytäryhtiöiden avainhenkilöstö on pyritty sitouttamaan yhtiön taloudelliseen kehitykseen tytäryhtiöiden osaomistuksen muodossa. Viafin Service omistaakin nykyisin tytäryhtiöistään vaihdellen 80-100 %. Tämä tarkoittaa, kannustimien lisäksi, että kaikki voitot tytäryhtiöistä eivät valu suoraan Viafin Servicen osakkeenomistajille vaan ne vähennetään ennen nettotulosta vähemmistöosuuksina.

Vähemmistöosuus on ollut noin 5-7 % tuloksesta ennen veroja historiassa. Viime vuonna vähemmistöosuus oli noin 0,2 MEUR, mikä oli noin 4 % tuloksesta ennen veroja. Vähemmistöjen osuus on pienentynyt historiasta, kun omistusta tytäryhtiöissä on lisätty Viafin Servicen toimesta. Usein perustamisvaiheessa tai yritysoston alkuvaiheessa avainhenkilöstön omistusosuus on suurempi ja liiketoiminnan edetessä suunnitelmallisesti Viafin Service voi usein lisätä omistustaan tytäryhtiössä. Yritysostot nostavat arviomme mukaan tänä vuonna vähemmistöjen määrää, mutta ennustamme osuuden pysyvän kohtuullisen maltillisena pidemmällä aikavälillä (4-5 %).



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Liiketoimintamalli

Viafin Servicen liiketoiminta voidaan jakaa kahteen eri osa-alueeseen:

- Alueellinen huolto ja kunnossapito
- Projektit

Kunnossapito kattaa yhtiön liikevaihdosta normaalisti noin 75 % ja Projektit noin 25 %. Vuonna 2023 Kunnossapito oli jopa 92 % liikevaihdosta, kun vuoden 2022 erittäin vahva projektimarkkina kääntyi heikompaan suuntaan vuonna 2023.

Kunnossapitoliiketoiminta keskittyy teollisuuden putkistoihin ja tuotantolaitteisiin

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

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 kannattavia tulonlähteitä, sillä palvelusopimukset sisältävät usein vain kiinteähintaisen kunnossapidon. Niiden osuus kokonaisvolyymista on kuitenkin pieni arviomme mukaan.

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

Projektit kannattavia ja osaamisen keskiössä

Projektiliiketoimintaan kuuluu pieniä tarkoin valittuja ja asiakkaiden tarpeisiin rakennettuja noin 1-5 MEUR:n projekteja. Yhtiö fokusoituu ainoastaan pieniin ja keskisuuriin projekteihin niiden matalamman riskiprofiilin ja vähäisemmän kilpailun takia. Keskittyminen pieniin ja vain palveluliiketoimintaa tukeviin projekteihin on mielestämme perusteltua yhtiön koko ja kehityssuunta huomioon ottaen. Arvioimme, että keskittyminen projekteissa omaan erikoisosaamisen (mm. putkistot) ja pienemmän luokan hankkeisiin tekee projekteista yhtiölle hyvin kannattavia ja pitää niiden riskit hallinnassa.

Yhtiön Projektit-liiketoiminnan perustana toimii räätälöidyt putkistoprojektit eri teollisuuden aloilla. Teollisuuden putkistoasennusten lisäksi Projektit-liiketoiminta sisältää mm. teollisuuden painelaitteiden asennusta ja korjausta, teollisuuden teräsrakenteiden ja kanavien asennusta sekä pumppujen, puhaltimien ja muiden laitteiden asennusta.

Kaasuliiketoiminnan osalta projekteihin kuuluu biokaasuasemien projektit, erilaiset kaasuratkaisut teollisuudelle, kaasuverkoston projektit sekä vetykaasuun liittyvät projektit. Kaasuun liittyvistä hankkeista esimerkkinä toimii huhtikuussa 2022 Viafinin solmima sopimus Haminan LNG-terminaalin viimeistelytoista. Hankkeessa Viafin tarjosi asiakkaalle putkisto- ja kaasualan erikoisosaamista huoltovarmuuskriittisessä kohteessa.

Esivalmistus vähentää kohteessa tehtävää työtä

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

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Liikevaihdon lähteet keskittyneet Suomen teollisuuteen

Viafin Servicen liikevaihdon maantieteellinen jakautuminen on Suomessa laajaa, mutta markkinan pienen koon vuoksi yhtiö on kuitenkin riippuvainen yksittäisten teollisuudenalojen sekä asiakkaiden liiketoiminnasta ja näkymistä. Yhtiön suurimmat toimialariippuvuudet ovat sellu- ja kartonkiteollisuudessa, energiateollisuudessa, kaasuteollisuudessa, kemianteollisuudessa ja metalliteollisuudessa.

Aikaisemmin yhtiö oli hyvin riippuvainen sellu- ja kartonkiteollisuuden näkymistä. Jopa yksittäisen tehtaan menestyksellä on voinut olla merkittävä vaikutus yhtiön suoritukseen. Viime vuosien aikana liiketoiminta on kuitenkin hajaantunut selvemmin mm. Viafin GAS Oy:n yritysoston, energia- ja metalliteollisuuden osuuden nousun ja elintarviketeollisuuteen laajentumisen myötä. Näin yhtiö ei ole enää pelkästään sidoksissa tietyn alan menestykseen eikä Viafin Service ole esimerkiksi nykyisestä metsäteollisuuden heikkoudesta merkittävästi kärsinyt.

Kasvuun tarvitaan käsipareja

Yhtiön liiketoiminta on pitkälti asiantuntijoiden suorittamaa asennus- ja huoltotyötä. Työn luonne tarkoittaa, että orgaaninen kasvu edellyttää uusien työntekijöiden rekrytointia tai nykyisten resurssien tuottavuuden nousua. Maksimaalisen tuottavuuden kiristäminen resursseista ei varmasti ole mielekäs tapa kasvaa, vaan kasvu syntyy ennemmin käsipareja lisäämällä. Kilpailu resursseista eli suorittavista työntekijöistä ei ole arviomme yleisesti tiukkaa

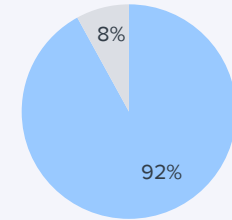
ainakaan tällä hetkellä ja yhtiön kasvu on mahdollista myös paikallisesti rekrytoimalla. Lisäksi työnteko ei arviomme mukaan vaadi kovinkaan pitkää koulutusta (vaikkakin hyvää ammattitaitoa), mikä madaltaa kynnystä löytää uusia työntekijöitä.

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

Osittaista syklistä

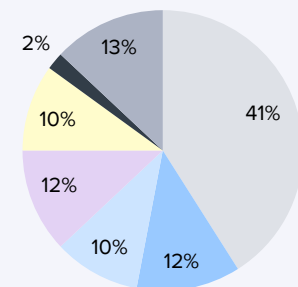
Alan liiketoiminta on etenkin projekteissa osittain suhdannevaihteluille altista liiketoimintaa, kuten on nähtiin vuoden 2023 aikana. Kunnossapito on palveluliiketoimintaa, mutta selkeästi täysin jatkuvan tai toistuvan liiketoiminnan osuus tästä on arviomme mukaan vähäistä. Kunnossapito on luonteeltaan kuitenkin vähemmän altis suhdanteille tai joissain tilanteissa myös jopa vastasyklisiä. Yhtiön syklistä onkin osaltaan kaksi eri puolta. Projekteja tehdään paljon hyvän suhdanteen aikana, kun mm. kapasiteettia pyritään lisäämään, koneita uusitaan tai uusia tehtaita käynnistetään. Vastasyklistä voi tuoda teollisuuden huollot ja kunnossapito, jossa kysyntä voi osin lisääntyä heikon suhdanteen aikana. Isoimpia investointeja haluta välttää ja pyritään ajamaan vielä nykyisillä koneilla, mitkä voivat vaatia enemmän huoltoa.

Liikevaihtojakauma liiketoiminnoittain (2023)



■ Kunnossapito ■ Projektit

Liikevaihdon jakauma teollisuusaloittain 2023



■ Sellu ja kartonki ■ Energia ■ Kemia
■ Kaasu ■ Metalli ■ Elintarvike
■ Muut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Hinta ja tarjonta kilpailutekijöitä

Toimialan piirteistä johtuen yhtiön asemaan liittyy riski siitä, että jokin isompi kilpailija vahvemmalla tarjonnalla alkaisi hinnoittelulla vallata markkinaosuuksia. Tätä on nähty osittain kunnossapidon kokonaisulkoistuksissa, missä isommat kilpailijat ovat hyvin vahvoilla asiakkaiden näkökulmasta ja pienempiä toimijoita käytetään vähän. Muun muassa tämä selviää [KKV:n tekemästä Caverionin ja Mainpartnerin yrityskauppatutkimuksesta](#), missä on käyty läpi markkinaa.

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

Viafin Service erottuu kilpailijoistaan mielestämme vahvan paikallisen läsnäolon (toimipisteitä perustetaan teollisuusalueille suoraan), vahvojen osaavien vetäjien, yrittämisen mukaisen kulttuurin sekä erittäin vahvan osaamisen kautta. Etenkin putkiliiketoiminnan osaaminen sekä referenssit toimivat osanaan

arvioltamme kilpailuetuna yhtiön päämarkkinassa, jossa yhtiö on tietojemme mukaan markkinajohtaja. Muuten saavutettavat kilpailuedut markkinalla ovat vähäisiä ja alalla on matalat alalietulon esteet.

Kustannukset pääosin muuttuvia

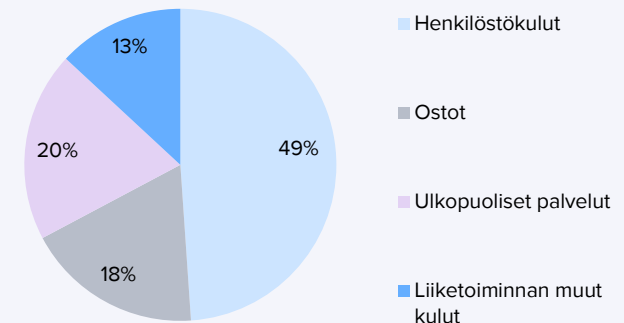
Yhtiön liiketoiminta skaalautuu näkemyksemme mukaan pitkällä aikavälillä suhteellisen heikosti, sillä suurin osa kuluista on muuttuvia. Arviomme mukaan yhtiön kuluista noin 65-75 % on muuttuvia ja loput kiinteitä. Yhtiön liiketoiminta on hyvin henkilötyöpainotteista, minkä vuoksi liikevaihdon kasvattaminen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

Henkilöstökulut ovat olleet isoin osa kuluista historiallisesti. Vuonna 2022 osuus laski selvästi, kun Projektit-liiketoiminta kasvatti niin materiaalien kuin ulkopuolisten palveluiden (projekteja tehdään alihankinnan avulla) osuutta kokonaisuudesta. Vuonna 2023 henkilöstökulujen osuus on palannut normaalimmalle 40-50 %:n tasolle. Toisaalta heikko projektimarkkinan vuosi laski ostojen kuin ulkopuolisten palveluiden osuutta viime vuonna normaalia alhaisemmalle tasolle. Arvioimme, että tänä vuonna suhteet palautuvat normaalimmalle tasolle. Liiketoiminnan muut kulut ovat olleet hieman päälle 10 % kokonaiskuluista historiassa ja erää voi pitää suhteellisen kiinteänä osana kulurakennetta.

Toimialan tunnusmerkkejä

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

Kustannusrakenne 2023 (%-osuus kuluista)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Toimialan muutosnopeus maltillinen

Perushuoltotyö tai putkien asennus ei toimialana muutu kovinkaan nopeasti, mutta tehtaissa ja koneissa/laitteissa käytettävä teknologia on jatkuvassa muutoksessa, mikä lisää Viafin Servicen kaltaisten palvelutoimittajien tarvetta päivittää koko ajan tarjoamaansa. Tehtaissa ja niiden koneissa ja laitteissa käytettävien etäluettavien ja -ohjattavien antureiden sekä laitteiden määrä kasvaa vauhdilla. Tämä asettaa lisää vaatimuksia Viafin Servicen kaltaisille toimijoille ja osaamista on kartutettava jatkuvasti. Vielä nykyisellä palveluvalikoimalla ja osaamistasolla näemme Viafin Servicellä kehittämisen tarvetta digitaalisissa järjestelmissä. Tehtaiden ja laitteiden digitalisaatio, automatisaatio ja kytketyminen toisiinsa luo myös Viafin Servicelle uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja arvioimme yhtiön tarkkailevan tilannetta myös yritysosto- ja rekrytointimarkkinoilla.

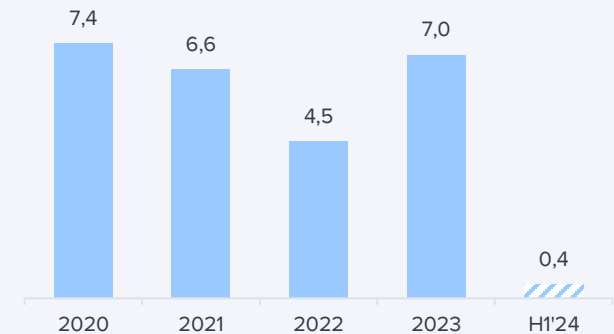
Pääomaintensiivisyys matala

Yhtiön liiketoiminta ei sido huomattavasti pääomia eikä investointitarve ole kovinkaan suuri. Käyttöpääoma on normaalisti selvästi negatiivinen eikä yhtiö tarvitse merkittävässä määrin koneita, kiinteistöjä tai laitteita liiketoimintaansa. Tämä vapauttaa operatiivisen kassavirran yhtiön käyttöön ja alalle onkin tyyppistä melko alhainen kannattavuus, hyvä kassavirta, hyvä pääoman tuottopotentiaali ja negatiivinen käyttöpääoma. Yhtiön operatiivinen rahavirta onkin viime vuodet ollut erittäin hyvä, vaikka kannattavuudessa on ollut vaihteluita. Pääsääntöisesti kassakonversio-% (operatiivinen kassavirta/käyttökate) on ollut yli 100 % viime

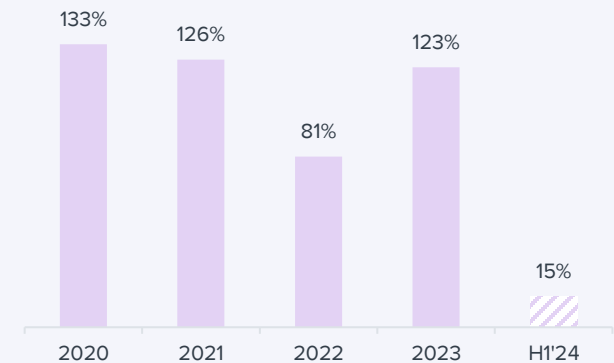
vuodet. Vuoden 2024 H1:llä operatiivinen kassavirta laski kuitenkin 0,4 MEUR:oon (H1'23: 3,5 MEUR) ja myös kassakonversio oli puolivuotistarkastelulla alhainen. Heikompaan kassavirtaan johti kunnossapidon seisokkitöihin sitoutuneet myyntisaatavat. Työt ovat ajoittuneet juuri H1:n loppupuolelle, mikä selittää poikkeuksellista pääomien sitoutumista. Kyse olikin pääosin ajoituksellisesta asiasta ja myös vertailukauden lukema on ollut poikkeuksellisen vahva. Kassavirran ja myyntisaamisten tulisi palata normaalille tasolle H2:lla yhtiön mukaan. Yhtiön pääomia käytetään ensisijaisesti orgaaniseen kasvuun, yritysostoihin ja osingonmaksuun. Yhtiön orgaaniset investoinnit (ei yritysostoja) olivat vuonna 2023 laskelmiemme mukaan noin 1,4 MEUR (2022: 1,4 MEUR), mikä on noin 2 % liikevaihdosta. Tyypillisesti investoinnit ovat olleet 0-2 % liikevaihdosta ja odotamme tämän tason jatkuvan tulevaisuudessa, sillä liiketoiminnassa ei ole tapahtunut isoja muutoksia.

Pääomia ei myöskään valu velkojen hoitoon, sillä korollista velkaa (pl. IFRS 16 vuokrasopimusvelat) yhtiöllä ei tällä hetkellä ole. Yhtiön vahvan kassavirran ansiosta yhtiöllä on edelleen H1'24 lopussa 7,4 MEUR rahavaroja taseessa, vaikka yhtiö on suorittanut kaksi yritysostoa lyhyen aikavälin sisällä kuluttaen näihin yhteensä noin 6 MEUR kassavaroja. H1:n rahavarojen määrään on negatiivisesti myös vaikuttanut kassavirran ajoituksellinen heikkous, kuten yllä selostimme. Poikkeuksellisista eristä huolimatta on kuitenkin myös hyvä nähdä, että kassaa on saatu liikkeelle taseesta, sillä yhtiön liiketoiminnan pääoman tuotoilla ja kassavirralla se kannattaa sijoittaa liiketoiminnan kasvattamiseen.

Hyvä kassavirta* mahdollistaa investointeja ja anteliasta voitonjakoa (MEUR)



Tulos valuu hyvin kassavirraksi



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Pääoman tuotto kertoo pääomakeyvystä liiketoiminnasta

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

Tietyissä pääoman tuottoa mittaavissa luvuissa näkyy kuitenkin taakkana yhtiön iso kassapositio. Rahavarat olivat vielä 2023 lopussa jopa 39 % yhtiön taseen loppusummasta, mikä heijastuu oman pääoman tuoton (ROE-%) sekä sijoitetun pääoman tuottolukuihin (ROI-%, ROCE-%). Yhtiö olisi periaatteessa voinut maksaa koko kassansa ulos omistajille ja tällä nostaa tuottolukunsa selvästi paremmalle tasolle. Lisäksi oman pääoman tuotto vertaa vain yhtä pääomaerää ja vielä nettotulokseen, missä mahdollisesti alasta ja yhtiöstä riippuen on erilaisia kirjanpitokäytäntöjä ja oikaisuja. Nettotulokseen voi vaikuttaa esim. kertaluonteiset erät, pääomarakenne, eri maiden veroasteet, käyvän arvon muutokset ja vaihtoehtoiset laskutavat.

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

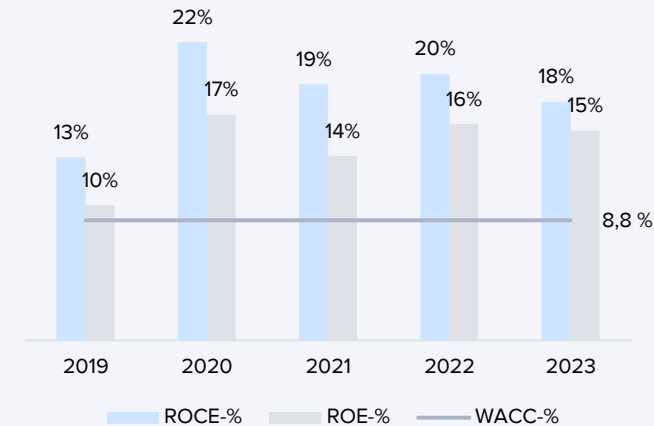
vähennetty nettokassa. Näin saadaan verrattua liiketoiminnan tuottamaa tuottoa pääomaan, joka on tällä hetkellä kiinni operatiivisessa liiketoiminnassa.

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

Viafin Servicen ROIC-% on ollut laskelmiemme mukaan oikein hyvällä tasolla. Yhtiön liiketoiminnassa kiinni olevat pääomat ovat tuottaneet keskimäärin 52 % viimeisen viiden vuoden aikana (2019-2023). ROIC-% myös säilyi korkeana noin 60 %:ssa yhtiön liiketoimintamalliin ja ennustamaamme kannattavuuteen perustuen.

Viafin Servicen pääoman tuotto ylittää selvästi sen pääoman tuottovaatimuksen (WACC-%: 8,8 %). Viafin Service pystyy näin luomaan omistaja-arvoa ainakin tämän mittarin perusteella. Viafin Servicen pääoman tuottoja ei tosin pitäisi suoraan verrata muihin toimialoihin, sillä tase on verrattain kevyt. Luvut ovat kuitenkin Helsingin pörssin muihinkin kevyellä taseella operoiviin yhtiöihin nähden hyvällä tasolla.

Pääoman tuottoluvut kohtuulliset jo iso kassa huomioiden



ROIC-% mitattuna pääoman tuotot erinomaisia



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

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

Strategia keskittyä paikalliseen toimintaan

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

Maantieteellinen laajentuminen ulottuu nykyisen strategian alla koko Suomen tasolle eikä selkeitä alueita olla erikseen mainittu. Yhtiö tuntuisi haluavan saavuttaa Suomessa merkittävän aseman ja ulottaa palveluidensa verkoston maanlaajuiseksi usealla teollisuuden toimialalle. Suomeen keskittyminen on mielestämme hyvä ratkaisu tässä vaiheessa yhtiön kehitysvaihetta, sillä kasvettavaa laajemmassa 2 miljardin euron markkinassa vielä riittää.

Arviomme mukaan uudella strategiakaudella laajentumisen tahti kuitenkin hidastuu. Yhtiö on saanut viime vuosina merkittävää organista

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

Painopisteet todettu toimiviksi

Viafin Servicen tärkeimmät strategiset painopisteet ovat:

- 1) Asiakaslähtöisen palveluvalikoiman kasvattaminen ja palveluiden maanlaajuisen verkoston laajentaminen.**
- 2) Paikallisen liiketoiminnan ja kilpailukyvyyn jatkuva vahvistaminen.** Toiminta perustuu paikallisiin, yrittäjähenkisiin yksiköihin, joissa päätöksenteko on lähellä asiakasta.
- 3) Toimialan halutuin työpaikka.** Työntekijöillä vapaus ja vastuu tehdä toiminnasta asiakkaiden tarpeisiin sopivaa. Omistajuus yrittäjämäisen toiminnan työkaluna sekä alan parhaiden osaajien rekrytoinnissa ja sitouttamisessa.
- 4) Yritysostot omistaja-arvoa painottaen.** Yhtiö kartoittaa jatkuvasti mahdollisuuksia tehdä omistaja-arvoa kasvattavia yritysostoja.

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

Strategian keskiössä

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Nyt myös yritysostorintama on selvästi piristynyt ja yhtiön kassa sekä kassavirta antavat siihen edelleen resursseja. Yritystojen jatkon kannalta markkinatilanne voi olla otollinen, kun arvostukset sekä kysyntä ovat tietyissä liiketoiminnoissa laskeneet. Arviomme mukaan nykyisessä toimipisteverkossa on kuitenkin myös orgaanista kasvuväriä, jos markkina kestää kohtuullisesti talouden hiipumisen.

Yritystostoprosessin yksi kulmakivi on ollut, että Viafin Servicen tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yhtiöinä ja niiden integroiminen ei ole kovinkaan raskas prosessi. Viafin Service on viestinyt myös jatkavansa yritysostoja enemmistöosuuden hankkimalla sitouttaen näin henkilöstöä vähemmistöillä.

Yritystostojen tehty harkiten

Yritystostot ovat mielestämme olleet yhtiön strategian mukaisia ja niitä on tehty harkiten. Listallaolon aikana yhtiö on tehnyt neljä yritysostoa, joista ensimmäinen oli Gasum Tekniikka Oy. Nykyisin liiketoiminta tunnetaan nimellä Viafin Gas Oy. Liiketoiminta on kaasujärjestelmien kunnossapitoa, mikä sopii hyvin yhtiön strategiseen tavoitteeseen laajentua uusiin kunnossapitopalveluihin. Kaasujärjestelmissä putkistot ovat myös erittäin tärkeässä osassa, joten näemme liiketoiminnoille olleen myös hyviä synergioita. Yhtiö osti enemmistön vuonna 2019 (70 %) ja on lisännyt omistuksensa nykyisiin 85 %:iin.

Vuonna 2020 Viafin Service osti Astepa Oy:sta 90 %:n enemmistön. Astepa on ollut hyvin kannattava toimija Lappeenrannan

teollisuusalueella. Viafin Service pääsi näin laajentumaan tärkeällä teollisuusalueelle kaupan myötä.

Vuoden 2023 lopussa Viafin Service tiedotti ostaneensa Wind Group -liiketoiminnan JL Steel Group Oy:ltä. Kyseessä oli pieni kauppa eikä kauppahintaa julkistettu. Kuitenkin Wind Groupin myötä Viafin Service laajensi palveluvalikoimaansa tuulivoiman huolto- ja kunnossapitopalveluihin. Strategisesti liike vaikuttaa mielestämme järkevältä ottaen huomioon liiketoiminta-alueen vahvat fundamentit pitkällä aikavälillä. Kauppa myös täydentää Viafin Servicen nykyistä liiketoimintaa, mikä antaa uusia mahdollisuuksia tuulipuistojen ja tuulivoimaloiden asennus- ja kunnossapitopalveluissa.

Vuoden 2024 alkupuolella Viafin Service osti OT Servicen enemmistön (80 %). OT Servicen ostamisella Viafin Service pyrki vahvistamaan asemaansa Pohjois-Suomen kunnossapitomarkkinoilla. OT Service toimii kunnossapito- ja konepajapalveluiden tuottajana etenkin prosessiteollisuudessa. OT Servicen kasvu sekä kannattavuus ovat olleet erinomaiset myös Viafin Serviceen nähden. Viimeisen 3,5 vuoden aikana yhtiö on tietojemme mukaan kasvanut keskimäärin vuosittain 9 % (CAGR-%) ja kannattavuus on EBIT-marginaalilla mitattuna ollut keskimäärin 11,4 %. Siinä mielessä oikealla näkyvät lisäkauppahinnalla lasketut kaupan kertoimet eivät vaikuta kalliilta.

Viafin Servicen yritysostojen

2019 Gasum Tekniikka Oy

- Liikevaihto 15 MEUR, EBITDA 0,7 MEUR (2018)
- Kaasun kunnossapito
- EV/S 0,3x, EV/EBITDA 6x

2020 Astepa Oy

- Liikevaihto 2,3 MEUR, EBITDA 0,18 MEUR (2019)
- Teollisuuden kunnossapito
- EV/S 0,4x, EV/EBITDA 5x

2023 Wind Group

- Liikevaihto 0,5 MEUR, EBITDA 0,17 MEUR (2022)
- Tuulivoiman kunnossapito
- Ei kauppahintaa

2024 OT Service Oy

- Liikevaihto 11,7 MEUR, EBITDA 1,4 MEUR (2023)
- Teollisuuden kunnossapito ja konepajapalvelut
- EV/S 0,5x, EV/EBITDA 5x

Viafin Servicen strategian taloudelliset tavoitteet



Taloudelliset tavoitteet (2023-2025)

Kasvu

10 %:n kasvu keskimäärin vuosittain

- Kasvutavoite vaikuttaa historia huomioiden realistiselta
- Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiö on kasvanut keskimäärin 11 %:n vuosivauhtia
- Vuoden 2023 liikevaihdon laskun jälkeen vuoden 2024 kasvutahti näyttää jälleen lupaavalta
- Yhtiöllä on edellytykset markkinoita nopeampaan kasvuun Kunnossapidon toimipisteiden organisen kasvun ja yritysostojen avulla

Kannattavuus

Tavoitteena 8 %:n liikevoittomarginaali

- Tavoite nostettu korkeammalle, kun edellinen saavutettiin (aik. 5-7 %)
- Viafin Service oli koko edellisen strategiakauden tavoitteiden yläpäässä
- Historian (2020) perusteella 8 %:n tavoitteen saavuttaminen ei vaikuta epärealistiselta
- Strategisesti tärkeä kehityskohde, kun inflaatiopaineet ovat olleet korkealla ja kunnossapidon kannattavuus on jäänyt odotuksista

Kassakonversio < 100 %

Operatiivinen kassavirta ennen rahoituseriä ja veroja / Käyttökate

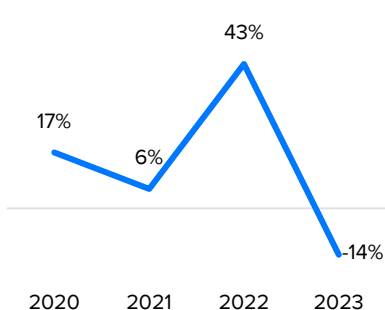
- Yhtiön liiketoimintamallin perusteella kassakonversion yli 100 %:n tavoitteen saavuttaminen ei pitäisi olla haastavaa
- Mielestämme yhtiön kevyt ja vuolasta kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli ei ole saanut nykyisellään tarpeeksi huomiota, joten kassavirran korostaminen ja sen laatuun panostaminen on järkevää

Osinko

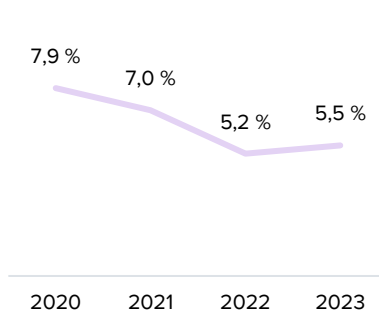
Kasvava osinko

- 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 yhtiön ykköstavoitteisiin, sillä yhtiö on kasvuvaiheessa

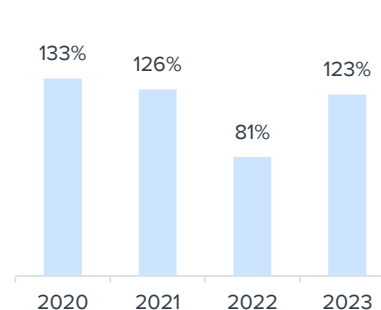
Liikevaihdon kasvu-%



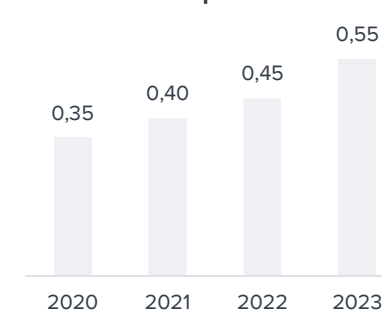
Liikevoitto-%



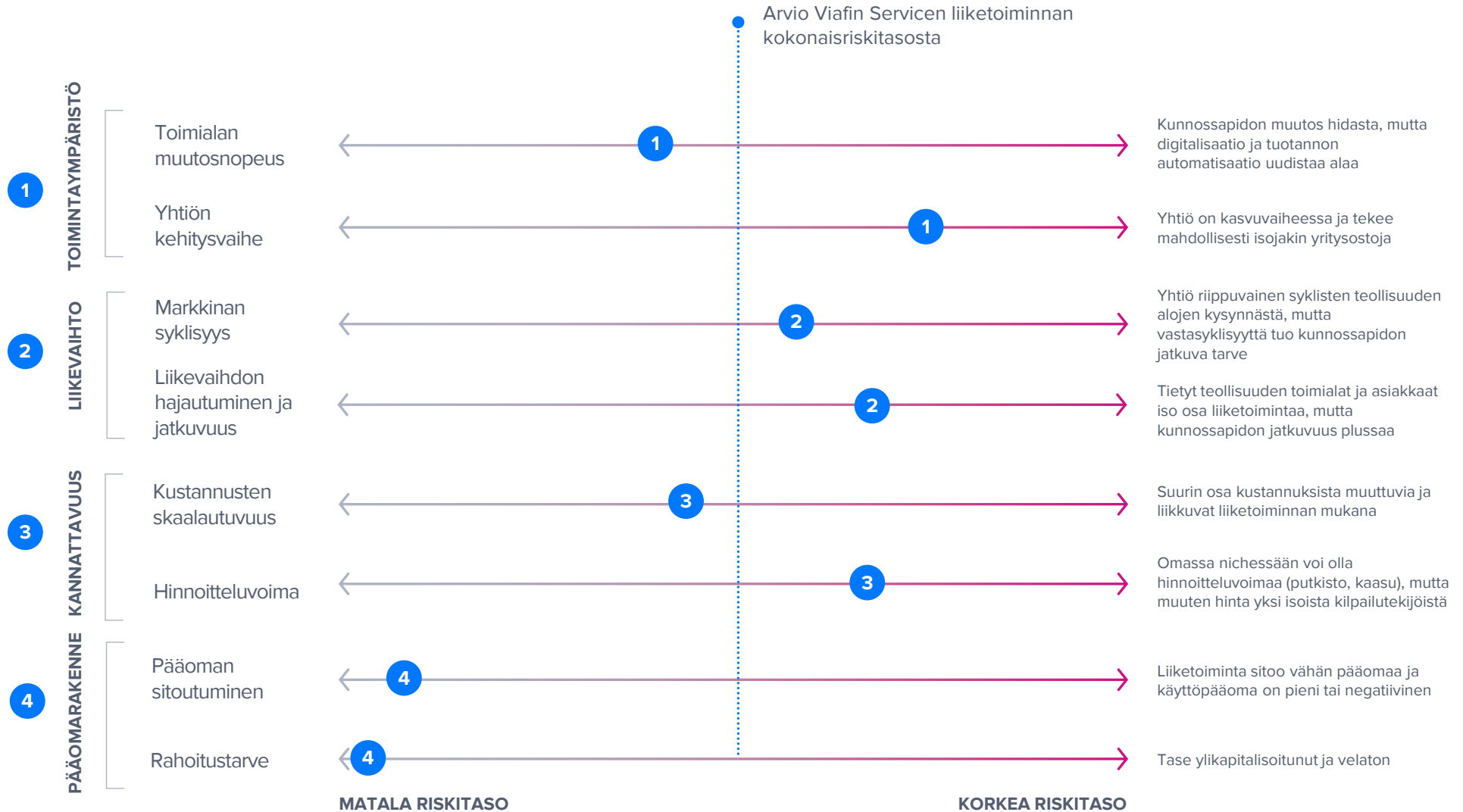
Kassakonversio-%



Osinko per osake



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Kasvuyhtiö kohtuullisen vakaalla kannattavuudella

2.

Merkittävä tuloskasvupotentiaali tavoitteiden toteutuessa

3.

Erittäin vahva pääoman tuotto

4.

Syklisten asiakastoimialojen luomat riskit

5.

Vahva kassavirta antaa edellytyksiä investoida kasvuun ja jakaa osinkoa

Potentiaali



- Liikevaihdon kasvu
- Kannattavuuden palauttaminen historiallisille tasoille
- Nykyisessä palveluvalikoimassa laajentuminen uusien toimipaikkojen ja yritysostojen kautta
- Uudet palvelualueet (esimerkiksi vety, tuulivoima)
- Tuloskasvu vähän pääomaa sitovassa liiketoimintamallissa mahdollistaa korkean pääoman tuoton, vahvan kassavirran ja kasvavan osingon

Riskit



- Mahdollisten yritysostojen epäonnistumisen riski
- Projektit-liiketoiminnan markkina- ja suhdanneriskit vakaasti jatkuvasta Kunnossapito-liiketoiminnasta huolimatta
- Yhtiön aggressiivisen kasvun myötä hintakilpailu voi kiristyä
- Suurimmassa osassa yhtiön liiketoimintaa matalat alalletulon esteet ja kestävien kilpailuetujen puute rajaa kasvupotentiaalia

Toimiala ja markkina 1/2

Teollisuuden kunnossapito

Teollisuuden kunnossapitopalvelut käsittävät eri kokoisten ja eri teollisuuden alojen laitoksilla suoritettavia laitosten, laitteiden ja laitosalueen kunnossapitoon ja huoltoon liittyviä palveluita. Tämä voi tarkoittaa mm. teollisten laitosten mekaanisia kunnossapitotöitä, sähkö- ja automaatiotöitä, korjaamopalveluita ja logistiikkapalveluita. Tarkoituksena on edistää laitosten kustannustehokasta toimintaa ja hallintaa. Palveluiden lisäksi toimialaan voidaan lukea teollisuuden kunnossapitoa tukevat projektit. Viafin Servicen pääliiketoiminnan (teollisuuden putkistot ja niiden kunnossapito) markkinakoko on yhtiön arvion mukaan noin 300 MEUR, josta yhtiön markkinaosuus on arviomme mukaan jo lähempänä 15-20 %. Kun kohdemarkkinaan lasketaan lisäksi sähkö-, automaatio-, pumppu- ja venttiilihuolto, puhutaan yhtiön mukaan varsin laajasta, noin 2 miljardin euron, kohdemarkkinasta. Markkinalla on siis selvästi tilaa kasvaa Viafinin kokoiselle toimijalle.

Ulkoistaminen iso trendi

Iso trendi alalla on kunnossapidon ulkoistus. Kunnossapidon ulkoistaminen voidaan tehdä kokonaisvaltaisesti tai osittain. Kokonaisulkoistus sisältää usein tehtaan tai tuotantolaitoksen kaikkien laitteiden ja koneiden kunnossapidon. Nämä ovat yleensä asiakkaille mielekkäämpiä (kaikki samasta paikasta) että myös toimittajalle usein kannattavampia. Kilpailu- ja kuluttaja-viraston teettämän taannoksen tutkimuksen mukaan kokonaisulkoistukset vaativat kuitenkin kokoa, laajaa tarjontaa sekä referenssejä, mikä saattaa sulkea osan kilpailijoista pois

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

Teollisuuden huolto pääosin tasaista

Oikealla näkyvä teollisuuden koneiden ja laitteiden huoltopalvelut ovat Suomessa pitkällä aikavälillä kasvaneet vuosittain noin 4,0 %:n vauhtia (1995-2023 CAGR-%). Markkina ei täysin kuvaa välttämättä Viafin Servicen tarjoamaa, mutta antaa mielestämme tarpeeksi hyvän vertailukohdan pitkän aikavälin markkinakehityksestä.

Markkina on kasvanut tasaisesti, mutta ei ole ollut suhdanteille immuuni. Vuonna 2009 volyymit laskivat yli 10 %:lla. Pitkäkestoisia laskuja ei kuitenkaan ole nähty ja markkinan voi olettaa kasvavan pitkällä aikavälillä BKT:n kanssa suhteellisen linjassa. Näemme kuitenkin ulkoistumistrendin jatkumisen avittavan markkinakasvun yli BKT:n tason.

Arvioimmekin yhtiön markkinoiden kasvavan noin 2-4 %:n vuosivauhtia seuraavien viiden vuoden ajan. Viafin Service on kasvanut markkinaan nopeammin historiassa orgaanisesti laajentamalla uusien toimipisteiden kautta. Yhtiö panostaa vahvan orgaanisen kasvun lisäksi merkittävästi yritysostoihin, joka heikomman markkinan vallitessa voi tarjota ostopaikkoja. Toimipisteiden kasvun ja yritysostojen myötä näemme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet markkinoita nopeampaan kasvuun.

Markkinoiden kasvu ollut tasaisen vahvaa notkahduksista huolimatta (indeksisarja 2021=100)



Toimiala ja markkina 2/2

Markkinoilla paljon toimijoita

Viafin Servicen päämarkkinoilla teollisuuden kunnossapidossa on monta toimijaa. Pienten investointitarpeiden vuoksi alalle tulon esteet ovat matalat ja huoltopalvelut kiinnostavat tällä hetkellä strategisesti monia toimijoita. Palveluiden perussopimusten jatkuva luonne ja projekteja parempi suhdannekestävyys houkuttelevat etenkin nyt, kun talous- ja markkinatilanteessa on epävarmuuksia.

Yhtiön kanssa kilpailevat kansainväliset isot toimijat, pienemmät huoltoyritykset, paikalliset yksityisyrittäjät ja tehtaiden oma huoltohenkilöstö. Isot ja keskisuuret toimijat voivat olla mukana usean eri toimialan (teollisuus, rakentaminen) ja palvelutyyppin (huolto, siivous, vartiointi, ruokahuolto) toiminnassa, jolloin teollisuuden palvelut ovat vain osa liiketoimintaa. Näiden toimijoiden leveämpi palvelutarjonta voi olla kilpailuetu ja johtaa pienempien toimijoiden sivuuttamiseen neuvoteltaessa isompien

tehtaiden perushuoltokohteista.

Markkinoilla isoja ja pieniä toimijoita

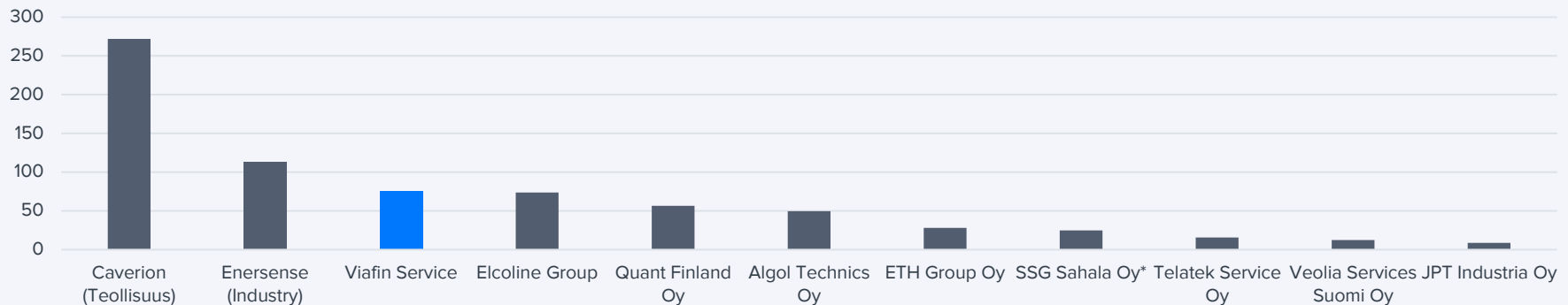
Viafin Servicen liikevaihdosta 100 % tulee Suomesta ja siinä markkinassa yhtiön kilpailijoita ovat mm. Caverion, Elcoline, Enersense ja Quant Finland. Viafin Service on laskelmiemme ja tietojemme mukaan yksi johtavista toimijoista, vaikka tarkkaa markkina-asemaa on eri teollisuuden kunnossapitoalojen vuoksi vaikea määrittellä. Huomioitavaa on, että alla olevat luvut ovat yhtiöiden tilinpäätöksistä tai muusta materiaalista, eivätkä välttämättä kerro yhtiöiden teollisuuden kunnossapidon liikevaihdon tasosta. Ne ovat osittain myös vain osia konserneista, eivätkä anna välttämättä kokonaista kuvaa yhtiöstä.

Konsolidaatiotakin alalla on nähty, kun kilpailukenttään kuuluva Elcoline Group osti 2023 vuodenvaihteessa SSG Sahalan. Elcoline Group on voimakkaasti viime aikoina kasvanut

teollisuuden kunnossapitäjä, jonka asiakasaloja ovat mm. meriteollisuus, terästeollisuus, kaivosteollisuus ja energiateollisuus. Käsitksemme mukaan Elcolinella on myös enemmän painoa sähkötekniisissä huolto- ja kunnossapitotehtävissä kuin esimerkiksi Viafin Servicellä.

Viafin Servicen toiminta-alueet ja myös teollisuusalueet poikkeavat hieman edellä mainituista yhdistyneistä kilpailijoista. Oston myötä Elcoline Group kasvaa yhtiön mukaan yli 100 MEUR:n liikevaihtoon vuonna 2024. Se nostaisi yhtiön ohi Viafin Servicen teollisuuden kunnossapidon markkinan kärkikahinoihin. Emme näe kaupan kuitenkaan muuttavan Viafin Servicen kilpailuasetelmaa merkittävästi, sillä maantieteellisesti ja liiketoiminnaltaan yhtiöt eroavat toisistaan Elcolinen toimiessa myös Ruotsissa.

Liikevaihto 2023 (MEUR)

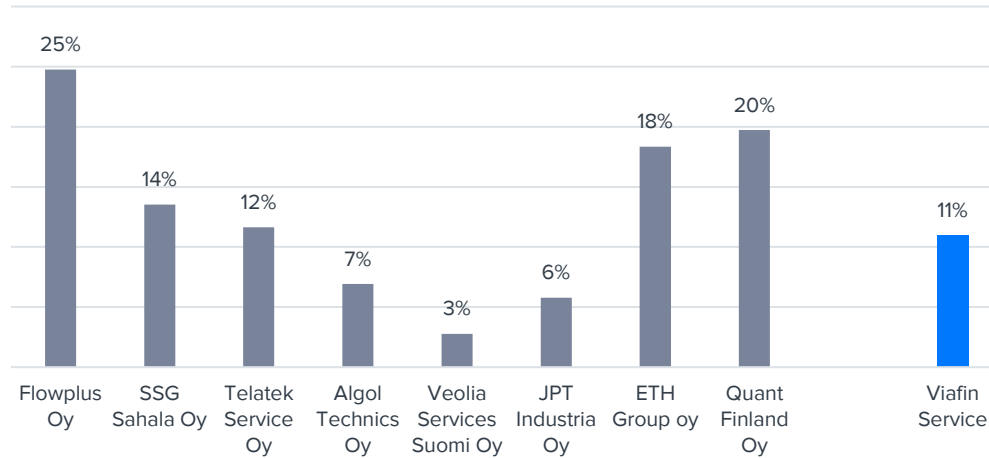


Lähde: Inderes, Yhtiöiden materiaali

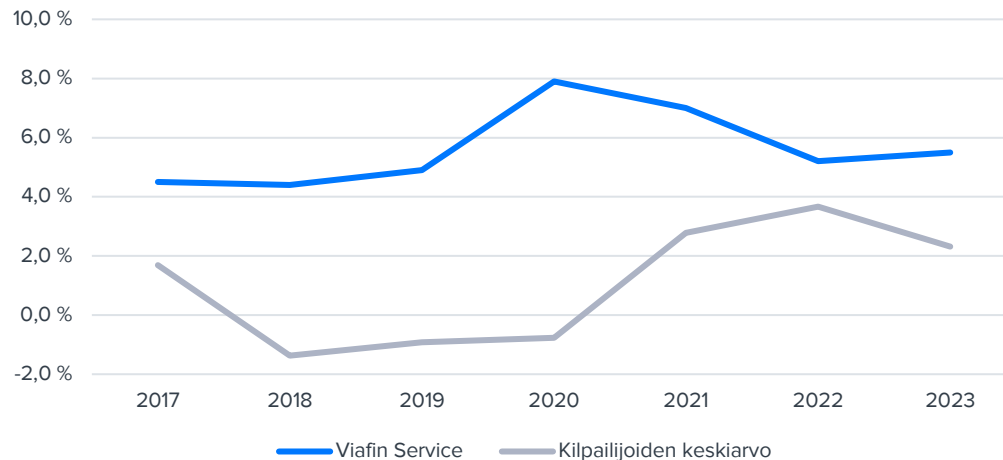
*SSG Sahala yrityskaupan myötä osa Elcoline Groupia vuodesta 2024 alkaen

Viafin Service vs. kilpailijat

Liikevaihdon kasvu (CAGR-% 5v)



Kannattavuus (EBIT-%)



Inderesin kommentti:

Viafin Servicen kasvu on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskimäärin valikoituja kilpailijoita matalampi. Keskimäärin valitut kilpailijat ovat kasvaneet noin 13 % vuosittain 2019-2023, kun Viafin Service on kasvanut noin 11 %:n vauhtia.

Osalla toimijoista kovaa kasvua selittää arviomme mukaan yrityskaupat ja orgaanista kasvua on vaikea arvioida. Viafinin heikompaa kasvua selittää heikempi projektimarkkinoiden vuosi 2023, kun monella kilpailijalla vuosi 2023 oli vielä kasvun vuosi. Eri teollisuuden alojen painot sekä eri liiketoiminnot selittävät arviomme mukaan myös eroja.

Viafin Servicen kannattavuus on kuitenkin ollut alan keskiarvoa parempi, vaikka kuitenkin keskiarvoistumaan päin viime aikoina. Viafin Servicen kannattavuus oli pitkään nousujohteista kunnossapidon kasvuhaasteisiin asti. Jälleen vuonna 2023 kannattavuus lähti parantumaan kohti entisiä tasoja.

Viafin Servicen kannattavuus on myös ollut paljon tasaisempi kuin kilpailijoilla. 2021-2022 vuodet kilpailijoiden kannattavuus parantui tappioista selvästi positiiviseksi, mutta kääntyi jälleen matalammalle tasolle vuonna 2023. Parhainta kannattavuutta vuonna 2023 teki Telatek Service noin 11,5 %:n marginaalillaan kertoen alan kannattavuuspotentialista.

Taloudellinen tilanne 1/2

Tase on vahva

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

Viimeisimmässä tulosraportissa (H1'24) yhtiön omavaraisuusaste oli noin 49 % ja velattoman taseen (ilman IFRS 16) takia velkaantumisaste oli selvästi negatiivinen. Vuoden 2024 ensimmäisen vuosipuoliskon lopussa kassavarat olivat 7,4 MEUR:ssa eli yli 2 euroa osakkeelta. Vaikka kassavarat ovat laskeneet (2023: 17,2 MEUR) yritysostojen ja H1:n käyttöpääoman ajoituksen vuoksi, olivat ne edelleen 15 % yhtiön taseen loppusummasta. Yhtiön tase on näin ollen hyvinkin vahva yritysostoin ja organisesti toteutettavaa kasvustrategiaa ajatellen.

Taseen pääomat kasvaneet yritysostojen myötä

Yhtiön taseasema on viimeisten yritysostojen myötä muuttunut hieman ja kasvattanut kokoaan. Taseen loppusumma oli vuoden 2024 H1:n lopussa 50,3 MEUR, kun se vuoden 2023 lopussa oli 40,0 MEUR. Yritysostojen myötä liikearvo sekä aineelliset hyödykkeet ovat taseessa nousseet. Aineellisten hyödykkeiden nousu on seurausta Ot-Servicen käyttöoikeusomaisuuserien noususta (IFRS 16), joka on seurausta ostetun yhtiön vuokralla olevista tiloista. Sinänsä konkreettista kiinteää

omaisuutta taseeseen ei kaupan myötä tullut merkittävästi.

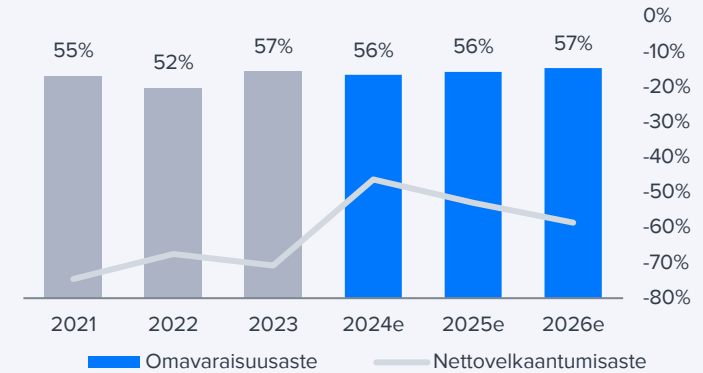
Yritysostot kuitenkin nostavat taseessa olevaa pääomaa ja ne myös vaikuttavat pääoman tuottolukuihin hieman heikentävästi. Pääoman tuottolukujen perusteella tulevaisuudessa voi myös seurata, kuinka onnistuneita yritysostot todellisuudessa olivat. Ennusteillamme yhtiön pääoman tuotot pysyvät kuitenkin tulevaisuudessa hyvällä tasolla noin 40 %:ssa (ROIC-%), mutta ne tulevat laskemaan historian noin 50 %:n tasosta.

Liikearvo korostuu entisestään

Yhtiön taseessa korostuu liikearvo (H1'24: 13,3 MEUR), joka on nyt noin 26 % taseen loppusummasta (2023: 20 %). Liikearvo on kertynyt ennen listautumista tehtyjen yhtiöittämissä ja viime aikaisten yritysostojen seurauksena. Liikearvon korkeasta osuudesta huolimatta liiketoimintojen odotetun positiivisen kehityksen myötä emme näe merkittävää riskiä, että liikearvoon kohdistuisi painetta alaskirjauksille. Liikearvoa ei poisteta taseesta IFRS-raportoinnissa. Sen staattisen luonteen vuoksi yhtiön (tai yritysostojen) tuloksenteonkyvyn tulee säilyä samalla tasolla tai parantua, jotta pääoman tuotot säilyvät tai parantuvat nykyisestä tasostaan (muiden tekijöiden säilyessä ennallaan).

Taseessa oikean kiinteän omaisuuden osuus on vähäinen H1'24 lopussa. Kiinteästä omaisuudesta vastaa 2,6 MEUR:n koneet ja kalusto -erä. Tämän lisäksi IFRS 16 mukaisia erä varoissa on 2,3 MEUR käyttöoikeusomaisuuserän muodossa.

Taseen avainlukujen kehitys



Taloudellinen tilanne 2/2

Vuoden 2024 H1 lopussa lyhytaikaisissa varoissa näkyy kassan (7,4 MEUR) lisäksi yhtiön pieni varasto (1,9 MEUR) sekä nyt koholla olevat myyntisaamiset (21 MEUR). Arvioimme, että myyntisaamisiin ei liity merkittäviä riskejä luottotappioista, kuten yhtiökin on todennut vuoden 2023 vuosikertomuksessaan.

Oma pääoma yhtiöllä oli H1'24 lopussa noin 23,4 MEUR. Tästä 1,2 MEUR oli vähemmistöosuuksia. Toimiva henkilöstö usein omistaa tytäryhtiöistä osuuden sitouttamistarkoituksen mukaisesti. Tämä vähentää myös nettotuloksen määrää, kun vähemmistöille tuloutetaan heidän osuus.

Velkapuoella yhtiön merkittävät erät liittyvät käyttöpääomaan. Ostovelat olivat ensimmäisen vuosipuoliskon lopussa 21,8 MEUR ja saadut ennakot asiakkailta noin 2,2 MEUR. Verrattaessa ostovelkojen määrää ja myyntisaamisten määrää, on myyntisaamiset nyt H1 lopussa olleet normaalia korkeammat, kun taas ostovelat ovat olleet taseeseen nähden suhteellisen normaalilla tasolla. Tämä selittää hyvin aikaisemmissa kappaleissa käsiteltyä kassavirran tasoa H1'24 lopussa. Normaalisti yhtiön nettokäyttöpääoma on selvästi negatiivinen ja liiketoiminta rahoittaa itsensä etupainotteisesti.

IFRS 16 tuo varojen lisäksi taseeseen vuokrasopimusvelkoja noin 2,3 MEUR:lla (H1'24), mikä näkyy veloissa. Muuten korollista velkaa yhtiöllä ei ole ja yhtiön nettovelka on selvästi negatiivinen.

Taserakenne oivallinen kasvuun sekä myös osinkojen jakamiseen

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

Viafin Servicen investointitarve käyttöomaisuuteen on myös erittäin vähäinen (pl. IRFS 16 -erät), koska liiketoiminta pohjautuu vahvasti henkilöstön osaamiseen. Yhtiön toimitilat ovat vuokrattuja, eikä kiinteään omaisuuteen ole juuri investoitu. Yhtiöllä ei ole käsityksemme mukaan myöskään lähitulevaisuudessa odotettavissa merkittäviä investointeja mahdolliset yritysostot poislukien.

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

Taserakenne H1'24



Taloudellinen tilanne

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	11,2	12,0	19,0	18,9	18,7
Liikearvo	8,1	8,6	13,3	13,3	13,3
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Käyttöomaisuus	2,5	2,7	5,1	4,9	4,7
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Vaihtuvat vastaavat	33,5	32,0	34,0	39,2	44,4
Vaihto-omaisuus	1,5	0,9	1,8	1,9	2,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	16,2	14,0	16,7	18,1	19,4
Likvidit varat	15,8	17,2	15,6	19,2	23,0
Taseen loppusumma	44,7	44,0	53,1	58,1	63,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	22,6	24,0	28,7	31,9	35,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	4,1	5,4	7,7	11,0	14,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,6	17,6	19,0	19,0	19,0
Vähemmistöosuus	0,9	0,9	1,9	1,9	1,9
Pitkäaikaiset velat	0,2	0,0	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,2	0,0	1,9	1,9	1,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	21,8	19,9	22,5	24,3	25,9
Korolliset velat	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	20,4	18,8	21,1	22,9	24,5
Muut lyhytaikaiset velat	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Taseen loppusumma	44,7	44,0	53,1	58,1	63,2

Ennusteet 1/3

Ennusteiden perusteet

Ennusteisimme ei tullut laajan raportin päivityksen yhteydessä merkittäviä muutoksia. Ennustamme Viafin Servicen liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa yhtiön uusien toimipisteiden, markkinaennusteiden ja talouskehityksen kautta. Seuraamme erikseen sekä Projektien että Kunnossapidon liikevaihdon kehitystä ennusteissamme puolivuotistasolla. Yhtiö raportoi kvartaaleittain liikevaihdon ja muutaman avainluvun, mutta tarkemmat ennusteemme ovat puolivuotistasolla.

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

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

Yritysostot tukevat kasvua vuonna 2024

Viafinin alkuvuosi on mennyt kannattavan kasvun merkeissä. Liikevaihto on kasvanut H1:n aikana 10 %:lla 41,6 MEUR:oon. Projektimarkkinan palautuminen on nostanut Projektit-liiketoiminnan liikevaihtoa jopa 90 %:lla 7,1 MEUR:oon ensimmäisen vuosipuoliskon aikana.

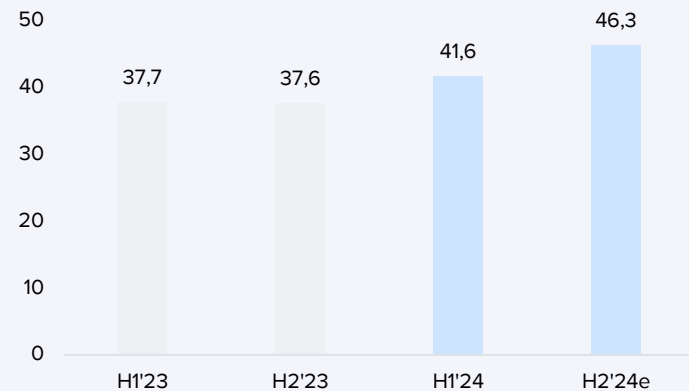
Kunnossapito-liiketoiminnassa orgaaninen kasvu on ollut arviomme mukaan negatiivista, mutta OT Servicen (2023 liikevaihto: 11,7 MEUR) sekä Wind Groupin (2022 liikevaihto: 0,5 MEUR) yritysostot ovat pitäneet liikevaihdon H1:llä vertailukauden tasolla 34,5 MEUR:ssa (H1'23: 34,0 MEUR).

Kasvaneen liikevaihdon, Kunnossapidon tehostumisen ja Projektit-liiketoiminnan palautumisen ansiosta liikevoitto nousi H1:llä lähes 50 % 1,6 MEUR:oon ja marginaali parantui 4,3 %:iin (3,3 %). Projektit-liiketoiminnan palautuminen on tärkeää jatkuvalla kannattavuuden nousulle, sillä se on ollut Viafin Servicelle hyvin kannattavaa liiketoimintaa.

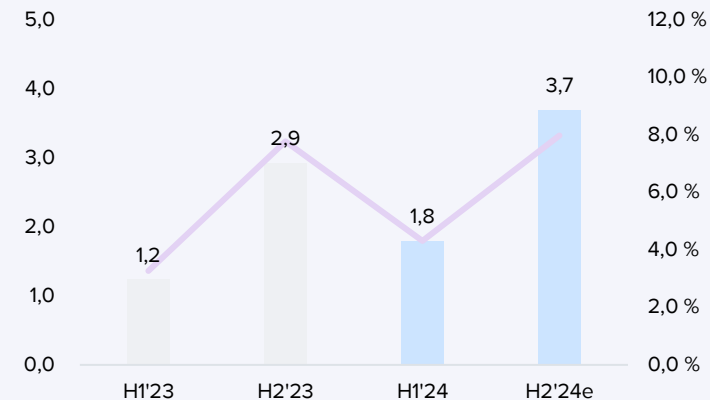
Hyvän alkuvuoden jälkeen odotamme saman tahdin jatkuvan myös loppuvuonna. Viafin Service itse odottaa liikevaihdon vuonna 2024 kasvavan (2023: 75,4 MEUR) ja suhteellisen liiketuloksen (EBIT-%) paranevan (2023: 5,5 %) vertailukaudesta. Ohjeistuksen suhteen ollaan jo H1:n jälkeen hyvissä asemissa (kasvu: +10 %, marginaalikasvu: +1,0 %), mutta odotamme edelleen liikevaihdon kasvun kiihtyvän H2:lla 23 %:iin. Tämä nostaa liikevaihdon ennusteissamme vuonna 2024 kokonaisuudessaan 17 %:lla 87,9 MEUR:oon.

Oletuksemme perustuvat vakaaseen Kunnossapidon markkinaan ja piristyvään Projektit-liiketoiminnan aktiviteettiin. Hieman epävarmuutta aiheuttaa asiakkaiden kustannussäästötoimet sekä lakot ja syksyn TES-kierrokset. Kunnossapidon liikevaihdon odotamme nousevan 8 %:lla 74,8 MEUR:oon ja Projektit-liiketoiminnan 124 % 13,1 MEUR:oon.

Odotamme liikevaihdon nousevan selvästi vuoden toisella puoliskolla (MEUR)



Myös liikevoitto (EBIT, vas.) ja marginaali nousevat H2:lla



Ennusteet 2/3

Kunnossapidon osalta yritysostot tukevat kasvua tänä vuonna arviomme mukaan noin 9-10 MEUR:lla, minkä vuoksi odotammekin organisaation liikevaihdon hieman laskevan edellä mainittuihin epävarmuuksiin nojaten. Projekteissa odotamme liikevaihdon nousevan lähemmäs vuoden 2021 tasoa, mutta olevan kaukana vuoden 2022 lähes 23 MEUR:n liikevaihtotasosta.

Liikevoiton odotamme vuonna 2024 nousevan 5,5 MEUR:oon (2023: 4,2 MEUR) ja marginaalin parantuvan 6,2 %:iin (2023: 5,5 %). Korkeampi liikevaihdon taso ”erinomaista” tulosta tekevästä Projektit-liiketoiminnasta parantaa konsernin tulosta, kun myös Kunnossapidon toimipisteiden prosessien ylösajo ja kannattavuusparannus etenee. Palkkainflaatio nostaa koko vuonna henkilöstökuluja ennusteissamme, mutta suhteellisesti liikevaihtoon nähden odotamme muiden kuluerien laskevan.

Yhtiöllä ei ole korollista velkaa eikä näin ollen merkittäviä rahoituskuluja. Alariveillä näkyy kuitenkin vähemmistöosuusien merkitys, joka on yhtiön konsernirakenne huomioon ottaen tyypillistä, kuten aikaisemmin selitimme. Yritysostojen lisääntymisen ja tulosparannuksen myötä odotamme vähemmistöosuuden nousevan hieman ja olevan noin 0,2 MEUR negatiivinen. Nettotuloksen odotamme nousevan 4,2 MEUR:oon (2023: 3,5 MEUR) ja osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan yli 20 %:lla 1,21 euroon vertailukauden 0,99 eurosta.

Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme

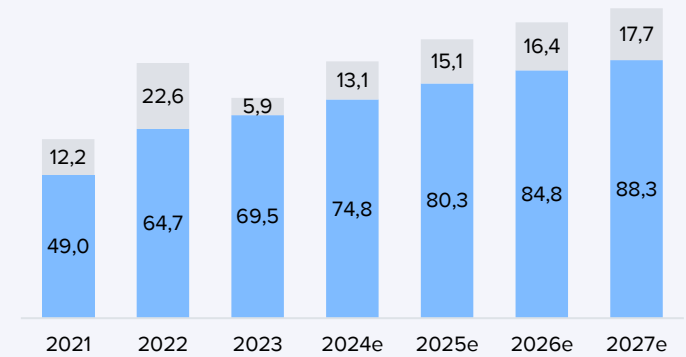
osingon nousevan maltillisesti noin 0,60 euroon per osake (2023: 0,55 euroa). Tämä vastaa noin 50 % yhtiön nettotuloksesta. Yhtiöllä on vahva kassa, ja sillä on hyvät mahdollisuudet jatkaa myös tulevaisuudessa osinkojen kasvattamista tulevasta kasvuinvestoinneista huolimatta.

Vuonna 2025 odotamme kasvun jatkuvan

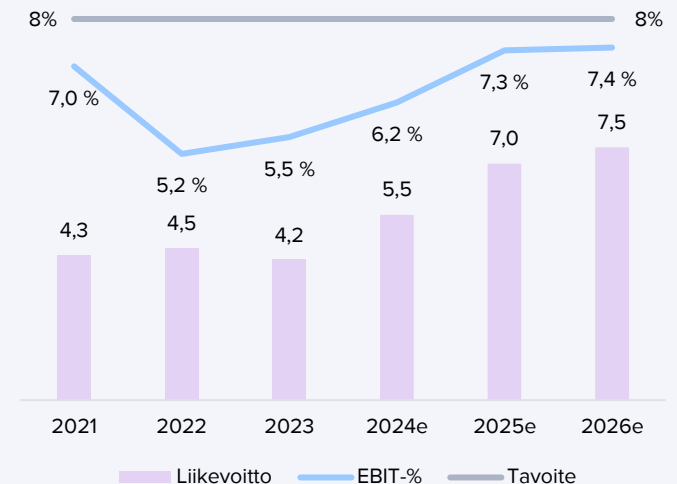
Vuonna 2025 näemme liikevaihdon nousevan noin 8,5 % 95,4 MEUR:oon. Odotamme Kunnossapidon liikevaihdon kasvavan 7 %:lla vahvemman kunnossapitomarkkinan sekä alkuvuoden epäorganisen kasvun ansiosta. Projektit-liiketoiminnan odotamme jatkavan palautumista kohti normaalimpaa kysyntäkuvaa ja liikevaihdon kasvavan vielä kaksinumeroista 15 %:n vauhtia. Kasvun ennusteemme lähivuosille ovat pitkälti riippuvaisia uusien toimipaikkojen mahdollisista avaamisista, nykyisten toimipisteiden liiketoiminnan etenemisestä ja projektimarkkinan kysynnän palautumisesta sekä yritysostoista. Yhtiön kasvu on lyhyen historian aikana ollut aina hyvin vahvaa, mutta arvioimme, että merkittävästi uusia orgaanisia kasvuavauksia ei ole tulossa ennen kuin nykyisten yksiköiden operatiivinen toiminta on saatu hyvälle tasolle.

Kasvava liikevaihto, hieman skaalautuva kulurakenne (kapasiteetin parempi käyttöaste), Projektit-liiketoiminnan kasvava liikevaihto ja Kunnossapidon yksiköiden kannattava kasvu nostavat tulosta ennusteissamme vuonna 2025. Odotamme liikevoiton nousevan 7,0 MEUR:oon ja marginaalin parantuvan 7,3 %:iin.

Liikevaihdon ennusteet liiketoiminoittain (MEUR)



Liikevoiton (EBIT) ennusteet



Ennusteet 3/3

Vuonna 2026 odotamme kasvun maltillistuvan molempien liiketoimintojen osalta. Odotamme markkinoiden palautuneen suhteellisen normaalille aktiiviteetitasolle ja kasvun tulevan pääosin yhtiön orgaanisista kasvuponnisteluista Kunnossapito-liiketoiminnassa. Projektit-liiketoiminnoille odotamme edelleen kasvua, mutta kasvun hiipuvan selvästi edellisistä vuosista. Arvioimme markkinan ja talouskasvun olevan vuonna 2026 parempi, mikä myös tukee molempien liiketoimintojen kasvunäkymiä.

Liikevaihdon kasvu ja hyvälle tasolle noussut Kunnossapito-liiketoiminnan kannattavuus tukevat tuloskasvua, mutta arvioimme uusien kasvuponnisteluiden pitävän marginaalitasot lähes ennallaan vuonna 2026. Odotamme liikevoiton nousevan 7,5 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin parantuvan maltillisesti 7,4 %:n tasolle.

Strategisissa tavoitteissa kiinni

Strategisesti yhtiö tavoittelee keskimäärin 10 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua ja 8 %:n liiketulosmarginaalia. Vuoden 2023 heikompaan liikevaihtoon peilaten, Viafin Service kasvaa ennusteillamme noin 10 % vuosittain aina vuoteen 2026 asti. Tässä mielessä yhtiö ylittäisi juuri tavoitteisiinsa kohtalaisen normaalilla suorittamisella. Vuoden 2024 yritysostojen tuoma kasvu ja vuoden 2023 alhainen lähtötaso avittavat asiaa hyvin.

Tuloksen osalta emme odota yhtiön pääsevän toistaiseksi tavoitteisiinsa, vaikka Viafin on jo aikaisempien vuosien aikana ollut lähellä tavoitetasoaan (2020: 7,9 %). Mielestämme

kannattavuuteen liittyy nyt historiaa enemmän epävarmuutta kunnossapidon kannattavuushaasteiden sekä kasvuvaiheen jälkeen, mikä pitää ennusteemme maltillisina historiaan sekä yhtiön tavoitteisiin nähden.

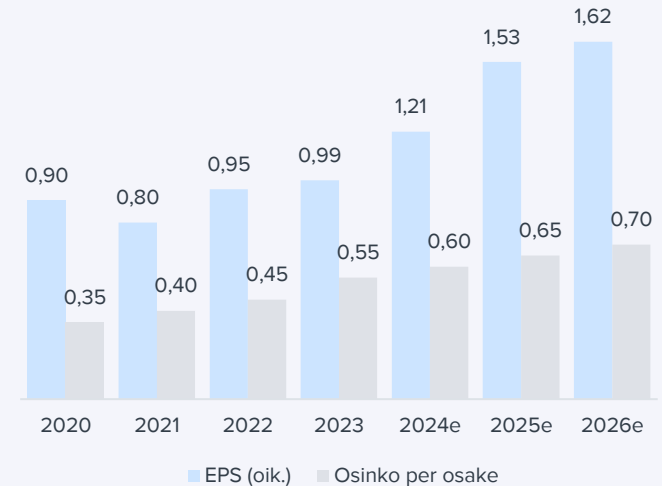
Orgaanisia tuloskasvunäkymiä tukevat mahdolliset yritysostot

Ennusteidemme toteutuessa tarkoittaisi tämä keskimäärin noin 20 %:n liikevoiton ja osakekohtaisen tuloksen kasvua vuosittain 2023-2026 aikavälillä (CAGR). Tuloskasvunäkymissä on otettava huomioon, että ennusteemme eivät sisällä tulevaisuudessa tehtäviä yritysostoja. Siksi pidämme jo pelkällä orgaanisella kasvulla saavutettavaa tuloskasvunäkymää hyvinkin positiivisena. Jos kasvu yltää ennusteisiimme ja yhtiö pystyy parantamaan kannattavuuttansa kohti tavoitteita, on yhtiön orgaaniselle tuloskasvulle hyvät odotukset lähivuosille.

Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuoden 2026 jälkeen näemme kasvun hiipuvan maltillisemmaksi markkinan tasolle. Vuosien 2027-2029 aikana yhtiön orgaaninen kasvu on ennusteillamme noin 3 %:n tasolla, mutta hidastuu siitä pitkällä aikavälillä noin 1 %:iin. Kannattavuuden odotamme pysyvän kestävästi kohtuullisella tasolla. Vuosina 2027-2029 EBIT-% ennusteissamme on 7,3 %. Pitkällä aikavälillä kannattavuusennusteemme on selvästi nykyisen tavoitetason alapuolella noin 6 %:ssa, mikä on hieman alle yhtiön historiallisen tason .

Oikaistu EPS ja osinko per osake



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	61,2	87,3	37,7	37,6	75,4	41,6	46,3	87,9	95,4	101,2	106,0
Kunnossapito	49,0	64,7	34,0	35,5	69,5	34,5	40,3	74,8	80,3	84,8	88,3
Projektit	12,2	22,6	3,7	2,2	5,9	7,1	6,0	13,1	15,1	16,4	17,7
Käyttökate	5,2	5,6	1,8	3,5	5,4	2,6	4,5	7,1	8,7	9,2	9,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-1,1	-0,6	-0,6	-1,2	-0,8	-0,8	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,3	4,5	1,2	2,9	4,2	1,8	3,7	5,5	7,0	7,5	8,0
Liikevoitto	4,3	4,5	1,2	2,9	4,2	1,8	3,7	5,5	7,0	7,5	8,0
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	0,0	0,4	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tulos ennen veroja	4,2	4,5	1,3	3,3	4,6	1,8	3,8	5,6	7,1	7,6	8,1
Verot	-0,8	-0,9	-0,2	-0,7	-1,0	-0,4	-0,8	-1,1	-1,4	-1,5	-1,6
Vähemmistöosuudet	-0,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3
Nettotulos	2,8	3,4	1,0	2,5	3,5	1,4	2,8	4,2	5,3	5,7	6,1
EPS (oikaistu)	0,80	0,95	0,28	0,70	0,99	0,40	0,81	1,21	1,53	1,62	1,75
EPS (raportoitu)	0,80	0,95	0,28	0,70	0,99	0,40	0,81	1,21	1,53	1,62	1,75

Tunnusluvut	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	5,8 %	42,7 %	-2,8 %	27,1 %	-13,7 %	10,3 %	23,1 %	16,7 %	8,5 %	6,1 %	4,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		5,4 %	4,4 %	27,0 %	-7,9 %	45,6 %	26,4 %	32,1 %	27,5 %	6,9 %	6,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,0 %	5,2 %	3,3 %	7,8 %	5,5 %	4,3 %	8,0 %	6,2 %	7,3 %	7,4 %	7,5 %
Liikevoitto-%	7,0 %	5,2 %	3,3 %	7,8 %	5,5 %	4,3 %	8,0 %	6,2 %	7,3 %	7,4 %	7,5 %
Nettotulos-%	4,5 %	3,9 %	2,6 %	6,6 %	4,6 %	3,4 %	6,1 %	4,8 %	5,6 %	5,6 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	88,0	87,9	0 %	95,4	95,4	0 %	102	101	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,5	5,5	0 %	7,0	7,0	0 %	7,6	7,5	-1 %
Liikevoitto	5,5	5,5	0 %	7,0	7,0	0 %	7,6	7,5	-1 %
Tulos ennen veroja	5,7	5,6	-1 %	7,1	7,1	0 %	7,7	7,6	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,19	1,21	1 %	1,51	1,53	1 %	1,62	1,62	0 %
Osakekohtainen osinko	0,60	0,60	0 %	0,65	0,65	0 %	0,70	0,70	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Sijoitusnäkemys

Nostamme Viafin Servicen osakkeen suosituksen lisää-puolelle (aik. vähennä) nostaen tavoitehintamme 18,5 euroon. Tavoitehintamme nousi hieman verrokkiarvostuksen nousun ja vuoden 2025 painotuksen noustessa absoluuttisissa kertoimissamme. Tavoitehinnassamme isoimmalla painoarvolla korostuu yhtiön absoluuttiset arvostuskertoimet ja niille hyväksytty taso.

Viafin Service on ollut Helsingin pörssin yksi nopeimmin orgaanisesti kasvaneista yhtiöistä lyhyen pörssihistoriansa aikana. Esiin nousseista kannattavuusepävarmuuksista huolimatta näemme yhtiön pystyvän jatkamaan tuloskasvuun hyvällä tasolla myös tulevaisuudessa. Vahvaa kassavirtaa tuottavan, hyvää pääoman tuottoa tekevän sekä vähän investointeja vaativan liiketoimintaprofiilin tuottopotentiali on erittäin hyvä.

Osakkeen arvostus on tuloskasvu huomioiden keskiarvallisesti lähivuosille noin 10 % alle hyväksyiemme tasojen. Näkemämme arvostuskertoimien nousuvaran lisäksi yhtiö tarjoaa kasvavaa noin 3-4 %:n osinkoa, mikä tukee sijoittajien tuotto-odotusta. Näemme, että osinko on vahvalla pohjalla yhtiön vahvan kassan sekä hyvää kassavirtaa tuottavan liiketoimintamallin pohjalta. Ennusteissamme osingonjakosuhte on kestäväällä tasolla noin 50 %:ssa.

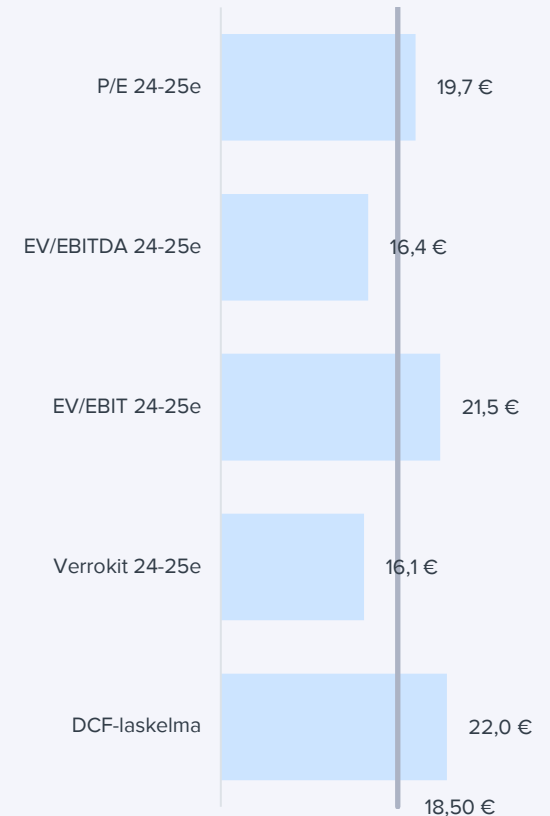
DCF-laskelman arvo on myös selvästi yli nykyisen osakekurssin kertoen yhtiön pidemmän aikavälin ja kassan luomasta potentiaalista.

Osingon ja orgaanisten investointien lisäksi kassaa voidaan käyttää yritysostoihin, mikä luo yhtiölle selvän kasvuoption.

Alan konsolidaatioon ja yritysostoihin liittyen on myös mahdollista, että Viafin Servicen joutuu itse ostokohteeksi. Viafin Service on kokonsa puolesta mielestämme kasvanut tarpeeksi isoksi toimijaksi Suomen markkinoilla, jotta jokin alan toimija voisi kiinnostua yhtiön ostamisesta/fuusiosta laajentuakseen. Mielestämme ostajan tulisi tulla Suomen ulkopuolelta, sillä varteenotettavat saman alan toimijat Suomesta muodostaisivat arviolta liian suuria markkinaosuuksia. Ostokohteeksi päättämisen todennäköisyyttä kuitenkin mielestämme laskee yhtiön keskittynyt ja yrittäjähenkinen omistajarakenne, jolla on käsityksemme mukaan kasvuhaluja itsenäisenä yhtiönä. Yhtiö ei myöskään tarvitse rahoitusta kasvua jatkaakseen eikä sen arvostus mielestämme kärsi kroonisesta aliarvostuksessa, jotta esimerkiksi jokin pääomasijoittaja tai sijoittajaryhmittymä tarttuisi yhtiöön.

Arviomme osakkeen käyvistä arvosta tässä vaiheessa on 16-22 euroa. Käypä arvo pohjautuu soveltamiimme arvonmääritysmenelmiimme. Nykykurssi ja tavoitehintamme on hieman käyvän arvon haarukan puolivälin alapuolella. Käypä arvo on noussut vuoden aikana, kun useita vuosia hyvinkin ylikapitalisoituneena pysynyt tase on alkanut purkautumaan yritysostojen seurauksena. Vahva kassa on alkanut saada ansaitsemaansa arvoa yhtiön arvonmäärityksessä.

Tavoitehinnan muodostuminen



Arvonmääritys 2/4

Hyväksyttävä arvostus

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

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

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

Absoluuttinen arvostus

Ennusteillamme osakkeen vuoden 2024 arvostus (24e: P/E 14x, EV/EBIT 9x, EV/EBITDA 7x) on jo hyväksymämme arvostuksen tasolla (P/E: 14x, EV/EBIT: 10x, EV/EBITDA: 6x) eikä siinä olisi nousuvaraa. Tulokasvulla arvostuksessa on jo selvempää nousuvaraa ensi vuoteen

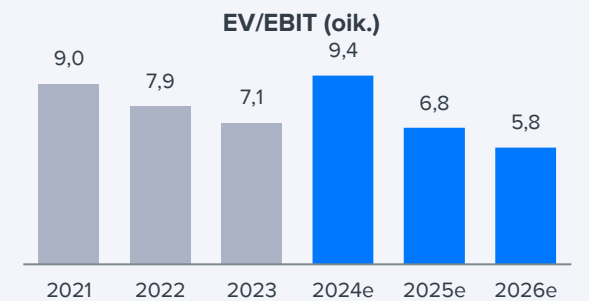
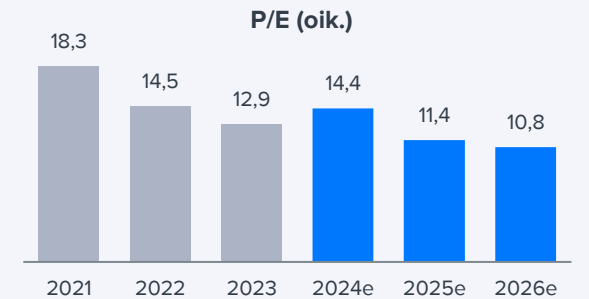
katsottaessa (25e: P/E 11x, EV/EBIT 7x, EV/EBITDA 6x). Seuraamme tällä hetkellä vuosien 2024-2025 kertoimien keskiarvoa, joiden perusteella keskiarvallisesti arvostuksessa olisi noin 10 %:n nousuvara. Mielestämme on perusteltua nojata jo vuoteen 2025 hyvin sujuneen H1'24-kauden jälkeen, vaikka projektimarkkinan palautumiseen sekä kannattavuuden nousuun liittyikin vielä epävarmuuksia.

Katsottaessa muita kertoimia arvonmäärityksen tukena, tulosneutraali EV/Liikevaihto-kerroin on 0,5x tasolle, kun se historian (19-23) aikana on ollut noin 0,5x-tasolla. Arvostus on näin tulosneutraalista näkökulmasta katsottuna kohtuullisen neutraali ja korjannut tässä aikaisemmin aliarvostuksen. Tasearvostus (P/B) ei juuri sovi Vafin Servicen kaltaiselle yhtiölle, sillä yhtiöllä ei juuri ole varoja tai omaisuutta taseessa. Hyvän kassavirran omaavalle yhtiölle voimme tarkastella arvostusta myös kassavirtatuoton (FCF/P) kautta. Viimeisen 12 kuukauden operatiivisella vapaalla kassavirralla (liiketoiminnan rahavirta - operatiiviset investoinnit) tuotto on vain 2,5 %, mutta myös kassavirtaa on H1:n aikana painanut myyntisaamisten ajoitus. Vuoden 2023 tilanteeseen nähden kassavirtatuotto on noin 7 %. Normaalisti noin 4-5 %:n tasoa voi pitää hyvänä kassavirtatuottona.

Nojaamme tällä hetkellä hyväksyttävän arvostushaarukkamme alalaitoihin, mutta tulevaisuudessa yhtiön isolta osin jatkuvaluonteisen ja vakaan liiketoiminnan todistaessa kestävästi suorituskykynsä, voimme nähdä hinnoittelun siirtyvän myös hyväksyttävän tasomme yläpäähän.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	17,4	17,4	17,4
Osakemäärä, milj. kpl	3,49	3,49	3,49
Markkina-arvo	61	61	61
Yritysarvo (EV)	52	48	44
P/E (oik.)	14,4	11,4	10,8
P/B	2,3	2,0	1,8
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	7,3	5,5	4,8
EV/EBIT (oik.)	9,4	6,8	5,8
Osinko/tulos (%)	49,6 %	42,6 %	43,3 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	3,7 %	4,0 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/4

Vertailukohtaa arvostuskertoimien mahdollisesti korkeammasta tasosta voi hakea kunnossapitoon, huoltoon tai palveluihin erikoistuneista verrokeista, joita on pörssissä historiassa arvostettu noin P/E 20x-tasolle. Historian kertoimia on tosin voinut nostaa liiaksi vaihtoehtojen puute sekä alhaisen rahoituksen hinnan mahdollistama konsolidaatioaalto ja sen tuoma tuloskasvu.

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

Verrokkiryhmän lyhyt esittely

Viafin Servicen verrokkiryhmä koostuu pääosin isommista pohjoismaisista ja kansainvälisistä listatuista yhtiöistä. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat Bilfinger, Enersense ja Bravida osittain samankaltaisen liiketoiminnan ja sijoitusprofiilinsa takia. Lisäksi yhtiöt toimivat samoilla maantieteellisillä alueilla. Hyviä verrokkeja ovat myös öljy- ja kaasuteollisuuden toimija SPIE SA, energia-alan palvelutuottajat Engie SA ja Mitie Group, teollisuuden laitteiden parissa toimiva Dürr AG sekä kotimainen huoltopalveluyhtiö Lassila & Tikanoja. Yleisesti verrokkit ovat Viafin Serviceä selvästi isompia ja niiden liiketoimintaportfolio on laajempi. Osalla verrokeista myös projektien osuus on suurempi, minkä vuoksi sisällytimme vertailuun myös puhtaasti huoltoon ja kunnossapitoon muilla

toimialoilla erikoistuneita yhtiöitä.

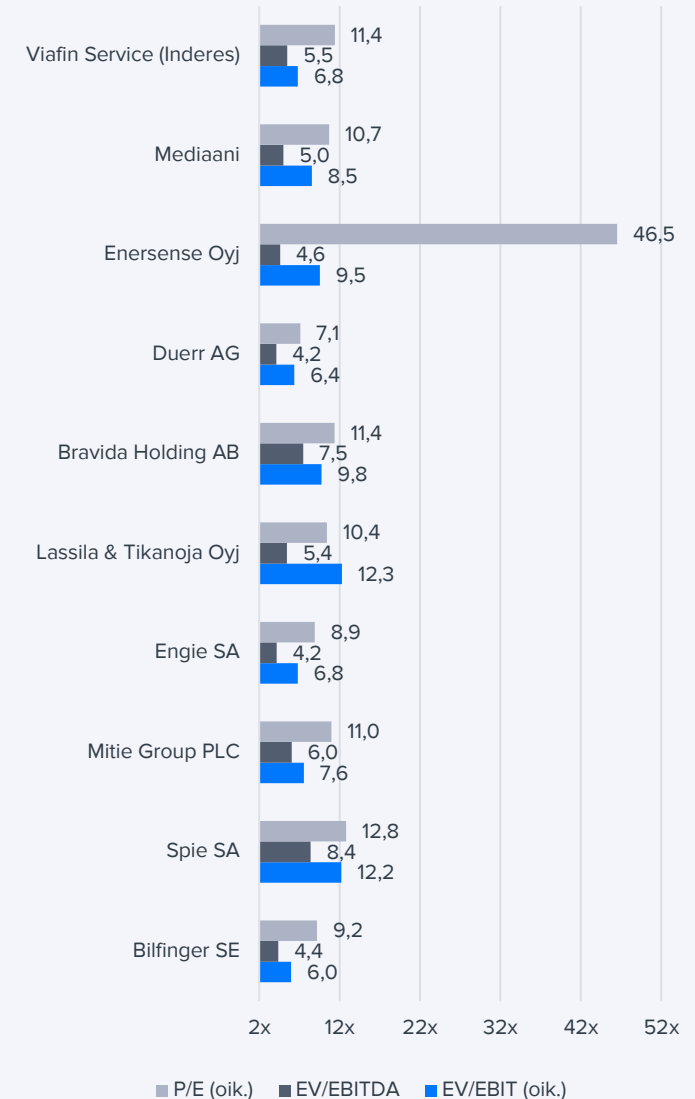
Verrokkien arvostustaso

Verrokkit ovat verrattain alhaisella painolla arvonmäärityksessämme, sillä selkeästi samankokoista ja alaltaan samanlaisia toimijoita on vähän. Lisäksi talouden tila voi tällä hetkellä vaikuttaa poikkeuksellisen eri tavalla eri teollisuuden aloilla toimivien näkymiin, sillä toiset markkinat ovat suhdanneherkempiä kuin toiset. Sektorin arvostustasot ovat mielestämme vuodelle 2024 ja myös vuodelle 2025 kohtuullisen neutraalit. Mediaanitasolla verrokkiryhmän vuoden 2024 P/E-kerroin on noin 11x ja EV/EBIT noin 9x. Vuodelle 2025 kertoimet eivät laske (P/E: 11x. EV/EBIT: 9x), mikä tarkoittaa, että tuloksien ei ennusteta nousevan.

Viafinin suoritus verrokkeihin nähden on viimeisien vuosien aikana ollut verrattain vahvaa (kts. seuraava sivu). Ainakin pääoman tuottojen näkökulmasta Viafin Service vaikuttaa verrokkejaan laadukkaammalta, vaikka erilaisten taserakenteiden takia vertailu hieman ontuu. Yhtiön osaa verrokkeja selvästi pienempi koko (liikevaihto ja markkina-arvo) sekä lyhyt pörssihistoria alentavat kuitenkin hyväksyttävää preemiota mielestämme. Myös Viafin Serviceä selvästi suuremmilla ja monialaisemmilla yhtiöillä riskiprofiilit ovat maltillisempia. Tämän vuoksi mielestämme on perusteltua arvostaa Viafinia verrokkiryhmän mediaanitasolle.

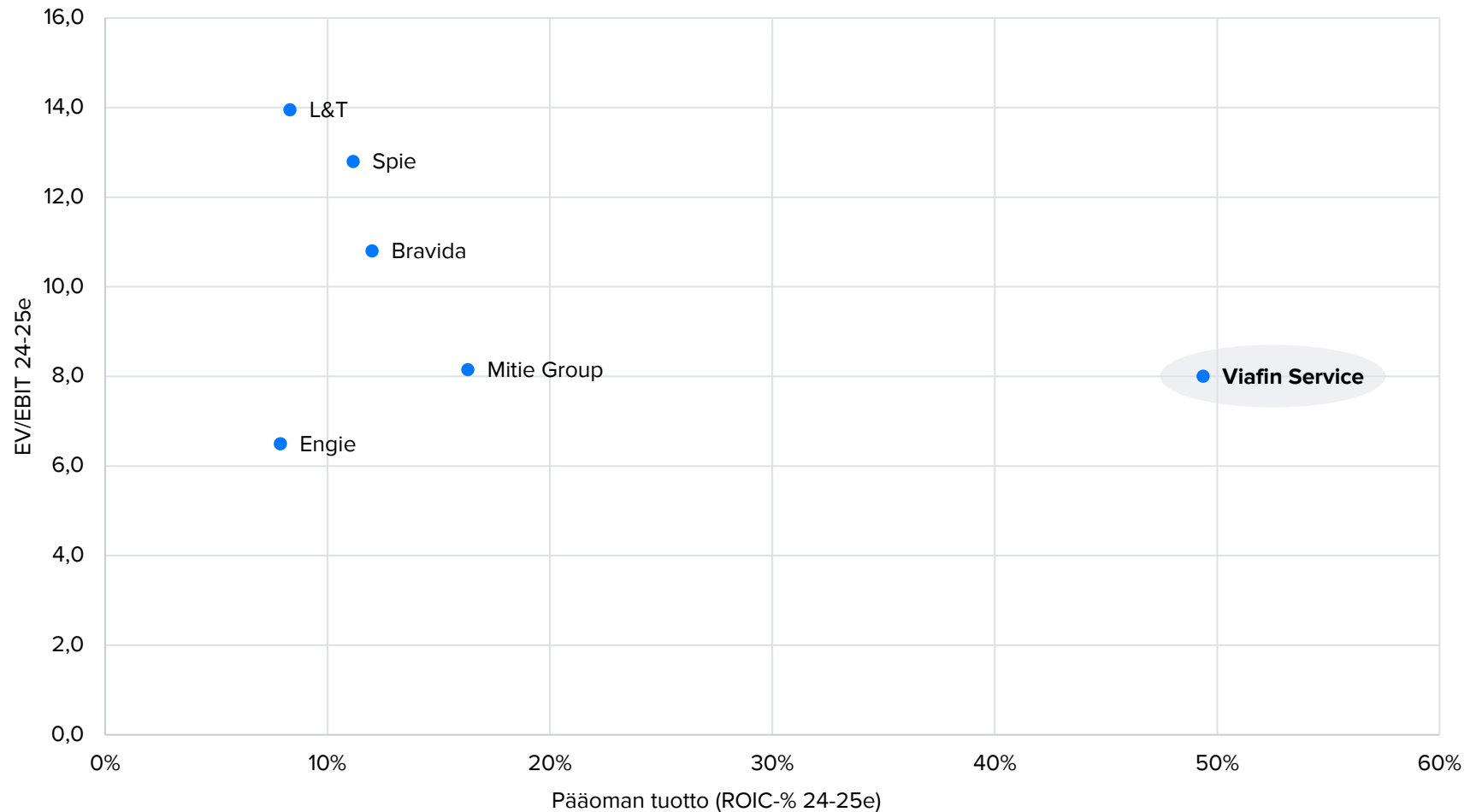
Koko verrokkiryhmään nähden Viafin Servicen tuloskerroimet ovat vuosille 2024-2025 keskimäärin +5 % yli verrokkien. Verrokki-analyysin perusteella Viafin Servicen osakkeessa olisi siis laskuvaraa.

Verrokkit 2025e



Arvonmääritys

Viafin Servicen pääoman tuotto ja arvostus vs. valitut verrokit



Arvonmääritys 4/4

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. Se kuitenkin ottaa huomioon yhtiön vahvan kassan, mikä myös selittää DCF-mallimme eroa muihin arvonmääritysmenetelmiin.

DCF-mallimme perusskenaarion mukainen osakkeen arvo on 22,0 euroa.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,0 %:n vuositasolle ja EBIT-marginaali noin 6 %:iin. Tämä on selvästi alle yhtiön tavoitteen (8 %), mutta lähellä yhtiön viime vuotista suoritusta (2020-2023 ka: 6,4 %).

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on suhteellisen normaalilla tasolla noin 50 %:ssa. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,8 % ja oman pääoman kustannus on 10,4 %. Huomioiden yhtiön pieni koko, kehitysvaihe ja koviin kasvuodotuksiin liittyvät riskitekijät, on diskonttokorko mielestämme oikeutetulla tasolla. Selkeää laskuvaraa nykyisessä korkoympäristössä tuottovaatimuksessa ei mielestämme ole.

Karhu- ja härkäskenaariot DCF:n avulla

Voimme myös tarkastella DCF-laskelman avulla erilaisia skenaarioita. Mielestämme perusskenaariomme oletukset ovat kohtuullisen

maltilliset yhtiön liiketoimintamallin, markkinan ja historiallisen suorituksen näkökulmasta. Olemme oikealle kuitenkin muodostaneet karhuskenaarion, missä yhtiön liikevaihdon kasvu jää vuoden 2024 jälkeen keskipitkällä aikavälillä nollan tasolle ja säilyy ikuisuuteen vain 0,5 %:n tasolla (BKT-kasvu tai alle). Tässä skenaariossa oletamme, että kannattavuus ei nouse enää entisille tasoilleen ja jää edellisen tavoitetaso alarajalle 5 %:iin terminaalissa. DCF-arvo olisi tällöin 14,5 euroa muiden tekijöiden pysyessä ennallaan (WACC-%, investoinnit yms.).

Härkäskenaariossa oletamme, että yhtiön liikevaihto olisi keskipitkällä aikavälillä nykyisiä oletuksiamme vahvempi ja päätyisi terminaalissa 3 %:iin (BKT:n kasvun ylittävä kasvu). Vuosittainen kasvu jää silti vuosien 2025-2030 välillä alle yhtiön tavoitteen noin 7 %:iin (tavoite 10 % vuosittainen kasvu). Oletamme myös, että tällöin kannattavuus nousisi keskipitkällä aikavälillä yli 8 %:n tavoitetaso ja olisi kestävästi terminaalissa 8 %:n tasolla. DCF-arvo olisi tällöin 38,0 euroa muiden tekijöiden pysyessä ennallaan.

Skenaariot ovat vain havainnollistavia esimerkkejä siitä, mitä osakekurssiin on tällä hetkellä hinnoiteltu. Se kuitenkin osoittaa, että nykykurssi ei mielestämme hinnoitele yhtiöön ainakaan merkittävän positiivista skenaariota. Kuitenkin muistutamme, että negatiivisessa skenaariossa investoinnit voisivat olla alhaisemmat ja käytetty WACC-% riskien myötä korkeampi. Sen sijaan härkäskenaariossa investoinnit todennäköisesti olisivat kasvun myötä korkeammat, mutta WACC-% voisi jopa hieman laskea nykyisestä.

DCF-skenaariot

Karhuskenaario

Kasvu-% (term.)	0,5 %
EBIT-% (term.)	5,0 %
DCF-arvo	14,5 €

Perusskenaario

Kasvu-% (term.)	1,0 %
EBIT-% (term.)	6,0 %
DCF-arvo	22,0 €

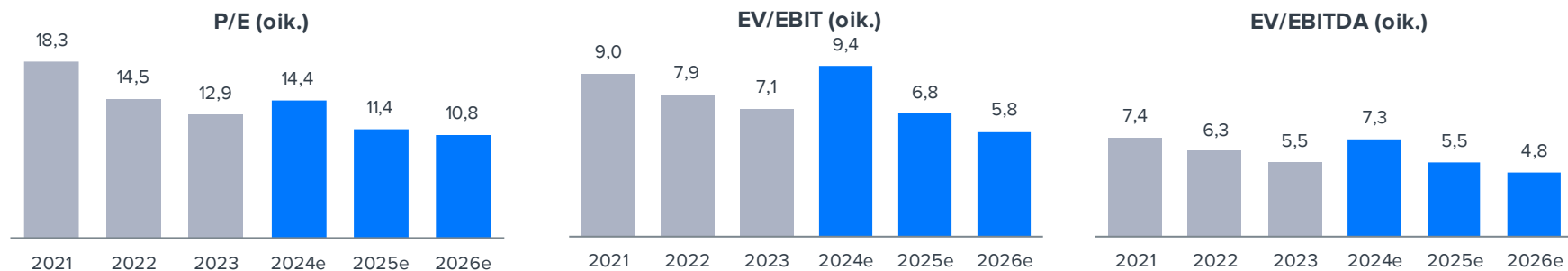
Härkäskenaario

Kasvu-% (term.)	3,0 %
EBIT-% (term.)	8,0 %
DCF-arvo	38,0 €

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,50	15,9	14,7	13,8	12,7	17,4	17,4	17,4	17,4
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,59	3,48	3,55	3,51	3,49	3,49	3,49	3,49
Markkina-arvo	31	57	51	49	45	61	61	61	61
Yritysarvo (EV)	19	44	39	36	29	52	48	44	39
P/E (oik.)	12,3	17,6	18,3	14,5	12,9	14,4	11,4	10,8	9,9
P/B	1,7	2,8	2,5	2,2	1,9	2,3	2,0	1,8	1,6
P/S	0,6	1,0	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,8	0,6	0,4	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,2	8,0	7,4	6,3	5,5	7,3	5,5	4,8	4,1
EV/EBIT (oik.)	7,8	9,6	9,0	7,9	7,1	9,4	6,8	5,8	4,9
Osinko/tulos (%)	51,6 %	38,7 %	50,1 %	47,4 %	55,8 %	49,6 %	42,6 %	43,3 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,2 %	2,7 %	3,3 %	4,3 %	3,4 %	3,7 %	4,0 %	5,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

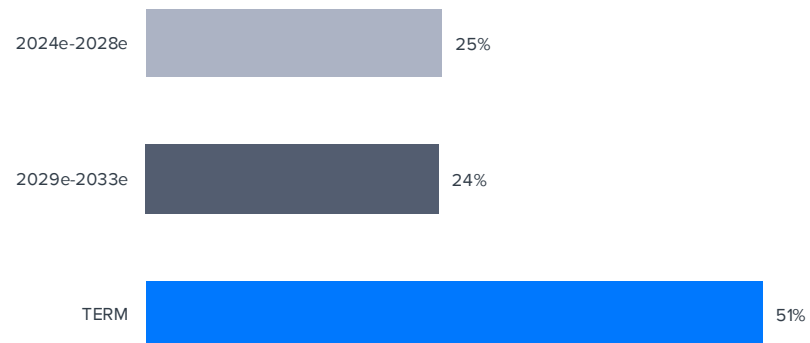
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT (oik.)		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E (oik.)		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Bilfinger SE	1734	1735	6,9	6,0	4,9	4,4	0,4	0,3	10,8	9,2	4,6	5,4	1,4
Spie SA	6055	8466	13,4	12,2	9,2	8,4	0,9	0,8	14,3	12,8	2,8	3,2	2,8
Mitie Group PLC	1885	1999	8,7	7,6	6,6	6,0	0,4	0,4	11,3	11,0	2,9	3,4	3,7
Engie SA	38283	59232	6,2	6,8	4,0	4,2	0,7	0,8	7,6	8,9	8,6	7,7	1,2
Lassila & Tikanoja Oyj	355	550	15,6	12,3	6,1	5,4	0,7	0,7	13,9	10,4	5,2	5,6	1,5
Bravida Holding AB	1443	1667	11,8	9,8	8,5	7,5	0,6	0,6	14,4	11,4	4,4	4,7	1,9
Duerr AG	1352	1865	8,1	6,4	4,8	4,2	0,4	0,4	9,5	7,1	4,0	5,3	1,1
Enersense Oyj	48	89		9,5	16,7	4,6	0,2	0,2		46,5		1,1	1,5
Viafin Service (Inderes)	61	52	9,4	6,8	7,3	5,5	0,6	0,5	14,4	11,4	3,4	3,7	2,3
Keskiarvo			10,1	8,8	7,6	5,6	0,5	0,5	11,7	14,7	4,7	4,5	1,9
Mediaani			8,7	8,5	6,3	5,0	0,5	0,5	11,3	10,7	4,4	5,0	1,5
Erutus-% vrt. mediaani			8 %	-20 %	15 %	10 %	17 %	2 %	28 %	6 %	-22 %	-25 %	55 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-13,7 %	16,7 %	8,5 %	6,1 %	4,7 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	5,5 %	6,2 %	7,3 %	7,4 %	7,5 %	7,3 %	7,0 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	4,2	5,5	7,0	7,5	8,0	7,9	7,8	7,4	6,9	7,0	7,1	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	
- Maksetut verot	-1,0	-1,1	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5	-1,4	-1,4	-1,4	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,1	-1,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	5,5	4,7	7,5	7,8	8,2	8,0	7,9	7,5	7,1	7,2	7,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,9	-8,7	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,6	-4,0	6,0	6,3	6,7	6,5	6,4	6,0	5,6	5,7	5,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,6	-4,0	6,0	6,3	6,7	6,5	6,4	6,0	5,6	5,7	5,7	74,2
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,9	5,4	5,2	5,0	4,5	4,1	3,5	3,0	2,8	2,6	33,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		66,0	69,8	64,5	59,3	54,3	49,7	45,7	42,1	39,1	36,3	33,7
Velaton arvo DCF		66,0										
- Korolliset velat		-0,2										
+ Rahavarat		17,2										
-Vähemmistöosuus		-4,3										
-Osinko/pääomapalautus		-1,9										
Oman pääoman arvo DCF		76,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		22,0										

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	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	87,3	75,4	87,9	95,4	EPS (raportoitu)	0,95	0,99	1,21	1,53
Käyttökate	5,6	5,4	7,1	8,7	EPS (oikaistu)	0,95	0,99	1,21	1,53
Liikevoitto	4,5	4,2	5,5	7,0	Operat. kassavirta / osake	0,96	1,57	1,35	2,15
Voitto ennen veroja	4,5	4,6	5,6	7,1	Vapaa kassavirta / osake	0,52	1,03	-1,14	1,72
Nettovoitto	3,4	3,5	4,2	5,3	Omapääoma / osake	6,14	6,58	7,67	8,60
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,45	0,55	0,60	0,65
Tase	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	44,7	44,0	53,1	58,1	Liikevaihdon kasvu-%	43 %	-14 %	17 %	8 %
Oma pääoma	22,6	24,0	28,7	31,9	Käyttökateen kasvu-%	7 %	-5 %	33 %	22 %
Nettovelat	-15,3	-17,0	-13,3	-16,9	EPS oik. kasvu-%	19 %	4 %	23 %	26 %
Kassavirta	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	6,5 %	7,1 %	8,1 %	9,1 %
Käyttökate	5,6	5,4	7,1	8,7	Oik. Liikevoitto-%	5,2 %	5,5 %	6,2 %	7,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,0	1,1	-1,3	0,2	Liikevoitto-%	5,2 %	5,5 %	6,2 %	7,3 %
Operatiivinen kassavirta	3,4	5,5	4,7	7,5	ROE-%	15,9 %	15,4 %	17,0 %	18,8 %
Investoinnit	-1,6	-1,9	-8,7	-1,5	ROI-%	19,6 %	17,6 %	19,9 %	21,5 %
Vapaa kassavirta	1,8	3,6	-4,0	6,0	Omavaraisuusaste	52,4 %	56,5 %	55,6 %	56,4 %
					Nettovelkaantumisaste	-67,4 %	-70,7 %	-46,2 %	-52,9 %
Arvostus	2022	2023	2024e	2025e					
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,6	0,5					
EV/EBITDA	6,3	5,5	7,3	5,5					
EV/EBIT	7,9	7,1	9,4	6,8					
P/E	14,5	12,9	14,4	11,4					
Osinkotuotto-%	3,3 %	4,3 %	3,4 %	3,7 %					

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.4.2019	Lisää	6,70 €	5,92 €
11.9.2019	Lisää	7,60 €	6,90 €
13.12.2019	Osta	9,00 €	7,80 €
11.2.2020	Vähennä	12,50 €	12,10 €
2.3.2020	Lisää	10,80 €	9,48 €
16.4.2020	Vähennä	9,70 €	9,25 €
11.8.2020	Lisää	11,80 €	11,10 €
28.8.2020	Osta	14,00 €	11,80 €
13.11.2020	Lisää	16,00 €	15,10 €
8.12.2020	Vähennä	16,40 €	16,00 €
9.2.2021	Vähennä	17,00 €	17,90 €
10.8.2021	Lisää	16,50 €	15,00 €
31.8.2021	Lisää	16,50 €	15,20 €
9.11.2021	Lisää	16,50 €	14,95 €
8.2.2022	Lisää	17,00 €	14,90 €
10.5.2022	Osta	17,00 €	13,70 €
9.8.2022	Osta	17,00 €	14,55 €
23.9.2022	Osta	17,00 €	13,00 €
8.11.2022	Lisää	16,00 €	14,40 €
6.2.2023	Lisää	15,00 €	13,45 €
9.5.2023	Lisää	15,00 €	13,20 €
11.7.2023	Vähennä	14,00 €	13,70 €
8.8.2023	Lisää	14,00 €	12,20 €
6.10.2023	Osta	14,00 €	11,55 €
7.11.2023	Lisää	14,00 €	12,30 €
27.2.2024	Lisää	15,00 €	13,42 €
1.3.2024	Osta	18,00 €	15,45 €
7.5.2024	Lisää	18,00 €	16,40 €
6.8.2024	Vähennä	18,20 €	17,40 €
9.9.2024	Lisää	18,50 €	17,40 €

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

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**