

Viafin Service

Laaja raportti

23.9.2022



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vahvaan kasvutarinaan pääsee halvalla

Toistamme Viafin Servicen suosituksen osta-puolella ja tavoitehintamme 17,0 eurossa yhtiön laajan raportin päivityksen yhteydessä. Odotamme Viafin Servicen tuloskasvun jatkuvan vahvana lähivuosien aikana, kun samalla merkittävän kokoinen kassa tarjoaa pääomia yritysostoihin. Sijoituskohteena vakaa, vastasyklinen ja vahvaa kassavirtaa tuottava sekä vähän investointeja vaativa liiketoimintaprofiili omaa merkittävää arvonluontipotentiaalia. Arvostuskertoimien nousuvara yhdistettynä kohtuulliseen osinkoon nostaa tuotto-odotuksen erittäin hyväksi jo ilman yritysostojen luomaa kasvuoptiotakin.

Toistuvaa kunnossapitoliiiketoimintaa ja vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli

Viafin Service on teollisuuden kunnossapitoon ja pieniin projekteihin erikoistunut yhtiö. Yhtiö toimii Suomen markkinoilla laajan toimipisteverkoston voimin ja on saavuttanut palveluvalikoimaa ja toimipisteverkkoa laajentamalla selkeää kasvua historiansa aikana. Yhtiö on lähes tuplannut liikevaihtonsa vuoden 2018 tasosta vuoden 2021 noin 61 MEUR:n liikevaihtoon. Yhtiön liiketoiminnasta noin 75 % on jatkuvaluonteista kunnossapitoliiiketoimintaa, kun pienet noin 1-5 MEUR:n projektit edustavat loppua 25 %. Kovan historiallisen kasvun ja tavoitteiden myötä yhtiö profiloituu tällä hetkellä ennen kaikkea kasvuyhtiöksi. Kovasta kasvusta huolimatta myös kannattavuudesta on pystytty pitämään huolta. Liiketoiminnan jatkuvuus (kunnossapidon suuri osuus) yhdistettynä yhtiön vähän pääomaa sitovaan liiketoimintamalliin mahdollistaa hyvinkin vakaan ja vahvan kassavirran, jota sijoittaa hyvän tuottopotentiaalin omaaviin investointeihin tai jakaa osinkoina omistajille.

Ennustamme vahvan kasvun jatkuvan

Yhtiön vuoden 2018 lopussa alkanut pörssitaival on sujunut kaikesta vallinneesta epävarmuudesta huolimatta erinomaisesti. Koronan vaikutukset olivat pieniä ja yhtiön uusien toimipaikkojen sekä liiketoimintojen tukema orgaaninen kasvu on ollut vahvaa. Odotamme ennusteissamme, että kasvu jatkuu myös lähivuosien aikana, vaikkakin hitaampana. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuosien 2021-2024 aikana noin 81,5 MEUR:oon ja kasvun olevan näin tällä jaksolla keskimäärin noin 10 % vuosittain. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia yritysostoja, mutta näemme yhtiöllä olevan niihin hyvät lähtökohdat vahvan kassansa (H1'22: 13,6 MEUR) ansiosta. Historiallisesti yhtiön kannattavuus on voimakkaankin kasvun aikana pysynyt hyvänä ja ennustamme yhtiön pystyvän ylläpitämään sen tavoitteidensa (5-7 %:n EBITA-marginaali) sisällä myös lähivuosina, mikä nostaisi tuloskasvun vuosittain noin 10 %:iin. Edellisvuosien korkealta tasolta näemme kannattavuuden kuitenkin hiipuvan tänä vuonna kasvun kulujen ja kustannuspaineiden vuoksi. Lähivuosien aikana kasvupanostuksen etupainotteiset kustannukset alkavat tuottamaan ja myös markkina- sekä kustannustilanteen tulisi helpottaa parantaen kannattavuutta.

Tuotto-odotus houkuttelee

Ennusteillamme yhtiön arvostus (22e (oik.): P/E: 15x, EV/EBIT: 7x, EV/EBITDA: 5x) on mielestämme houkutteleva ja tarjoaa nousuvaraa jo hyväksymämme arvostushaarukan alarajoilla (P/E: 16x, EV/EBIT: 12x, EV/EBITDA: 8x). Näkemämme arvostuskertoimien nousuvaran (+40 %) lisäksi yhtiö tarjoaa kasvavaa noin 3 %:n osinkoa nostaen tuotto-odotuksen erittäin hyväksi. Myös DCF-laskelman arvo on selkeästi nykykurssia korkeammalla (22 euroa). Markkina ei myöskään mielestämme anna kovinkaan suurta arvoa yhtiön kassalle (3,8 euroa per osake) ja sen mahdollisesti omistaja-arvoa luovalle käytölle, mikä tukee jo muutenkin hyvää tuotto-odotusta.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

17,00 EUR

(aik. 17,00 EUR)

Osakekurssi:

13,00



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	61	77	79	81
kasvu-%	6 %	25 %	3 %	3 %
EBITA oik.	4,3	4,4	4,9	5,2
EBITA-% (oik.)	7,0 %	5,8 %	6,2 %	6,4 %
Nettotulos	2,8	3,1	3,6	3,8
EPS (oik.)	0,80	0,87	1,00	1,07
P/E (oik.)	18,3	15,0	12,9	12,1
P/B	2,5	2,1	1,9	1,8
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,2 %	3,8 %	4,2 %
EV/EBIT (oik.)	9,0	6,7	5,5	4,8
EV/EBITDA	7,4	5,4	4,6	4,0
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,3	0,3

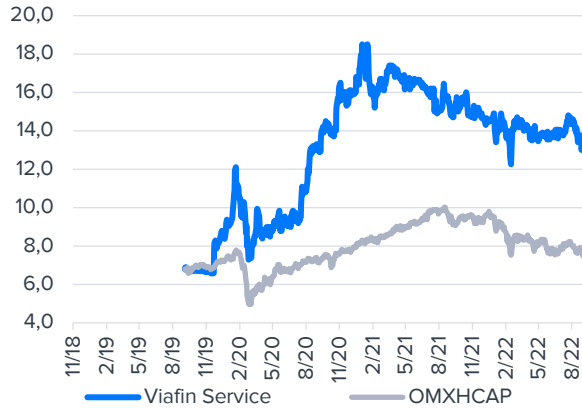
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

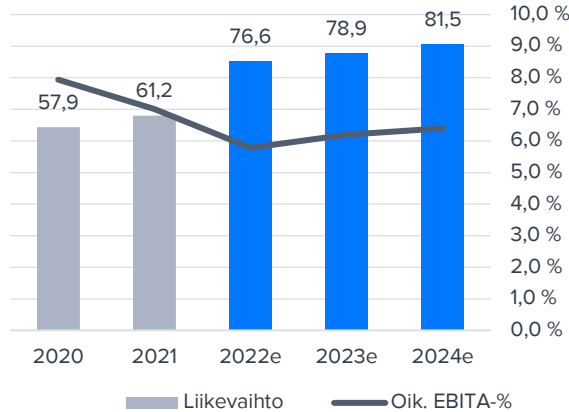
Yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan (2021: 61,2 MEUR) ja koko tilikauden liikevoiton ilman liikearvon poistoja (EBITA) kasvavan (2021: 4,3 MEUR) vuonna 2022.

Osakekurssi



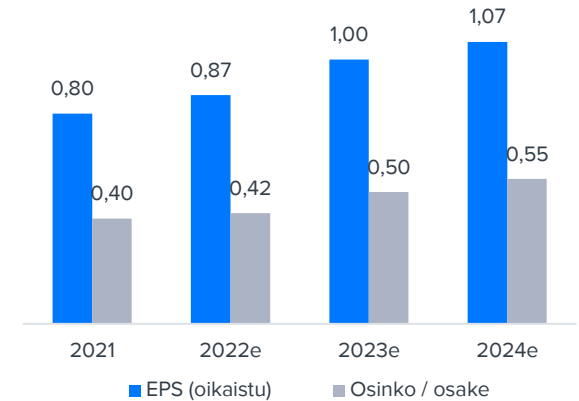
Lähde: Millisteam Market Data AB

Liikevaihto ja EBITA-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	13,0	13,0	13,0
Osakemäärä, milj. kpl	3,55	3,55	3,55
Markkina-arvo	46	46	46
Yritysarvo (EV)	29	27	25
P/E (oik.)	15,0	12,9	12,1
P/B	2,1	1,9	1,8
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,4	4,6	4,0
EV/EBIT (oik.)	6,7	5,5	4,8
Osinko/tulos (%)	48,3 %	49,8 %	51,3 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,8 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-9
Liiketoiminnan profiili	10-13
Strategia	14-15
Toimiala ja markkina	16-20
Taloudellinen tilanne	21-22
Ennusteet	23-26
Arvonmääritys	27-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33-

Viafin Service lyhyesti

Viafin Service Oyj on Suomessa toimiva teollisuuden kunnossapitäjä.

2008

Perusta luotu Kaskisten sellutehtaalla osana West Welding Oy:ta

2018

Listautuminen ja Viafin Service -konsernin luominen

61,2 MEUR

Liikevaihto 2021

+6 %

Liikevaihdon kasvu 2021

4,3 MEUR (7,0 % lv:sta)

EBITA (oik.) 2021

55 %

Omavaraisuusaste-% 2021

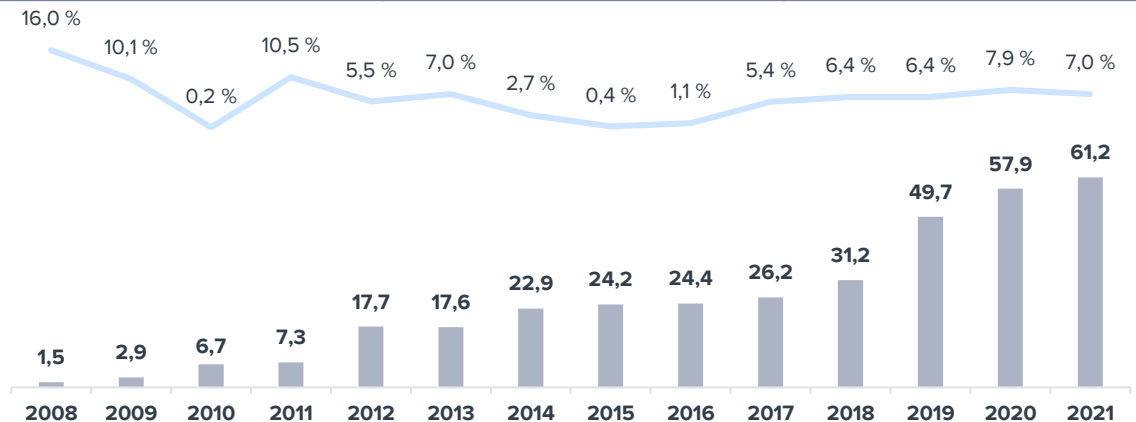
3,8 euroa / osake

Rahavarat per osake (ilman omia osakkeita) H1'22 lopussa

Historiallinen kehitys

Liikevaihto ja oikaistu EBITA-%

2008-2011	2012-2017	2018-
<ul style="list-style-type: none"> Vuonna 2008 liikevaihto yhdestä tehtaasta 2008 finanssikriisi ja Kaskisten sellutehtaan sulkeminen → muutospakko Uusi toimintamalli: tehokkuus, menetelmät ja toimintatavat Vuonna 2009 perustettiin Jämsän alueelle toimipiste, josta kasvu liikkeelle Viafin Process Piping perustettiin 2011 Vuonna 2011 Kalse Piping Oy:n osto ja laajentuminen Keminmaalle 	<ul style="list-style-type: none"> Orgaaninen kasvuvaihe alkaa 2012 Keminmaa ja Jämsä tukevat liikevaihtoa Tampereen yksikkö perustettiin vuonna 2014 Projektiliiketoiminta eriytettiin omaksi yksiköksi 2015 Liikevaihto pääosin putkistojen huoltoja ja projekteja Markkinat hiipuvat, mutta yhtiö pystyy jatkamaan kasvuaan Uudessa strategiassa painotetaan paikallista kunnossapitoa ja pienprojekteja 	<ul style="list-style-type: none"> 2018 Viafin Service -konserni perustettiin ja yhtiö listautui Palveluvalikoima laajentunut uusiin palvelualueisiin Vuonna 2019 Viafin GAS -yritystosto Kasvu vahvaa sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti toimipisteiden aktiivisella perustamisella Viimeisen kolmen vuoden aikana kasvu ollut yli 25 % vuosittain Kannattavuus ollut tavoitteiden (5-7 %) yläpäässä



*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 2019-12 tilikausi.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Yhtiökuvaus

Teollisuuden palveluiden ja projektien toimittaja

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

Viafin Service on eri puolella Suomea usean palveluyksikön voimin toimiva teollisuuden ja tehtaiden kunnossapitokumppani. Yhtiön vuoden 2021 liikevaihto oli 61,2 MEUR ja oikaistu liikevoittomarginaali (EBITA-%) oli keskipitkän aikavälin tavoitteen (5-7 %) ylälaidassa 7,0 %:ssa. Vuosi 2021 oli tasaisempi kehitykseltään, kun vuonna 2020 yhtiön tulos ja liikevaihto kasvoivat voimakkaasti. Koronan aikaan Viafin Service pystyi joustavalla toiminnallaan hyvin reagoimaan markkinan muutoksiin ja osin myös hyötymään koronan tuomista muutoksista.

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

laajenemismahdollisuuksia on vielä kotimaassakin.

Liiketoiminta pääosin jatkuvaluonteista kunnossapitoa

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

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

Huolto ja ylläpito on ollut yhtiölle tärkeä strateginen fokus, kun se on laajentanut palvelutarjoamaansa muuhun teollisuuden kunnossapitoon ja myös alueelliseen laajentumiseen Suomen teollisuusalueilla. Vuoden 2018 listautuminen antoi yhtiölle lisäresursseja strategian toteuttamiseen ja myös mahdollisuuden käyttää osaketta mahdollisten yritysosastojen yhteydessä.



Yhtiön isoimpia asiakasryhmiä:

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

Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat erityisesti:

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Organisaatorakenne tukee paikallista päätöksentekoa

Viafin Servicen alla toimii tällä hetkellä useita operatiivisia yhtiötä, jotka jakautuvat seuraaviin liiketoiminta-alueisiin:

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

Näiden ym. alla toimii liiketoiminta-alueiden toimipisteiden mukaan jaoteltuja yhtiöitä. Esimerkiksi Industrial Servicen alle kuuluu tällä hetkellä neljä eri yhtiötä ja Process Pipingin alle kolme eri yhtiötä. Kaavio nähtävillä seuraavalla sivulla.

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 on myös käsityksemme mukaan yksi syy, miksi Viafin Service saa yritysostojen integraation yhteydessä luotua synergiaetuja.

Yksiköiden välillä on havaittavissa arviomme mukaan myös pieniä etuja mm. ristiinmyynnin, yhteisten hankintojen ja resurssien joustavuuden sekä liikkuvuuden näkökulmasta. Paikallistuntemuksen, asiakaskontaktien

säilymisen ja muutoksiin reagoinnin kannalta rakenteelle löytyy myös hyviä perusteluita.

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

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

Liikevaihto suhteellisen keskittyneenä

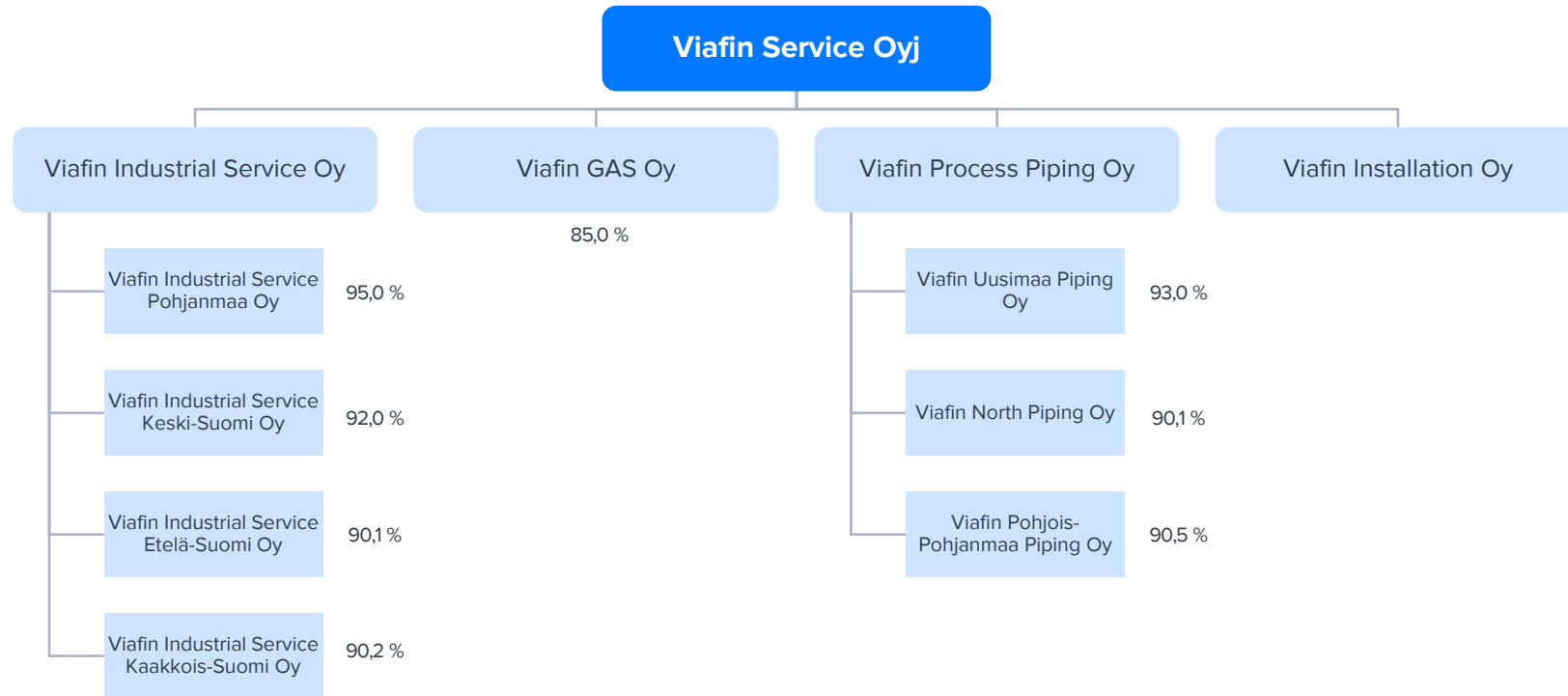
Viafin Servicen liikevaihdon maantieteellinen jakautuminen on Suomessa laajaa, mutta markkinan pienen koon vuoksi yhtiö on kuitenkin riippuvainen yksittäisten teollisuudenalojen sekä asiakkaiden liiketoiminnasta ja näkymistä. Yhtiön suurimmat toimialariippuvuudet ovat olleet historiassa sellu- ja kartonkiteollisuudessa,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

muutokset ja investointinäkymät ovat olleet yhtiön liiketoiminnan kannalta tärkeitä seurantakohteita. Viime vuosien aikana liiketoiminta on kuitenkin hajaantunut selvemmin mm. Viafin GAS Oy:n yritysoston ja elintarviketeollisuuden laajentumisen myötä. Näin ollen yhtiö ei ole enää niin merkittävästi sidoksissa tietyn alan menestykseen.

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

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

Konsernirakenne ja omistusosuudet



Inderesin kommentti:

Yhtiön tytäryhtiöt toimivat pääosin itsenäisinä yhtiöinä ja tytäryhtiöiden johtoa on sitoutettu vähemmistöosuuksilla, kuten kuvasta näkyy. Useat yhtiöt ovat paikallisia yhtiöitä, jotka hoitavat oman teollisuusalueensa kunnossapitoa. Organisaatorakenteessa pyritään sitouttamaan yksiköiden johto konsernin tavoitteisiin ja nykyaikaiset toiminnanohjausjärjestelmät mahdollistavat yksiköiden itsenäisen toiminnan vähäisellä kiinteällä hallinnolla.

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Liiketoimintamalli

Viafin Servicen liiketoiminta voidaan jakaa kahteen eri osa-alueeseen:

- Alueellinen huolto ja kunnossapito
- Projektit

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

Kunnossapitoliiketoiminta keskittyy teollisuuden putkistoihin ja tuotantolaitteisiin

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

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

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

Kunnossapitoon liittyy myös tehtaiden ja tuotantolaitosten kokonaisulkoistukset, mistä esimerkkinä toimii Viafin Industrial Servicen vuonna 2020 solmima kunnossapidon ulkoistussopimus Ravintoraisio Oy:n Nokian Myllyn kanssa. Nämä voivat toimia usein myös ponnahduslautana uusien toimipisteiden perustamiselle tärkeillä teollisuusalueilla.

Projektit tukemassa pääliiketoimintaa

Projektiliiketoimintaan kuuluu pieniä tarkoin valittuja ja asiakkaiden tarpeisiin rakennettuja noin 1-5 MEUR:n projekteja. Yhtiö fokusoi ainoastaan pieniin ja keskisuuriin projekteihin niiden matalamman riskiprofiilin ja vähäisemmän kilpailun takia. Keskittyminen pieniin ja vain palveluliiketoimintaa tukeviin projekteihin on mielestämme perusteltua yhtiön koko ja kehityssuunta huomioon ottaen. Projektit voidaan pääosin mieltääkin yhtiön kunnossapitoliiketoiminnan tukemiseksi, sillä usein yhtiö pyrkii myös solmimaan asiakkaan kanssa kunnossapitosopimukset asentamilleen laitteille.

Putkistoasennusten lisäksi projekteja tehdään valikoidusti muun muassa teknisesti vaativiin nesteytetyn maakaasun terminaaleihin ja niiden

osa-alueisiin sekä tuotantolaitosten koneisiin ja laitteisiin.

Kaasuun liittyvistä hankkeista esimerkkinä toimii huhtikuussa 2022 Viafinin solmima sopimus Haminan LNG-terminaalin viimeistelytöistä. Hankkeessa Viafin tarjosi asiakkaalle putkisto- ja kaasualan erikoisosaamista huoltovarmuuskriittisessä kohteessa. Nykyisessä kriittisessä energiatilanteessa tällaisten referenssihankkeiden painoarvoa ei voi mielestämme mitenkään aliarvioida.

Esivalmistus vähentää kohteessa tehtävää työtä

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

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

Liiketoiminnan profiili 1/2

Kasvuun tarvitaan käsipareja

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

Toimipaikkojen vetäjien tai aluepäälliköiden rekrytointi on taas haastavampaa, sillä yhtiö on selvästi viestinyt haluavansa aina rekrytoida paikallisesti parhaan mahdollisen vetäjän, joiden saatavuus on taasen hyvinkin tiukassa ja oma epävarmuustekijänsä. Lisäksi nyt markkinahaasteet ovat aiheuttaneet pulaa resursseista etenkin kunnossapidossa, mikä osaltaan voi hidastaa laajentumista.

Osittaista syklistä

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

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

Yhtiön liiketoiminta on kuitenkin myös vastasyklistä, sillä teollisuuden huollot usein lisääntyvät matalasuhdanteen aikana. Heikommassa suhdanteessa kunnossapitoon panostetaan, kun isoimpia investointeja halutaan vältellä. Yleisesti pyritään ajamaan vielä vanhoilla koneilla ja laitteilla, mitkä voivat vaatia enemmän huoltoa.

Toimiala- ja asiakasriippuvuus hajautunut

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

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

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

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

Toimialan tunnusmerkkejä

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

Toimialan trendit

Teollisuuden palvelujen ulkoistus
Tuotannon automatisaatio
Energiätehokkuus
Digitalisaatio
Esineiden Internet

Liiketoiminnan profiili 2/2

Hinnalla kilpailaan

Toimialan piirteistä johtuen yhtiön asemaan liittyy myös riski siitä, että jokin isompi kilpailija isommalla tarjonnalla alkaisi hinnoittelulla vallata markkinaosuuksia. Tämä on nähty jo osittain kunnossapidon kokonaisulkoistuksissa, missä isommat kilpailijat ovat hyvin vahvoilla asiakkaiden näkökulmasta ja pienempiä toimijoita käytetään hyvin vähän (kts. Markkinat-osio). Toimialan marginaalit ovat kuitenkin jo lähtökohtaisesti matalia ja tarjolla olevat merkittävät skaalaeduct verrattain vähäisiä, joka näin ollen laskee todennäköisyyttä riskin toteutumiselle.

Toisaalta Viafin ydinkohdemarkkinat ovat isoimpien kilpailijoiden paineelta suhteellisen hyvin suojassa, sillä yhtiö tekee pääosin isoja kilpailijoita pienempiä projekteja sekä kunnossapitokokonaisuuksia. Voikin olla, että alalla nähdyn konsolidaation jälkeen isoimmille toimijoille kannattomampia sopimuksia tai kokonaisuuksia päätyy Viafinille, joka pystyy oman ketterän organisaation avulla näitä kannattavasti toteuttamaan.

Digitalisaatio ajaa toimialan muutosta

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

toimilaitteiden määrä kasvaa vauhdilla. Tämä asettaa lisää vaatimuksia Viafin Servicen kaltaisille toimijoille ja osaamista on kartutettava jatkuvasti. Kilpailu pysymisestä asiakkaiden vaatimusten tasalla digitaalisessa ympäristössä on kovaa. Riittävän osaamistason todistaminen asiakkaalle ratkaisee monesti sopimuksen saamisen.

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

Kustannukset pääosin muuttuvia

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

Pääomaintensiivisyys matala

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

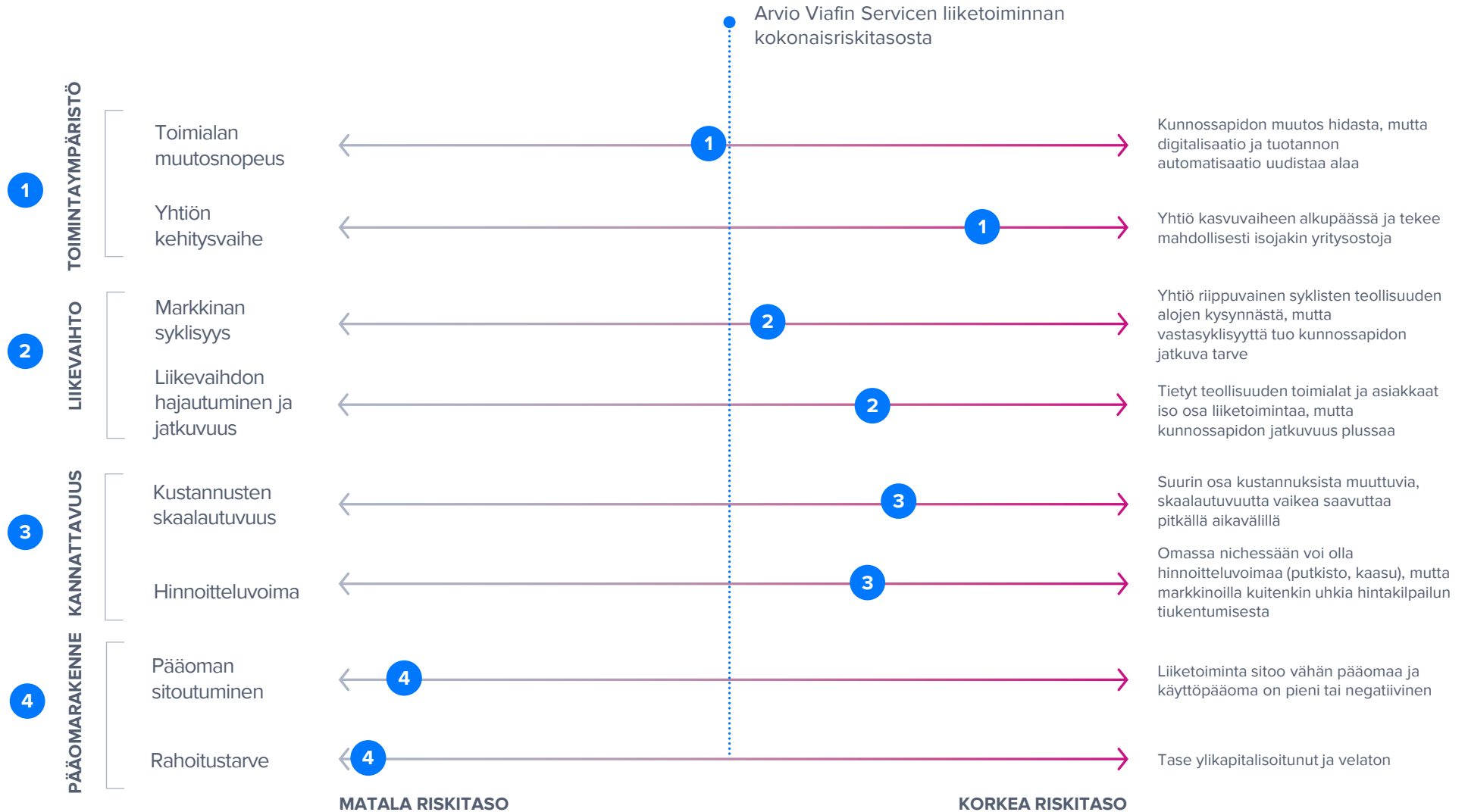
hyvä pääoman tuottopotentiali ja negatiivinen käyttöpääoma. Negatiivinen käyttöpääoma mahdollistaa hyvän tulorahoituksen ja hyvä kassavirta sekä alhainen investointitarve vakaan osingonmaksukyvyyn.

Yhtiön pääomia käytetään ensisijaisesti orgaaniseen kasvuun, yritysostoihin ja osingonmaksuun. Yhtiön orgaaniset investoinnit (ei yritysostoja) olivat vuonna 2021 laskelmiemme mukaan noin 0,4 MEUR (2020: 0,6 MEUR), mikä on alle 1%:n liikevaihdosta. Itse liiketoimintaan investointitarve on siis hyvin matala. Korollista velkaa (pl. IFRS 16 vuokrasopimusvelat) yhtiöllä ei tällä hetkellä ole, mutta se on valmis käyttämään velkaa esimerkiksi yritysostojen rahoittamiseen.

Rahoitustarve Viafin Servicellä on myös näin ollen näkemyksemme mukaan orgaanisesti hyvin pientä kannattavuuden pysyessä yhtiön tavoitetasoilla (EBITA-% 5-7%), jolloin myös kassavirta pysyy hyvin vahvalla tasolla.

Yritysostoja varten yhtiöllä on merkittävästi resursseja. Listautumisannin varojen (10 MEUR) ja yhtiön hyvän tuloksen sekä vahvan kassavirran ansiosta rahavarat olivat 14 MEUR:ssa H1'22 lopussa (3,8 euroa/osake). Tämä siitä huolimatta, että yhtiö on suorittanut jo kaksi yritysostoa listautumisannin jälkeen.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1. Kasvuyhtiö vakaalla kannattavuudella

2. Yritysostojen onnistuminen

3. Merkittävä tuloskasvupotentiaali tavoitteiden toteutuessa

4. Syklisten asiakastoimialojen luomat riskit

5. Vahva kassavirta antaa edellytyksiä investoida kasvuun ja jakaa osinkoa

Lähde: Inderes

Potentiaali



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

Riskit



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

Strategia 1/1

Strategiassa haetaan voimakasta kasvua

Viafin Service julkisti strategiansa listautumisen yhteydessä ulottuen vuoden 2022 loppuun asti. Kuluvan vuoden aikana strategiaa tullaan tarkastelemaan ja odotamme päivityksiä loppuvuoden aikana. Iso kuva ei arviomme mukaan kuitenkaan merkittävästi muutu, joten nykyisen strategian tarkastelu on vielä relevanttia.

Strategia pohjautuu kasvuun nykyisillä liiketoiminta-alueilla toimipaikkoja lisäämällä sekä laajentamalla suuremmille markkinoille uusien palveluvalikoimien avulla. Yhtiö hakee orgaanista kasvua lisäämällä toimipaikkojen määrää yhtiön nykyisellä teollisuuden putkistojen ja tehtaiden seisokkihuoltojen palvelualueella. Näissä tavoitteissaan yhtiö on onnistunut merkittävän hyvin toimipisteverkoston laajennettua usealle uudelle paikkakunnalle. Toimipaikkoja on strategiassa ollut tarkoitus lisätä etenkin Oulun seudulle ja pohjoiseen Keski-Suomeen, jossa on merkittävää tehdasteollisuutta.

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

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

Strategiassa painotetaan lisäksi huollon ja

kunnossapidon merkitystä. Liiketoiminta huolloissa on paljon vakaampaa ja osittain jatkuvaluonteista, jolloin se madaltaa yhtiön riskiprofiilia. Yhtiön strategisena tavoitteena on, että huollon ja kunnossapidon osuus liikevaihdosta on vähintään 75 %.

Taloudelliset tavoitteet

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

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

Kasvutavoitteen saavuttaminen on epätodennäköistä kuluvana vuonna niin orgaanisesti kuin yritysostoinakin. Orgaaninen kasvu kuitenkin jatkuu ja yritysostoja tulee jatkossa olemaan, mikä asettaa tavoitteen lähivuosille mahdolliseksi. Toimiala on kuitenkin pirstaloitunut ja potentiaalisia eri kokoisia yritysostokohteita on paljon.

Koronakriisi ja markkinahäiriöt ovat osaltaan olleet arviomme mukaan strategian toteutuksessa jarruttavia tekijöitä. Osin tämän vuoksi sopivia yritysostokohteita ei ole juurikaan löytynyt. Tämän lisäksi yhtiö on panostanut merkittävästi orgaaniseen kasvuun ja myös lisännyt resursseja emoyhtiöön tärkeille paikoille, jotta kasvustrategia voidaan viedä seuraavaan vaiheeseen. Orgaaninen kasvu onkin ollut

selvästi odotuksiamme vahvempaa koko strategiakauden ajan.

Vaikka merkittäviä yritysostoja ei ole Viafin GAS oston lisäksi ollut, on mielestämme erittäin tärkeää, että yhtiö ei päädy ostamaan huonoa liiketoimintaa vain lyhyen aikavälin tavoitteiden saavuttamiseksi. Tällä hetkellä näyttäisi siltä, että yhtiö istuu hyvinkin luottavaisena kassansa päällä etsien kuitenkin kokoajan varteenotettavia kohteita. Markkinalla on myös Viafinin kokoisia yrityksiä, joten isoakaan yritysostoa ei mielestämme voi poissulkea.

Yritysstopprosessin ja -strategian yksi kulmakivi on, että Viafin Servicen tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yhtiöinä ja niiden integroiminen ei ole kovinkaan raskas prosessi. Viafin Service on viestinyt myös jatkavansa yritysostoja enemmistöosuuden hankkimalla sitouttaen näin yleensä myös työntekijät mahdollisimman hyvin.

Yhtiön tavoittelema 5-7 %:n EBITA-marginaali on mielestämme hyvinkin mahdollinen ylläpitää tai jopa ylittää vuoden 2020 marginaalin oltua jopa 7,9 %. Näemme marginaalin kuitenkin olevan jatkossa vahvan kasvun ja markkinahaasteiden takia tavoitehaarukan sisällä.

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

Strategiset ja taloudelliset tavoitteet

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

Inderesin kommentti:

Kasvun kärkenä on ollut orgaaninen kasvu toimipaikkojen määrää lisäämällä valituille alueille. Myös yritysostot uusissa palveluissa ovat olleet hyvin tärkeässä osassa. Yritysostojen myötä uusia palveluita voidaan laajentaa tarvittaessa jokaiselle olemassa olevalle toimipaikalle onnistuneiden rekrytointien avulla. Näemme yhtiön kannusteiden motivoivan parhaita osaajia rekrymarkkinoilla, mikä on eduksi kilpailijoihin nähden. Yhtiö myös tutkii erilaisia digitaalisia ratkaisuja liiketoiminnan kasvun vauhdittamiseksi ja kilpailuedun vahvistamiseksi.

Inderesin kommentti:

Liikevaihdon kasvutavoite ja sen saavuttaminen vuonna 2022 vaikuttaa arviomme mukaan epätodennäköiseltä. Ennustemme (2022e: 77 MEUR) lisäksi yhtiön tulisi tehdä hyvin merkittävä yritysosto, jotta tähän yllettäisiin. Lähivuosina tavoite on saavutettavissa jo orgaanisella kasvulla. Kannattavuus on pysynyt hyvällä tasolla, mikä tukee tavoitteisiin pääsyä, vaikka uskommekin kasvun painavan kannattavuutta tulevina vuosina. Vakaa taseasema ja vähän pääomaa sitova liiketoiminta tukevat tulevaa osingonmaksukykyä.

Kasvu

Liikevaihto vuonna 2022:
100 MEUR

Kannattavuus

EBITA-marginaali keskipitkällä aikavälillä:
5-7 %

Osinko

Osinko tilikauden oikaistusta tuloksesta:
30-50 %

Toimiala ja markkina 1/3

Teollisuuden kunnossapito

Teollisuuden kunnossapitopalvelut käsittävät eri kokoisten ja eri teollisuuden alojen laitoksilla suoritettavia laitosten, laitteiden ja laitosalueen kunnossapitoon ja huoltoon liittyviä palveluita. Tämä voi tarkoittaa mm. teollisten laitosten mekaanisia kunnossapitotöitä, sähkö- ja automaatiotöitä, korjaamopalveluita ja logistiikkapalveluita. Tarkoituksena on edistää laitosten kustannustehokasta toimintaa ja hallintaa. Palveluiden lisäksi toimialaan voidaan lukea teollisuuden kunnossapitoa tukevat projektit.

Ulkoistaminen iso trendi

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

Kunnossapidon ulkoistaminen voidaan tehdä kokonaisvaltaisesti tai osittain. Kokonaisulkoistus sisältää usein tehtaan tai tuotantolaitoksen kaikkien laitteiden ja koneiden kunnossapidon. Nämä ovat yleensä asiakkaille mielekkäämpiä (kaikki samasta paikasta) että myös toimittajalle usein kannattavampia.

Kilpailu- ja kuluttajaviraston (KKV) tekemän tutkimuksen mukaan Viafin Servicelle tärkeällä sellu- ja paperiteollisuudessa ulkoistukset ovat usein kokonaisulkoistuksia, kun taas metalli- ja kemianteollisuudessa ne ovat osaulkoistuksia. Saman aineiston perusteella noin 65-70 % ulkoistusmarkkinasta koostuu

kokonaisulkoistuksista.

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

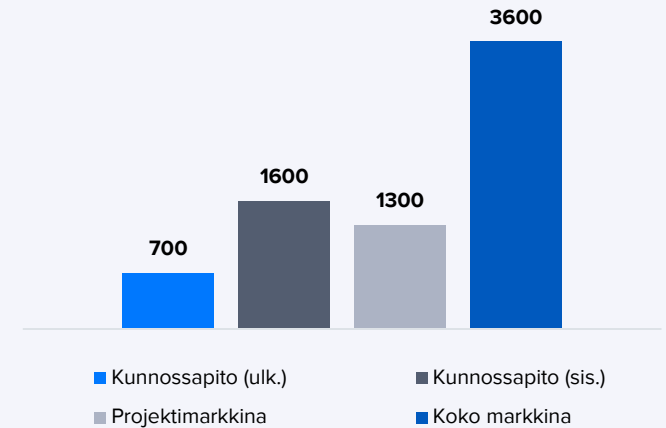
Suurten tuotantolaitosten kokonaisulkoistuksen markkinaan pääsy edellyttää KKV:n selvityksen mukaan toimittajalta 1) laajaa tuoteportfolioa, 2) koon mukanaan tuomaa uskottavuutta sekä 3) referenssejä. Erityisen vaikea markkina pienille toimijoille tuntuisi olevan energiateollisuus ja raskas prosessiteollisuus,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

Kohdemarkkina noin 2 miljardin kokoinen

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

Näemme kuitenkin Viafin Servicen hyvän tarjoaman ja kilpailukyvyn luovan vielä mahdollisuuksia kasvattaa osuutta. Lisäksi markkinakasvua tukee edelleen kunnossapidon ulkoistus tehtailta ulkopuolisille toimijoille. Isommassa kuvassa kuitenkin laajentuminen uusiin palveluihin on mielestämme tarpeen, josta Viafin GAS Oy sekä Industrial Service - liiketoiminta ovat hyviä esimerkkejä.

Teollisuuden kunnossapito- ja projektimarkkinat (MEUR)*



Toimiala ja markkina 2/3

Kun kohdemarkkinaa lasketaan yhtiön nykyisen palveluvalikoiman lisäksi sähkö-, automaatio-, pumppu- ja venttiilihuolto, puhutaan yhtiön mukaan varsin laajasta, noin 2 miljardin euron, kohdemarkkinasta.

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

Yhdessä nämä muodostavat Viafinille relevantit projekti- ja kunnossapitomarkkinat noin 1300-2000 MEUR:n arvoisiksi, mikä sopii myös hyvin yhtiön arvion kanssa yhteen.

Markkinan ulkoistusasteesta varaa kasvaa

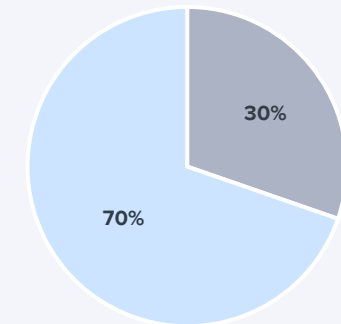
Arvioitaessa ulkoistuksen penetraatioastetta, voidaan käyttää Caverionin KKV:n selvityksessä ilmoittamaa arviota kokonaismarkkinoiden koosta. Caverion arvioi markkinan koon olevan jopa 3600 MEUR, joka arviomme mukaan sisältää tehtaiden oman että ulkoistetun kunnossapidon sekä myös projektit.

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

MEUR - 1300 MEUR = 2300 MEUR).

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

Ulkoistuksen penetraatioaste kunnossapidon markkinoista*



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

Toimiala ja markkina 3/3

Teollisuuden huollon kasvu ollut hyvää, mutta notkahduksiakin on tapahtunut

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

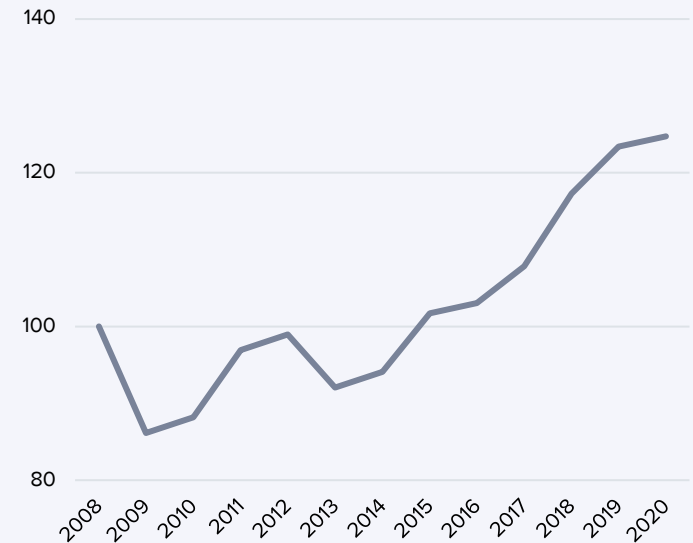
Markkina on kasvanut suhteellisen tasaisesti, mutta ei huoltotoiminta kuitenkaan ole ollut suhdanteille immuunina, kun vuonna 2009 volyymit laskivat yli 10 %. Pitkäkestoisia laskuja ei kuitenkaan ole nähty ja markkinan voisi olettaa kasvavan pitkällä aikavälillä BKT:n kanssa suhteellisen linjassa.

Näemme kuitenkin ulkoistumistrendin jatkumisen avittavan markkinakasvun yli BKT:n tason ja arvioimme Viafin Servicen markkinoiden kasvavan noin 2-5 %:n vuosivauhtia seuraavien viiden vuoden ajan. Talouden mahdolliset shokit ja nopea hidastuminen voivat kuitenkin arviomme mukaan romahduttaa markkinan isoihinkin laskuihin väliaikaisesti.

Vuodesta 2008 Viafin Service on kasvanut vuosittain keskimäärin noin 33 %, joten kasvu on ollut selkeästi markkinoita nopeampaa. Olemme näin luottavaisia, että Viafin pystyy myös jatkossa kasvamaan markkinoita nopeammin. Yhtiö panostaa vahvan orgaanisen kasvun lisäksi merkittävästi yritysostoihin, joka mahdollisesti heikomman markkinakehityksen myötä voi myös

avata hyviä ostopaikkoja yhtiön vahvalle kassaposiitiolle.

Markkinoiden kasvu ollut nousujohteista notkahduksista huolimatta



Kilpailu 1/1

Markkinoilla paljon toimijoita

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

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

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

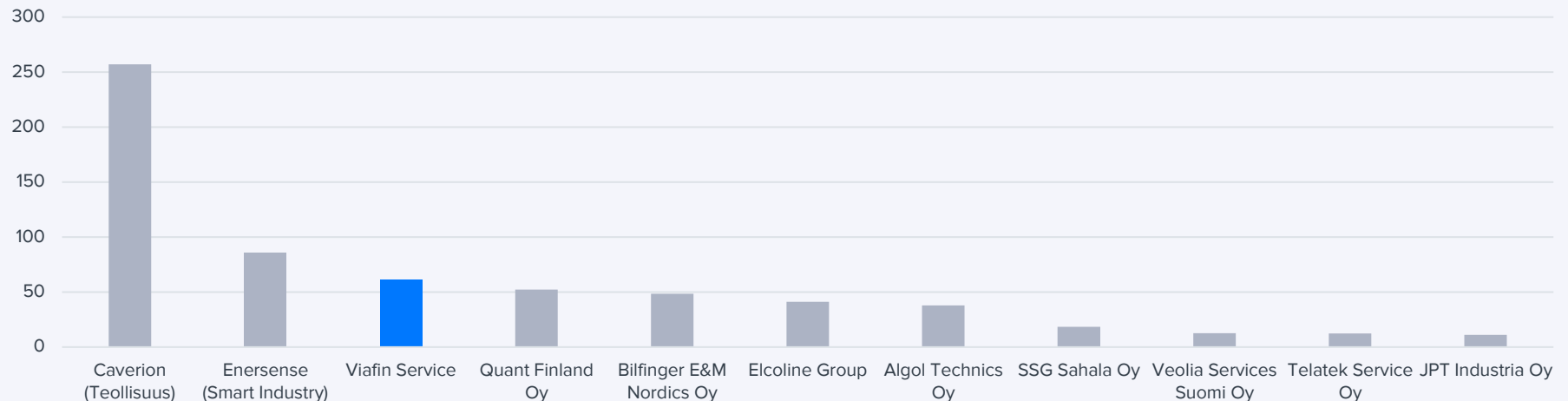
Markkinoilla isoja ja pieniä toimijoita

Viafin Service on viimeisten vuosien aikana kasvanut arviomme mukaan markkinaa nopeammin ja kasvattanut markkinaosuuttaan. Yhtiön liikevaihdosta 100 % tulee Suomesta ja yhtiön kilpailijoita ovat mm. Caverion, Elcoline, Enersense, Bilfinger sekä Quant Sataservice. Viafin Service on laskelmiemme ja tietojemme mukaan yksi johtavista toimijoista, vaikka tarkkaa

markkina-asemaa on eri teollisuuden kunnossapitoalojen vuoksi vaikea määrittellä.

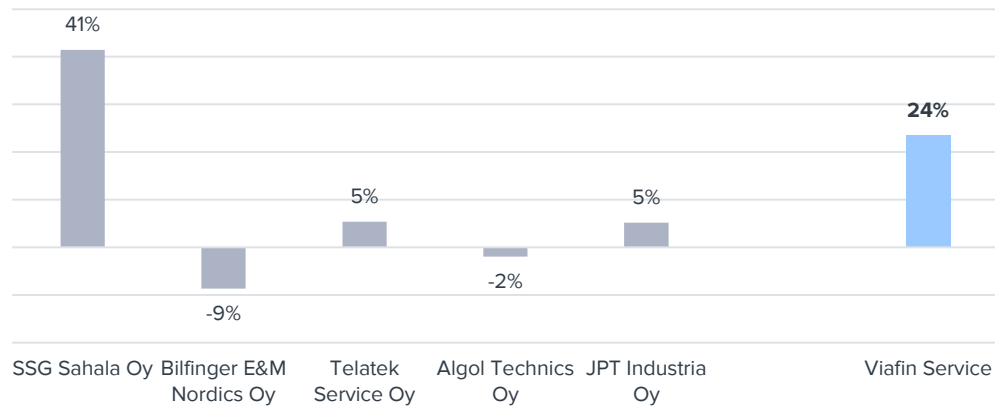
Huomioitavaa on, että alla olevat luvut ovat yhtiöiden tilinpäätöksistä tai muusta materiaalista, eivätkä välttämättä kerro yhtiöiden teollisuuden kunnossapidon liikevaihdon tasosta. Ne ovat osittain myös vain osia konserneista, eivätkä anna välttämättä kokonaista kuvaa yhtiöstä. Tasot antavat kuitenkin suhteellisen hyvän kuvan isoista ja pienemmistä kilpailijoista markkinoilla. Caverionista olemme ottaneet huomioon vain Teollisuus-divisioonan ja Enersensestä vain Smart Industry -liiketoiminnan, sillä ne kuvaavat paremmin Viafin Servicen liiketoimintaa.

Liikevaihto 2021 (MEUR)

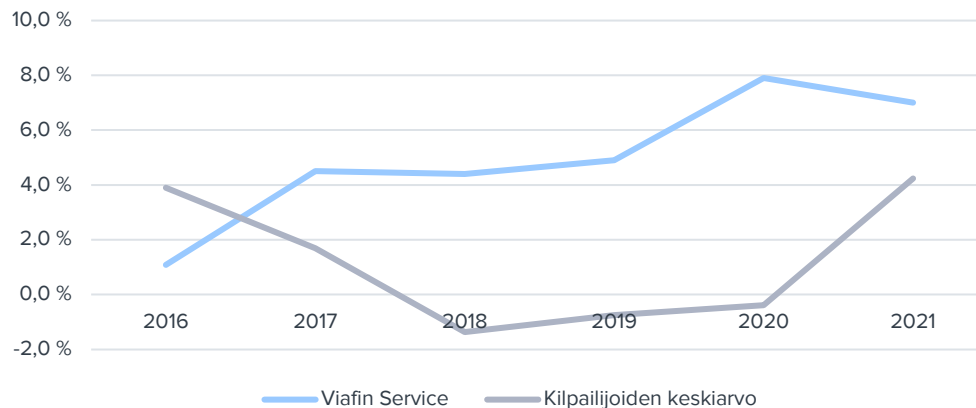


Suoritus kilpailijoihin nähden ollut vakuuttava

Liikevaihdon kasvu (CAGR-% 5v)



Kannattavuus (EBIT-%)



Inderesin kommentti:

Viafin Servicen kasvu on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskimäärin kilpailijoita parempi. Keskimäärin valitut kilpailijat ovat kasvaneet noin 8 % vuosittain, kun Viafin Service on kasvanut noin 24 %:n vauhtia.

Kilpailijoihin on valittu yrityksiä, joista on suhteellisen aukoton viiden vuoden historia ja käytetty viimeisintä saatavilla olevaa tilikautta. Vertailtavuutta kilpailijoihin heikentää osan kilpailijoiden puutteelliset tiedot.

Esimerkiksi Caverionin teollisuuden divisioonasta ei ole saatavilla Suomen osalta tarkkoja lukuja tai liikevoittoa, jonka vuoksi se on pois laskelmista. Yleisesti näyttäisi, että keskisuuret ja pienet toimijat ovat kuitenkin kasvaneet osin isoimpien kustannuksella, kuten esim. Bilfingerin luvuista näkee.

Viafin Servicen kannattavuus on myös ollut alan keskiarvoa parempi viimeisen viiden vuoden aikana, mikä myös osaltaan lisää luottamusta yhtiön kannattavuustavoitteiden toteutumiselle. Viafin Servicen kannattavuus on myös ollut nousujohteista toisin kuin valituilla kilpailijoilla keskimäärin aina viimeisiin vuoteen asti. Alan kannattavuudessa näkyy yleisenä ilmiönä mielestämme se, että projektivetoisilla yhtiöillä kannattavuus on huoltoihin ja kunnossapitoon keskittyneitä alhaisempi.

Taloudellinen tilanne 1/2

Viafin Servicen kulurakenne on yksinkertainen

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

Henkilöstökulut ovat yhtiön suurin kuluerä. Liiketoiminta on hyvin henkilöstöriippuvaista ja henkilöstökulut olivat vuonna 2021 noin 46 % kokonaiskuluista (ennen poistoja). Yhtiön henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta on noussut vuoden 2012 noin 20 %:sta viime vuoden yli 40 %:iin. Tämä johtuu arviomme mukaan yhtiön siirtymisestä projektivetoisesta enemmän palvelukeskeiseen liiketoimintaan. Näemme henkilöstökuluissa olevan kokonaisuudessaan nousuvaraa yhtiön kasvuvaiheen aikana, sillä kasvu syntyy ennen kaikkea henkilöstöä ja käsipareja lisäämällä.

Ostojen merkitys pienentynt

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

Tämä täysin muuttuva kuluerä oli yli 25 % kuluista ennen vuotta 2019, mutta oli viime vuonna noin 20 %. Osuuden lasku heijastelee arviomme mukaan projektien ja tuotemyynnin osuuden pienentymistä sekä Viafin GASin kulurakenteen integroimisesta.

Yhtiön kolmanneksi suurin kuluerä on

ulkopuoliset palvelut, mihin kuuluu muun muassa yhtiön alihankintana suorittamat työt. Nämä kulut olivat viime vuonna noin 17 % liikevaihdosta ja noin 19 % kokonaiskuluista.

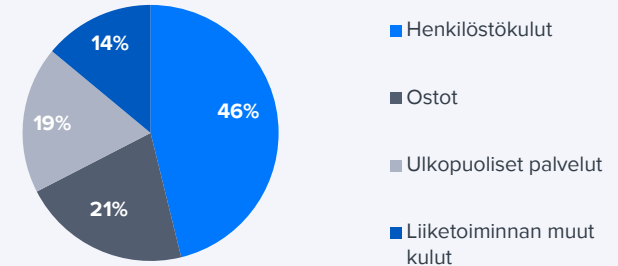
Näemme, että pitkällä aikavälillä osuus ei ainakaan merkittävästi lähivuosina kasva, sillä huoltoihin ja kunnossapitoon käytetään enemmän omaa henkilöstöä laadun ja palvelun tason varmistamiseksi. Viime vuonna vahvan projektimarkkinan vuoksi ne olivat arviomme mukaan normaalia korkeammalla tasolla.

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

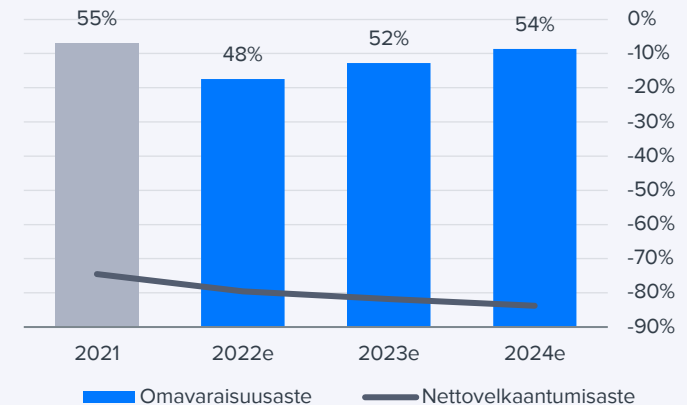
Tase vahvalla tasolla

Viafin Servicen taseasema on hyvin vahva ja jopa ylikapitalisoitunut hyvän tuloskehityksen, vahvan kassavirran sekä yhtiön listautumisannista saamien varojen myötä. Viimeisimmässä tulosraportissa (H1'22) yhtiön omavaraisuusaste oli noin 49 % ja velattoman taseen (ilman IFRS 16) takia velkaantumisaste oli selvästi negatiivinen. H1'22 kassavarat olivat 13,6 MEUR, ollen jopa 30 % yhtiön taseen loppusummasta. Yhtiön tase on näin ollen hyvinkin vahva yritysostoin ja orgaanisesti toteutettavaa kasvustrategiaa ajatellen. Yhtiö voi tarvittaessa käyttää myös velkarahoitusta strategiaan tavoitteisiin päästäkseen.

Kustannusrakenne 2021



Taseen avainlukujen kehitys



Taloudellinen tilanne 2/2

Yhtiöllä ei ole taserakenteeseen liittyviä julkistettuja tavoitteita, mutta näemme yhtiöllä olevan varaa velkaantumisen merkittäväänkin kohoamiseen, jos se on tarpeen. IFRS 16 toi taseeseen vuokrasopimusvelkoja noin 0,6 MEUR:lla (H1'22), mikä näkyy veloissa.

Nettokäyttöpääoma negatiivinen

Keveyen taseen, liiketoimintaprofiilin ja saatujen ennakkomaksujen avulla Viafin Servicen nettokäyttöpääoma on negatiivinen. Tämän vuoksi liiketoiminnan pääomaprofiili on erittäin hyvä, sillä yhtiön juoksevaan liiketoimintaan ei sitoudu pääomaa. Käyttöpääoma suhteessa liikevaihtoon oli vuonna 2021 laskelmiemme mukaan noin -8 % liikevaihdosta ja ennusteissamme pysyy tulevaisuudessa selvästi negatiivisena.

Taseessa on paljon liikearvoa

Yhtiön taseessa korostuu liikearvo (H1'22: 8 MEUR), joka on noin 18 % taseen loppusummasta ja noin 40 % yhtiön omasta pääomasta. Liikearvo on kertynyt ennen listautumista tehtyjen yhtiöittämissä ja yritysostojen seurauksena. Yhtiö ei enää poista liikearvoa, kun se siirtyi IFRS-raportointiin. Liikearvon korkeasta osuudesta huolimatta liiketoimintojen odotetun positiivisen kehityksen myötä emme näe merkittävää riskiä, että liikearvoon kohdistuisi painetta alaskirjauksille.

Muiden pysyvien vastaavien merkittävin erä on 1,8 MEUR:n koneet ja kalusto. Määrän pienuus kuvastaa liiketoiminnan vähän pääomia sitovaa luonnetta. IFRS 16 lisäsi taseeseen 0,5 MEUR käyttöoikeusomaisuuseriä, jotka näkyvät aineellisissa erissä.

Oma pääoma yhtiöllä oli H1'22 lopussa noin 20 MEUR. Tästä 0,9 MEUR oli vähemmistöosuuksia. Toimiva henkilöstö usein omistaa tytäryhtiöistä osuuden sitouttamistarkoituksen mukaisesti. Tämä vähentää myös nettotuloksen määrää, kun vähemmistöille tuloutetaan heidän osuus. Tänä vuonna vähemmistöjen osuus kuitenkin laski, kun Viafin GAS:n omistusosuutta nostettiin.

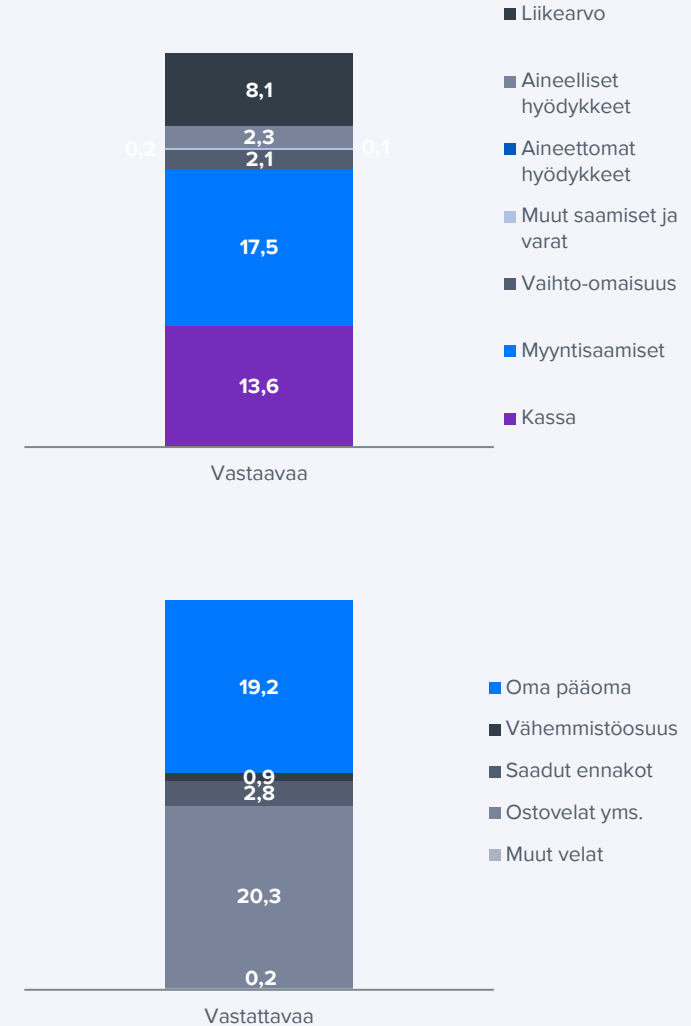
Taserakenne oivallinen osinkojen maksuun

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

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

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

Taserakenne H1'22



Ennusteet 1/3

Ennusteiden perusteet

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

Liikevaihtoennusteemme muodostuvat odottamastamme Viafin Servicen toimipaikkojen orgaanisesta kasvusta. Toimipisteet tekevät tavoitetasollaan keskimäärin arviomme mukaan noin 3-5 MEUR:n liikevaihtoa paikasta sekä liiketoiminta-alueesta riippuen. Tavoitteen saavuttamiseen toimipisteillä menee yleensä 2-3 vuotta.

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 ostojen antaessa odottaa itseään.

Vuosi 2022 alkoi vahvalla kasvulla

Viafin Servicen H1'22-raportti oli tuloksellisesti vahvaa vertailukautta heikompi, mutta liikevaihto oli selvässä kasvussa. Liikevaihto nousi H1:llä noin 48 %:lla ja oikaistu EBITA-marginaali oli 3,0 %:ssa (2021 H1: 4,8 %). Vahvasta kasvusta johtuen oikaistu EBITA oli 1,2 MEUR ja laski vain vähän vertailukauden 1,3 MEUR:sta. Heikentyneeseen kannattavuuteen vaikutti

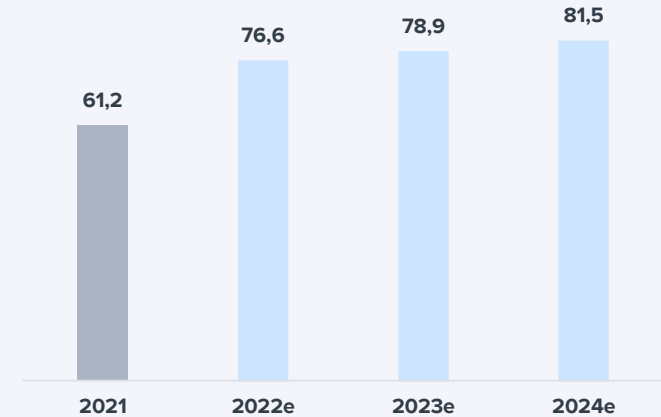
toimipisteiden ylösajokustannukset sekä koronan poissaolot alkuvuonna.

Yhtiö odottaa liiketoiminnan kannattavuuden kehityksen parantuvan selvästi vuoden toisella puoliskolla, joka näkyy myös ohjeistuksessa. Yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan (2021: 61,2 MEUR) ja koko tilikauden liikevoiton ilman liikearvon poistoja (EBITA) kasvavan (2021: 4,3 MEUR) vuonna 2022. Liikevaihdon ohjeistukseen pääsy näyttää tällä hetkellä erittäin todennäköiseltä, mutta kannattavuuden suhteen tekemistä vielä on. Negatiivisen tulosvaroituksen riskiä ei voi poissulkea esimerkiksi markkinahäiriöiden vuoksi, mutta osaltaan näemme epävarmuuden jo heijastuvan osakkeeseen.

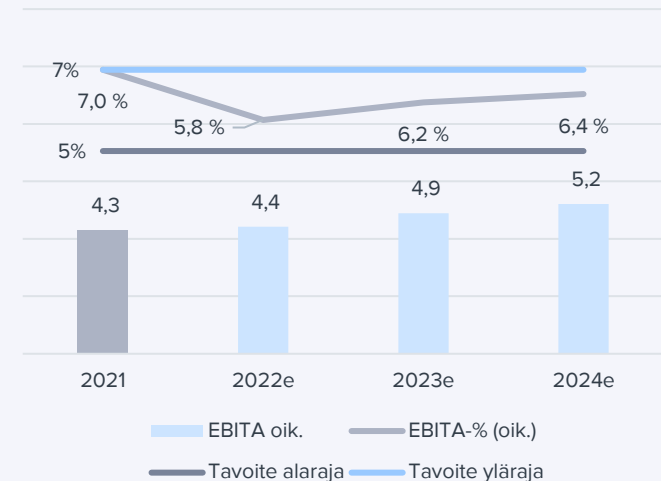
Odotamme liikevaihdon nousevan vuonna 2022 kokonaisuudessaan nyt noin 25 %:lla 77 MEUR:oon vahvan alkuvuoden ja toimipisteiden kiihtyvän kasvun myötä. Yhtiön viime vuonna ja Q1:llä käynnistetyt toimipisteet alkavat loppuvuonna lähestyä terveempiä volyymitasoja, minkä pitäisi tukea liikevaihtoa sekä tulosta. Näemme kuitenkin, että loppuvuonna liikevaihdon kasvu hidastuu selvästi, sillä vertailukausi oli vastaavasti projektien osalta hyvin vahva, kun nyt projektiliiketoiminta oli vahva vastaavasti H1:llä.

Kannattavuuden osalta odotamme EBITA-marginaalin olevan kohtuullisella tasolla 5,8 %:ssa, mutta sitä rasittavan vielä kasvuvaiheen kustannukset ja epävarmuustekijät materiaalien saatavuudesta, koronasta ja kustannuspaineista. Taso on alle viime vuosien yli 7 %:n tason, mutta kuitenkin yhtiön tavoitehaarukan sisäpuolella (5-7 %).

Liikevaihdon ennusteet



EBITA-ennusteet



Ennusteet 2/3

Tulos nousee vuodesta 2021

Yhtiöllä ei ole korollista velkaa eikä näin ollen merkittäviä rahoituskuluja. Alariveillä näkyy kuitenkin vähemmistöosuuksien merkitys, joka on yhtiön konsernirakenne huomioon ottaen tyyppillistä. Vähemmistöille menevä osuus nyt kuitenkin hieman laskee, kun Viafin GAS:sta yhtiö omistaa nyt 85 %. Ennustamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen olevan vuonna 2022 0,87 euroa (2021: 0,80 euroa).

Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme osingon olevan 0,42 euroa, joka vastaa noin 50 %:n osingonjakosuhdetta oikaistusta tuloksesta. Uskomme yhtiön haluavan nostaa osinkoaan (2021: 0,40 euroa), vaikka jakosuhte onkin lähellä 50 %:n rajaa. Yhtiöllä on kuitenkin hyvinkin vahva kassa ja sillä on hyvät mahdollisuudet jatkaa tulevaisuudessa osingonmaksupolitiikkaansa kovasta kasvuvaiheesta huolimatta. Uskomme yhtiön kuitenkin priorisoivan kasvua, mikä sijoittajienkin tulisi huomioida. Tämän vuoksi osinkoon ei kannata liiaksi nojautua yhtiössä vielä tässä vaiheessa.

Vuonna 2023 kasvu jatkuu, mutta maltillisena

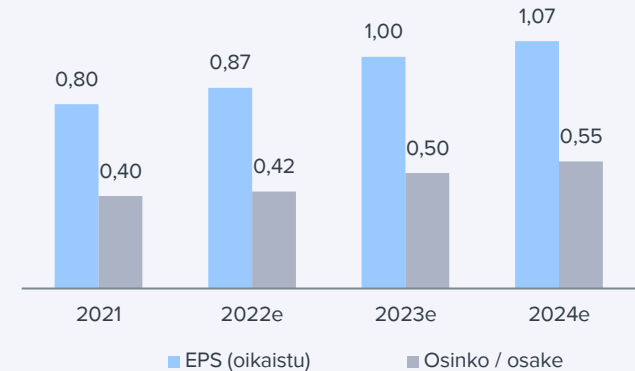
Vuonna 2023 näemme liikevaihdon nousevan 3 %:lla 79 MEUR:oon ja kasvun hidastuvan kiivaimman vaiheen jälkeen. Orgaanisen kasvun ennusteet lähivuosille ovat hyvin riippuvaisia uusien toimipaikkojen avaamisista, niiden liiketoiminnan etenemisestä ja projektimarkkinan kysynnästä. Tähän asti orgaaninen kasvu on ollut odotuksiamme vahvempaa, kun taas toisaalta

yrittösostokäytöteetti on ollut odotuksiamme vaimeampaa. Näkyvyyttä heikentää markkinainvestointien epävarmuus, joka nykyisellään näyttäisi hieman hidastavan menoa lähivuosille. Yhtiön orgaaniset investoinnit tukevat kuitenkin kasvun jatkumista markkinakysynnän pysyessä nykyisellä tasolla. Lisäksi viime vuosien kasvua on osin tukenut palautuva kysyntä koronasta, jonka vuoksi olemme maltillisia kasvuennusteissamme.

Vuonna 2023 odotamme kasvuvaiheen etupainotteisten kustannusten jälkeen kannattavuuden parantuvan ja EBITA-%:n olevan 6,2 %:ssa. Markkinahäiriöt helpottuvat arviomme mukaan viimeistään vuoden 2023 aikana ja yhtiön toimipisteiden suhteellinen kannattavuus paranee. Selkeästi parempaankin kannattavuuteen yhtiöllä on mahdollisuudet (2020: 7,9 %), mutta arviomme mukaan kasvuvaihe vielä näkyy ensi vuonna kannattavuudessa.

Vuonna 2024 näemme liikevaihdon nousevan jälleen hieman. Ennustamme liikevaihdon nousevan yli 3 %:lla 82 MEUR:oon. Arviomme mukaan markkinatilanteen pitäisi jälleen piristyä, mikä tukisi yhtiön liiketoimintaa. Kasvavien volyymien myötä odotamme EBITA-marginaalin nousevan vuonna 2024 noin 6,4 %:iin. Isomman organisaation hallinta osaltaan rajoittaa kannattavuuden nousua, mutta volyymien nousu ja toimipisteiden parantuva tuottavuus parantavat kannattavuutta ennusteidemme mukaan.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/3

Pidemmän aikavälin ennusteet

Lähivuosina vuoden 2024 jälkeen näemme kasvuvaiheen jatkuvan hyvänä ja Viafin Servicen kasvavan markkinaa nopeammin. Vuosien 2025-2027 aikana yhtiön orgaaninen kasvu lähestyy ennusteillamme noin 4 %:n tasoa, mutta siitä hidastuu pitkällä aikavälillä noin 2 %:iin. Näemme yhtiön teollisuuden kunnossapitomarkkinoiden kasvun olevan noin 2-5 %:n tasolla pidemmällä aikavälillä mm. kunnossapidon ulkoistamistrendin jatkumisen seurauksena.

Kannattavuuden odotamme pysyvän kestävästi kohtuullisella tasolla. Siinä voi olla myös pitkällä aikavälillä mahdollisesti nousupotentiaalia, sillä yhtiö on jo todistanut kannattavuuspotentiaalinsa olevan nykyisiä tavoitteita korkeammalla. Näimme vuonna 2020, mihin yhtiö voi omalla liiketoimintamallillaan mahdollisesti päästä (EBITA-%: 7,9 %). Vuosina 2025-2027 EBITA-% ennusteissamme onkin noin 7 %. Pitkällä aikavälillä pidämme terminaalin kannattavuusennusteen kuitenkin maltillisesti nykyisen tavoitetason puolella välissä noin 6 %:ssa.

Orgaanisia tuloskasvunäkymiä tukee mahdolliset yritysostot

Ennusteidemme toteutuessa tarkoittaisi tämä keskimäärin noin 10 %:n EPS-kasvua 2021-2024 (CAGR). Tuloskasvunäkymissä on otettava huomioon, että ennusteenme ei sisällä tulevaisuudessa tehtäviä yritysostoja niiden heikon ennustettavuuden vuoksi. Siksi pidämme jo pelkällä orgaanisella kasvulla saavutettavaa 10

%:n vuosittaista tuloskasvunäkymää hyvinkin positiivisena. Jos kasvu yltää ennusteisiimme ja yhtiö pystyy pitämään kiinni kannattavuustavoitteistansa, on yhtiön orgaaniselle tuloskasvulle kohtuullisen hyvät odotukset lähivuosille.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	49,7	57,9	26,2	35,0	61,2	38,8	37,8	76,6	78,9	81,5	84,7
Käyttökate	3,6	5,5	1,7	3,5	5,2	1,7	3,7	5,4	5,9	6,2	6,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,9	-0,5	-0,5	-1,0	-0,5	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
EBITA (oik.)	3,2	4,6	1,3	3,0	4,3	1,2	3,2	4,4	4,9	5,2	5,9
Liikevoitto	2,4	4,6	1,3	3,0	4,3	1,2	3,2	4,4	4,9	5,2	5,9
Nettorahoituskulut	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	2,4	4,5	1,2	3,0	4,2	1,2	3,2	4,4	4,8	5,2	5,9
Verot	-0,5	-0,9	-0,2	-0,6	-0,8	-0,2	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0	-1,2
Vähemmistöosuudet	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,6	0,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4
Nettotulos	1,8	3,3	0,8	2,0	2,8	0,9	2,2	3,1	3,6	3,8	4,3
EPS (oikaistu)	0,69	0,90	0,22	0,57	0,80	0,25	0,61	0,87	1,00	1,07	1,22
EPS (raportoitu)	0,48	0,90	0,22	0,57	0,80	0,25	0,61	0,87	1,00	1,07	1,22

Tunnusluvut	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	59,1%	16,5 %	-7,2 %	18,2 %	5,8 %	48,1%	8,1%	25,2 %	2,9 %	3,3 %	4,0 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	159,0 %	44,7 %	-46,4 %	31,8 %	-6,7 %	-5,4 %	6,9 %	3,3 %	10,4 %	6,6 %	13,8 %
Käyttökate-%	7,3 %	9,5 %	6,6 %	10,0 %	8,6 %	4,4 %	9,8 %	7,1 %	7,5 %	7,6 %	8,2 %
Oikaistu EBITA -%	6,4 %	7,9 %	4,8 %	8,7 %	7,0 %	3,0 %	8,6 %	5,8 %	6,2 %	6,4 %	7,0 %
Liikevoitto-%	6,4 %	7,9 %	4,8 %	8,7 %	7,0 %	3,0 %	8,6 %	5,8 %	6,2 %	6,4 %	7,0 %
Nettotulos-%	3,5 %	5,6 %	3,0 %	5,7 %	4,5 %	2,3 %	5,8 %	4,0 %	4,5 %	4,7 %	5,1 %

Lähde: Inderes

2020 ja 2021 IFRS, 2019 FAS

Arvonmääritys 1/3

Hyväksyttävä arvostus

Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin arvostuskertoimia sekä pienemmällä painolla verrokkiryhmää ja DCF-laskelmaa. Mielestämme paras tapa arvottaa yhtiötä tällä hetkellä on käyttää ison nettokassan huomioivia EV-kertoimia. Toisaalta vähemmistöosuuksien vaikutukset eivät heijastu käyttökatteeseen tai liikevoittoon, jolloin myös P/E-luku on hyvä olla mukana arvonmäärityksessä.

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

Näytöt viime vuosilta ovat olleet tosin hyviä ja kohentaneet luottamustamme yhtiön suorituskykyyn. Osittaisen vastasyklisyyden ja vahvan kasvun vuoksi mielestämme yhtiölle on oikeutettu hyväksyä korkeatkin tulokertoimet varsinkin vielä kovan kasvuvaiheen alussa.

Edellä mainitut seikat huomioiden hyväksyttävä arvostushaarukkamme on: P/E: 16-18x, EV/EBIT: 12-14x, EV/EBITDA: 8-10x. Hyväksyttävä P/E-luku voi kassan purkautuessa laskea hieman, mutta mielestämme EV-kertoimet ovat kohtuullisen maltilliset yhtiön pääomakevyeen ja vakaaseen liiketoimintamalliin sekä kasvustrategiaan nähden.

Absoluuttinen arvostus

Hyväksyttävä arvostustaso huomioiden yhtiön oikaistut arvostuskertoimet vaikuttavat mielestämme houkuttelevilta (2022e: P/E: 15x, EV/EBIT: 7x, EV/EBITDA: 5x) etenkin EV-pohjaisilla kertoimilla. Yhtiön nettokassalle ei näin anneta kovinkaan suurta arvoa, mikä on isoimpien yritysostojen puutoksen vuoksi osaltaan ymmärrettävää. Näemme kuitenkin yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet luoda omistaja-arvoa luovia ratkaisuja kassansa avulla.

Nojaamme tällä hetkellä hyväksyttävän arvostushaarukkamme alalaitoihin, mutta tulevaisuudessa yhtiön isolta osin jatkuvaluonteisen ja vakaan liiketoiminnan todistaessa suorituskykynsä, voimme kuitenkin nähdä hinnoittelun siirtyvän hyväksyttävän tasomme yläpäähän. Yhtiön kasvustrategian edetessä suunnitelmien mukaan ja onnistuneesti, voidaan yhtiötä hinnoitella myös korkeammilla kertoimilla, sillä markkinaan nähden kasvuvaraa yhtiöllä vielä riittää. Vertailukohtaa arvostuskertoimien mahdollisesta tasosta voi hakea kunnossapitoon, huoltoon tai palveluihin erikoistuneista verrokeista (noin P/E: 20-22x, EV/EBIT: 16-18x).

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	13,0	13,0	13,0
Osakemäärä, milj. kpl	3,55	3,55	3,55
Markkina-arvo	46	46	46
Yritysarvo (EV)	29	27	25
P/E (oik.)	15,0	12,9	12,1
P/B	2,1	1,9	1,8
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,4	4,6	4,0
EV/EBIT (oik.)	6,7	5,5	4,8
Osinko/tulos (%)	48,3 %	49,8 %	51,3 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,8 %	4,2 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 2/3

Verrokkiryhmän lyhyt esittely

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

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

Verrokkien arvostustaso

Verrokkit ovat verrattain alhaisella painolla arvonmäärityksessämme, sillä selkeästi samankokoista ja alaltaan samanlaisia toimijoita on vähän. Lisäksi talouden tila ja geopoliittinen tilanne (energia-ala) voivat vaikuttaa poikkeuksellisella tavalla eri toimijoiden näkymiin.

Sektorin arvostustasot ovat mielestämme vuodelle 2022 hyvinkin maltillisia ja laskevat edelleen alemmalle tasolle vuonna 2023. Odotuksissa näyttäisi olevan, että tulostaso heikkenee epävarman taloudellisen tilanteen vuoksi. Mediaanitasolla verrokkiryhmän vuoden

2022 P/E-kerroin on noin 12x ja EV/EBIT noin 12x. Arviomme mukaan kertoimissa näkyy jo selkeästi talouskasvun sekä markkinoiden hidastuminen eikä niissä arviomme mukaan ole merkittävää laskuvaraa.

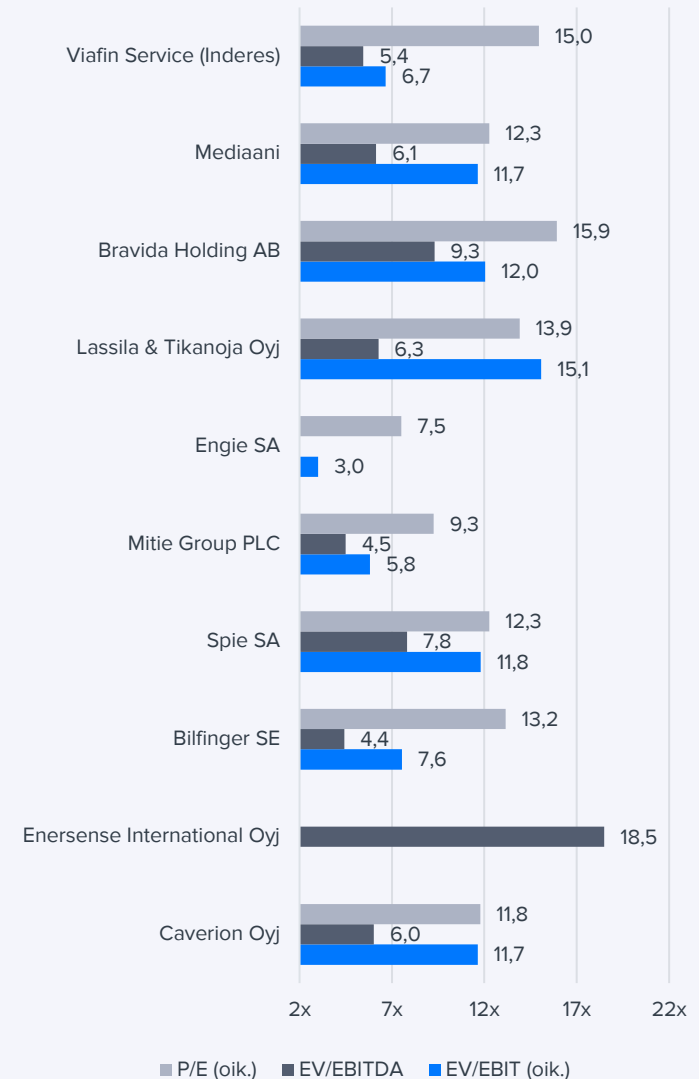
Koko verrokkiryhmään nähden Viafin Servicen tulokset ovat vuosille 2022 keskimäärin noin 11 % alle verrokkien. Koko verrokkiryhmää painaa tosin muutamien yhtiöiden hyvinkin alhaiset kertoimet.

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

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

Yllä mainittujen syiden vuoksi pidämme noin 5 %:n preemiota hyväksyttävänä tasona verrokkeihin nähden. Arvostus tarjoaisi verrokkien pohjalta näin selvää nousuvaraa, mutta edellä mainituista syistä nojaamme verrokkeihin nyt pienemmällä painolla.

Verrokkit 2022e



Arvonmääritys 3/3

DCF-arvonmääritys

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

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 21,7 euroa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksiköllä 2,0 %:n vuositasolle ja EBIT-marginaali noin 6 %:iin yhtiön nykyisen tavoitehaarukan puoleen väliin ja hieman yhtiön pitkän aikavälin keskiarvon yläpuolelle.

Mallissa terminaaliyksikön painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on suhteellisen normaalilla tasolla noin 50 %:ssa. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,4 % ja oman pääoman kustannus on 9,9 %. Huomioiden yhtiön pieni koko, kehitysvaihe ja koviin kasvuodotuksiin liittyvät riskitekijät, on diskonttokorko mielestämme oikeutetulla tasolla. Mielestämme siinä voi olla myös laskuvaraa yhtiön strategian toteutuksen edetessä ja suhdannekestävyyden parantuessa. Mieluiten näemme arvonnousun kuitenkin tapahtuvan kassavirtojen kautta.

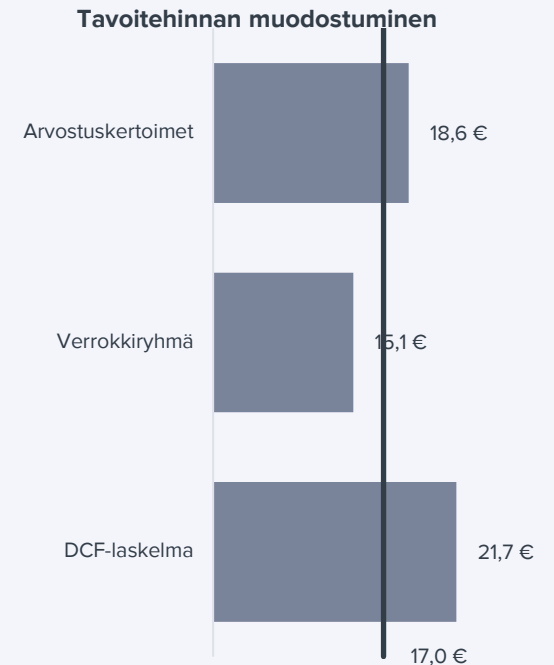
Sijoitusnäkemys

Toistamme Viafin Servicen osakkeen suosituksen osta-puolella ja tavoitehintamme 17,0 eurossa. Tavoitehinnassamme isoimmalla painoarvolla korostuu yhtiön absoluuttiset

arvostuskertoimet ja niille hyväksytty taso.

Yhtiön hyvin sujunut pörssitaival on vahvistanut luottamustamme yhtiön lähivuosien kasvutarinan jatkolle. Vakaan, vastasyklisen ja vahvaa kassavirtaa tuottavan sekä vähän investointeja vaativan liiketoimintaprofiiliin tuottopotentiaali on mielestämme merkittävä. Arvostus on lisäksi vain orgaaninen tuloskasvu huomioiden alle hyväksymiemme tasojen. Näkemämme arvostuskertoimien nousuvaran (noin 40 %) lisäksi yhtiö tarjoaa kasvavaa noin 2-4 %:n osinkoa, mikä tukee sijoittajien tuotto-odotusta.

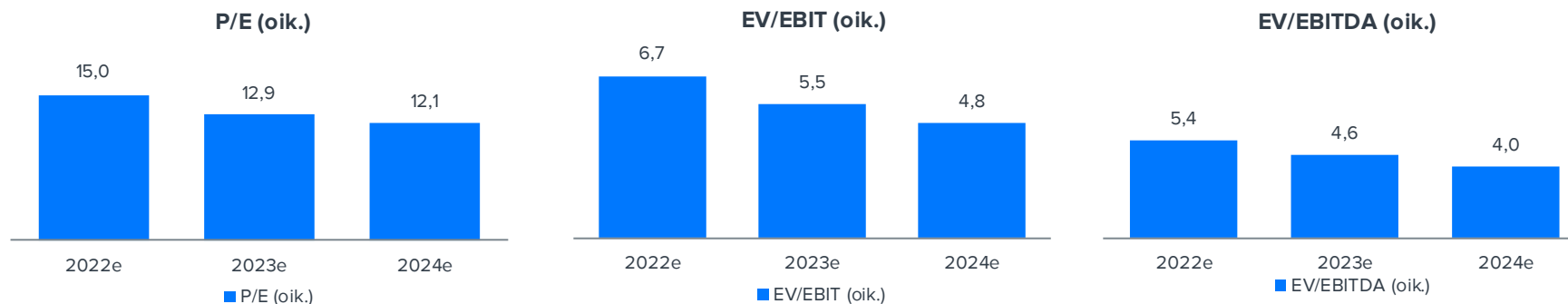
Lisäksi mielestämme markkina ei hinnoitele yhtiön vahvaa kassapositionia, ja sen myötä syntyvää yritysosto-optiota oikeutetusti, mikä nostaa osakkeen tuotto-odotuksen selvästi positiiviseksi.



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi			8,50	15,9	14,7	13,0	13,0	13,0	13,0
Osakemäärä, milj. kpl			3,63	3,59	3,48	3,55	3,55	3,55	3,55
Markkina-arvo			31	57	51	46	46	46	46
Yritysarvo (EV)			19	44	39	29	27	25	22
P/E (oik.)			12,3	17,6	18,3	15,0	12,9	12,1	10,7
P/B			1,7	2,8	2,5	2,1	1,9	1,8	1,6
P/S			0,6	1,0	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto			0,4	0,8	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)			5,2	8,0	7,4	5,4	4,6	4,0	3,2
EV/EBIT (oik.)			7,8	9,6	9,0	6,7	5,5	4,8	3,7
Osinko/tulos (%)			51,6 %	38,7 %	50,1%	48,3 %	49,8 %	51,3 %	50,0 %
Osinkotuotto-%			2,9 %	2,2 %	2,7 %	3,2 %	3,8 %	4,2 %	4,7 %

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	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Caverion Oyj	649	900	11,7	10,2	6,0	5,6	0,4	0,4	11,8	10,2	4,3	5,0	2,9
Enersense International Oyj	99	120		12,6	18,5	6,5	0,5	0,5		28,2	1,7	2,0	2,3
Bilfinger SE	1161	1057	7,6	6,7	4,4	4,1	0,3	0,3	13,2	11,1	3,7	3,9	1,0
Spie SA	3617	5376	11,8	11,1	7,8	7,3	0,7	0,7	12,3	11,2	3,3	3,7	1,9
Mitie Group PLC	1151	1078	5,8	6,7	4,5	5,0	0,2	0,3	9,3	10,8	1,8	2,6	2,5
Engie SA	30689	22179	3,0	3,2	1,8	1,9	0,4	0,4	7,5	8,2	8,4	8,0	0,9
Lassila & Tikanoja Oyj	409	610	15,1	12,9	6,3	5,9	0,7	0,7	13,9	12,1	4,5	4,7	1,9
Bravida Holding AB	1759	1747	12,0	11,3	9,3	8,8	0,8	0,7	15,9	14,9	3,3	3,6	2,6
Duerr AG	1538	1627	7,4	5,9	4,7	4,1	0,4	0,4	11,0	8,6	3,5	4,5	1,4
Viafin Service (Inderes)	46	29	6,7	5,5	5,4	4,6	0,4	0,3	15,0	12,9	3,2	3,8	2,1
Keskiarvo			9,6	9,3	7,3	5,6	0,5	0,5	12,0	13,3	3,9	4,2	2,0
Mediaani			11,7	10,6	6,1	5,7	0,4	0,4	12,3	11,2	3,5	3,8	2,1
Erotus-% vrt. mediaani			-43 %	-48 %	-12 %	-20 %	-13 %	-20 %	22 %	16 %	-8 %	1 %	-2 %

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

DCF-laskelma

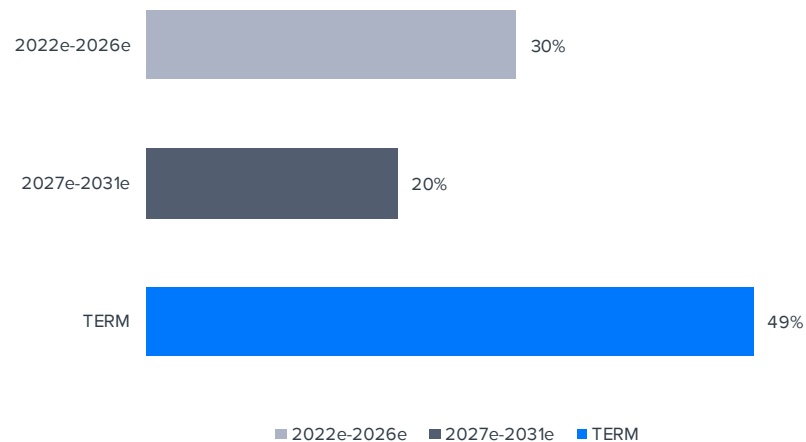
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,8 %	25,2 %	2,9 %	3,3 %	4,0 %	4,2 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	7,0 %	5,8 %	6,2 %	6,4 %	7,0 %	7,0 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	4,3	4,4	4,9	5,2	5,9	6,2	5,9	5,6	5,8	5,9	6,0	
+ Kokonaispoistot	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9	1,0	
- Maksetut verot	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,2	0,9	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	4,5	5,5	5,1	5,3	6,0	6,2	6,0	5,5	5,7	5,8	5,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,6	4,5	4,1	4,3	5,0	5,2	5,0	4,5	4,7	4,8	4,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,6	4,5	4,1	4,3	5,0	5,2	5,0	4,5	4,7	4,8	4,2	66,6
Diskontattu vapaa kassavirta		4,4	3,7	3,6	3,8	3,7	3,2	2,7	2,6	2,5	2,0	31,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		63,5	59,2	55,5	51,9	48,1	44,4	41,2	38,5	35,9	33,4	31,4
Velaton arvo DCF		63,5										
- Korolliset velat		-0,7										
+ Rahavarat		17,3										
- Vähemmistöosuus		-1,7										
- Osinko/pääomapalautus		-1,4										
Oman pääoman arvo DCF		77,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		21,7										

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-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	57,9	61,2	76,6	78,9	EPS (raportoitu)	0,90	0,80	0,87	1,00
Käyttökate	5,5	5,2	5,4	5,9	EPS (oikaistu)	0,90	0,80	0,87	1,00
Liikevoitto	4,6	4,3	4,4	4,9	Operat. kassavirta / osake	2,13	1,29	1,54	1,43
Voitto ennen veroja	4,5	4,2	4,4	4,8	Vapaa kassavirta / osake	1,14	1,03	1,26	1,14
Nettovoitto	3,2	2,8	3,1	3,6	Omapääoma / osake	5,71	5,89	6,26	6,85
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,35	0,40	0,42	0,50
Tase	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	37,3	41,6	49,1	50,2	Liikevaihdon kasvu-%	17 %	6 %	25 %	3 %
Oma pääoma	21,5	22,2	23,0	25,1	Käyttökateen kasvu-%	51 %	-5 %	3 %	9 %
Nettovelat	-15,7	-16,6	-18,3	-20,5	EPS oik. kasvu-%	31 %	-12 %	9 %	16 %
Kassavirta	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	9,5 %	8,6 %	7,1 %	7,5 %
Käyttökate	5,5	5,2	5,4	5,9	Oik. Liikevoitto-%	7,9 %	7,0 %	5,8 %	6,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	3,1	0,2	0,9	0,1	Liikevoitto-%	7,9 %	7,0 %	5,8 %	6,2 %
Operatiivinen kassavirta	7,7	4,5	5,5	5,1	ROE-%	16,6 %	13,6 %	14,4 %	15,3 %
Investoinnit	-3,6	-0,9	-1,0	-1,0	ROI-%	21,9 %	18,8 %	18,0 %	18,5 %
Vapaa kassavirta	4,1	3,6	4,5	4,1	Omavaraisuusaste	60,8 %	55,4 %	48,4 %	51,5 %
					Nettovelkaantumisaste	-73,2 %	-74,5 %	-79,5 %	-81,8 %
Arvostus	2020	2021	2022e	2023e					
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,4	0,3					
EV/EBITDA	8,0	7,4	5,4	4,6					
EV/EBIT	9,6	9,0	6,7	5,5					
P/E	17,6	18,3	15,0	12,9					
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,7 %	3,2 %	3,8 %					

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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen 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.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

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

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**