

Viafin Service

Yhtiöpäivitys

9.2.2021

- Toistamme vähennä-suosituksemme, mutta nostamme tavoitehintamme 17,0 euroon (aik. 16,4 euroa) yhtiön hyvän H2-tuloksen myötä
- Liikevaihto ja tulos kasvoivat voimakkaasti vuonna 2020
- Nostimme ennusteitamme 5-10 %:lla lähivuosille
- Arvostus jo hieman koholla, yritysostoskenaarion toteutuminen jo osin hinnoissa

Ei tukoksia

Toistamme Viafin Servicen vähennä-suosituksemme, mutta nostamme tavoitehintamme 17,0 euroon (aik. 16,4 euroa) ennustemuutoksiamme mukaillen. Viafin Servicen vuosi oli vahva ja kasvua tuli niin liikevaihdon kuin tuloksenkin osalta. Odotamme vahvan kasvun jatkuvan myös vuonna 2021, mutta tuloksen hieman tasaantuvan lähes ennätystasoiltaan kohti yhtiön omia tavoitetasoja. Hyvä suoritus on näkynyt myös yhtiön osakekurssissa ja arvostus alkaa olla hieman koholla. Yhtiön vuoden 2022 tavoitteisiin (100 MEUR liikevaihto, 5-7 EBITA-%) perustuva skenaariomme alkaa myös olla jo täyteen hinnoiteltu jättäen tavoitteiden saavuttamisen riskit ja epävarmuustekijät hyvin vähälle arvolle.

Todella vahva vuosi

Suomessa teollisuuden kunnossapidon palveluita tarjoava Viafin Service julkisti maanantaina vuoden 2020 toisen vuosipuoliskon tuloksensa. H2-tulos oli odotuksien mukaisesti todella hyvä ylittäen myös ennusteamme. Liikevaihto kuitenkin laski vahvasta vertailukaudesta 8,5 %. Liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) laski myös hieman vertailukaudesta, mutta marginaali parani 7,9 %:iin (H2'19: 7,6 %). Koko vuonna EBITA-marginaali nousi 8,1 %:iin, mikä on jo yli yhtiön tavoitetason (5-7 %). Poikkeuksellisen hyvään kannattavuuteen on johtanut hyvät volyymitasot ja joustava kulurakenne. Sen lisäksi arviomme, että koronan luomat poikkeusolot ovat lisänneet merkittävästi lisä- ja kiiretilauksia, joissa kannattavuus on ollut todella hyvä. Markkinatilanteen tulisi nyt normalisoitua ja arviomme mukaan marginaaleissa on odotettavissa vakaantumista. Ohjeistusta kuluvalle vuodelle yhtiö ei totuttuun tapaan antanut, mutta näkymissä odotettiin markkinan kuitenkin pysyvän vakaana.

Ennusteamme nousivat hyvän tuloksen siivittämänä

Nostimme lähivuosien ennusteitamme 5-10 %:lla yhtiön H2-raportin myötä. Vuonna 2021 odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun jatkuvan vahvana. Kasvu jää arviomme mukaan kuitenkin viime vuoden vahvasta tasosta markkinan vakaantumisen myötä. Yhtiön kasvua tukee uudet toimipisteet (Varsinais-Suomi, Itä-Suomi, Pirkanmaa), juuri tehty Astepa-yrityskauppa sekä aiemmin käynnistyneiden toimipisteiden (esim. Oulu) liiketoiminnan jatkuva kasvu kohti potentiaalista tasoa. Odotammekin liikevaihdon nousevan nyt noin 12 %:lla 64,7 MEUR:oon. Kannattavuuden osalta odotamme oikaistun EBITA-marginaalin hieman laskevan 6,7 %:iin erittäin hyvästä vuoden 2020 tasosta mm. vähäisempien lisä- ja kiiretöiden vuoksi. Olemme kuitenkin kannattavuuden ennusteissamme jo yhtiön tavoitetason (EBITA-%: 5-7 %) yläalidassa. Vuonna 2022 katseet kiinnittyvät yhtiön liiketoiminnan strategiaan tavoitteisiin. Viafin Servicen tavoitteena on 100 MEUR:n liikevaihto vuonna 2022 (2020: 57,9 MEUR), mihin yltääkseen yhtiön täytyy kasvaa yli 70 %:lla kahden vuoden aikana. Arviomme mukaan yhtiö tarvitsee tähän lisää yritysostoja, johon hyvinkin vahva kassa antaa kyllä pelimerkkejä.

Vahva suorittaminen on näkynyt osakkeessa

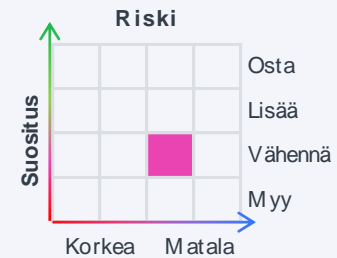
Osakkeen arvostus alkaa olla hieman koholla ja selkeästi alihinnoittelu on korjaantunut (21e (oik.): P/E: 20x, EV/EBIT: 12x, EV/EBITDA: 10x). Nykyisellään osake on jo hyväksymämme arvostushaarukan (P/E: 16-18x, EV/EBIT: 12-14x, EV/EBITDA: 8-10x) yläalidoilla. Myös verrokkeihin nähden arvostus on noussut preemiolle, mikä yhtiön kehitysvaihe ja koko huomioiden omaa aavistuksen laskuvaraa. Vuoden 2022 koviin strategiaan tavoitteisiin pohjautuva yritysostoskenaariomme (2022: 19,2 euroa) tarjoama nousuvara alkaa myös huveta, vaikka riskejä tavoitteiden toteutumiseen liittyy vielä paljon.

Analytikot



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

Suositus



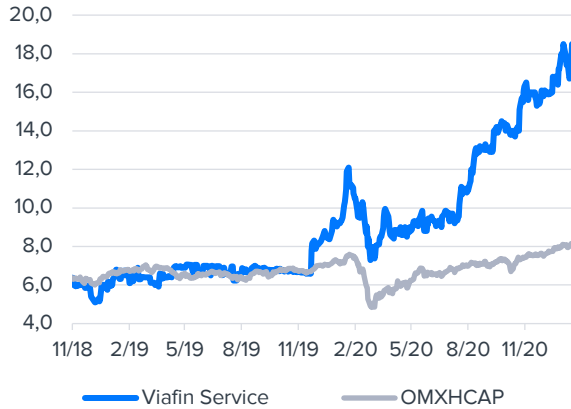
Vähennä
(aik. Vähennä)
17,00 EUR
(aik. 16,40 EUR)
Osakekurssi:
17,90

Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	58	65	68	70
kasvu-%	17 %	12 %	5 %	3 %
EBITA oik.	4,7	4,3	4,6	5,1
EBITA-% (oik.)	8,1 %	6,7 %	6,8 %	7,2 %
Nettotulos	2,6	2,4	2,6	2,9
EPS (oik.)	0,95	0,91	0,96	1,05
P/E (oik.)	16,8	19,7	18,6	17,0
P/B	2,9	3,1	2,9	2,8
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,2 %	2,5 %	2,8 %
EV/EBIT (oik.)	9,2	11,5	10,4	9,1
EV/EBITDA	8,2	10,0	9,0	8,0
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	0,7	0,7

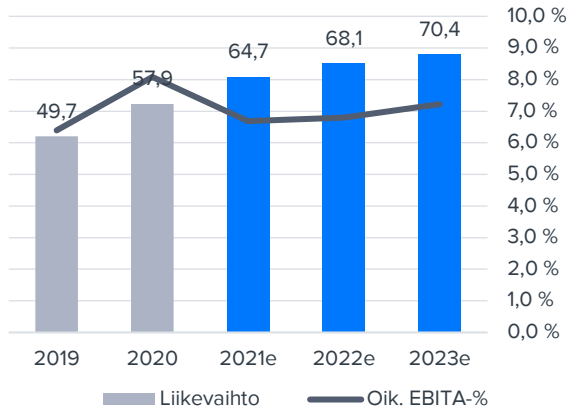
Lähde: Inderes

Osakekurssi



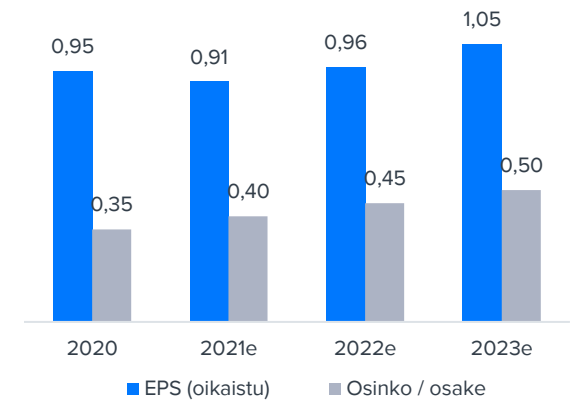
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja EBITA-%

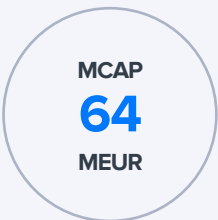


Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostus

- Arvostus on hieman koholla ja aliarvostus purkautunut
- Verrokkeihin nähden arvostus nousut jo preemiolle
- Yritysososten skenaario nousuvara alkaa huveta, vaikka riskejä vielä on
- Yhtiön lyhyt pörssihistoria, pieni koko ja heikko osakkeen likviditeetti nostavat riskiprofiilia

Odotetun hyvä lopetus vuodelle

Liikevaihto ja tulos ylittivät ennusteet

Yhtiön liikevaihto laski vertailukaudesta -8,5 % ja oli toisella vuosipuoliskolla 29,6 MEUR (ennuste: 27,8 MEUR). Vertailukausi oli yhtiölle poikkeuksellisen vahva, mikä selittää liikevaihdon laskua osittain. Myös merkittäviä projekteja ja kunnossapitoseisakkeja ajoittui jo vuoden 2020 alkupuoliskolle ja yhtiö odottikin liikevaihdon tasaantuvan tästä H2:n aikana. Liikevaihdon tasoa on kuitenkin tukenut arviomme mukaan uusien toimipisteiden sekä liiketoimintojen tuoma orgaaninen kasvu.

Tulos oli myös odotetun vahva, vaikka laskikin vertailukaudesta tasosta. Liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) oli H2:lla 2,3 MEUR ja marginaali 7,9 %:ssa. Olimme odottaneet 1,9 MEUR:n EBITA:a ja 6,8 %:n marginaalia, joten tulos oli selvästi odotuksiamme parempi. Vuoden 2020 osalta EBITA-marginaali oli 8,1 % ja ylitti yhtiön tavoitetason (5-7 %), mikä kertoo vuoden olleen poikkeuksellisen hyvää. Osakekohtainen tulos laski vertailukaudesta 0,35 euroon per osake ja osinkoehdotus nousi 0,35

euroon vertailukauden 0,25 eurosta (ennuste: 0,26 euroa).

Hyvään kannattavuuteen vaikutti yhtiön suhteellisen korkeat volyymitasot edellisvuosilta siirtyneistä hankkeista ja näihin volyymeihin nähden hyvin joutanut kulurakenne. Arviomme mukaan lisätyö- tai kiiretilauksia on vuoden aikana ollut poikkeuksellisen paljon, mikä on nostanut kannattavuutta (hyväkatteisia projekteja).

Aikaisemmin yhtiö on kommentoinut, että vuonna 2021 kannattavuuden odotetaan olevan yhtiön keskipitkän aikavälin mukaisella tavoitetasolla (EBITA-% 5-7 %). Poikkeuksellisen vahvan vuoden jälkeen marginaaleissa onkin arviomme mukaan tasaantumista odotettavissa.

Ei ohjeistusta

Ohjeistusta yhtiö ei antanut vuodelle 2021, mikä hieman heikentää näkyvyyttä yhtiön liiketoimintaan. Raportissa kerrottiin näkymien arvioinnin olevan haastavaa nykyisessä toimintaympäristössä ja

koronan aiheuttavan vielä epävarmuustekijöitä. Yhtiö arvioi kysynnän kuitenkin pysyvän vakaana ja olevan ensimmäisellä kvartaalilla hieman rauhallisempaa, kunnes teollisuuden seisakit käynnistyvät vuoden loppua kohti. Pidemmän aikavälin näkymissä kunnossapitoa tukee ulkoistamistrendin voimistuminen sekä alan nähdystä konsolidaatiosta syntynyt tarve kilpailuttaa hankkeita. Projekteissa isot vireillä olevat teollisuuden investointihankkeet turvaavat kysyntää lähitulevaisuudessa.

Vahva kassa

Yksi yhtiön hyvin kevyen taserakenteen ja liiketoimintamallin vahvuuksista on voimakas rahavirta. Yhtiön rahavarat kasvoivat vuoden aikana 3,6 MEUR:lla ja vuoden lopussa yhtiöllä oli kassassa 16,8 MEUR. Yhtiön kassatilanne on tällä hetkellä hyvin vahva eikä yhtiöllä ole myöskään yhtään velkaa. Tämä tukee hyvin strategian mukaisten yritysostojen tekemistä, mutta myös vankkaa osingonmaksukykyä tulevaisuudessakin.

Ennustetutulukko	H2'19	H2'20	H2'20e	H2'20e	Konsensus	Erutus (%)	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Liikevaihto	32,3	29,6	27,8				6 %
EBITA (oik.)	2,5	2,3	1,9				22 %
Liikevoitto	2,1	1,9	1,5				29 %
Tulos ennen veroja	2,1	1,9	1,5				29 %
EPS (raportoitu)	0,43	0,35	0,28				26 %
Liikevaihdon kasvu-%	-	-8,5 %	-14,0 %				5,6 %-yks.
EBITA-% (oik.)	7,6 %	7,9 %	6,8 %				1,1 %-yks.

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset ylöspäin

Raportin lisätiedot nostivat hieman ennusteitamme

Nostimme lähivuosien ennusteitamme 5-10 %:lla H2-raportin myötä.

Vuonna 2021 odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun jatkuvan vahvana. Kasvu jää arviomme mukaan kuitenkin viime vuoden tasosta, sillä kysyntä oletettavasti tasaantuu markkinalla hieman vuoden 2020 vahvasta tasosta. Yhtiön kasvua tukee kuitenkin uudet toimipisteet (Varsinais-Suomi, Itä-Suomi, Pirkanmaa), juuri tehty Astepan yrityskauppa sekä aikaisemmin perustettujen toimipisteiden (esim. Oulu) liiketoiminnan tason nousu kohti haarukoimaamme noin 3-4 MEUR:n tasoa per toimipiste. Odotammekin liikevaihdon nousevan nyt noin 12 %:lla 64,7 MEUR:oon.

Kannattavuuden osalta odotamme oikaistun EBITA-marginaalin laskevan hieman 6,7 %:iin erittäin hyvästä vuoden 2020 tasosta (2020: 8,1 %). EBITA laskee ennusteissamme 4,3 MEUR:oon (2020: 4,7 MEUR).

Emme kuitenkaan odota erityisen heikkoa kannattavuutta, sillä olemme ennusteissamme yhtiön tavoitetason (EBITA-%: 5-7 %) ylälaidassa.

Vuosi 2020 on ollut poikkeuksellinen myös yhtiön kannattavuuden kannalta, kuten aikaisemmin kerroimme. On mielestämme perusteltua odottaa kannattavuuden hieman hiipuvan, kun hyväkattaiset kiiretilaukset vähenevät, resurssien saatavuus mahdollisesti paranee, kunnonssapitomarkkinan kysyntätilanne normalisoituu. Lisäksi isot tehdyt orgaaniset kasvupanostukset tuonevat myös kuluja, kun samalla projektimarkkina hieman tasaantuu hyvästä vuodesta 2020.

Tavoitteet saavutettavissa, mutta tekemistä riittää

Vuonna 2022 katseet kiinnittyvät yhtiön liiketoiminnan strategiaan tavoitteisiin. Viafin Servicen tavoitteena on saavuttaa toimipisteitä lisäämällä ja yritysostojen kautta 100 MEUR:n liikevaihto vuonna 2022 (2020: 57,9 MEUR). Yhtiö profiloituu näin tällä

hetkellä ennen kaikkea kasvuyhtiöksi.

Ennustamme vuoden 2022 liikevaihdon olevan 68,1 MEUR. Kasvutavoitteesta ollaan vielä kaukana ja se vaatii myös arviomme mukaan yhden tai useita merkittäviä yritysostoja. Ennusteissamme emme ota huomioon kuin orgaanisen kasvun yritysostojen vaikean ennustettavuuden vuoksi. Mahdollisuudet yritysostoihin yhtiöllä on kuitenkin vahvan kassan ansiosta.

Kannattavuuden odotamme olevan yhtiön tavoitteiden sisäpuolella myös strategiakauden lopulla. Yritysoskenaariossa kannattavuus on arviomme mukaan nykyisiä ennusteitamme alhaisempi, sillä emme näe yhtiön pystyvän ostamaan markkinoilta yhtä hyvin tai paremmin kannattavia toimijoita (ainakaan kovin huokealla hinnalla). Nyt jo nähdyllä kulu- ja yritysrakenteella näemme kuitenkin orgaanisissa tulosenusteissamme marginaalin pysyvän tavoitetason yläpäässä noin 6,8 %:ssa.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Toteutunut	Inderes	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	61,8	64,7	5 %	65,4	68,1	4 %	67,6	70,4	4 %
EBITA ilman kertaeriä	4,0	4,3	8 %	4,3	4,6	7 %	4,8	5,1	5 %
Liikevoitto	3,2	3,5	8 %	3,5	3,8	7 %	4,1	4,2	4 %
Tulos ennen veroja	3,2	3,4	7 %	3,5	3,8	7 %	4,1	4,2	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,85	0,91	8 %	0,90	0,96	7 %	1,01	1,05	4 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostus haarukkamme ylärajoilla

Ennusteillamme Viafin Servicen tuloskasvu on lähivuodet varsin maltillinen (EPS CAGR 2020-2023e: +4 %), mutta myös lähtötaso on kova.

Maltilliseen tuloskasvuun nähden osakkeen arvostus (21e P/E (oik.): 20x, EV/EBIT (oik.): 12x, EV/EBITDA: 10x) on jo mielestämme hieman koholla. Arvostus on jo noussut hyväksymämme arvostushaarukan ylärajalle (P/E: 16-18, EV/EBIT: 12-14x, EV/EBITDA: 8-10x), johon myös tavoitehintamme pitkälti nojaa. Vuodelle 2022 arvostus hieman laskee, mutta pysyy vielä korkealla tasolla näkyvyyteen ja ennustettavuuteen nähden.

Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostus saa tukea hyvää kassavirtaa tuottavasta liiketoimintamallista, liiketoiminnan osittaisesta vastasyklisyydestä ja jatkuvaluonteisen kunnossapitoliiiketoiminnan suuresta osuudesta (75 % liikevaihdosta). Samalla se kärsii vielä yrityksen pienestä koosta, projektiliiiketoiminnan heikosta ennustettavuudesta ja strategisen kehitysvaiheen nuoresta iästä.

Osinkotuotto on lähivuosille noin 2 %:n tasolla, mikä tukee hieman tuotto-odotusta. Vahva rahavirta ja kasvava liiketoiminta mahdollistaa mielestämme kasvavan osingon myös tulevaisuudessa.

Arvostus verrokkeja korkeampi

Palveluiden iso osuus, defensiivisyys ja vahva kassa puoltavat korkeampaa arvostusta verrattuna pörssin keskivertoyritykseen, mutta näkemyksemme mukaan parhaiten suoriutuviin verrokkeihinkin nähden yhtiö tulisi arvostaa selkeällä alennuksella. Verrokkeina olevat yhtiöt ovat suurempia ja liiketoimintallisesti hajautetumpia kuin Viafin Service. Nykyisellä tasolla Viafin Service on hinnoiteltu jo osin verrokkien

kalliimpien yhtiöiden tasolle (Bravida).

Viafinin suorittaminen ja kasvuvaihe antavat kuitenkin mielestämme perusteluita pienelle preemiolle koko verrokkiryhmään nähden ja verrokkianalyyseista saamamme osakkeen arvo heijastelee noin 5 %:n hyväksytyä preemiota. Kolmella tuloskertoimella mitattuna Viafin on kuitenkin arvostettu noin 17 % preemiolla verrokkeihin, missä on nähdäksemme laskuvaraa.

DCF-arvonmäärittäminen

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

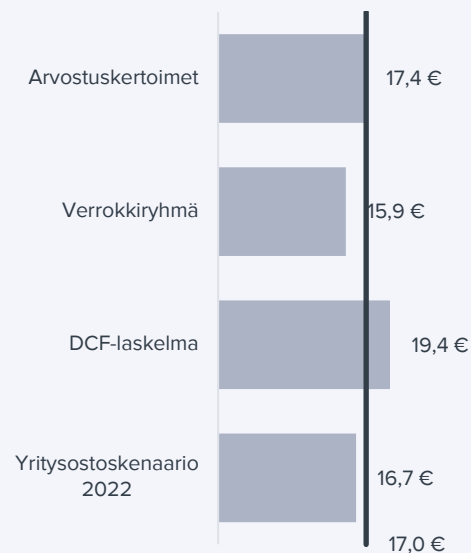
DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 19,4 euroa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,0 %:n vuositasolle. EBITA-marginaalin odotamme olevan noin 6 %:ssa yhtiön nykyisen tavoitehaarukan puolella välissä ja yhtiön pitkän aikavälin keskiarvon tasolla (EBITA-% 2008-2020 noin 6 %).

Mallissa terminaalijaksos painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on kohtuullisella tasolla noin 50 %:ssa. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,2 % ja oman pääoman kustannus on 9,6 %. Huomioiden yhtiön pieni koko, kehitysvaihe ja koviin kasvuodotuksiin liittyvät riskitekijät, on diskonttokoron laskuvara rajallinen. Tässä vaiheessa näemmekin DCF-laskelman arvonnousun ennemmin tapahtuvan kassavirtojen kautta.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	17,9	17,9	17,9
Osakemäärä, milj. kpl	3,59	3,59	3,59
Markkina-arvo	64	64	64
Yritysarvo (EV)	50	48	46
P/E (oik.)	19,7	18,6	17,0
P/E	26,8	24,7	22,1
P/B	3,1	2,9	2,8
P/S	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	10,0	9,0	8,0
EV/EBIT (oik.)	11,5	10,4	9,1
Osinko/tulos (%)	59,8 %	62,2 %	61,7 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,5 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus

Yritystostoskenaarion toteutumista hinnoitellaan

Olemme myös haarukoineet yhtiön arvonnousupotentiaalia skenaariossa, jossa yhtiö saavuttaisi vuodelle 2022 asetetut tavoitteet. Skenaarion kautta laskettu nousuvara on verrattain ohut etenkin riskeihin suhteutettuna.

Skenaarion mukaan yhtiön osakkeen arvo voisi nousta vuoden 2022 loppuun mennessä reiluun 19 euroon, joka diskontattuna WACC-%:lla (8,2 %) on 16,7 euroa.

Tämä tarkoittaa, että 16,7 euron tasosta sijoittaja voi odottaa vielä noin 8 %:n vuotuista tuotto-odotusta yritysostoskenaarion mennessä täysin nappiin. Nykykurssilla laskuvaraa diskontattuun arvoon on noin -7 % ja nousuvaraa vuoden 2022 lopun arvoon olisi enää noin 8 %.

Ottaen huomioon, että yritysostojen toteutumiseen, onnistumiseen ja kokoihin sekä yhtiön tulevaan kannattavuustasoon liittyy vielä hyvin paljon epävarmuutta ja riskejä, on arvoon suoraan nojaaminen mielestämme aivan liian ennenaikaista. Vuoden 2022 loppu tulee myös hyvin nopeasti ja yhtiön tulisi 100 MEUR:n tavoitteeseen nähden kasvaa vielä yli 70 % vuoden 2020 tasosta.

Skenaariossa on oletettu, että yhtiö pääsisi vuonna 2022 100 MEUR:n liikevaihtoon ja tekisi tällöin 6 %:n EBITA-marginaalia (5-7 % tavoite). Kannattavuus on alle orgaanisten ennusteidemme, koska arvioimme, ettei yhtiö onnistu yritysostoilla parantamaan kannattavuuttaan. Oletettu kannattavuus on kuitenkin yhtiön historiallisen tason ylälaidoilla. Olemme myös olettaneet, ettei yhtiöllä olisi velkaa eikä osakemäärä olisi muuttunut.

Tavoitteiden mukainen skenaario

Tulos

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

Arvostus

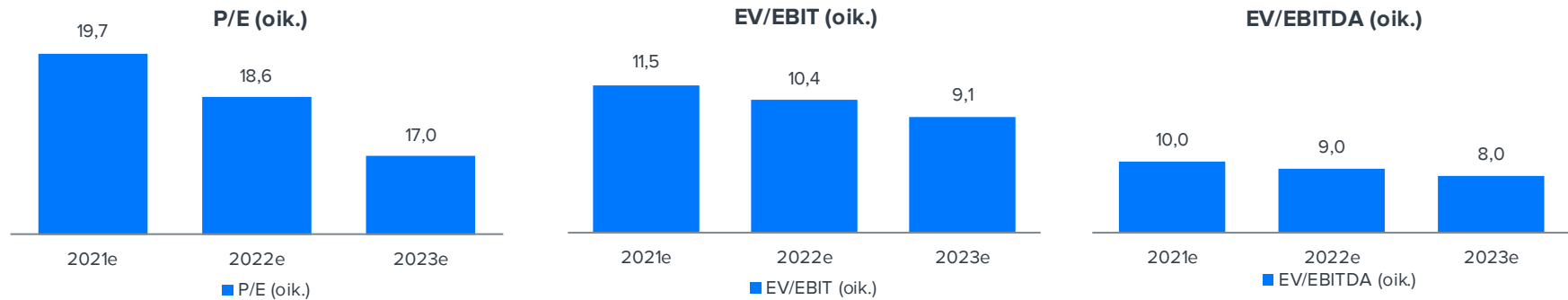
Hyväksytty P/E 2022	16
Osakkeen arvo 2022 lopussa	19,4 €

Arvo diskontattu nykypäivään 16,7 €

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	15,9	17,9	17,9	17,9	17,9
Osakemäärä, milj. kpl	3,59	3,59	3,59	3,59	3,59
Markkina-arvo	57	64	64	64	64
Yritysarvo (EV)	43	50	48	46	44
P/E (oik.)	16,8	19,7	18,6	17,0	15,6
P/E	22,0	26,8	24,7	22,1	19,8
P/B	2,9	3,1	2,9	2,8	2,6
P/S	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	8,2	10,0	9,0	8,0	7,2
EV/EBIT (oik.)	11,1	11,5	10,4	9,1	7,9
Osinko/tulos (%)	48,4 %	59,8 %	62,2 %	61,7 %	60,8 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,2 %	2,5 %	2,8 %	3,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT (oik.)		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E (oik.)		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Caverion Oyj	5,94	825	1013	12,9	11,2	7,1	6,4	0,5	0,4	16,1	12,8	1,4	2,7	3,6
Bilfinger SE	29,90	1322	1374	15,0	9,8	7,0	5,4	0,4	0,3	24,1	13,5	1,1	2,4	1,0
Spie SA	19,54	3129	4926	13,0	11,9	9,2	8,7	0,7	0,7	13,5	12,4	2,2	3,0	1,9
Mitie Group PLC	52,90	856	781	11,6	6,4	6,3	4,1	0,3	0,2	17,4	10,8	0,5	1,1	1,8
Engie SA	13,40	32416	62301	11,6	11,1	6,1	6,0	1,0	1,1	13,2	12,3	4,1	5,5	0,9
Lassila & Tikanoja Oyj	14,22	548	685	15,2	14,1	7,0	6,7	0,9	0,9	16,3	15,1	3,9	4,3	2,6
Bravida Holding AB	104,50	2081	2057	14,9	13,9	11,5	10,8	1,0	0,9	20,4	18,9	2,4	2,6	3,2
Duerr AG	35,08	2428	2109	12,8	8,9	7,8	6,2	0,6	0,6	24,5	16,1	0,5	1,6	1,8
Viafin Service (Inderes)	17,90	64	50	11,5	10,4	10,0	9,0	0,8	0,7	19,7	18,6	2,2	2,5	3,1
Keskiarvo				13,4	10,9	7,7	6,8	0,7	0,6	18,2	14,0	2,0	2,9	2,1
Mediaani				13,0	11,1	7,0	6,3	0,6	0,6	16,9	13,1	1,8	2,6	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				-11%	-7%	43%	43%	19%	14%	17%	41%	25%	-5%	66%

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	2022	2023
Liikevaihto	49,7	28,3	29,6	57,9	29,8	34,9	64,7	68,1	70,4
Konserni	49,7	28,3	29,6	57,9	30	34,9	64,7	68,1	70,4
Käyttökate	3,6	2,6	2,7	5,3	2,3	2,6	5,0	5,4	5,8
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,7	-0,7	-1,4	-0,8	-0,8	-1,5	-1,6	-1,6
EBITA	3,2	2,3	2,3	4,7	2,0	2,3	4,3	4,6	5,1
EBITA (oik.)	3,2	2,3	2,3	4,7	2,0	2,3	4,3	4,6	5,1
Liikevoitto	2,4	1,9	1,9	3,9	1,594	1,9	3,5	3,8	4,2
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	2,4	1,9	1,9	3,8	1,6	1,9	3,4	3,8	4,2
Verot	-0,5	-0,5	-0,5	-0,9	-0,3	-0,4	-0,7	-0,8	-0,8
Vähemmistöosuudet	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5
Nettotulos	1,8	1,3	1,3	2,6	1,1	1,3	2,4	2,6	2,9
EPS (oikaistu)	0,69	0,48	0,47	0,95	0,43	0,48	0,91	0,96	1,05
EPS (raportoitu)	0,48	0,37	0,35	0,72	0,31	0,36	0,67	0,72	0,81

Tunnusluvut	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	2022	2023
Liikevaihdon kasvu-%	59,1 %	63,2 %		16,5 %	5,2 %	18,1 %	11,8 %	5,3 %	3,4 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	-	231,1 %		47,4 %	-13,2 %	-1,7 %	-7,4 %	7,0 %	9,8 %
Käyttökate-%	7,3 %	9,3 %	9,0 %	9,1 %	7,9 %	7,5 %	7,7 %	7,9 %	8,2 %
Oikaistu EBITA -%	6,4 %	8,2 %	7,9 %	8,1 %	6,8 %	6,6 %	6,7 %	6,8 %	7,2 %
Liikevoitto-%	4,9 %	6,8 %	6,5 %	6,7 %	5,4 %	6,6 %	5,4 %	5,5 %	6,0 %
Nettotulos-%	3,5 %	4,7 %	4,3 %	4,5 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,8 %	4,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	7,5	8,3	8,4	7,5
Liikearvo	5,9	6,3	6,0	5,2
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,2	0,3	0,4
Käyttöomaisuus	1,4	1,8	2,0	1,9
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	26,8	28,8	30,6	32,7
Vaihto-omaisuus	1,4	1,6	1,4	1,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,7	9,7	10,2	10,6
Likvidit varat	16,8	17,5	19,1	20,8
Taseen loppusumma	34,4	36,0	37,4	38,8

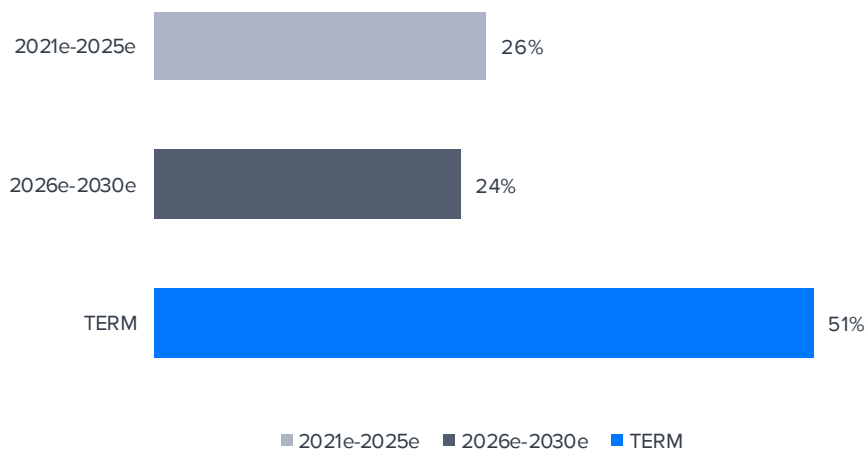
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	20,7	21,8	23,0	24,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,0	3,2	4,3	5,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,6	17,6	17,6	17,6
Vähemmistöosuus	1,0	1,0	1,0	1,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	13,7	14,1	14,3	14,5
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,6	4,0	4,3	4,4
Muut lyhytaikaiset velat	10,1	10,1	10,1	10,1
Taseen loppusumma	34,4	36,0	37,4	38,8

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	3,9	3,5	3,8	4,2	4,7	5,2	5,4	5,1	4,8	4,9	5,0	
+ Kokonaispoistot	1,4	1,5	1,6	1,6	1,4	1,3	1,1	0,7	0,7	0,7	0,6	
- Maksetut verot	-1,0	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,1	-0,9	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	3,5	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	6,4	3,4	4,6	4,7	5,0	5,3	5,2	8,3	4,4	4,5	4,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,2	2,3	3,5	3,8	4,1	4,6	4,7	7,7	3,9	3,9	3,7	
+/- 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	5,2	2,3	3,5	3,8	4,1	4,6	4,7	7,7	3,9	3,9	3,7	61,6
Diskontattu vapaa kassavirta		2,2	3,0	3,0	3,0	3,1	2,9	4,5	2,1	2,0	1,7	28,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		55,8	53,6	50,6	47,6	44,6	41,5	38,6	34,1	32,0	30,0	28,3
Velaton arvo DCF		55,8										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		16,8										
-Vähemmistöosuus		-3,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		69,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		19,4										

Rahavirranjakauma jaksottain



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	4,50 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	57,9	64,7	68,1
Käyttökate	5,3	5,0	5,4
Liikevoitto	3,9	3,5	3,8
Voitto ennen veroja	3,8	3,4	3,8
Nettovoitto	2,6	2,4	2,6
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,9	-0,9

Tase	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	34,4	36,0	37,4
Oma pääoma	20,7	21,8	23,0
Nettovelat	-16,8	-17,5	-19,1

Kassavirta	2020	2021e	2022e
Käyttökate	5,3	5,0	5,4
Nettokäyttöpääoman muutos	2,1	-0,9	0,0
Operatiivinen kassavirta	6,4	3,4	4,6
Investoinnit	-1,2	-1,1	-1,1
Vapaa kassavirta	5,2	2,3	3,5

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Skillhouse Oy	11,3 %
Pekka Luhtala	7,9 %
Suomen Teollisuussijoitus Oy	7,9 %
Msk Group Oy	7,1 %
Baj Oy	6,2 %
Toni Olavi Kilpeläinen	3,6 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2020	2021e	2022e
EPS (raportoitu)	0,72	0,67	0,72
EPS (oikaistu)	0,95	0,91	0,96
Operat. kassavirta / osake	1,79	0,95	1,27
Vapaa kassavirta / osake	1,46	0,65	0,96
Omapääoma / osake	5,50	5,81	6,14
Osinko / osake	0,35	0,40	0,45

Kasvu ja kannattavuus	2020	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	17 %	12 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	45 %	-6 %	8 %
EPS oik. kasvu-%	38 %	-4 %	6 %
Käyttökate-%	9,1 %	7,7 %	7,9 %
Oik. Liikevoitto-%	8,1 %	6,7 %	6,8 %
Liikevoitto-%	6,7 %	5,4 %	5,5 %
ROE-%	13,6 %	11,8 %	12,1 %
ROI-%	19,3 %	16,3 %	16,8 %
Omavaraisuusaste	62,0 %	62,5 %	63,3 %
Nettovelkaantumisaste	-81,1 %	-80,0 %	-82,9 %

Arvostuskertoimet	2020	2021e	2022e
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	8,2	10,0	9,0
EV/EBIT	11,1	14,3	12,7
P/E (oik.)	16,8	19,7	18,6
P/B	2,9	3,1	2,9
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,2 %	2,5 %

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

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

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

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

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

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

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

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

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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme 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 Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä 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.**