

Viafin Service

Yhtiöraportti

10.8.2021 07:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Pirstymistä odotettavissa

Laskemme Viafin Servicen tavoitehinnan 16,50 euroon (aik. 17,00), mutta nostamme suosituksemme lisää-puolelle (aik. vähennä) H1-raportin jälkeen. Viafin Servicen alkuvuosi oli odotuksiamme heikompi niin liikevaihdon kuin tuloksenkin osalta. Näkymät ja ohjeistus kuitenkin heijastelivat kysynnän olevan vahvempaa H2:lla. Odotamme yhtiöltä vahvan kasvun jatkoa lähivuosina, mutta tuloksen hieman tasaantuvan vuodesta 2020 kohti yhtiön omia tavoitetasoja. Vahva kassa, yritysostojen luoma kasvuoptio ja kohtuulliseksi laskenut arvostus nostavat mielestämme tuotto/riski-suhteen yhtiössä jo houkuttelevaksi.

Alkuvuosi meni odotuksia heikommin

Viafin Service julkisti maanantaina aamulla vuoden 2021 ensimmäisen vuosipuoliskon tuloksensa. Yhtiön liikevaihto laski vertailukaudesta -7,4 % ja oli H1:llä 26,2 MEUR (ennuste: 29,8 MEUR). Liikevaihdon tasoon heikentävästi vaikutti viime vuodesta selvästi tasaantunut kysyntä markkinoilla verrattuna vahvaan vertailukauteen. Tämä näkyi etenkin projektiliiketoiminnassa, jonka osuus liikevaihdosta oli vain noin 17 % H1:llä normaalin noin 25 %:n sijaan. H1-tulos oli myös odotuksiamme nähden pettymys absoluuttisesti sekä suhteellisesti. Liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) oli H1:llä noin 1,4 MEUR ja marginaali noin 5,2 %:ssa. Olimme odottaneet noin 2,0 MEUR:n EBITA:a ja 6,8 %:n marginaalia. Näkymissä kysynnän odotetaan kuitenkin parantuvan merkittävästi loppuvuodelle, mitä myös yhtiön H1-raportin yhteydessä annettu ohjeistus ennakoii. Yhtiö odottaa nyt liikevaihdon kasvavan ja EBITA-marginaalin olevan 6-8 %:n välissä. Tämä tarkoittaa, että heikon H1-tuloksen jälkeen loppuvuonna on yhtiöltä odotettavissa siis merkittävää parannusta H2:lla.

Ennustemme laskivat hieman H1-raportin perusteella

Laskimme lähivuosien ennusteitamme hieman H1-raportin tulospettymyksen myötä. Ohjeistus ja näkymät rajasivat kuitenkin isointa laskua. Vuonna 2021 odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun jatkuvan. Kasvu jää arviomme mukaan kuitenkin viime vuoden vahvasta tasosta markkinan vakaantumisen myötä. Yhtiön kasvua tukevat uudet toimipisteet, Astepa-yrityskauppa sekä aiemmin käynnistyneiden toimipisteiden liiketoiminnan jatkuva kasvu kohti potentiaalista tasoa. Odotammekin liikevaihdon nousevan nyt noin 7 %:lla 61,7 MEUR:oon. Kannattavuuden osalta odotamme oikaistun EBITA-marginaalin laskevan 6,8 %:iin erittäin hyvästä vuoden 2020 tasosta. Olemme kannattavuudessa lähellä yhtiön ohjeistuksen keskitasoa (EBITA-%: 6-8 %). Vuonna 2022 katseet kiinnittyvät yhtiön liiketoiminnan strategiaan tavoitteisiin. Viafin Servicen tavoitteena on 100 MEUR:n liikevaihto vuonna 2022, mihin yltääkseen yhtiön täytyisi kasvaa vuoden 2021 tasosta vielä noin 60 %:lla. Arviomme mukaan yhtiö tarvitsee tähän yritysostojen luomaa kasvua, johon hyvinkin vahva kassa antaa kyllä pelimerkkejä.

Arvostus alkaa jo houkutella

Osakkeen lähivuosien arvostus on viime päivityksestä laskenut jo kohtuullisen houkuttelevalle tasolle (21-22e ka.: (oik.): P/E: 17x, EV/EBIT: 9x, EV/EBITDA: 8x). Jo hyväksymämme arvostushaarukan (P/E: 16-18x, EV/EBIT: 12-14x, EV/EBITDA: 8-10x) alarajalla osake tarjoaa selkeää nousuvaraa. Verrokkeihin nähden arvostus on hieman alennuksella, missä mielestämme on myös nousuvaraa yhtiön kasvunäkymiin nähden. Vuoden 2022 koviin strategiaan tavoitteisiin pohjautuva yritysostoskenaariomme arvo (2022: 19,4 euroa) on tavoitehintaamme korkeammalla. Epävarmuus strategian tavoitteiden toteutumisesta on kuitenkin vuoden 2022 lähestyessä yhä korkeammalla, jonka vuoksi siihen suoraan nojaaminen ei ole nykyisillä tiedoilla mielekäästä.

Suositus

Lisää

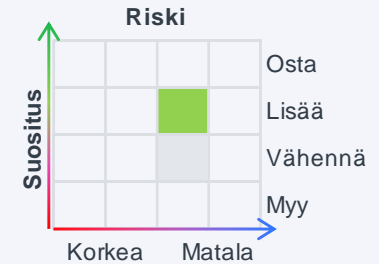
(aik. Vähennä)

16,50 EUR

(aik. 17,00 EUR)

Osakekurssi:

15,00



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	58	62	66	68
kasvu-%	17 %	7 %	6 %	4 %
EBITA oik.	4,7	4,2	4,5	5,0
EBITA-% (oik.)	8,1 %	6,8 %	6,8 %	7,3 %
Nettotulos	2,6	2,1	2,4	2,7
EPS (oik.)	0,95	0,84	0,91	1,01

P/E (oik.)	16,8	17,9	16,4	14,8
P/B	2,9	2,6	2,5	2,4
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,7 %	3,0 %	3,3 %
EV/EBIT (oik.)	9,2	9,3	8,5	7,2
EV/EBITDA	8,2	8,1	7,3	6,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,5

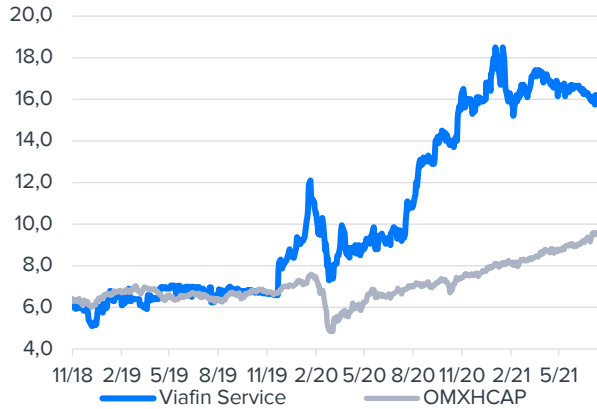
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

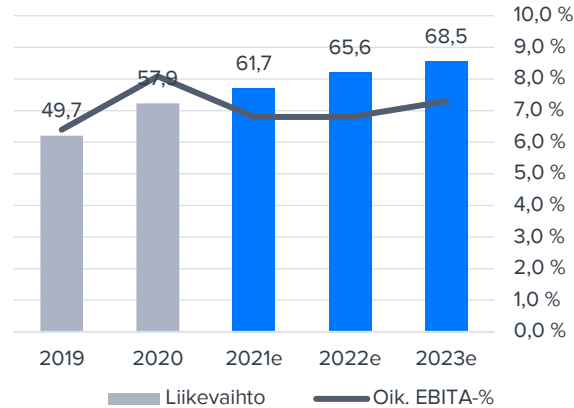
Yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan edelliseen tilikauteen verrattuna (2020:57,9 MEUR) ja koko tilikauden liikevoiton ilman liikearvon poistoja (EBITA) olevan 6-8 %:n välillä (2020: 8,1%).

Osakekurssi



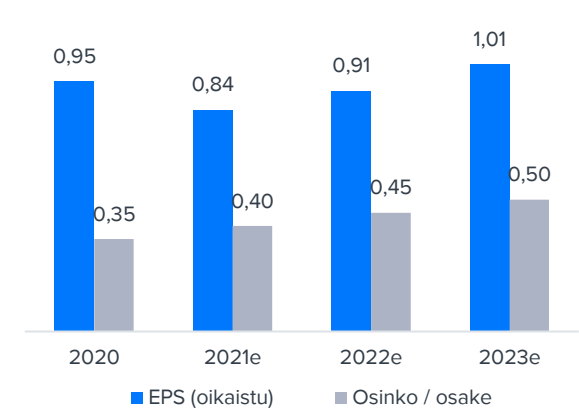
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja EBITA-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	15,0	15,0	15,0
Osakemäärä, milj. kpl	3,59	3,59	3,59
Markkina-arvo	54	54	54
Yritysarvo (EV)	39	38	36
P/E (oik.)	17,9	16,4	14,8
P/E	25,3	22,5	19,6
P/B	2,6	2,5	2,4
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	8,1	7,3	6,4
EV/EBIT (oik.)	9,3	8,5	7,2
Osinko/tulos (%)	67,4 %	67,6 %	65,3 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,0 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Tulos jäi selvästi ennusteista, mutta näkymät ennakoivat parempaa

Liikevaihto laski vastoin odotuksia

Yhtiön liikevaihto laski vertailukaudesta -7,4 % ja oli H1:llä 26,2 MEUR (ennuste: 29,8 MEUR). Liikevaihdon tasoon myönteisesti vaikutti arviomme mukaan viime vuodelta siirtyneet kunnossapitoseisakit, mutta myös yhtiön uudet toimipisteet sekä viime joulukuussa tehty Astepan yritysosto. Heikentävästi vaikutti kuitenkin viime vuodesta selvästi tasaantunut kysyntä markkinoilla verrattuna vahvaan vertailukauteen. Tämä näkyi etenkin projektiliiketoiminnassa, jonka osuus liikevaihdosta oli vain noin 17 % H1:llä normaalin noin 25 %:n sijaan.

Tulostaso jäi selvemmin ennusteistamme laskien myös vertailukauden tasosta selvästi. Liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) oli H1:llä noin 1,4 MEUR ja marginaali noin 5,2 %:ssa. Olimme odottaneet noin 2,0 MEUR:n EBITA:a ja 6,8 %:n marginaalia. Ennusteistamme heikompaan tulokseen

vaikutti alhaisempi volyymitaso ja uusien kunnossapitoyksiköiden käynnistämiseen liittyvät kulut. Arviomme mukaan myös vertailukautta alhaisempi kiiretöiden määrä ja tasaantunut markkinakysyntä on vaikuttanut kannattavuuteen.

Ohjeistus antoi näkyvyyttä

Normaalista poiketen yhtiö antoi jo H1-raportissaan ohjeistuksen vuodelle 2021, mikä hieman pehmensi heikon tuloksen aiheuttamaa vaikutusta. Ohjeistuksessaan yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan edelliseen tilikauteen verrattuna (2020: 57,9 MEUR) ja koko tilikauden liikevoiton ilman liikearvon poistoja (EBITA) olevan 6-8 %:n välillä (2020: 8,1 %).

Näkymissä yhtiö kommentoi H2:n olevan odotetusti H1:stä vahvempi, kun markkinatilanne normalisoituu 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. H1:llä kuitenkin operatiivinen rahavirta heikentyi vertailukaudesta heikosta tuloksesta johtuen. Lisäksi kesäkaudella myyntisaamiin on sitoutunut normaalia enemmän rahaa. Yhtiön rahavarat olivat H1:n lopussa 14,3 MEUR (H1'20: 14,6 MEUR). Yhtiön kassatilanne on kuitenkin tällä hetkellä hyvin vahva eikä yhtiöllä ole myöskään yhtään velkaa. Tämä tukee hyvin strategian mukaisten yritysostojen tekemistä, mutta myös vankkaa osinkomaksukykyä tulevaisuudessa. Kassa pitäisi kuitenkin saada myös jossain vaiheessa töihin.

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		Erotus (%)	2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	28,3	26,2	29,8				-12 %	64,7
EBITA (oik.)	2,3	1,4	2,0				-33 %	4,3
Liikevoitto	1,9	0,9	1,6				-44 %	3,5
Tulos ennen veroja	1,9	0,9	1,6				-44 %	3,4
EPS (raportoitu)	0,37	0,13	0,31				-58 %	0,67
Liikevaihdon kasvu-%	63,2 %	-7,4 %	5,2 %				-12,6 %-yks.	6,6 %
EBITA-% (oik.)	8,2 %	5,2 %	6,8 %				-1,6 %-yks.	6,7 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

H1-tulos laski hieman ennusteitamme

Laskimme lähivuosien ennusteitamme hieman H1-raportin myötä. Vuonna 2021 odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun jatkuvan, mutta hieman aikaisempia odotuksia maltillisemmin. Viime vuoden tasoiseen kasvuun ei ennusteissamme päästä, sillä kysyntä oletettavasti tasaantuu markkinalla hieman.

Yhtiön kasvua tukee kuitenkin uudet toimipisteet, viime vuonna tehty Astepan yrityskauppa sekä aikaisemmin perustettujen toimipisteiden liiketoiminnan tason nousu kohti potentiaalia (noin 3-4 MEUR). Odotamme nyt liikevaihdon nousevan vuonna 2020 noin 7 %:lla 61,7 MEUR:oon.

Kannattavuuden osalta odotamme oikaistun EBITA-marginaalin laskevan 6,8 %:iin erittäin hyvästä vuoden 2020 tasosta (2020: 8,1%). EBITA laskee ennusteissamme 4,2 MEUR:oon (2020: 4,7 MEUR). Emme kuitenkaan odota erityisen heikkoa

kannattavuutta, sillä olemme ennusteissamme yhtiön tavoitetason (EBITA-%: 5-7 %) ylälaidassa ja noin vuoden 2020 ohjeistuksen keskitasolla (6-8 %)

Mielestämme on perusteltua odottaa kannattavuuden hieman hiipuvan vuodesta 2020, kun hyväkatteiset kiiretilaukset vähenevät, resurssien saatavuus mahdollisesti paranee, kunnossapito-markkinan kysyntätilanne normalisoituu. Lisäksi isot tehdyt orgaaniset kasvupanostukset tuonevat myös kuluja, kun samalla projektimarkkina hieman tasaantuu hyvästä vuodesta 2020. H2 on kuitenkin nyt odotuksissamme merkittävästi parempi kuin H1.

Tavoitteissa 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 nyt 65,6 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. Yritystostoskenaariossa 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	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	64,7	61,7	-5 %	68,1	65,6	-4 %	70,4	68,5	-3 %
EBITA ilman kertaeriä	4,3	4,2	-3 %	4,6	4,5	-4 %	5,1	5,0	-2 %
Liikevoitto	3,5	3,3	-5 %	3,8	3,6	-5 %	4,2	4,1	-3 %
Tulos ennen veroja	3,4	3,3	-5 %	3,8	3,6	-5 %	4,2	4,1	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,91	0,84	-8 %	0,96	0,91	-5 %	1,05	1,01	-4 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostus alkaa houkutella

Katseemme Viafin Servicen osalta ovat jo hieman kääntyneet vuoteen 2022, minkä vuoksi seuraamme tarkemmin lähivuosien arvostusta.

Osakkeen arvostus lähivuosille (21-22e ka.: P/E (oik.): 17x, EV/EBIT (oik.): 9x, EV/EBITDA: 8x) on jo laskenut mielestämme houkuttelevalle tasolle. Jo hyväksymämme arvostushaarukan (P/E: 16-18, EV/EBIT: 12-14x, EV/EBITDA: 8-10x) alarajaan nähden osakkeessa olisi selkeää nousuvaraa.

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

Osinkotuotto on lähivuosille noin 2-3 %:n tasolla, mikä tukee hieman tuotto-odotusta. Vahva rahavirta ja kasvava liiketoiminta mahdollistaa mielestämme kasvavan osingon myös tulevaisuudessa.

Arvostus pienellä alennuksella verrokkeihin

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

Viafinin suorittaminen ja kasvuvaihe antavat kuitenkin mielestämme perusteluita pienelle preemiolle koko verrokkiryhmään nähden ja verrokkianalysista

saamamme osakkeen arvo heijastelee noin 5 %:n hyväksyttyä preemiota. Kolmella tuloskertomella mitattuna Viafin on arvostettu nyt noin 5 %:n alennuksella verrokkeihin, missä on nähdäksemme näin nousuvaraa.

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 signaalointiarvoa.

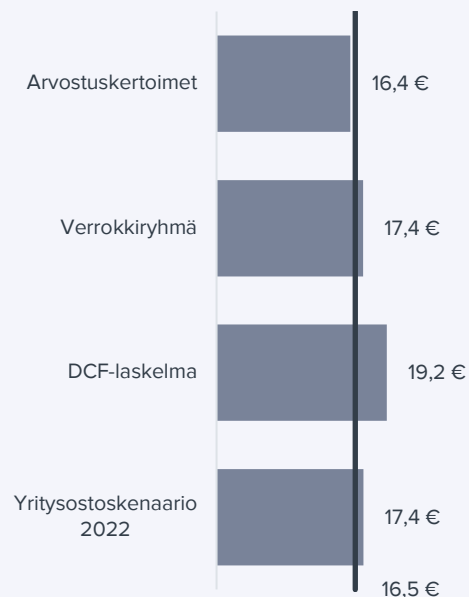
DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 19,2 euroa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksellä 2,0 %:n vuositasolle. EBITA-marginaalin odotamme olevan noin 6 %:ssa yhtiön nykyisen tavoitehaarukan puolella välissä ja yhtiön pitkän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

Mallissa terminaaliyksön 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	15,0	15,0	15,0
Osakemäärä, milj. kpl	3,59	3,59	3,59
Markkina-arvo	54	54	54
Yritysarvo (EV)	39	38	36
P/E (oik.)	17,9	16,4	14,8
P/E	25,3	22,5	19,6
P/B	2,6	2,5	2,4
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	8,1	7,3	6,4
EV/EBIT (oik.)	9,3	8,5	7,2
Osinko/tulos (%)	67,4 %	67,6 %	65,3 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,0 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostus

Yritystostoskenaarion toteutuminen vielä epävarmaa

Olemme myös haarukoineet yhtiön arvonnousupotentiaalia skenaariossa, jossa yhtiö saavuttaisi vuodelle 2022 asetetut tavoitteet. Skenaarion kautta laskettu nousuvara on selkeä, mutta sen toteutuminen on vielä epävarmaa.

Skenaarion mukaan yhtiön osakkeen arvo voisi nousta vuoden 2022 loppuun mennessä reiluun 19 euroon, joka diskontattuna WACC-%:lla (8,2 %) nykypäivään on noin 17,4 euroa.

Tämä tarkoittaa, että 17,4 euron tasosta sijoittaja voi odottaa vielä noin 8 %:n vuotuista tuotto-odotusta yritysostoskenaarion mennessä täysin nappiin. Nykykurssilla nousuvaraa diskontattuun arvoon on noin 15 % ja nousuvaraa vuoden 2022 lopun arvoon on noin 30 %.

Ottaen huomioon, että yritysostojen toteutumiseen, onnistumiseen ja kokoihin sekä yhtiön tulevaan kannattavuustasoon liittyy vielä hyvin paljon epävarmuutta ja riskejä, on arvoon suoraan nojaaminen mielestämme ennen aikaista. 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 €

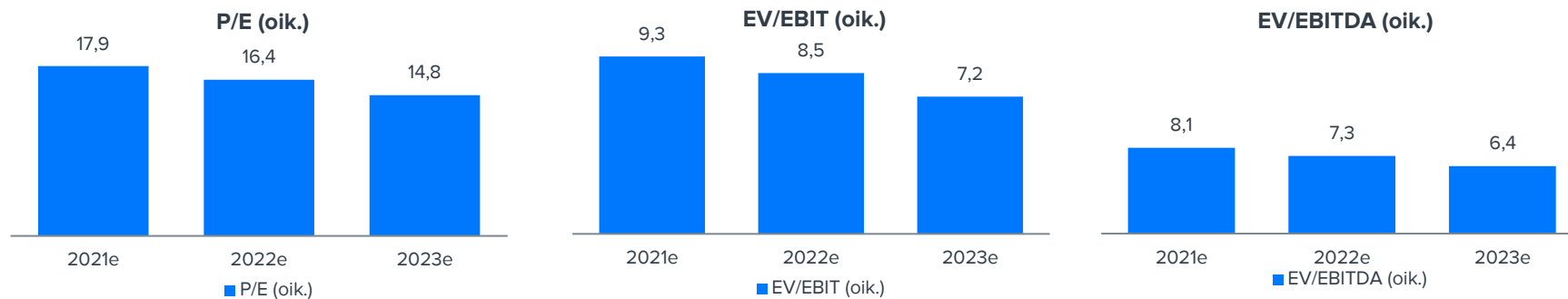
Arvo diskontattu nykypäivään	17,4 €
Nousuvara nykypäivästä	15 %

*Diskonttokorko 8,2 % (WACC-%)

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	15,9	15,0	15,0	15,0	15,0
Osakemäärä, milj. kpl	3,59	3,59	3,59	3,59	3,59
Markkina-arvo	57	54	54	54	54
Yritysarvo (EV)	43	39	38	36	34
P/E (oik.)	16,8	17,9	16,4	14,8	13,6
P/E	22,0	25,3	22,5	19,6	17,6
P/B	2,9	2,6	2,5	2,4	2,2
P/S	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	8,2	8,1	7,3	6,4	5,7
EV/EBIT (oik.)	11,1	9,3	8,5	7,2	6,3
Osinko/tulos (%)	48,4 %	67,4 %	67,6 %	65,3 %	64,4 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,7 %	3,0 %	3,3 %	3,7 %

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	7,58	1059	1207	17,6	14,0	8,5	7,6	0,5	0,5	20,6	16,2	2,2	2,7	5,2
Bilfinger SE	26,76	1190	756	8,1	5,3	4,2	3,1	0,2	0,2	20,4	12,2	3,4	3,9	0,9
Spie SA	19,66	3168	4770	12,0	11,0	8,1	7,6	0,7	0,6	13,5	11,9	3,0	3,5	2,0
Mitie Group PLC	65,80	1111	1204	17,3	9,0	9,4	5,7	0,4	0,3	21,8	11,3	2,1	2,8	2,3
Engie SA	11,65	28545	56896	10,4	10,0	5,7	5,5	0,9	1,0	11,4	10,6	6,2	6,8	0,9
Lassila & Tikanoja Oyj	14,72	575	755	16,8	14,9	7,5	7,3	0,9	0,9	17,2	15,1	3,8	4,2	2,7
Bravida Holding AB	133,80	2687	2642	18,9	17,4	14,5	13,6	1,2	1,2	25,1	23,1	2,1	2,3	4,2
Duerr AG	42,78	2979	3040	16,4	11,7	10,2	8,1	0,8	0,8	26,7	17,6	1,5	2,2	3,0
Viafin Service (Inderes)	15,00	54	39	9,3	8,5	8,1	7,3	0,6	0,6	17,9	16,4	2,7	3,0	2,6
Keskiarvo				14,7	11,7	8,5	7,3	0,7	0,7	19,6	14,8	3,0	3,5	2,6
Mediaani				16,6	11,3	8,3	7,4	0,8	0,7	20,5	13,7	2,6	3,2	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				-44 %	-25 %	-3 %	-1 %	-15 %	-18 %	-13 %	20 %	2 %	-5 %	6 %

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	H2'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	49,7	28,3	29,6	57,9	26,2	35,5	61,7	65,6	68,5
Konserni	49,7	28,3	29,6	57,9	26	35,5	61,7	65,6	68,5
Käyttökate	3,6	2,6	2,7	5,3	1,7	3,2	4,8	5,2	5,7
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,7	-0,7	-1,4	-0,8	-0,8	-1,5	-1,6	-1,5
EBITA	3,2	2,3	2,3	4,7	1,4	2,8	4,2	4,5	5,0
EBITA (oik.)	3,2	2,3	2,3	4,7	1,4	2,8	4,2	4,5	5,0
Liikevoitto	2,4	1,9	1,9	3,9	0,9	2,4	3,3	3,6	4,1
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	0,9	2,4	3,3	3,6	4,1
Verot	-0,5	-0,5	-0,5	-0,9	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9
Vähemmistöosuudet	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Nettotulos	1,8	1,3	1,3	2,6	0,5	1,7	2,1	2,4	2,7
EPS (oikaistu)	0,69	0,48	0,47	0,95	0,26	0,58	0,84	0,91	1,01
EPS (raportoitu)	0,48	0,37	0,35	0,72	0,13	0,46	0,59	0,67	0,77

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

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	7,5	8,3	8,3	7,5
Liikearvo	5,9	6,3	6,0	5,1
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	28,6	30,2	32,2
Vaihto-omaisuus	1,4	1,5	1,3	1,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,7	9,3	9,8	10,3
Likvidit varat	16,8	17,8	19,1	20,6
Taseen loppusumma	34,4	35,7	36,9	38,2

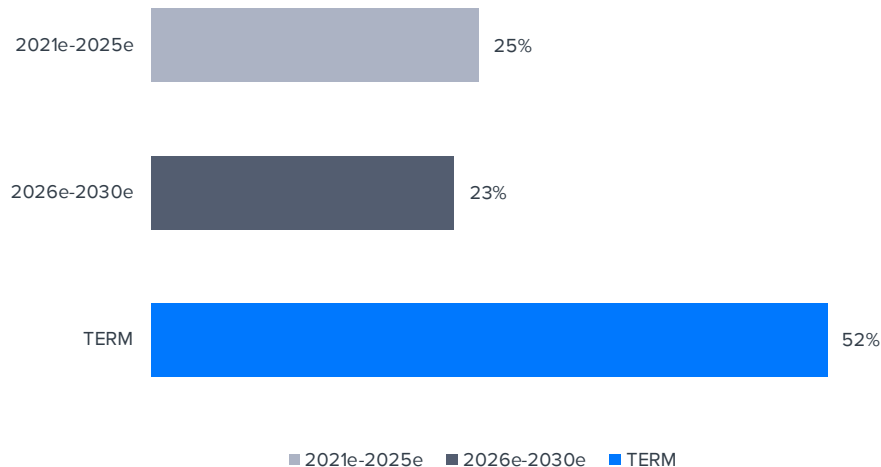
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	20,7	21,8	22,7	23,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,0	2,9	3,9	5,0
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	1,2	1,2	1,2
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	13,9	14,2	14,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,6	3,9	4,1	4,3
Muut lyhytaikaiset velat	10,1	10,1	10,1	10,1
Taseen loppusumma	34,4	35,7	36,9	38,2

DCF-laskelma

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

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	57,9	61,7	65,6	EPS (raportoitu)	0,72	0,59	0,67
Käyttökate	5,3	4,8	5,2	EPS (oikaistu)	0,95	0,84	0,91
Liikevoitto	3,9	3,3	3,6	Operat. kassavirta / osake	1,79	1,00	1,18
Voitto ennen veroja	3,8	3,3	3,6	Vapaa kassavirta / osake	1,46	0,69	0,88
Nettovoitto	2,6	2,1	2,4	Omapääoma / osake	5,50	5,74	6,00
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,9	-0,9	Osinko / osake	0,35	0,40	0,45
Tase	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	34,4	35,7	36,9	Liikevaihdon kasvu-%	17 %	7 %	6 %
Oma pääoma	20,7	21,8	22,7	Käyttökateen kasvu-%	45 %	-8 %	6 %
Nettovelat	-16,8	-17,8	-19,1	EPS oik. kasvu-%	38 %	-11 %	9 %
Kassavirta	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	9,1 %	7,8 %	7,9 %
Käyttökate	5,3	4,8	5,2	Oik. Liikevoitto-%	8,1 %	6,8 %	6,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,1	-0,5	-0,1	Liikevoitto-%	6,7 %	5,4 %	5,4 %
Operatiivinen kassavirta	6,4	3,6	4,2	ROE-%	13,6 %	10,6 %	11,3 %
Investoinnit	-1,2	-1,1	-1,1	ROI-%	19,3 %	15,6 %	16,1 %
Vapaa kassavirta	5,2	2,5	3,1	Omavaraisuusaste	62,0 %	62,7 %	63,3 %
				Nettovelkaantumisaste	-81,1 %	-81,6 %	-84,0 %

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 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 osavuositarkastusten 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat 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.

Suositus historia (>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 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**