

Viafin Service

Yhtiöpäivitys

11/9/2019

- Toistamme lisää-suosituksemme ja nostamme tavoitehintamme 7,6 euroon (aik. 6,7 euroa)
- Yhtiön poikkeuksellisen tilikauden päättänyt H2-tulos oli odotuksiin nähden parempi
- Ennustemme nousivat loppuvuodelle odotettavan erittäin vahvan kehityksen myötä
- Arvostus säilyi houkuttelevalla tasolla tuloskasvunäkymiin nähden

Tulosta syntyy vaikeassakin markkinassa

Toistamme teollisuuden kunnossapitoon erikoistuneen Viafin Servicen lisää-suosituksen, mutta nostamme tavoitehintamme 7,6 euroon (aik. 6,7 euroa) eilen julkistetun H2-tuloksen jälkeen. Liikevaihto jäi hieman odotuksista, mutta tuloskehitys ylitti odotuksemme selkeästi. Ensimmäisen yrityskaupan integraatio on sujunut hyvin ja loppuvuoden poikkeukselliselle 5 kuukauden tilikaudelle odotamme liikevaihdon nostavan tasoaan merkittävästi nyt syksyyn siirtyneiden huoltoprojektien vuoksi. Nousseiden ennusteidemme takia osakkeen arvostustaso säilyy houkuttelevalla tasolla yhtiön tuloskasvuun ja suhteellisen vakaaseen liiketoimintaan nähden.

H2-2019 tulos oli odotuksiin nähden parempi

Viafin Service raportoi eilen toisen vuosipuoliskon tuloksensa poikkeukselliselta heinäkuuhun loppuneelta 2018-2019 tilikaudelta. Yhtiön liikevaihto jäi hieman odotuksista, ja oli 21,7 MEUR meidän odottaessamme 22,7 MEUR:n liikevaihtoa. Kannattavuuden osalta yhtiö kuitenkin ylitti odotuksemme raportoimalla 1,3 MEUR:n oikaistun EBITA:n (oik. EBITA-%: 6,0 %), kun odotuksissamme oli noin 1,1 MEUR (oik. EBITA-%: 4,9 %). Liikevaihdon kehitykseen vaikutti eräiden kunnossapitoprojektien aloitusten ja huoltoseisakkien siirtyminen syyskaudelle. Loppuvuoden näymät ovat yhtiön mukaan kuitenkin erittäin vahvat liikevaihdon kehitykselle, ja näemme yhtiön kurovan kiinni hieman tilikauden aikana hidastellutta liikevaihdon kehitystä. Positiivista raportissa oli myös se, että kannattavuus pysyi hyvällä tasolla oletettavasti parempikatteisten palveluiden osuuden ollessa projekteja suurempi. Lisäksi luottamusta yhtiöön lisäsi Viafin Gas -yrityksoston integraation sujuminen suunnitelmien mukaan.

Ennusteet nousivat kuluvalle vuodelle hyvän kehityksen ja näkymän perusteella

Nostimme kuluvan vuoden ennusteitamme selvästi yhtiön paremman tuloskehityksen ja hyvän liikevaihdon näkymän vuoksi. Vuoden 2019 ennusteemme on tehty 17 kuukauden aikajaksolla käsittäen juuri päättyneen tilikauden (8/18-7/19) ja 5 kuukauden ajanjakson loppuvuodelle 2019 (8-12/19). Odotamme nyt liikevaihdon vuonna 2019 asettuvan 52,4 MEUR:oon (aik. 49,8 MEUR). Näemme loppuvuoden liikevaihdon kehityksen olevan yhtiölle todella vahva ja siivittävän liikevaihtoa aikaisempaa ennustettamme korkeammalle. Odotamme oikaistun EBITA:n olevan vuodelle 2019 nyt noin 3,0 MEUR (aik. 2,7 MEUR) ja EBITA-marginaalin asettuvan 5,8 %:iin (aik. 5,4 %). Vuoden 2019 viimeiselle 5 kuukaudelle odotamme yhtiön liikevaihdon olevan 19,7 MEUR ja EBITA-marginaalin olevan 5,2 %. Näemme kannattavuuden olevan loppuvuonna viimeisintä 12 kuukautta heikompi kasvavan projektien liikevaihto-osuuden myötä.

Arvostus pysyy houkuttelevana

Ennustamamme tuloskasvun myötä (19-22e CAGR-% 10 %) yhtiön lähivuosien oikaistut arvostuskertoimet (19-20e: EV/EBIT: 7-5x, EV/EBITDA: 6-5x) ovat mielestämme houkuttelevat. Suhteellisesti yhtiö arvostetaan noin 30 %:n diskontolla verrokkeihin nähden, missä on mielestämme myös nousuvaraa. Vaikka lähivuosien projektimarkkinaan, yritysstoihin ja kestävään kannattavuustasoon liittyy epävarmuutta, on yhtiö pystynyt suorituksellaan jo lisäämään luottamusta lähivuosille odottamaamme tuloskehitykseen. Jatkuvaluonteisen liiketoiminnan suuri osuus (75 % palveluita) tuo liiketoimintaan vakautta ja yhtiön vahva kassa sekä hyvin kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli mahdollistavat hyvät edellytykset toteuttaa strategiaa onnistuneesti myös jatkossa.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)



7,60 EUR

(aik. 6,70 EUR)

Osakekurssi: 6,90 EUR

Potentiaali: 10,1 %

Ohjeistus

Ei ohjeistusta

(Ennallaan)

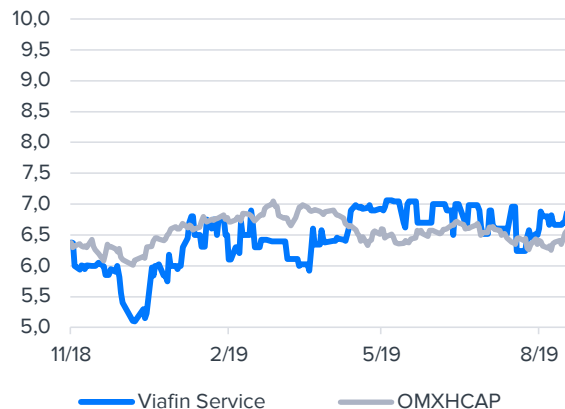
Avainluvut

	2018	18-19 12kk	2019e (5kk)	2020e	2021e
Liikevaihto	31	33	20	44	46
kasvu-%	19 %	5 %	-	35 %	3 %
EBITA (oik.)	2,0	2,0	1,0	2,3	2,5
EBITA-% (oik.)	6,4 %	6,2 %	5,2 %	5,2 %	5,5 %
Nettotulos	0,9	0,0	0,6	1,1	1,2
EPS (oik.)	0,39	0,47	0,25	0,55	0,59

P/E (oik.)	13,7		12,6	11,7
P/B	1,4		1,4	1,3
Osinkotuotto-%		3,2 %	3,2 %	3,5 %
EV/EBIT (oik.)	6,9		5,3	4,3
EV/EBITDA	5,7		4,8	4,0
EV/Liikevaihto	0,4		0,3	0,2

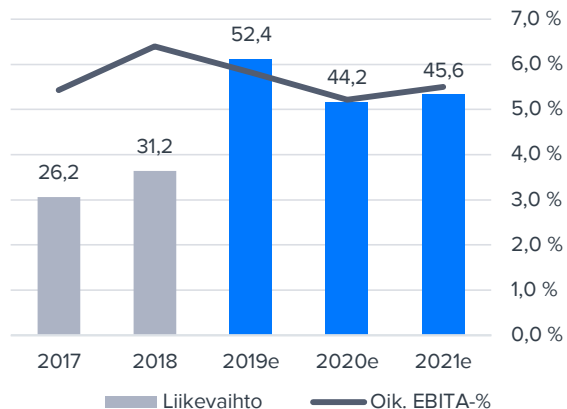
Lähde: Inderes

Osakekurssi



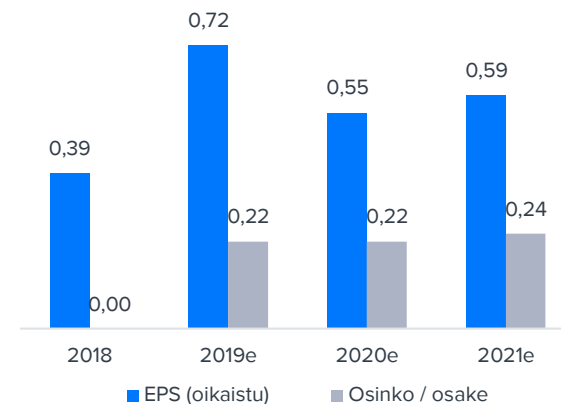
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja EBITA-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Liikevaihdon kasvu yritysostoin ja orgaanisesti
- Vakaan kannattavuuden ylläpito
- Tehtaiden koneiden ja laitteiden huollon ulkoistamistrendit tukevat markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymiä
- Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli mahdollistaa vahvan kassavirran ja kasvavan osingon

Riskitekijät

- Yritysostojen epäonnistuminen
- Kustannuspaineet henkilöriippuvaisessa kasvussa
- Asiakkaiden kysyntä pääosin syklistä ja luo osittaista suhdanneriskiä myös yhtiön liiketoimintaan
- Yhtiön liiketoiminnassa matalat alalletulon esteet, joka mahdollistaa useiden pienien toimijoiden määrän
- Hintakilpailu voi kiristyä isompienkin toimijoidenkin puolesta

Arvostus

- Tulokasvuun nähden arvostus on hyvinkin maltillinen
- Sektorin tulokset selvästi korkeammalla
- Kunnossapito- ja huoltoyhtiöt arvostettu korkeammalle niiden liiketoiminnan jatkuvuuden ja paremman kannattavuuden vuoksi
- Yhtiön lyhyt pörssihistoria, pieni koko ja heikko osakkeen likviditeetti nostavat riskiprofilia

Hyvä tulos valaa uskoa tulevaisuuteen

Viafin Service raportoi eilen toisen vuosipuoliskon tuloksensa poikkeukselliselta heinäkuuhun loppuneelta 2018-2019 tilikaudelta. Yhtiön liikevaihto oli 21,7 MEUR, kun odotuksissamme oli noin 22,7 MEUR:n liikevaihto. Kannattavuuden osalta yhtiö kuitenkin ylitti odotuksemme raportimalla 1,3 MEUR:n oikaistun EBITA:n (oik. EBITA-%: 6,0 %), kun odotuksissamme oli noin 1,1 MEUR (oik. EBITA-%: 4,9 %).

Liikevaihdossa jo piristymistä

Liikevaihto jäi hieman odotuksistamme, kun H1:llä hidastellut kunnossapitoprojektien markkina oli myös H2:n alussa hiljainen. Taulukossa näkyvä kasvu (57,5 %) syntyi siis pääosin Viafin Gas -yrityskaupan seurauksena. H2'18 ei kuitenkaan ole kovinkaan mielekäs vertailukohde, sillä se ei sisällä kuin Viafin Process Pipingin luvut. Konserniin kuuluu lisäksi Viafin

Installation ja nyt myös Viafin Gas.

Hidastellut projektimarkkina on loppukesästä kuitenkin piristynyt yhtiön mukaan selvästi ja aikaisemmin suunnitellut projektit alkavat nyt syksyllä. Tämä tarkoittaa selvää tasokorjausta liikevaihdon kehityksessä seuraavan 5 kuukauden aikana. Tähän viitaten yhtiö totesi myös itse tulostiedotteessaan, että seuraavat viisi kuukautta tulevat olemaan todella vahvoja. Yhtiö myös odottaa projektien liikevaihdon osuuden nousevan normaalille tasolle noin 25 %:iin 12 kuukauden ajanjaksolle laskettuna, kun se tähän asti viimeisellä 12 kuukaudella on ollut selvästi sen alapuolella. Lisäksi Viafin Gas Oy perusti Ouluun uuden toimipisteen elokuussa, joka tulee hieman tukemaan kasvua, vaikka merkitys on vielä pientä.

Yhtiön perusliiketoimintaan (teollisuuden kunnossapito) orgaanista kasvua tuovien uusien

toimipisteiden suunnitelmista yhtiöllä ei ollut vielä uutta kerrottavaa. Yhtiö hakee strategian mukaisesti teollisuuden kunnossapitoon uusia toimipisteitä etenkin pohjoiseen Keski-Suomeen ja Ouluun, missä on paljon tehdasteollisuutta. Toimipisteiden suhteen yhtiö totesi, että rekrytointeja jatketaan, mutta kilpailu osaajista on oletettavasti kovaa.

Yritysostoista yhtiö kommentoi aktiivisesti seuraavansa markkinoilta potentiaalisia kohteita strategiansa mukaisesti. Uskottavuutta yritysostojen toteutukseen nosti Viafin Gas -yrityskaupan toteutuminen suunnitelmien mukaan. Lisäksi 1.11.2019 aloittava uusi toimitusjohtaja vapauttaa muun johdon resursseja yritysostojen toteutukseen.

Ennustetaulukko	H2'18	H2'19	H2'19e	H2'19e	Konsensus		Erotus (%)
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Liikevaihto	13,8	21,7	22,7				-5 %
EBITA (oik.)	0,9	1,3	1,1				16 %
Liikevoitto	0,9	0,9	0,8				18 %
Tulos ennen veroja	0,9	0,9	0,8				16 %
EPS (raportoitu)	-	0,21	0,18				17 %
Liikevaihdon kasvu-%	-	57,5 %	65,0 %				-7,5 %-yks.
EBITA-% (oik.)	6,9 %	6,0 %	4,9 %				1,1 %-yks.

Kannattavuus yllätti positiivisesti

Kannattavuus hyvällä tasolla

Kannattavuus ja tuloskehitys ylitti ennustemme selvästi, vaikka yhtiö suorittikin kuluneella kvartaalilla Viafin Gas -yritysoston integrointia. Tästäkin huolimatta palveluiden iso osuus on näkemyksemme mukaan pitänyt kannattavuuden yhtiön tavoiterajojen sisäpuolella (EBITA- %: 5-7 %). Viafin Gas Oy:n integraatio oli kriittinen osa yhtiön tulevaisuuden strategian kehityksen uskottavuutta kohtaan ja se näyttäisi edenneen hyvin.

Raportoitu osakekohtainen tulos ylitti myös ennustemme 17 %:lla nousten 0,21 euroon.

Kassa ja liiketoiminnan rahavirta hyvällä tasolla

Yhtiön kassa nousi yli 11 MEUR:oon vahvan rahavirran seurauksena. Yhtiön rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja oli 2,9 MEUR (H2'18: 0,9 MEUR) ja kassasta Viafin Gas Oy:n yrityskauppaan käytetty raha

(ostohinta 2,1 MEUR) on jo ansaittu takaisin. Tämä kertoo yhtiön liiketoimintamallin vahvuudesta, kun merkittäviä ylläpitoinvestointeja ei tarvitse tehdä vaan raha voidaan käyttää joko kasvuun tai osinkojen maksuun.

Ennustetaulukko	H2'18	H2'19	H2'19e	H2'19e	Konsensus		Erotus (%)	
	MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Liikevaihto	13,8	21,7	22,7					-5 %
EBITA (oik.)	0,9	1,3	1,1					16 %
Liikevoitto	0,9	0,9	0,8					18 %
Tulos ennen veroja	0,9	0,9	0,8					16 %
EPS (raportoitu)	-	0,21	0,18					17 %
Liikevaihdon kasvu-%	-	57,5 %	65,0 %					-7,5 %-yks.
EBITA-% (oik.)	6,9 %	6,0 %	4,9 %					1,1 %-yks.

Ennusteet nousivat selvästi kuluvalle vuodelle

Loppuvuoden 5 kuukautta isossa asemassa

Nostimme kuluvan vuoden ennusteitamme selvästi yhtiö paremman tuloskehityksen ja hyvän projektinäköymän vuoksi. Vuoden 2019 ennusteemme on tehty 17 kuukauden aikajaksolla käsittäen juuri päättyneen tilikauden (8/18-7/19) ja 5 kuukauden ajanjakson loppuvuodelle 2019 (8-12/19).

Odotamme nyt liikevaihdon vuonna 2019 asettuvan 52,4 MEUR:oon (aik. 49,8 MEUR). Näemme loppuvuoden liikevaihdon kehityksen olevan yhtiölle todella vahva ja siivittävän liikevaihtoa aikaisempaa ennustettamme korkeammalle. Odotamme oikaistun EBITA:n olevan vuodelle 2019 nyt noin 3,0 MEUR (aik. 2,7 MEUR) ja EBITA-marginaalin asettuvan 5,8 %:iin (aik. 5,4 %). Vuoden 2019 viimeiselle 5 kuukaudelle odotamme yhtiön liikevaihdon olevan 19,7 MEUR ja EBITA-marginaalin olevan 5,2 %. Näemme kannattavuuden olevan loppuvuonna viimeistä 12 kuukautta heikompi kasvavan projektien

liikevaihto-osuuden myötä.

Lähivuosien ennusteet lähes ennallaan

Emme tehneet merkittäviä muutoksia vuoden 2019 jälkeisiin ennusteisiimme ja vielä ajankohtaisen [laajan raporttimme](#) ajatukset ovat voimassa. Odotamme yhtiön liikevaihdon asettuvan 44,2 MEUR:oon (aik. 43,3 MEUR) vuonna 2020. Verrattuna vuoden 2019 12 kuukaudelle normalisoituun liikevaihtoon, kasvaisi liikevaihto ennusteillamme noin 19,5 % vuonna 2020. Kasvuennusteet ovat lähivuosina hyvin riippuvaisia uusien toimipaikkojen avaamisista ja niiden liiketoiminnan etenemisestä. Ennustamme uusien toimipaikkojen (Oulu ja pohjoinen Keski-Suomi) kiivaimman kasvuvaiheen asettuvan vuosien 2021 ja 2022 paikkeille, kun merkittäviä avauksia ei olla vielä näissä nähty tänä vuonna. Vuodelle 2021 odotamme liikevaihdon nyt nousevan 3,2 % 45,6

MEUR:oon (aik. 44,7 MEUR).

Kasvulle tärkeistä toimipaikan perustamisesta kuluu karkeasti arvioituna noin vuosi ennen kuin se pääsee toiminnassaan operatiivisesti omilleen. Optimaalisen tai tavoitekannattavuuden saavuttaminen voi viedä useita vuosia ja tämän vuoksi odotamme lähivuosien kannattavuuden laskevan vuoden tasosta lähemmäksi yhtiön tavoitteiden alarajaa ennen selkeämpää nousua korkeammalle tasolle. Odotamme EBITA-marginaalin laskevan vuonna 2020 noin 5,2 %:iin ja vuonna 2021 noin 5,5 %:iin. Seuraavina vuosina odotamme kulujen (yrityskaupat ja orgaaninen kasvu) laskevan, uusien toimipaikkojen pääsevän vauhtiin ja markkinatilanteen hieman parantuvan, jonka myötä kannattavuus nousee kohti yhtiön tavoitteiden (5-7 %) puoliväliä.

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	49,8	52,4	5 %	43,3	44,2	2 %	44,7	45,6	2 %
Käyttökate	3,1	3,6	16 %	2,5	2,6	2 %	2,6	2,7	4 %
Liikevoitto	1,7	2,0	16 %	1,3	1,4	4 %	1,5	1,6	3 %
Tulos ennen veroja	0,7	0,9	37 %	1,3	1,4	4 %	1,5	1,6	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,63	0,72	13 %	0,55	0,55	-1 %	0,59	0,59	0 %
Osakekohtainen osinko	0,22	0,22	0 %	0,22	0,22	0 %	0,24	0,24	0 %

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	2018	H1'18-19	H2'18-19	5kk 19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	26,2	31,2	11,0	21,7	19,7	52,4	44,2	45,6	47,5
Käyttökate	1,8	2,3	0,9	1,5	1,2	3,6	2,6	2,7	3,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,4	-0,9	-0,5	-0,6	-0,5	-1,6	-1,2	-1,1	-1,1
EBITA (oik.)	1,4	2,0	0,7	1,3	1,0	3,0	2,3	2,5	2,9
Liikevoitto	1,4	1,4	0,4	0,9	0,7	2,0	1,4	1,6	2,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	-1,04	0,00	0,00	0,00
Tulos ennen veroja	1,4	1,3	-0,7	0,9	0,7	0,9	1,4	1,6	2,0
Verot	0,0	-0,4	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Vähemmistöosuudet	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	1,4	0,9	-0,8	0,8	0,6	0,5	1,1	1,2	1,5
EPS (oikaistu)		0,39	0,16	0,31	0,25	0,72	0,55	0,59	0,68
EPS (raportoitu)		0,39	-0,22	0,21	0,16	0,15	0,29	0,34	0,42

*Vuodet 17, 18 ja 19 eivät vertailukelpoisia. Tilikausi 2017 on Viafin Process Piping Oy:n luvuilla. Yhtiön vuoden 2018 luvut ovat konsernin pro forma -lukuja. Yhtiön 2019 tilikausi on 17 kuukauden mittainen. Ennusteet 2020 eteenpäin uudella kalenterivuoden tilikaudella.



Lähde: Inderes.

*Vuodet 18-19 eivät vertailukelpoisia. Yhtiön 2018-2019 tilikausi on 17 kuukauden mittainen. Vuosi 2018 pro forma vanhalla tilikaudella ja ennusteet 2020 eteenpäin uudella tilikaudella. Vuodesta 2018-2019 esitetty 12 kuukaudelle normalisoitu tulos ja kokonainen 17 kuukauden tulos.

Arvostus pysyy houkuttelevana

Toistamme Viafin Servicen lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehintamme 7,60 euroon (aik. 6,70 euroa). Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin arvostuskertoimia sekä pienemmällä painolla verrokkiryhmää ja DCF-laskelmaa.

Arvostuskertoimet ovat maltillisia

Viafin Servicen vuosien 2019 ja 2020 oikaistut tuloskertoimet (P/E 14x ja 13x; EV/EBIT 7x ja 5x, EV/EBITDA: 6x ja 5x) ovat ennusteillamme houkuttelevat yhtiön vahvaan tuloskasvuun nähden (2019-2022e: +10 % CAGR).

Näemme yhtiölle hyväksyttävän arvostustason saavan tukea tuloskasvusta, hyvää kassavirtaa tuottavasta liiketoimintamallista ja jatkuvaluonteisen kunnossapitoliiketoiminnan suuresta osuudesta, mutta kärsivän vielä yrityksen strategian toteutukseen ja markkinaan liittyvästä epävarmuudesta.

Tällä hetkellä näemme 6-8x EV/EBIT-kertoimen ja 4-6x EV/EBITDA-kertoimen heijastelevan yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa. Käytämme arvonmäärityksessä pääosin hyödyksi ison nettokassan huomioivia oikaistuja EV-kertoimia. Olemme tällä hetkellä haarukan ylälaidassa, mutta voimme nähdä arvostuksessa tulevaisuudessa nousuvaraa, jos loppuvuonna yhtiön liiketoiminta kehitty odotuksiemme mukaan. Haarukoimme aikaisemmin laajassa raportissa, että voisimme nähdä 14-16x P/E-kertoimet, 6-8 EV/EBITDA-kertoimet ja 12-14x EV/EBIT-kertoimet hyväksyttävänä tasoina yhtiölle. Näemme varsinkin EV-kertoimissa nousuvaraa, kunhan yhtiö saa käytettyä kassansa edes kohtuullisiin investointeihin.

Verrokkien arvostustaso

Sektorin arvostustasot eivät tällä hetkellä näytä erityisen korkeilta ja ovat jopa hieman laskeneet. Mediaanitasolla verrokkiryhmän vuoden 2019e P/E-kerroin on noin 13x ja EV/EBIT-kerroin noin 10x. Näkemyksemme mukaan kertoimiin on jo hieman sisällytetty talouskasvun hiipumista, mutta kertoimien nousuvara on kuitenkin melko pieni ellei näkymissä tapahdu selvää piristymistä. Viafin Servicen em. tuloskertoimet ovat kuluvalle vuodelle keskimäärin noin 32 % alle verrokkien, mikä on mielestämme hyvään tuloskasvunäkymään nähden ylimitoitettua. Annamme kuitenkin yhtiölle vielä selvän verrokkidiskontton yhtiön pienen koon, verrokkeja pienemmän markkinapotentiaalin ja yhtiön vielä todistamattoman strategisen kehitysvaiheen vuoksi.

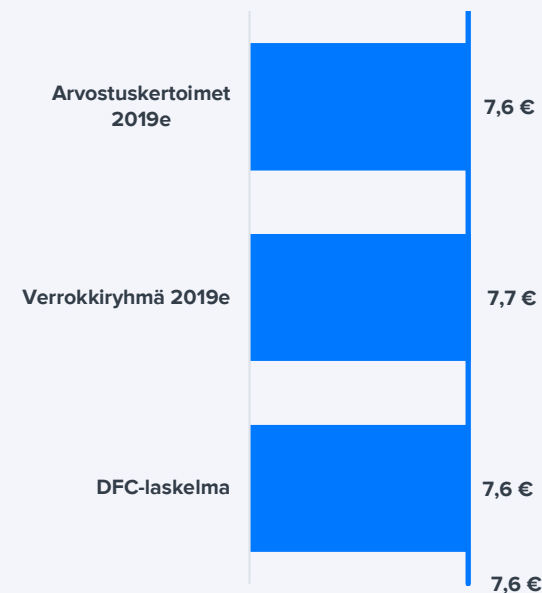
DCF-laskelma

Annamme Viafin Servicen arvonmäärityksessä myös kassavirtamallille (DCF) painoarvoa liiketoiminnan kohtuullisen ennustettavan kassavirran vuoksi. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 7,6 euroa ja se tukee muiden arvostusmenetelmien indikoimaa arvoa. DCF-malli on kuitenkin herkkä terminaali-jakson muuttujien suhteen ja liikevaihdon kasvuun sekä etenkin kestävään kannattavuustasoon liittyy pitkällä aikavälillä merkittävää epävarmuutta. Alkuvaiheessa DCF-malli toimiikin Viafin Servicellä muun arvonmäärityksen tukena. Voi olla, että kasvustrategia ei toteudu odotetusti tai, että yhtiön pitkän aikavälin kannattavuustaso muuttuu ostettavien yrityksiin mukana. Täytyy myös huomioida vastapuolelta, että pitkän aikavälin ennusteemme eivät ota huomioon ollenkaan mahdollisia yritysostoja näiden heikon ennustettavuuden ja epävarman toteutumisajankohdan. Tämä voisi myös nostaa DCF-arvoa merkittävästi nykyisiltä tasoilta.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	6,90	6,90	6,90
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	25	25	25
Yritysarvo (EV)	15	12	11
P/E (oik.)	13,7	12,6	11,7
P/E	65,5	23,7	20,6
P/Kassavirta	78,5	8,0	10,3
P/B	1,4	1,4	1,3
P/S	0,7	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	5,7	4,8	4,0
EV/EBIT (oik.)	6,9	5,3	4,3
Osinko/tulos (%)	147,4 %	75,6 %	71,6 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,2 %	3,5 %

Lähde: Inderes

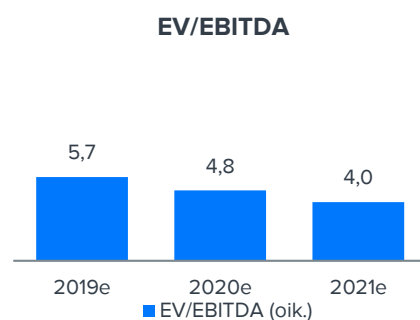
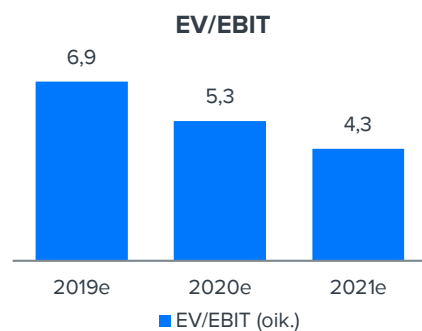
Tavoitehinnan muodostuminen



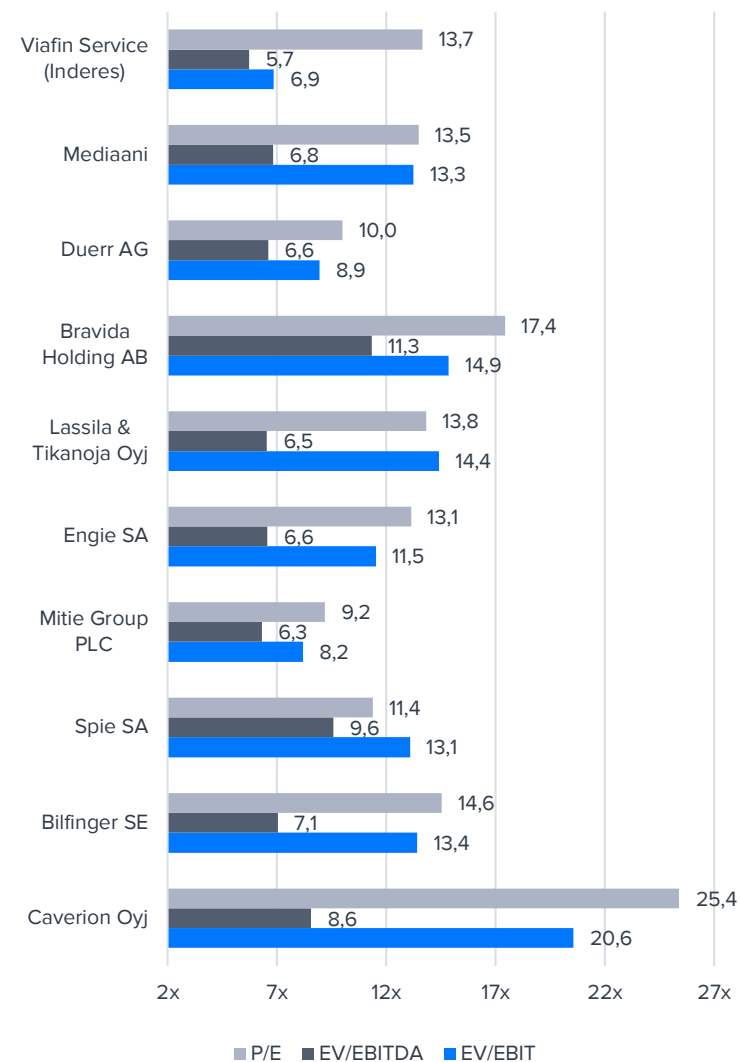
Arvostus graafeina

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	6,90	6,90	6,90	6,90
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	25	25	25	25
Yritysarvo (EV)	15	12	11	9,1
P/E (oik.)	13,7	12,6	11,7	10,2
P/E	65,5	23,7	20,6	16,4
P/Kassavirta	78,5	8,0	10,3	9,6
P/B	1,4	1,4	1,3	1,3
P/S	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	5,7	4,8	4,0	3,0
EV/EBIT (oik.)	6,9	5,3	4,3	3,1
Osinko/tulos (%)	147,4 %	75,6 %	71,6 %	64,2 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,2 %	3,5 %	3,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmä 2019e



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Caverion Oyj	5,97	830	989	20,6	12,8	8,6	6,6	0,5	0,4	25,4	15,6	2,1	3,6	4,2
Bilfinger SE	24,72	1093	1351	13,4	8,1	7,1	5,2	0,3	0,3	14,6	9,2	4,1	4,6	0,8
Spie SA	17,24	2688	4858	13,1	12,2	9,6	9,1	0,7	0,7	11,4	10,5	3,5	3,8	1,7
Mitie Group PLC	148,50	608	780	8,2	8,2	6,3	6,4	0,3	0,3	9,2	9,3	2,7	2,7	
Engie SA	13,66	33272	64541	11,5	10,7	6,6	6,2	1,0	1,0	13,1	11,8	5,7	6,1	0,9
Lassila & Tikanoja Oyj	13,14	510	668	14,4	13,7	6,5	6,5	0,9	0,8	13,8	13,9	7,0	7,2	2,4
Bravida Holding AB	83,40	1582	1836	14,9	13,8	11,3	10,7	0,9	0,9	17,4	16,0	2,6	3,0	2,9
Duerr AG	24,29	1682	2248	8,9	8,6	6,6	6,3	0,6	0,6	10,0	9,4	4,2	4,3	1,6
Viafin Service (Inderes)	6,90	25	15	6,9	5,3	5,7	4,8	0,4	0,3	13,7	12,3	3,2	3,2	1,4
Keskiarvo				13,1	11,0	7,8	7,2	0,6	0,6	14,4	12,0	4,0	4,4	2,1
Mediaani				13,3	11,5	6,8	6,5	0,6	0,6	13,5	11,1	3,8	4,1	1,7
Erotus-% vrt. mediaani				-48 %	-54 %	-16 %	-26 %	-37 %	-55 %	1 %	11 %	-17 %	-22 %	-21 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	1,4	2,0	1,4	1,6	2,0	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	
+ Kokonaispoistot	0,9	1,6	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	
- Maksetut verot	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	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	-0,1	0,9	0,9	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	1,8	4,0	3,2	2,8	3,0	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	
+ 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	-7,7	-3,6	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,8	0,5	3,1	2,4	2,6	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	
+/- 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	-5,8	0,5	3,1	2,4	2,6	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	30,7
Diskontattu vapaa kassavirta		0,4	2,8	1,9	1,9	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	12,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		26,9	26,5	23,7	21,7	19,8	18,3	17,0	15,7	14,6	13,6	12,7
Velaton arvo DCF		26,9										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		0,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		27,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,6										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,50 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

2019e-2023e



2024e-2028e



TERM



■ 2019e-2023e ■ 2024e-2028e ■ TERM

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	31,2	52,4	44,2	EPS (raportoitu)	0,39	0,15	0,29
Käyttökate	2,3	3,6	2,6	EPS (oikaistu)	0,39	0,72	0,55
Liikevoitto	1,4	2,0	1,4	Operat. kassavirta / osake	0,84	1,11	0,89
Voitto ennen veroja	1,3	0,9	1,4	Vapaa kassavirta / osake	-2,66	0,12	0,87
Nettovoitto	0,9	0,5	1,1	Omapääoma / osake	3,32	5,02	5,09
Kertaluontoiset erät	0,0	-1,0	-0,9	Osinko / osake	0,00	0,22	0,22
Tase	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	14,4	27,4	26,9	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	68 %	-16 %
Oma pääoma	7,4	18,2	18,5	Käyttökateen kasvu-%	27 %	56 %	-29 %
Nettovelat	-0,6	-10,4	-12,7	EPS oik. kasvu-%		82 %	-24 %
Kassavirta	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	7,4 %	6,9 %	5,8 %
Käyttökate	2,3	3,6	2,6	Oik. Liikevoitto-%	4,4 %	5,8 %	5,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	0,9	0,9	Liikevoitto-%	4,4 %	3,8 %	3,1 %
Operatiivinen kassavirta	1,8	4,0	3,2	ROE-%	23,7 %	4,3 %	5,8 %
Investoinnit	-7,7	-3,6	-0,1	ROI-%	37,1%	15,5 %	7,5 %
Vapaa kassavirta	-5,8	0,5	3,1	Omavaraisuusaste	52,5 %	67,2 %	69,6 %
				Nettovelkaantumisaste	-8,1%	-57,2 %	-68,8 %
Suurimmat omistajat	%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2018	2019e	2020e
Viafin Oy	58,0 %			EV/Liikevaihto	neg.	0,4	0,3
Suomen Teollisuussijoitus Oy	8,0 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	5,7	4,8
Varma	3,0 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	6,9	5,3
Ilmarinen	3,0 %			P/E (oik.)	0,0	13,7	12,6
VPP Management Oy	3,0 %			P/B	0,0	1,4	1,4
Dividend House Nordic Small Cap	2,0 %			Osinkotuotto-%		3,2 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämän hetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroone. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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 €

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**