

Viafin Service

Yhtiöpäivitys

13/12/2019

- Nostamme tavoitehintamme 9,0 euroon (aik. 7,6 euroa) ja suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää)
- Yhtiö antoi eilen positiivisen tulosvaroituksen
- Ennusteesimme nousivat useita kymmeniä prosentteja
- Arvostus tarjoaa merkittävää nousuvaraa ja yritysostokasvuoption

Vahvaa kasvua myös jatkossa

Nostamme Viafin Servicen tavoitehintamme 9,00 euroon (aik. 7,6 euroa) ja suosituksen osta-puolelle (aik. lisää). Yhtiön loppuvuosi on sujunut vielä korkealla tasolla olleita odotuksiamme paremmin, mikä vahvasti selvästi luottamustamme yhtiön lähivuosien kasvutarinan jatkosta kohti vuoden 2022 strategista tavoitetta 100 MEUR:n liikevaihtotasosta. Vakaaseen, vastasykliseen ja vahvaa kassavirtaa tuottavaan liiketoimintaprofiiliin sekä vuotuisen yli 10 %:n tuloskasvuun nähden arvostus on mielestämme hyvin houkutteleva. Lisäksi mielestämme markkina ei hinnoitele yhtiön vahvaa kassaposiitiota, ja sen myötä syntyvää yritysosto-optiota oikeutetusti, mikä nostaa osakkeen tuotto-odotuksen selvästi positiiviseksi.

Loppuvuosi merkittävästi yli odotustemme

Teollisuuden kunnossapitoon erikoistunut Viafin Service antoi eilen ohjeistuksen loppuvuodelle, joka voidaan nähdä myös positiivisena tulosvaroituksena alhaisiin markkinaodotuksiin nähden. Yhtiö odottaa nyt liikevaihdon olevan kuluvan vuoden elo-joulukuussa yli 25 MEUR, kun meillä odotuksissa oli noin 20 MEUR:n liikevaihto. Lisäksi yhtiö kommentoi loppuvuoden EBITA-%:n olevan keskipitkän aikavälin tavoitteen sisällä 5-7 %:ssa, meidän ennusteemme ollessa lähellä alarajaa 5,2 %:ssa. Tulosvaroituksen synnä oli odotuksiamme vahvempi kehitys projektiliiketoiminnassa sekä kunnossapitoseisokkien ajoittuminen loppuvuoteen.

Ennusteissa isoja nousupaineita

Nostimme lähivuosien tulosenusteitamme selvästi yhtiön odotuksia paremman tuloskehityksen, käynnistyneiden toimipisteiden ja parempien näkymien vuoksi. Ensi vuonna kasvun tulisi jatkua voimakkaasti teollisuuden kunnossapidon uusien toimipaikkojen (mm. Oulu Piping Oy), uuden Viafin Industrial Servicen liiketoiminnan käynnistymisen sekä Viafin Gasin kokovuotisen vaikutuksen ja uuden toimipisteen (Oulu) nostaessa liikevaihtoa. Tämän lisäksi yhtiö voi vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallinsa mahdollistaman vahvan kassavirran sekä listautumisen myötä isoksi kasvaneen kassansa avulla toteuttaa merkittäviäkin yritysostoja. Vuoden 2019 ennusteemme on tehty 17 kuukauden aikajaksolla käsittäen 12 kuukauden tilikauden (8/18-7/19) ja 5 kuukauden ajanjakson loppuvuodelle 2019 (8-12/19). Odotamme nyt liikevaihdon vuonna 2019 asettuvan 59 MEUR:oon (aik. 52 MEUR). Näemme loppuvuoden (5kk) liikevaihdon olevan nyt 25,8 MEUR yhtiön ohjeistuksen mukaisesti. Odotamme oikaistun EBITA:n olevan vuodelle 2019 nyt noin 3,4 MEUR (aik. 3,0 MEUR) ja EBITA-marginaalin asettuvan 5,9 %:iin (aik. 5,8 %).

Arvostuksessa nousuvaraa

Ennustamamme tuloskasvun myötä (19-22e CAGR-% 10 %) yhtiön lähivuosien oikaistut arvostuskertoimet (2020e: EV/EBIT: 6x, EV/EBITDA: 5x, P/E: 12x) ovat mielestämme houkuttelevat. Myös suhteellisesti yhtiö arvostetaan noin 30 %:n diskontolla verrokkeihin nähden lähivuosille, missä on mielestämme selkeää nousuvaraa. Jatkuvaluonteisen liiketoiminnan suuri osuus (75 % palveluita) tuo liiketoimintaan vakautta ja osin vastasyklinen liiketoiminta alentaa riskitasoa. Yhtiön strategian mukaisesti sitoutettu paikallinen johto ja vähän ylläpitoinvestointeja tarvitse liiketoiminta mahdollistaa vahvat kannusteet ja pääomat kasvuun. Lisäksi yhtiön vahva kassa sekä hyvin kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli tuo sijoittajille odotetun orgaanisen tuloskasvun lisäksi merkittävän kasvuoption yritysostojen kautta.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehintaa

Osta



(aik. Lisää)

9,00 EUR

(aik. 7,60 EUR)

Osakekurssi: 7,80 EUR

Potentiaali: 15,4 %

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

2019 elo-joulukuun liikevaihdon (5kk) odotetaan olevan yli 25 MEUR ja EBITA-% olevan 5-7 %:n välillä.

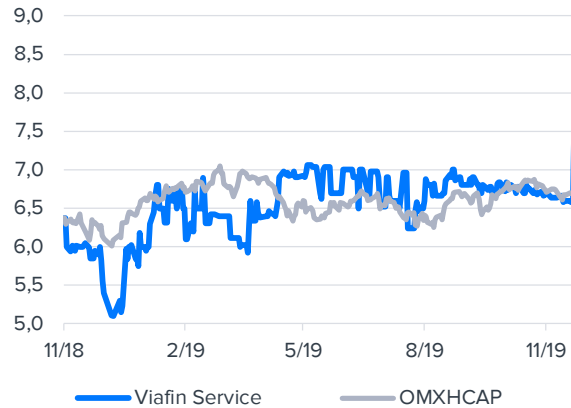
Avainluvut

	2018	2019e 17kk	2019e (12kk)	2020e	2021e
Liikevaihto	31	59	41	48	50
kasvu-%	19 %	88 %	33 %	17 %	3 %
EBITA (oik.)	2,0	3,4	2	2,6	2,9
EBITA-% (oik.)	6,4 %	5,9 %	5,9 %	5,4 %	5,8 %
Nettotulos	0,9	0,9	0,6	1,3	1,5
EPS (oik.)	0,39	0,80	0,57	0,62	0,68

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

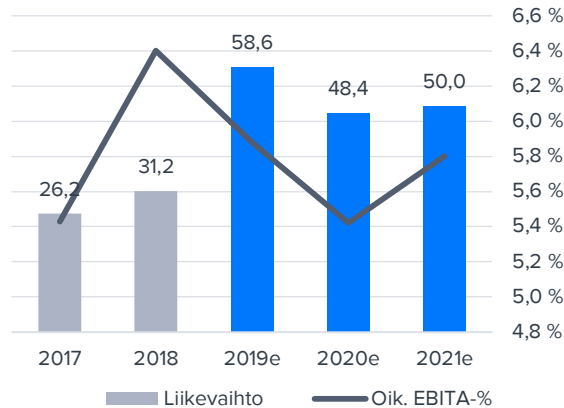
Lähde: Inderes

Osakekurssi



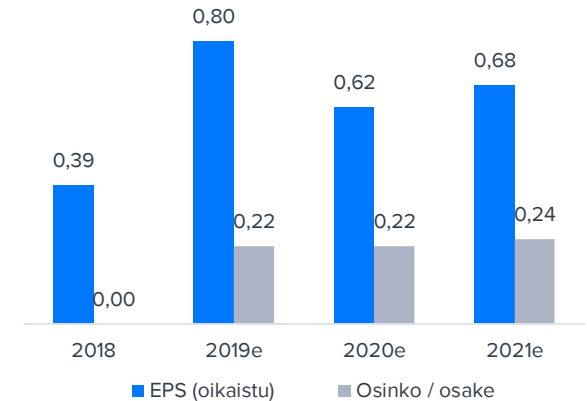
Lähde: Thomson Reuters

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

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

MCAP
28
MEUR

EV
18
MEUR

EV/EBIT
6x
2020e

EV/EBITDA
5x
2020e

Loppuvuosi on mennyt todella hyvin

Projektit siivittivät hyvään tulokseen

Teollisuuden kunnossapitoon erikoistunut Viafin Service antoi eilen ohjeistuksen loppuvuodelle, joka voidaan nähdä myös positiivisena tulosvaroituksena alhaisiin markkinaodotuksiin nähden. Yhtiö odottaa nyt liikevaihdon olevan kuluvan vuoden elojoulukuussa yli 25 MEUR, kun meillä odotuksissa oli noin 20 MEUR:n liikevaihto. Lisäksi yhtiö kommentoi loppuvuoden EBITA-%:n olevan keskipitkän aikavälin tavoitteen sisällä 5-7 %:ssa, meidän ennusteemme ollessa lähellä alarajaa 5,2 %:ssa. Tulosvaroituksen syynä oli odotuksiamme vahvempi kehitys projektiliiketoiminnassa sekä kunnossapitoseisakkien ajoittuminen loppuvuoteen.

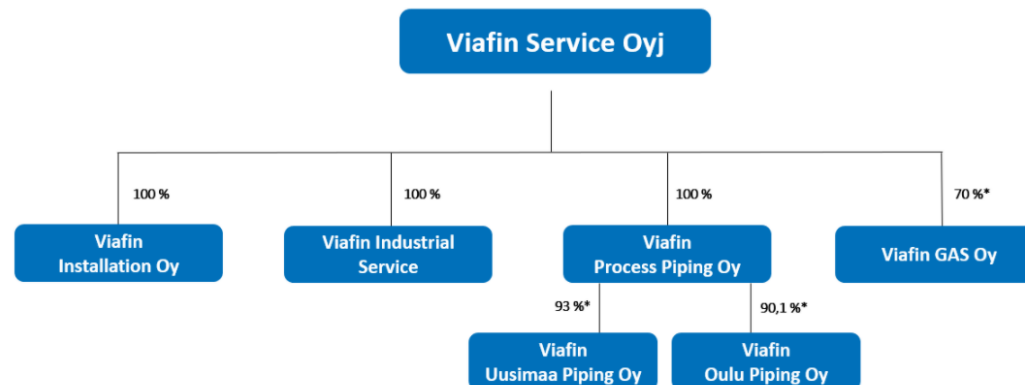
Osasimme odottaa vahvaa loppuvuotta projekteissa, mutta se oli odotuksiamme vielä selvästi vahvempi. Lisäksi kunnossapitotöitä tuki sellun hinnan lasku,

joka ajoitti seisakkeja loppuvuoteen, kun kapasiteettia ei tehtaissa ajettu aikaisempien odotuksien mukaan. Tässä tulee hyvin mielestämme esiin Viafin Servicen vastasyklisyys, mitä tulee esimerkiksi asiakkaina olevien metsäteollisuuden yhtiöiden liiketoimintaan nähden.

Lisäksi positiivista oli kannattavuuden pysyminen tavoiterajoissa, vaikka projektien osuus oli näkemyksemme mukaan erittäin korkea loppuvuoden aikana. Projektit ovat yleisesti heikommin kannattavampia kuin palveluliiketoiminta. Koko vuodelle yhtiön projektien osuus on arviomme mukaan nyt tasoittunut alkuperäisen tavoitteen mukaiseen 25 %:iin palveluiden osuuden ollessa 75 %. Ensi vuonna suhde jatkunee samankaltaisena ja loppuvuoden vahvaa kehitystä ei ole syytä odottaa koko ensi vuodelta. Se kuitenkin vahvasti selvästi luottoamme yhtiöön ja strategian toteutukseen.

Kannattavuuden pysyminen tavoiterajoissa vahvisti myös hyvää viestiä yhtiön Viafin Gas yrityskaupan integraatiosta. Lisäksi loppuvuodelle on osunut muun muassa [Viafin Industrial Service liiketoiminnan](#) käynnistäminen, minkä voi olettaa vain tuoneen pääosin kuluja katsauskaudella. Tähän nähden tavoitehaarukassa pysyminen on mielestämme positiivinen signaali alla olevasta kannattavuuspotentiaalista.

Viafin Servicen yritysraakenne



Ennustemuutokset

Nostimme lähivuosien tulosennusteitamme selvästi yhtiön odotuksia paremman tuloskehityksen, käynnistyneiden toimipisteiden ja parempien näkymien vuoksi.

Ensi vuonna kasvun tulisi jatkua voimakkaasti teollisuuden kunnossapidon uusien toimipaikkojen (mm. Oulu Piping Oy), uuden Viafin Industrial Servicen liiketoiminnan käynnistymisen sekä Viafin Gasin kokovuotisen vaikutuksen ja uuden toimipisteen (Oulu) nostaessa liikevaihtoa. Tämän lisäksi yhtiö voi vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallinsa mahdollistaman vahvan kassavirran sekä listautumisen myötä isoksi kasvaneen kassansa avulla toteuttaa merkittäviäkin yritysostoja. Positiivisen tulosvaroituksen ja viimeaikaisen kehityksen myötä olemme entistä luottavaisempia organisen kasvun saavuttamiseen. Kannattavuuden odotamme kuitenkin olevan vielä alhaisella tasolla yhtiön kasvupanostusten myötä

lähivuosina. Kuluvan vuoden suoritus nosti kuitenkin ennusteitamme lähivuosien kannattavuuden tasosta, sillä yhtiö on nähtävästi pystynyt ylläpitämään vahvaa kannattavuutta yritysostoista ja uusien liiketoimintojen käynnistämisestä huolimatta.

Ennusteet nousivat kymmeniä prosentteja

Vuoden 2019 ennusteemme on tehty 17 kuukauden aikajaksolla käsittäen 12 kuukauden tilikauden (8/18-7/19) ja 5 kuukauden ajanjakson loppuvuodelle 2019 (8-12/19). Odotamme nyt liikevaihdon vuonna 2019 asettuvan 59 MEUR:oon (aik. 52 MEUR). Näemme loppuvuoden (5kk) liikevaihdon olevan nyt 25,8 MEUR yhtiön ohjeistuksen mukaisesti. Odotamme oikaistun EBITA:n olevan vuodelle 2019 nyt noin 3,4 MEUR (aik. 3,0 MEUR) ja EBITA-marginaalin asettuvan 5,9 %:iin (aik. 5,8 %).

Odotamme ensi vuodelle noin 48 MEUR:n liikevaihtoa (aik. 44 MEUR), jossa olisi kasvua vuoden

2019 12 kuukaudelle normalisoituun liikevaihtoon (41 MEUR) nähden noin 17 %. EBITA-marginaalin odotamme laskevan 5,4 %:iin em. kasvupanostusten vuoksi ja oikaistun EBITA:n olevan noin 2,6 MEUR:ssa.

Vuodesta 2021 näemme yhtiön organisen kasvun tukena olevien uusien toimipaikkojen olevan operatiivisesti paremmassa kunnossa ja nostavan kannattavuuden lähemmäksi yhtiön tavoitetason keskiväliä. Kasvu ylärivillä kuitenkin hidastuu, kun toimipisteet saavuttavat tavoitetasonsa eikä Viafin Gas tuo enää epäorganista kasvua. Korostamme kuitenkin yritysostojen merkityksen olevan suuri yhtiön strategisessa matkassa kohti 100 MEUR:n liikevaihtotasoa vuonna 2022.

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	52,4	58,6	12 %	44,2	48,4	10 %	45,6	50,0	10 %
Käyttökate	3,6	4,0	11 %	2,6	2,9	12 %	2,7	3,1	16 %
Liikevoitto	2,0	2,4	20 %	1,4	1,7	23 %	1,6	2,0	25 %
Tulos ennen veroja	0,9	1,3	42 %	1,4	1,7	23 %	1,6	2,0	25 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,72	0,80	12 %	0,55	0,62	13 %	0,59	0,68	15 %
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	25,8	58,6	48,4	50,0	52,0
Käyttökate	1,8	2,3	0,9	1,5	1,6	4,0	2,9	3,1	3,4
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	1,4	3,4	2,6	2,9	3,3
Liikevoitto	1,4	1,4	0,4	0,9	1,1	2,4	1,7	2,0	2,4
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	1,1	1,3	1,7	2,0	2,4
Verot	0,0	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5
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	0,9	0,9	1,3	1,5	1,8
EPS (oikaistu)		0,39	0,16	0,31	0,34	0,80	0,62	0,68	0,76
EPS (raportoitu)		0,39	-0,22	0,21	0,24	0,24	0,36	0,42	0,50

Tunnusluvut	2017	2018	H1'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	7,3 %	19,0 %				87,8 %	-17,4 %	3,3 %	4,0 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	-	40,3 %		0,0 %		72,5 %	-23,9 %	10,5 %	13,0 %
Käyttökate-%	7,0 %	7,4 %	7,8 %	7,0 %	6,3 %	6,9 %	5,9 %	6,2 %	6,6 %
Oikaistu EBITA -%	5,4 %	6,4 %	6,5 %	6,0 %	5,5 %	5,9 %	5,4 %	5,8 %	6,3 %
Liikevoitto-%	5,4 %	4,4 %	3,4 %	4,3 %	4,2 %	4,1 %	3,5 %	3,9 %	4,5 %
Nettotulos-%	5,4 %	2,8 %	-7,2 %	3,5 %	3,4 %	1,5 %	2,7 %	3,1 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Huom! 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.

Arvostus tarjoaa houkuttelevaa nousuvaraa

Ennustamamme tuloskasvun myötä yhtiön lähivuosien oikaistut arvostuskertoimet ovat mielestämme houkuttelevat. Suhteellisesti yhtiö arvostetaan noin 25 %:n diskontolla verrokkeihin nähden lähivuosille, missä on mielestämme myös selkeää nousuvaraa. Jatkuvaluonteisen liiketoiminnan suuri osuus (75 % palveluita) tuo liiketoimintaan vakautta ja osin vastasyklinen liiketoiminta alentaa riskitasoa. Yhtiön strategian mukaisesti sitoutettu paikallinen johto ja vähän ylläpitoinvestointeja tarvitseva liiketoiminta mahdollistaa vahvat kannusteet ja pääomat kasvuun. Lisäksi yhtiön vahva kassa sekä hyvin kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli tuo sijoittajille ennusteissa olevan orgaanisen tuloskasvun lisäksi merkittävän kasvuoption yritysostojen kautta.

Arvostuksessa vielä selkeää nousuvaraa

Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin arvostuskertoimia sekä pienemmällä painolla verrokkiryhmää ja DCF-laskelmaa.

Viafin Servicen vuoden 2020 oikaistut tuloskertoimet (P/E 13x; EV/EBIT 6x, EV/EBITDA: 5x) ovat ennusteillamme houkuttelevat yhtiölle ennustamaamme tuloskasvuun nähden (2019-2022e: +10 % CAGR). Tässä vaiheessa vuotta nojaamme arvonmäärityksemme jo ensi vuoden kertoimiin, jossa näemme merkittävää nousuvaraa.

Näemme yhtiölle hyväksyttävän arvostustason saavan tukea tuloskasvusta, hyvää kassavirtaa tuottavasta liiketoimintamallista ja jatkuvaluonteisen kunnossapitoliiiketoiminnan suuresta osuudesta, mutta kärsivän vielä yrityksen pienestä koosta, projektiliiiketoiminnan heikosta ennustettavuudesta ja strategisen kehitysvaiheen nuoresta iästä.

Tällä hetkellä näemme 6-8x EV/EBIT-kertoimen, 12-14

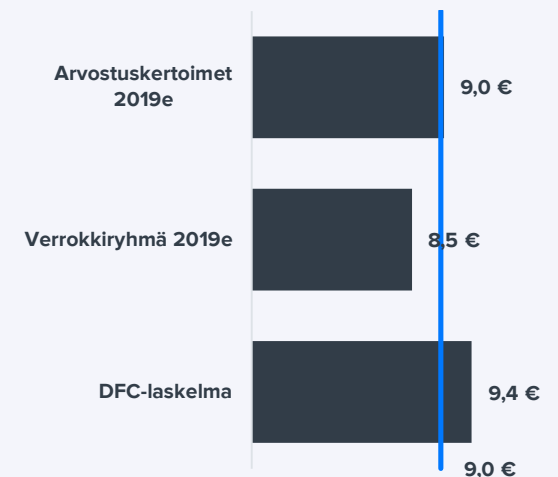
P/E-kertoimen ja 4-6x EV/EBITDA-kertoimen heijastelevan yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa vuodelle 2020. Käytämme arvonmäärityksessä pääosin hyödyksi ison nettokassan huomioivia oikaistuja EV-kertoimia, jolle markkina ei tällä hetkellä anna mielestämme merkittävää arvoa. Emme lähde merkittävästi venyttämään yhtiön arvostuskertoimia vielä tässä vaiheessa yhtiön kehityskaarta, mutta 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, mikäli strategia jatkaa odotuksiemme mukaisesti.

Sektorin arvostustasot eivät tällä hetkellä näytä erityisen haastavilta, mutta ovat Viafin Servicen yläpuolella. Mediaanitasolla verrokkiryhmän vuoden 2020e EV/EBITDA-kerroin on 7x, P/E-kerroin noin 13x ja EV/EBIT-kerroin noin 12x. Verrokkeina olevat yhtiöt ovat selvästi isompia ja liiketoimintallisesti hajautetumpia kuin Viafin Service, mikä antaa syytä pienelle diskontolle. Viafin Servicen em. tuloskertoimet ovat kuitenkin ensi vuodelle keskimäärin noin 25 % alle verrokkien, mikä on mielestämme hyvään tuloskasvunäkymään nähden ylimitoitettua. Annamme kuitenkin yhtiölle vielä selvän verrokkidiskonton yhtiön pienen koon, verrokkeja pienemmän markkinapotentiaalin, ja yhtiön vielä varhaisen strategisen kehitysvaiheen vuoksi.

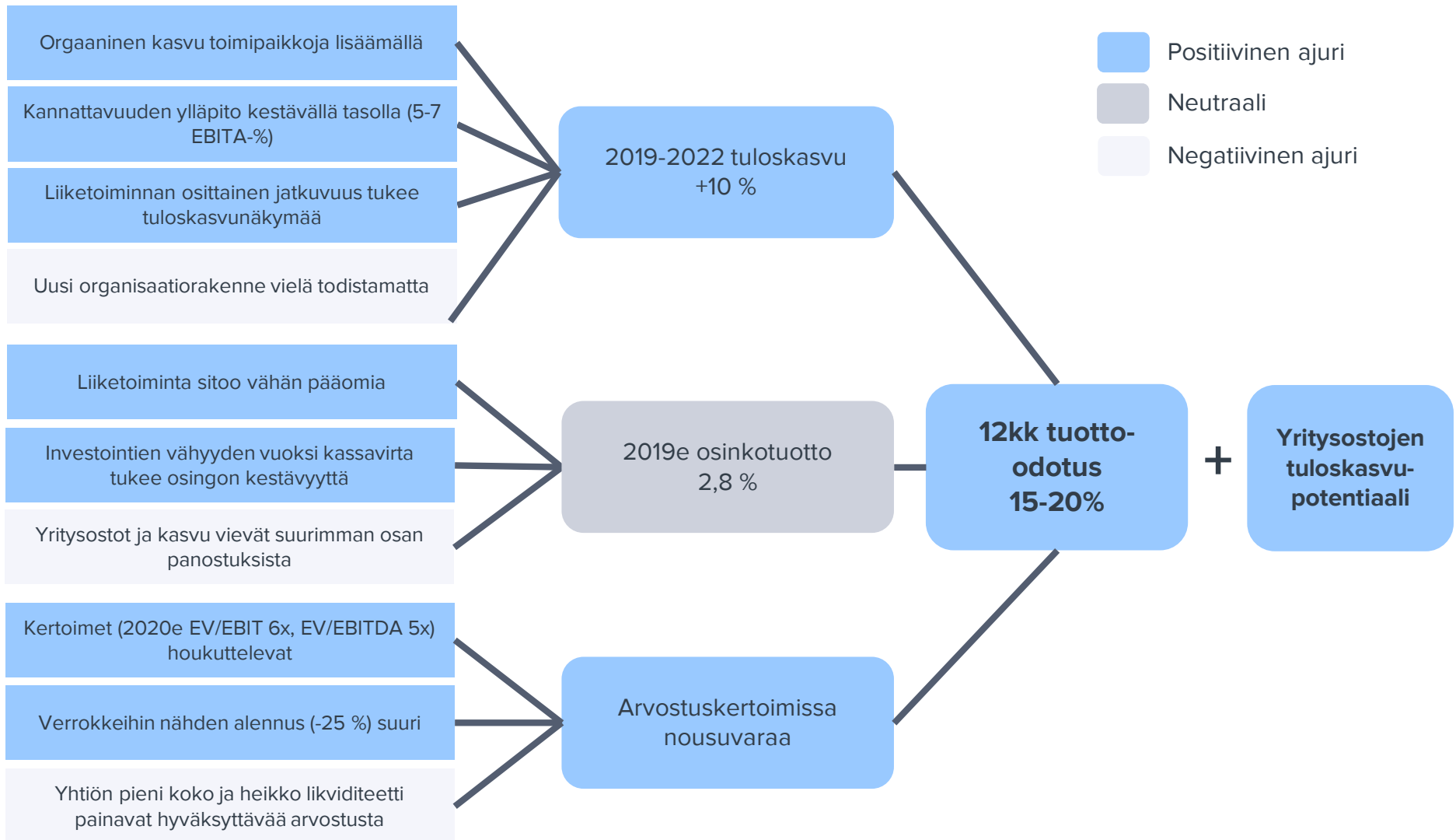
Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	7,80	7,80	7,80
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	28	28	28
Yritysarvo (EV)	18	15	13
P/E (oik.)	13,8	12,7	11,5
P/E	46,6	21,6	18,5
P/Kassavirta	>100	7,8	10,2
P/B	1,5	1,5	1,4
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	6,4	5,4	4,3
EV/EBIT (oik.)	7,5	5,9	4,6
Osinko/tulos (%)	92,8 %	61,0 %	56,9 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,8 %	3,1 %

Lähde: Inderes

Tavoitehinnan muodostuminen



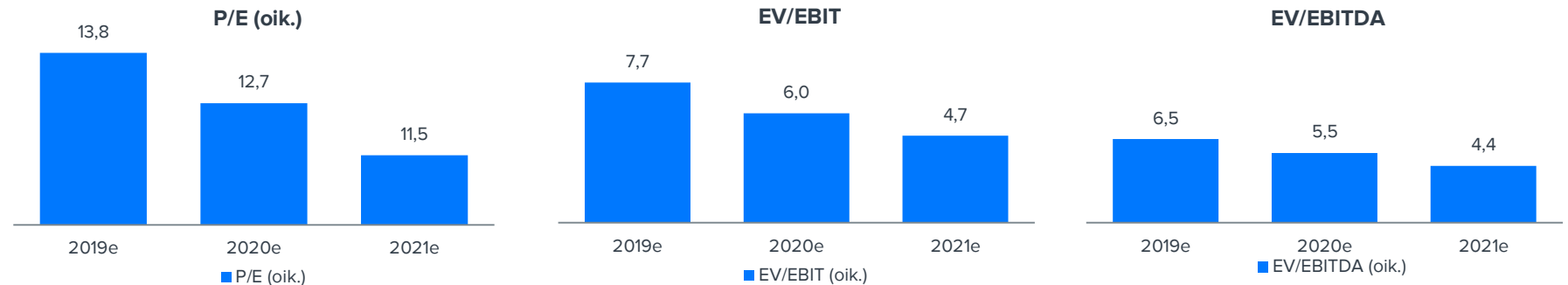
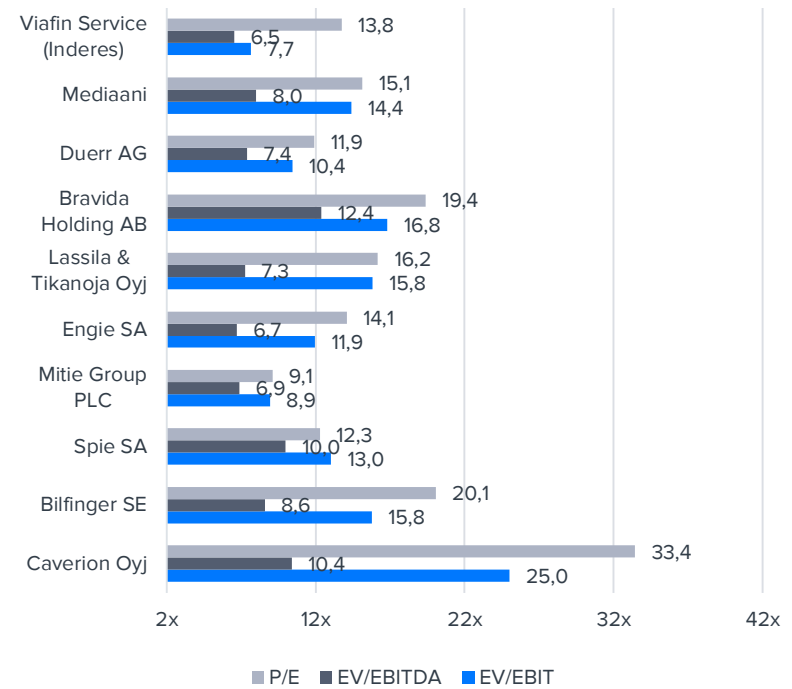
Viafin Servicen osakkeen ajurit



Arvostus graafeina

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	7,80	7,80	7,80	7,80
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	28	28	28	28
Yritysarvo (EV)	18	15	13	11
P/E (oik.)	13,8	12,7	11,5	10,3
P/E	46,6	21,6	18,5	15,5
P/Kassavirta	>100	7,8	10,2	9,6
P/B	1,5	1,5	1,4	1,4
P/S	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	6,4	5,4	4,3	3,3
EV/EBIT (oik.)	7,5	5,9	4,6	3,5
Osinko/tulos (%)	92,8 %	61,0 %	56,9 %	53,5 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,8 %	3,1 %	3,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Caverion Oyj	7,45	1050	1226	25,0	14,1	10,4	8,0	0,6	0,5	33,4	17,1	1,5	3,0	5,4
Bilfinger SE	31,34	1377	1639	15,8	10,2	8,6	6,4	0,4	0,4	20,1	12,5	3,2	3,4	1,0
Spie SA	18,27	2840	5021	13,0	12,2	10,0	9,5	0,7	0,7	12,3	11,2	3,3	3,6	1,8
Mitie Group PLC	135,80	592	905	8,9	9,2	6,9	6,8	0,4	0,3	9,1	9,0	2,9	2,9	
Engie SA	14,52	35537	66940	11,9	11,1	6,7	6,4	1,1	1,0	14,1	12,6	5,3	5,7	1,0
Lassila & Tikanoja Oyj	15,00	580	738	15,8	14,9	7,3	7,2	0,9	0,9	16,2	15,5	6,1	6,2	2,7
Bravida Holding AB	88,20	1687	1970	16,8	15,0	12,4	11,4	1,0	1,0	19,4	17,6	2,4	2,9	3,2
Duerr AG	28,61	1863	2447	10,4	10,0	7,4	7,2	0,6	0,6	11,9	11,4	3,2	3,5	1,8
Viafin Service (Inderes)	7,80	28	18	7,5	5,9	6,4	5,4	0,4	0,3	13,8	12,7	2,8	2,8	1,5
Keskiarvo				14,7	12,1	8,7	7,9	0,7	0,7	17,1	13,4	3,5	3,9	2,4
Mediaani				14,4	11,7	8,0	7,2	0,7	0,7	15,1	12,6	3,2	3,5	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				-48 %	-50 %	-20 %	-25 %	-34 %	-52 %	-9 %	1 %	-12 %	-19 %	-17 %

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

Tase

Vastaavaa	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	6,7	8,8	7,7	6,9
Liikearvo	5,9	7,0	6,0	5,3
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	0,7	1,6	1,5	1,4
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	7,7	20,2	20,9	22,6
Vaihto-omaisuus	0,6	1,2	1,0	1,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,5	8,2	6,3	6,0
Likvidit varat	0,6	10,9	13,6	15,6
Taseen loppusumma	14,4	29,1	28,6	29,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	7,4	19,2	19,7	20,5
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,0	0,8	1,4	2,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,3	17,6	17,6	17,6
Vähemmistöosuus	0,1	0,7	0,7	0,7
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	7,1	9,9	8,8	9,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,4	5,9	4,8	5,0
Muut lyhytaikaiset velat	4,7	4,0	4,0	4,0
Taseen loppusumma	14,4	29,1	28,6	29,5

DCF-laskelma

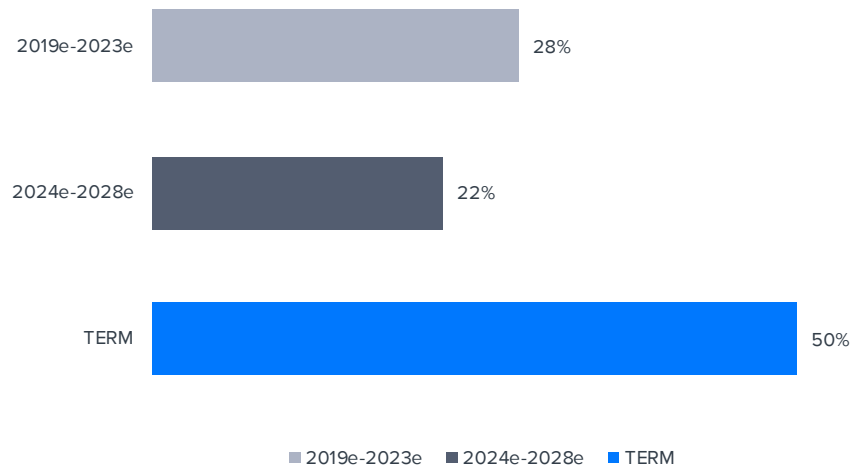
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	1,4	2,4	1,7	2,0	2,4	2,4	2,8	2,9	2,6	2,7	2,8	
+ Kokonaispoistot	0,9	1,6	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	
- Maksetut verot	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	
- verot rahoituskuluista	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 muutokset	-0,1	0,6	1,1	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,8	0,0	
Operatiivinen kassavirta	1,8	4,0	3,6	3,1	3,4	2,9	3,1	3,1	2,9	4,7	3,0	
+ 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	-3,8	0,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,8	0,2	3,6	2,8	2,9	2,4	2,6	2,6	2,4	4,2	2,5	
+/- 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	0,2	3,6	2,8	2,9	2,4	2,6	2,6	2,4	4,2	2,5	38,0
Diskontattu vapaa kassavirta		0,2	3,3	2,3	2,3	1,7	1,7	1,6	1,3	2,1	1,1	17,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		34,7	34,5	31,2	28,9	26,6	24,9	23,2	21,7	20,4	18,3	17,2
Velaton arvo DCF		34,7										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		0,6										
-Vähemmistöosuus		-1,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		34,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,4										

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	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	31,2	58,6	48,4	EPS (raportoitu)	0,39	0,24	0,36
Käyttökate	2,3	4,0	2,9	EPS (oikaistu)	0,39	0,80	0,62
Liikevoitto	1,4	2,4	1,7	Operat. kassavirta / osake	0,84	1,09	1,00
Voitto ennen veroja	1,3	1,3	1,7	Vapaa kassavirta / osake	-2,66	0,06	0,99
Nettovoitto	0,9	0,9	1,3	Omapääoma / osake	3,32	5,10	5,24
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	28,4	27,9	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	88 %	-17 %
Oma pääoma	7,4	18,5	19,0	Käyttökateen kasvu-%	27 %	73 %	-28 %
Nettovelat	-0,6	-10,2	-12,9	EPS oik. kasvu-%		104 %	-23 %
Kassavirta	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	7,4 %	6,9 %	5,9 %
Käyttökate	2,3	4,0	2,9	Oik. Liikevoitto-%	4,4 %	5,8 %	5,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	0,6	1,1	Liikevoitto-%	4,4 %	4,1 %	3,5 %
Operatiivinen kassavirta	1,8	4,0	3,6	ROE-%	23,7 %	6,7 %	7,0 %
Investoinnit	-7,7	-3,8	0,0	ROI-%	37,1 %	18,4 %	9,0 %
Vapaa kassavirta	-5,8	0,2	3,6	Omavaraisuusaste	52,5 %	66,1 %	69,2 %
				Nettovelkaantumisaste	-8,1 %	-54,8 %	-67,9 %

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 tulevastä. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 analytikoilla 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 analytikon 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 sijoittajailmaisuuksien 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.

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 €



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. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, 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.**