

Viafin Service

Yhtiöpäivitys

2/3/2020

- Laskemme tavoitehintamme 10,8 euroon (aik. 12,5 euroa), mutta nostamme suosituksemme lisää-puolelle (aik. vähennä)
- Globaalin talouskasvun epävarmuuden ei pitäisi olla yhtiölle merkittävä isku
- Sentimentti heikentää kuitenkin hyväksyttäviä arvostustasoja
- Laskeneen osakekurssin myötä osake on kasvuun ja vakaaseen liiketoimintaan nähden jälleen houkutteleva

Varovasti takaisin kyytiin

Laskemme Viafin Servicen tavoitehintamme 10,8 euroon (aik. 12,5 euroa) heikentyneen sentimentin laskiessa hyväksyttävää arvostustasoa, mutta nostamme suosituksen lisää-puolelle (aik. vähennä). Emme ole tehneet isoja muutoksia ennusteisiimme, mutta viime päivityksestä nähty noin 20 %:n lasku avaa mielestämme hyvän paikan lisätä osaketta salkkuun. Vakaaseen, vastasykliseen ja vahvaa kassavirtaa tuottavaan liiketoimintaprofiiliin sekä vuotuisen yli 15 %:n tuloskasvuun nähden arvostus on laskenut mielestämme jälleen houkuttelevaksi. Nykyisen orgaanisen tuloskasvun lisäksi yhtiön todella vahva kassa antaa merkittävän option yritysostoilla saavutettavaan kasvuun.

Teollisuuden kunnossapitoa

Viafin Servicen tavoitteena on saavuttaa toimipisteitä lisäämällä ja yritysostojen kautta noin 100 MEUR:n liikevaihto vuonna 2022 (2019: 50 MEUR). Yhtiö profiloituu näin tällä hetkellä ennen kaikkea kasvuyhtiönä, mutta kunnossapidon (75 % liikevaihdosta) suuri osuus yhdistettynä yhtiön vähän pääomaa sitovaan liiketoimintamalliin tuo vakautta ja mahdollistaa vahvan kassavirran. Vielä kasvutavoitteesta ollaan kaukana, mutta yhtiön suorittaminen on viimeisen vuoden aikana ollut odotuksiamme vahvempaa. Nyt nähty globaalin taloustilanteen epävarmuuksien lisääntyminen ei merkittävästi heijastu arviomme mukaan yhtiön liiketoimintaan. Yhtiön liiketoimintaa voisi kuvailla osittain jopa vastasykliseksi, kun asiakkaiden tuotannon hidastuminen voisi lisätä yhtiön kunnossapitoa ja huoltoja tehtailla. Yleisen aktiviteetin lasku voisi kuitenkin vähentää yhtiön projektiliiketoimintaa.

Ennusteissa pieniä muutoksia kannattavuudessa

Globaalin epävarmuuden kasvusta huolimatta teimme vain pieniä tarkistuksia kannattavuusennusteisiimme kuluvalle vuodelle. Vuonna 2020 odotamme liikevaihdon nousevan noin 2,9 %:lla 51,1 MEUR:oon. Yhtiön kasvua avittaa vuoden 2019 helmikuun lopussa toteutuneen Viafin Gas -yrityskaupan epäorgaaninen ja orgaaninen kasvu sekä uusien toimipisteiden (Oulu) ja uusien liiketoimintojen käynnistys (Viafin Industrial Service). Oikaistu EBITA-marginaali laskee ennusteissamme viime vuoden vahvasta 6,4 %:sta kuluvana vuonna noin 5,8 %:iin (aik. 5,9 %), joka tarkoittaa oikaistun EBITA:n osalta noin 3,0 MEUR (aik. 3,0 MEUR). Kannattavuutta viime vuodesta laskevat arviomme mukaan uusien toimipisteiden pystyttämiseen ja toiminnan aloittamiseen liittyvät kustannukset. Kohti strategiakauden loppua näemme kasvun kiihtyvän ja kannattavuuden parantuvan yhtiön uusien toimipisteiden ja liiketoimintojen päästyä tavoitetasoilleen.

Arvostus jälleen houkutteleva laskeneesta sentimentistä huolimatta

Ennusteillamme tuloskasvu lähivuosille on huomattava (19-22e CAGR-% +15 %). Lyhyellä aikavälillä riskinä on, että kannattavuus jää ennusteistamme yhtiön kasvupanostusten vuoksi, mutta keskipitkällä aikavälillä näemme yhtiön nousevan tavoitetasonsa (EBITA-%: 5-7 %) keskihaarukan yläpuolelle. Kasvuun, vahvaan kassaan ja liiketoiminnan osittaiseen vastasyklisyyteen nähden yhtiön kuluva vuoden oikaistut arvostuskertoimet (2020e: EV/EBIT: 9x, EV/EBITDA: 6x, P/E: 13x) ovat mielestämme houkuttelevat. Myös suhteellisesti yhtiö arvostetaan noin 20 %:n diskontolla verrokkeihin nähden lähivuosille, missä on mielestämme nousuvaraa. 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 tavoitehinta

Lisää

(aik. Vähennä)



10,80 EUR

(aik. 12,50 EUR)

Osakekurssi: 9,48 EUR

Potentiaali: 13,9 %

Ohjeistus

Ei ohjeistusta.

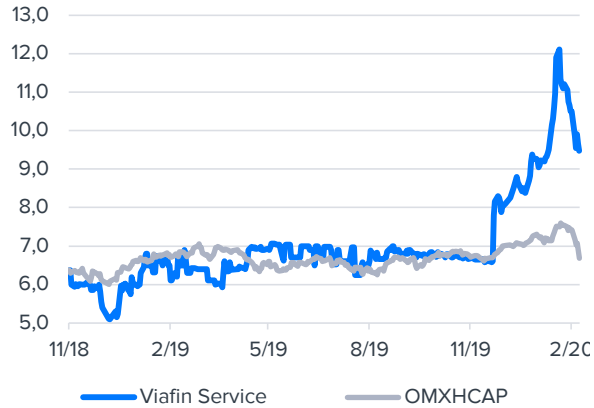
(Ennallaan)

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	50	51	53	55
kasvu-%	59 %	3 %	4 %	4 %
EBITA oik.	3,2	3,0	3,3	3,5
EBITA-% (oik.)	6,4 %	5,8 %	6,2 %	6,4 %
Nettotulos	1,8	1,8	2,0	2,2
EPS (oik.)	0,69	0,69	0,75	0,81

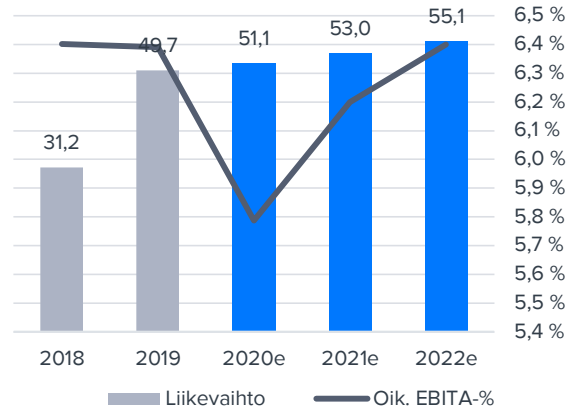
P/E (oik.)	12,3	13,7	12,6	11,8
P/B	1,7	1,8	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,7 %	3,0 %	3,2 %
EV/EBIT	7,8	9,2	6,7	5,3
EV/EBITDA	5,2	5,8	4,5	3,7
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,3

Osakekurssi



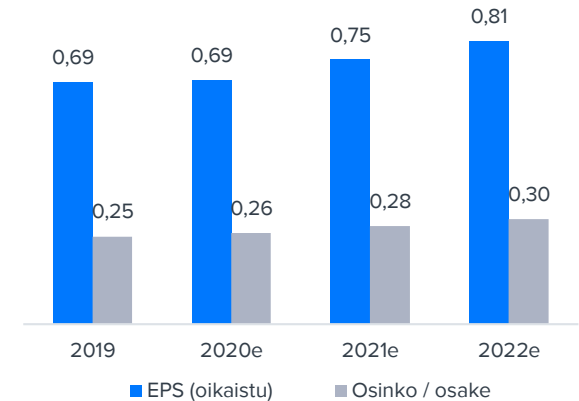
Lähde: Thomson Reuters

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 syklisiä 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

Kannattavuusennusteissa pieniä tarkistuksia alaspäin

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	49,7	49,7	0 %	51,1	51,1	0 %	53,0	53,0	0 %
EBITA ilman kertaeriä	3,2	3,2	0 %	3,0	3,0	-3 %	3,3	3,3	0 %
Liikevoitto	2,4	2,4	0 %	2,3	2,2	-3 %	2,5	2,5	0 %
Tulos ennen veroja	2,4	2,4	0 %	2,3	2,2	-3 %	2,5	2,5	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,69	0,69	0 %	0,71	0,69	-2 %	0,75	0,75	0 %
Osakekohtainen osinko	0,25	0,25	0 %	0,26	0,26	0 %	0,28	0,28	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus jälleen houkutteleva

Arvostuksessa jo selkeää nousuvaraa

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

Viafin Servicen vuoden 2020 oikaistut tulokset (P/E 13,7x; EV/EBIT 9,2x, EV/EBITDA: 5,8x) ovat ennusteillamme houkuttelevat yhtiölle ennustamaamme tuloskasvuun nähden (2019-2022e: 18 % CAGR). Kasvaneesta globaalista epävarmuudesta johtuen nojaamme kuluvan vuoden kertoihin, ja näemme niissä merkittävää nousuvaraa.

Näemme yhtiölle hyväksyttävän arvostustason saavan tukea tuloskasvusta, hyvää kassavirtaa tuottavasta liiketoimintamallista, liiketoiminnan osittaisesta vastasyklisyydestä ja jatkuvaluonteisen kunnossapitoliiiketoiminnan suuresta osuudesta (75 % liikevaihdosta), mutta kärsivän vielä yrityksen pienestä koosta, projektiliiketoiminnan heikosta ennustettavuudesta ja strategisen kehitysvaiheen nuoresta iästä.

Nyt viimeisien viikkojen aikana nähty pörssilasku on heijastunut kovalla voimakkuudella juuri pienyhtiöihin, jonka vuoksi alensimme hieman yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa. Tämä on iso riski juuri pienemmissä yhtiöissä, joka nyt hyvinkin konkreettisesti toteutui. Likviditeetin puute korostuu merkittävästi, kun jo vähävaihtoiseen osakkeeseen yhdistyy iso myyntipaine.

Tällä hetkellä näemme 9-11x EV/EBIT-kertoimen, 12-14 P/E-kertoimen ja 7-9x 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.

Sektorin selvästi korkeammalla ja osin syystäkin

Sektorin arvostustasot eivät tällä hetkellä näytä erityisen haastavilta ja ovat selvästi Viafin Servicen yläpuolella. Mediaanitasolla verrokkiryhmän vuoden 2020e EV/EBITDA-kerroin on 7x, P/E-kerroin noin 13x ja EV/EBIT-kerroin noin 12x. Verrokkeihin verrattessa tulee myös muistaa, että Viafin raportoi FAS:n mukaan, kun verrokkit ovat IFRS:ssä. IFRS arviomme mukaan nostaa verrokkien käyttökatetta ja laskee näin esimerkiksi EV/EBITDA-kerrointa. Vertailtavuus on tämän vuoksi hieman heikkoa. Painoarvomme verrokkiryhmälle arvonmäärityksessä on kuitenkin pieni ja lähinnä suuntaa antava.

Verrokkeina olevat yhtiöt ovat selvästi isompia ja liiketoimintallisesti hajautetumpia kuin Viafin Service, mikä antaa syytä pienelle diskontolle. Viafin Servicen em. tulokset ovat kuitenkin kuluvalle vuodelle keskimäärin noin 20 % alle verrokkien, mikä on mielestämme hyvään tuloskasvunäkymään nähden ylimitoitettua. Verrokkianalyysistä saamamme arvo heijastelee noin 10 %:n diskonttoa. Tämä diskontto on mielestämme markkinatilanteen (pienet vs isot) ja strategisen kehitysvaiheen vuoksi oikeutettua.

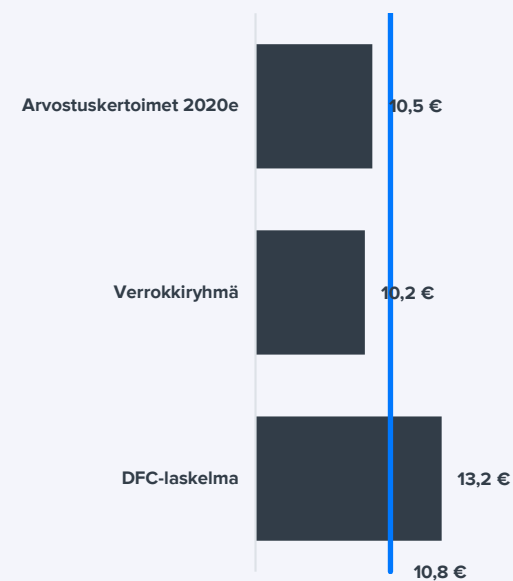
DFC-malli kertoo pitkän aikavälin potentiaalista

DCF-mallimme arvo (13,2 euroa) tukee suositustamme, mutta kassavirtojen heikon ennustettavuuden takia nojaamme siihen vielä pienellä painolla. Luottomme kassavirtojen ennustettavuuteen on vielä heikko ja mielestämme tarvitsemme enemmän näyttöjä nojataksemme vahvasti pidemmän aikavälin potentiaaliin.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	9,48	9,48	9,48
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	34	34	34
Yritysarvo (EV)	20	17	15
P/E (oik.)	13,7	12,6	11,8
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,8	4,5	3,7
EV/EBIT	9,2	6,7	5,3
Osinko/tulos (%)	53,8 %	51,7 %	50,4 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,0 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Tavoitehinnan muodostuminen

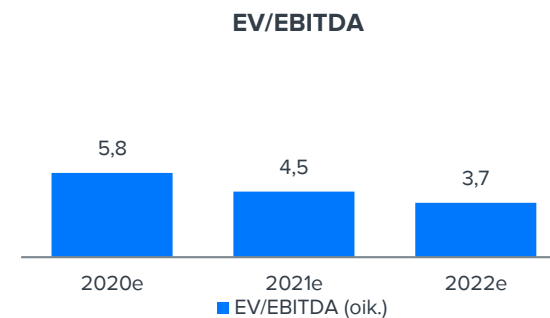
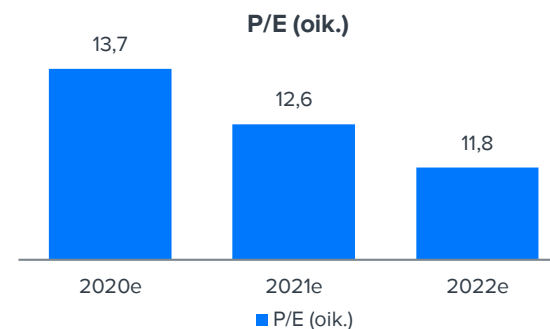
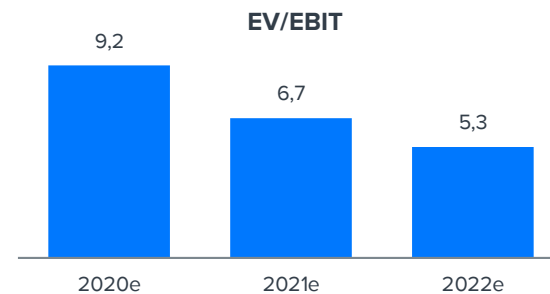


Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,50	9,48	9,48	9,48	9,48
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	31	34	34	34	34
Yritysarvo (EV)	19	20	17	15	13
P/E (oik.)	12,3	13,7	12,6	11,8	11,4
P/B	1,7	1,8	1,7	1,6	1,5
P/S	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA (oik.)	5,2	5,8	4,5	3,7	3,2
EV/EBIT	7,8	9,2	6,7	5,3	4,5
Osinko/tulos (%)	51,6 %	53,8 %	51,7 %	50,4 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,7 %	3,0 %	3,2 %	2,6 %

Lähde: Inderes

2020e	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/E
Caverion Oyj	13,5	7,2	17,0
Bilfinger SE	9,8	5,8	11,7
Spie SA	12,1	9,2	10,5
Mitie Group PLC	9,3	6,6	9,2
Engie SA	11,4	6,5	13,1
Lassila & Tikanoja Oyj	15,6	7,2	16,8
Bravida Holding AB	12,7	9,6	17,0
Duerr AG	10,5	7,5	12,3
Mediaani	11,8	7,2	12,7
Viafin Service (Inderes)	6,8	5,8	13,7
Ero verrokkeihin (keskiarvo)	-18,1 %		



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Caverion Oyj	6,32	876	1049	13,5	10,7	7,2	6,3	0,5	0,4	17,0	13,1	3,4	4,3	3,8
Bilfinger SE	27,02	1192	1454	9,8	7,8	5,8	5,0	0,3	0,3	11,7	9,4	4,1	4,6	0,9
Spie SA	17,20	2706	4884	12,1	11,5	9,2	9,0	0,7	0,7	10,5	10,1	3,5	3,8	1,6
Mitie Group PLC	139,80	598	900	9,3	8,5	6,6	6,2	0,3	0,3	9,2	8,1	2,9	2,9	170,5
Engie SA	15,03	36602	67889	11,4	10,7	6,5	6,2	1,0	1,0	13,1	11,8	5,6	6,0	1,1
Lassila & Tikanoja Oyj	15,02	581	717	15,6	14,4	7,2	7,0	0,9	0,9	16,8	15,3	6,1	6,1	2,9
Bravida Holding AB	88,00	1675	1682	12,7	12,1	9,6	9,2	0,8	0,8	17,0	16,0	3,0	3,2	2,9
Duerr AG	28,15	1943	2528	10,5	9,3	7,5	6,8	0,6	0,6	12,3	10,7	3,3	3,7	1,8
Viafin Service (Inderes)	9,48	34	20	6,8	5,1	5,8	4,5	0,4	0,3	13,7	12,6	2,7	3,0	1,8
Keskiarvo				11,9	10,6	7,4	7,0	0,7	0,6	13,4	11,8	4,0	4,3	23,2
Mediaani				11,8	10,7	7,2	6,6	0,7	0,6	12,7	11,3	3,5	4,1	2,3
Erotus-% vrt. mediaani				-42 %	-52 %	-20 %	-32 %	-40 %	-50 %	8 %	12 %	-21 %	-27 %	-23 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	31,2	49,7	26,1	25,0	51,1	53,0	55,1	57,9
Konserni	31,2	49,7	26	25,0	51,1	53,0	55,1	57,9
Käyttökate	2,3	3,6	1,6	1,9	3,5	3,8	3,9	4,1
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-1,2	-0,7	-0,7	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2
EBITA	2,0	3,2	1,4	1,6	3,0	3,3	3,5	3,7
EBITA (oik.)	2,0	3,2	1,4	1,6	3,0	3,3	3,5	3,7
Liikevoitto	1,4	2,4	1,0	1,2	2,2	2,5	2,8	2,9
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Tulos ennen veroja	1,3	2,4	1,0	1,2	2,2	2,5	2,8	2,9
Verot	-0,4	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6
Nettotulos	0,9	1,8	0,8	1,0	1,8	2,0	2,2	2,3
EPS (oikaistu)	0,68	0,69	0,32	0,37	0,69	0,75	0,81	0,84
EPS (raportoitu)	0,39	0,48	0,21	0,27	0,48	0,54	0,60	0,62

Tunnusluvut	2018	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	19,0 %	59,1%			2,9 %	3,7 %	4,0 %	5,0 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	-	58,9 %			-6,8 %	11,1%	7,4 %	3,7 %
Käyttökate-%	7,4 %	7,3 %	6,2 %	7,5 %	6,8 %	7,1%	7,1%	7,1%
Oikaistu EBITA -%	6,4 %	6,4 %	5,2 %	6,4 %	5,8 %	6,2 %	6,4 %	6,3 %
Liikevoitto-%	4,4 %	4,9 %	3,7 %	6,4 %	4,3 %	4,8 %	5,0 %	5,0 %
Nettotulos-%	2,8 %	3,5 %	3,0 %	3,9 %	3,4 %	3,7 %	3,9 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	7,5	8,0	7,2	6,5
Liikearvo	5,9	6,3	5,5	4,7
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	1,4	1,5	1,5	1,5
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	24,7	26,3	28,4	30,4
Vaihto-omaisuus	1,5	1,5	1,5	1,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	10,2	9,2	7,9	8,3
Likvidit varat	13,1	15,6	18,9	21,0
Taseen loppusumma	32,6	33,6	34,8	36,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	19,4	20,2	21,2	22,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,9	1,7	2,8	3,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,6	17,6	17,6	17,6
Vähemmistöosuus	0,8	0,8	0,8	0,8
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	13,2	13,3	13,5	13,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,3	5,4	5,6	5,9
Muut lyhytaikaiset velat	7,9	7,9	7,9	7,9
Taseen loppusumma	32,6	33,6	34,8	36,1

DCF-laskelma

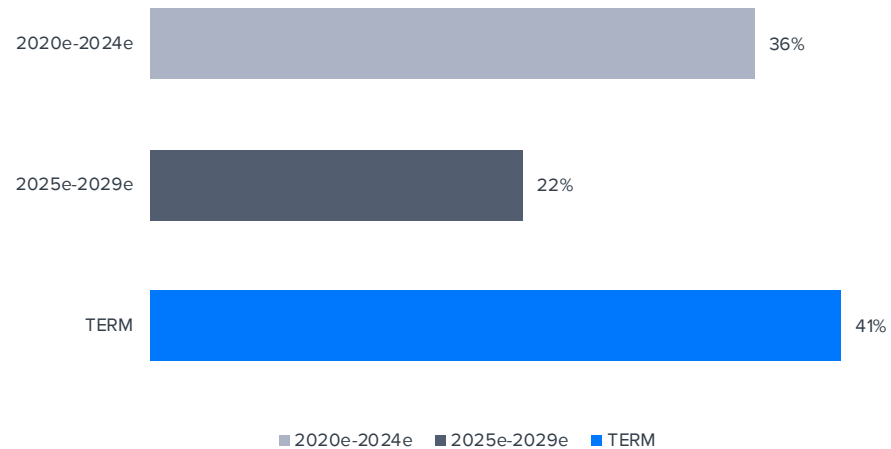
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	2,4	2,2	2,5	2,8	2,9	3,0	3,1	2,8	2,6	2,6	2,7	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	1,0	0,8	0,8	0,7	
- Maksetut verot	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,1	1,1	1,4	0,4	-0,2	-0,1	1,4	-0,1	1,8	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	4,3	4,1	4,7	3,7	3,3	3,4	4,9	3,2	4,7	2,9	2,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,3	-0,7	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,9	3,4	4,2	3,2	2,8	2,9	4,3	2,6	4,1	2,3	2,3	
+/- 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	1,9	3,4	4,2	3,2	2,8	2,9	4,3	2,6	4,1	2,3	2,3	35,6
Diskontattu vapaa kassavirta		3,2	3,6	2,5	2,0	1,9	2,6	1,4	2,1	1,0	1,0	15,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		36,3	33,1	29,5	27,0	25,0	23,1	20,5	19,1	17,1	16,0	15,0
Velaton arvo DCF		36,3										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		13,1										
-Vähemmistöosuus		-1,4										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		48,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,2										

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	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	49,7	51,1	53,0	EPS (raportoitu)	0,48	0,48	0,54
Käyttökate	3,6	3,5	3,8	EPS (oikaistu)	0,69	0,69	0,75
Liikevoitto	2,4	2,2	2,5	Operat. kassavirta / osake	1,18	1,14	1,28
Voitto ennen veroja	2,4	2,2	2,5	Vapaa kassavirta / osake	0,53	0,94	1,16
Nettovoitto	1,8	1,8	2,0	Omapääoma / osake	5,11	5,35	5,63
Kertaluontoiset erät	-0,7	-0,8	-0,8	Osinko / osake	0,25	0,26	0,28
Tase	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	32,6	33,6	34,8	Liikevaihdon kasvu-%	59 %	3 %	4 %
Oma pääoma	19,4	20,2	21,2	Käyttökateen kasvu-%	57 %	-4 %	8 %
Nettovelat	-13,1	-15,6	-18,9	EPS oik. kasvu-%	2 %	1 %	8 %
Kassavirta	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	7,3 %	6,8 %	7,1 %
Käyttökate	3,6	3,5	3,8	Oik. Liikevoitto-%	6,4 %	5,8 %	6,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,1	1,1	1,4	Liikevoitto-%	4,9 %	4,3 %	4,8 %
Operatiivinen kassavirta	4,3	4,1	4,7	ROE-%	9,9 %	9,2 %	9,9 %
Investoinnit	-2,3	-0,7	-0,4	ROI-%	13,4 %	11,1 %	12,2 %
Vapaa kassavirta	1,9	3,4	4,2	Omavaraisuusaste	61,4 %	62,1 %	62,9 %
				Nettovelkaantumisaste	-67,8 %	-77,4 %	-88,9 %
Suurimmat omistajat	%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2019	2020e	2021e
Viafin Oy	29,7 %			EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3
Suomen Teollisuussijoitus Oy	7,9 %			EV/EBITDA (oik.)	5,2	5,8	4,5
SkillHouse Oy	5,5 %			EV/EBIT (oik.)	6,0	6,8	5,1
Pekka Luhtala	4,6 %			P/E (oik.)	12,3	13,7	12,6
MSK Group Oy	3,6 %			P/B	1,7	1,8	1,7
Takoa Invest Oy	3,5 %			Osinkotuotto-%	2,9 %	2,7 %	3,0 %

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 arvon 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.

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 €

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. Tavoitteemme 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

Suositusarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositusarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositusarkkuus



2017

Suositusarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositusarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**