

# Viafin Service

## Yhtiöpäivitys

8.12.2020

- Nostamme tavoitehintamme 16,4 euroon (aik. 16,0 euroa), mutta laskemme suosituksemme vähennä-puolelle (aik. lisää)
- Yhtiö ilmoitti eilen pienestä yrityskaupasta, mikä vahvistaa yhtiön jalansijaa Lappeenrannan seudulla
- Ennustemme nousivat hieman kaupan seurauksena
- Arvostus on kirinyt umpeen aliarvostuksen jättäen tuotto/riskisuhteen suhteellisen neutraalille tasolle

# Pieni yrityskauppa avittaa kasvua

Viafin Service ilmoitti eilen pienestä yrityskaupasta, joka nosti hieman ennusteitamme sekä orgaanisen että epäorgaanisen kasvun kautta. Näemme, että yhtiöllä on hyvät saumat vahvistaa orgaanista kasvuaan Lappeenrannan seudulla yrityskaupan avulla. Nostamme ennustemuutosten myötä Viafin Servicen tavoitehinnan 16,4 euroon (aik. 16,0 euroa). Osakekurssin nousun myötä selkein aliarvostus yhtiössä on kuitenkin mielestämme korjaantunut, jonka vuoksi laskemme suosituksemme vähennä-puolelle (aik. lisää).

## Pieni yrityskauppa vahvistamaan kasvua

Viafin Service ilmoitti maanantaina ostaneensa huolto- ja kunnossapito-yhtiö Astepa Oy:n osake-enemmistön (noin 90 %). Ostettavan yhtiön liikevaihto oli vuonna 2019 noin 2,35 MEUR ja käyttökate noin 0,18 MEUR (EBITDA-%: 7,7 %). Viafin Servicen omaan kokoon nähden kauppa ei ole merkittävän suuri vastaten noin 4 %:sta vuoden 2020 ennustamastamme liikevaihdosta (2020e: 55,6 MEUR), mutta yrityskauppa vahvistaa hyvin yhtiön strategian etenemistä sekä tuloksen että liikevaihdon kasvun kautta. Yritystoston kauppahinnan enimmäismääräksi on sovittu 0,85 MEUR (100 % osakkeista) riippuen Astepa Oy:n oman pääoman määrästä ja kassavaroista kaupan voimaantumishetkellä. Lopullisia taloudellisia tietoja on tässä vaiheessa vaikea arvioida, mutta yhtiön rahat- ja pankkisaamiset olivat vuoden 2019 lopussa noin 0,5 MEUR ja yhtiössä ei ollut yhtään velkaa. Näillä tiedoilla kaupan yritysarvo voisi laskea merkittävästikin, jos isoja muutoksia taseasemassa ei ole vuoden aikana ollut. Kauppahinta vaikuttaakin mielestämme alhaiselta yhtiön terveeseen liiketoimintaan sekä Viafinin omin kertoimiin nähden. Ilmoitetulla kauppasummalla laskettuna (0,85 MEUR) kaupan Liikevaihto-kerroin on hieman alle 0,4x ja EBITDA-kerroin noin 4,7x. Verrattuna Viafin Servicen omiin kertoimiin (2020e: EV/Liikevaihto: 0,8x, EV/EBITDA: 10x) luo yhtiö merkittävää lisäarvoa omistajilleen ostettavan yhtiön liiketoiminnan arvon kaupan myötä noustessa selkeästi.

## Nostimme ennusteitamme lähivuosille yrityskaupan seurauksena

Nostimme lähivuosien ennusteitamme 5-7 %:lla yrityskaupan myötä. Ostettava yhtiö auttaa hyvin Viafinin maantieteellistä laajentumista sekä antaa myös mahdollisuuden tarjota omaa palveluvalikoimaansa myös ostettavan yhtiön asiakaskuntaan. Tämän myötä näemme yrityskaupassa pidemmällä aikavälillä myös selkeitä orgaanisen kasvun elementtejä vastaten hieman kuin uuden toimipisteen pystyttämistä, mutta jo olemassa olevalla toiminnalla sekä asiakaskunnalla. Samalla ostettavan yhtiön kannattavuustaso on jo hyvä, mutta osaltaan Viafin Servicen nykyaikaisilla ohjausjärjestelmillä, tehokkaalla integroinnilla, hankintojen yhtenäistämällä ja hallinnollisen taakan pienentymisellä voi olla vielä parantavia vaikutuksia myös kannattavuustasoon.

## Osakekurssin nousu purkanut isoimman aliarvostuksen

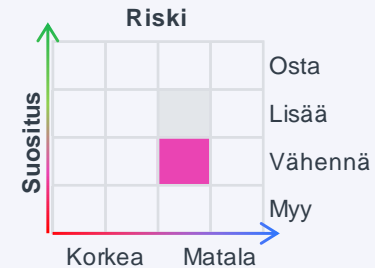
Ennusteillamme osakkeen arvostus on noussut ensi vuodelle (21e (oik.): P/E: 19x, EV/EBIT: 11x, EV/EBITDA: 10x) kohtuullisen neutraalille tasolle. Selkein aliarvostus on purkaantunut tavoitehinnan nojattessa hyväksymämme arvostushaarukan (P/E: 16-18x, EV/EBIT: 12-14x, EV/EBITDA: 8-10x) ylälaidoille. Verrokkeihin nähden yhtiö on tulokertoimilla hinnoiteltu noin 20 % korkeammalle, missä on yhtiön kehitysvaihe ja koko huomioiden mielestämme aavistuksen laskuvaraa. Yhtiö tarjoaa kasvavaa noin 2 %:n osinkoa, mikä nostaa tuotto-odotusta hieman. Pitkällä aikavälillä näemme yhtiön luovan omistajilleen arvoa kasvun, yritysostojen ja liiketoimintamallin yhdistelmänä, mutta lyhyellä aikavälillä mielestämme isoin nousuvara osakkeessa on syöty.

## Analytikot



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

## Suositus



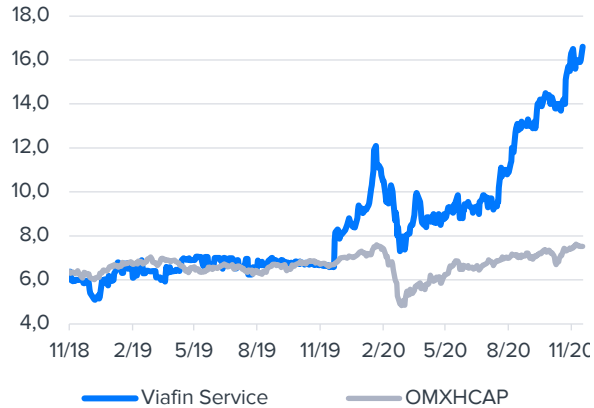
**Vähennä**  
(aik. Lisää)  
**16,40 EUR**  
(aik. 16,00 EUR)  
**Osakekurssi:**  
16,00

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	50	56	62	65
<b>kasvu-%</b>	59 %	12 %	11 %	6 %
<b>EBITA oik.</b>	3,2	4,1	4,0	4,3
<b>EBITA-% (oik.)</b>	6,4 %	7,3 %	6,5 %	6,6 %
<b>Nettotulos</b>	1,8	2,2	2,3	2,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,69	0,84	0,85	0,90

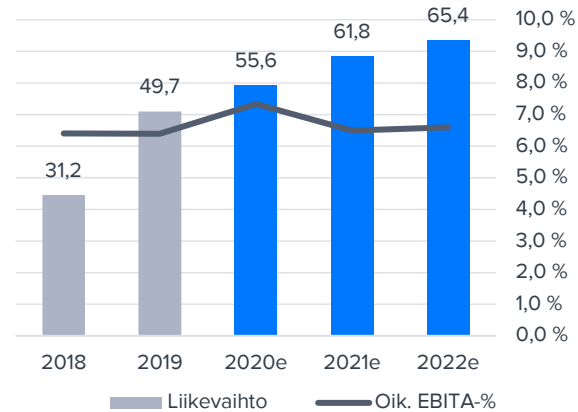
<b>P/E (oik.)</b>	12,3	19,1	18,9	17,7
<b>P/B</b>	1,7	2,9	2,7	2,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,9 %	1,6 %	1,8 %	1,9 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	6,0	11,3	11,2	10,0
<b>EV/EBITDA</b>	5,2	9,9	9,8	8,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,4	0,8	0,7	0,7

## Osakekurssi



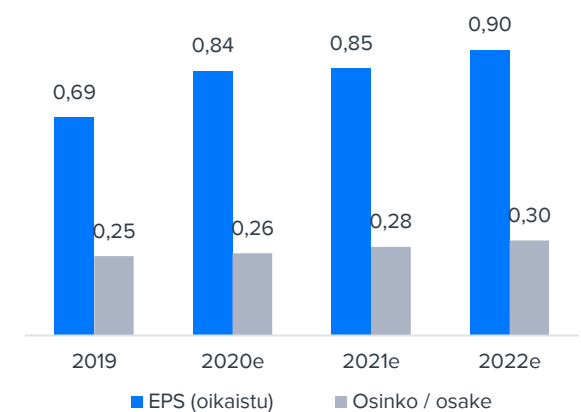
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja EBITA-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP  
**58**  
MEUR

EV  
**46**  
MEUR

P/E  
**19x**  
2021e

EV/EBITDA  
**10x**  
2021e

### 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 syklisiä
- Kantaa osittain myös asiakastoimialojen riskiä
- Asiakkaan tehtaan tai tuotantolaitoksen alasajo
- Yhtiön liiketoiminnassa matalat alalletulon esteet, joka mahdollistaa useiden pienien toimijoiden määrän
- Hintakilpailu kovaa ja pysyvät kilpailuedut alalla vähäisiä

### Arvostus

- Arvostus on noussut hyväksymämme arvostushaarukan ylälaidalle jättäen nousuvaran pieneksi
- Verrokkeihin nähden preemio on kasvanut jo 20 %:iin, missä on mielestämme hieman laskuvaraa
- Yhtiön lyhyt pörssihistoria, pieni koko ja heikko osakkeen likviditeetti nostavat riskiprofilia

# Viafin Service laajentaa yrityskaupalla

## Yrityskaupalla pientä kasvua

Ostettava yhtiö Astepa Oy on vuonna 1994 perustettu teollisuuden huolto- ja kunnossapito-yhtiö, joka toimii Lappeenrannan toimipisteestään käsin. Yrityskaupalla Viafin tavoittelee laajentumista uusiin asiakassegmentteihin ja se samalla avaa yhtiölle sauman palvelulla entistä kattavammin Lappeenrannan seudun teollisuuden asiakkaita. Astepan toimii laajasti teollisuuden töissä ja uusina teollisuuden aloina Viafinille tulee esimerkiksi mahdollisuus kaivostoiminnan asiakkaisiin laajentuminen.

## Tasaista liiketoimintaa

Ostettavan yhtiön liikevaihto oli vuonna 2019 2,35 MEUR (2018: 2,53 MEUR) ja käyttökate noin 0,18 MEUR (2018: 0,19 MEUR). Liikevaihto on vaihdellut tasaisesti 2,3-2,5 välillä vuosien 2015-2019 aikana. Käyttökatemarginaali oli vuonna 2019 noin 7,7 % (2018: 7,4 %). Yhtiön kannattavuus on pysynyt tasaisena viime vuodet ja on Viafin Servicen omaan hyvään kannattavuustasoon nähden (2019 EBITDA-%: 7,3 %) lähes samalla tasolla.

## Kauppahinta on alhainen

Kauppahinnan enimmäismääräksi on sovittu 0,85 MEUR (100 % osakkeista) riippuen Astepa Oy:n oman pääoman määrästä ja kassavaroista kaupan voimaantulomahdollisuuksilla. Astepan kaupan voimaantumisen taloudellisia tietoja on tässä vaiheessa mahdoton arvioida, mutta yhtiön rahat- ja pankkisaamiset olivat vuoden 2019 lopussa noin 0,5 MEUR ja yhtiössä ei ollut yhtään velkaa. Näillä tiedoilla kaupan yritysarvo voisi laskea merkittävästikin, jos merkittäviä muutoksia taseasemassa ei ole vuoden aikana ollut. Tämän

vuoksi odotamme lopullisen yritysarvon olevan nykyistä alhaisempi, mutta tarkan tiedon puuttuessa käytämme nykyistä kauppahintaa arvioissamme.

Kauppahinta vaikuttaakin mielestämme alhaiselta yhtiön terveeseen liiketoimintaan sekä Viafinin omin kertoimiin nähden. Ilmoitetulla kauppasummalla laskettuna (0,85 MEUR) kaupan Liikevaihto-kerroin on hieman alle 0,4x ja EBITDA-kerroin noin 4,7x. Verrattuna Viafin Servicen omiin kerroimiin (2020e: EV/Liikevaihto: 0,8x, EV/EBITDA: 10x), luo yhtiö merkittävää lisäarvoa omistajilleen, sillä ostettavan yhtiön liiketoiminnan arvo nousisi kaupassa selkeästi. Korostamme, että velaton kauppahinta todennäköisesti tulee tuosta vielä laskemaan, sillä yhtiön kassatilanne on ollut noinkin vahva vuoden 2019 lopussa. Tämä tausta huomioiden kerroimet näyttävät entistäkin halvemmilta.

## Tuttu logiikka yrityskaupan taustalla

Viafin Service tulee omistamaan Astepa Oy:stä kaupan täytäntöönpanon jälkeen 90,2 % ja Astepa Oy:n toimitusjohtaja 9,8 %. Logiikka on tuttua Viafin Servicen omasta yritysraenteesta ja aikaisemmista yrityskaupoista, millä pyritään sitouttamaan ostettavan yhtiön henkilökunta myös jatkossa kehittämään liiketoimintaa. Kauppahinta maksetaan kokonaisuudessaan rahana eikä kauppasumma heilauta Viafinin tasetilannetta merkittävästi (H1'20 kassa: 14,6 MEUR). Viafin Service on erillissopimuksen mukaan sitoutunut lunastamaan vähemmistöosuuden myöhemmässä vaiheessa.

## Ei iso kauppa, mutta luo mahdollisuuksia myös organiseen kasvuun

Yrityskauppa ei ole merkittävän iso (4 % 2020e

liikevaihdosta), mutta mielestämme kertoo yhtiön olevan strategiansa suhteen oikeilla linjoilla. Yhtiö havittelee saavuttavansa yli 100 MEUR:n liikevaihdon vuoteen 2022 mennessä ja ylläpitää keskipitkällä aikavälillä keskimäärin noin 5-7 %:n EBITA-marginaalia.

Ostettava yhtiö laajentaa hyvin yhtiön maantieteellistä laajentumista sekä antaa myös mahdollisuuden laajentaa omaa palveluvalikoimaansa myös ostettavan yhtiön asiakaskuntaan. Tämän myötä näemme yrityskaupassa pidemmällä aikavälillä myös selkeitä orgaanisen kasvun elementtejä vastaten hieman kuin uuden toimipisteen pystyttämistä, mutta jo olemassa olevalla toiminnalla sekä asiakaskunnalla. Samalla yhtiön kannattavuustaso on jo hyvä, mutta esimerkiksi Viafin Servicen nykyaikaisilla ohjausjärjestelmillä, tehokkaalla integroinnilla, hankintojen yhtenäistämällä ja hallinnollisen taakan pienentymisellä voi olla vielä parantavia vaikutuksia myös kannattavuustasoon.

# Ennusteissa pieniä muutoksia yrityskaupan johdosta

## Yrityskauppa nosti ennusteitamme

Nostimme lähivuosien ennusteitamme 5-7 %:lla yrityskaupan myötä. Vuodelle 2020 ennusteemme eivät muuttuneet ja odotamme liikevaihdon nousevan nyt 12 %:lla 55,6 MEUR:oon. Yhtiö on ohjeistanut liikevaihdon ylittävän 55 MEUR:n tason ja oikaistun EBITA-marginaalin ylittävän 7 %:n tason. Odotamme oikaistun EBITA:n nousevan 4,1 MEUR:oon (2018: 3,2 MEUR) ja marginaalin olevan 7,3 %.

Katseemme yhtiössä ovat pitkälti jo lähivuosissa. Ensi vuonna odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun jatkuvan, mutta maltillisempana, kun projektimarkkinan kysyntä jää hieman vuoden 2020 vahvasta tasosta. Yhtiön kasvua tukee kuitenkin julkistetut uudet toimipisteet (Itä-Suomi, Varsinais-Suomi), juuri tehty yrityskauppa sekä aikaisemmin

perustettujen toimipisteiden liiketoiminnan tason nousu kohti haarukoimaamme noin 3-4 MEUR:n tasoa per toimipiste. Odotammekin liikevaihdon nousevan noin 11 %:lla 61,8 MEUR:oon.

Kannattavuuden osalta odotamme oikaistun EBITA-marginaalin hieman laskevan 6,5 %:iin ja olevan lähempänä yhtiön haarukoimaa 5-7 %:n väliä. Oikaistun EBITA:n odotamme tästä johtuen laskevan 3,8 MEUR:oon. Odotamme yhtiön kasvupanostuksien heijastuvan jonkin verran kannattavuuteen, kun samalla projektimarkkina hieman tasaantuu hyvästä vuodesta 2020.

## Tavoitteita kohti mennään

Viafin Servicen tavoitteena on saavuttaa toimipisteitä lisäämällä ja yritysostojen kautta noin 100 MEUR:n liikevaihto vuonna 2022 (2020e: 56 MEUR). Yhtiö profiloituu näin tällä hetkellä ennen kaikkea

kasvuyhtiöksi. Kunnossapidon (75 % liikevaihdosta) suuri osuus yhdistettynä yhtiön vähän pääomaa sitovaan liiketoimintamalliin tuo liiketoimintaan myös vakautta ja mahdollistaa vahvan kassavirran.

Kasvutavoitteesta ollaan vielä kaukana ja se vaatii myös nyt tehdyn yritysoston lisäksi uusia yritysostoja. Organisen kasvun ennusteidemme lisäksi yhtiössä on selkeä kasvuoptyyppi yritysostojen kautta, joihin yhtiön hyvin vahva kassatilanne antaa edellytykset. Lisäksi yhtiön vahvana jatkuva suorittaminen sekä aikaisemmin hyvin onnistuneet integraatiot pitävät luottamustamme yllä strategiaa sekä sen tavoitteita kohtaan.

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	55,6	55,6	0 %	58,7	61,5	5 %	62,2	65,1	5 %
EBITA ilman kertaeriä	4,1	4,1	0 %	3,8	4,0	5 %	4,1	4,3	5 %
Liikevoitto	3,3	3,3	0 %	3,0	3,2	6 %	3,3	3,5	6 %
Tulos ennen veroja	3,3	3,3	0 %	3,0	3,2	6 %	3,3	3,5	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,84	0,84	0 %	0,81	0,84	4 %	0,86	0,90	4 %
Osakekohtainen osinko	0,26	0,26	0 %	0,28	0,28	0 %	0,30	0,30	0 %

Lähde: Inderes

# Isoin aliarvostus purkautunut

## Arvostuksen isoin nousuvara kurottu umpeen

Katseemme ovat jo osakkeessa kääntyneet tästä vuodesta eteenpäin. Yhtiön arvostus ei ensi vuodelle merkittävästi laske, sillä tulostaso pysyy suhteellisen vakaana ennusteillamme. Osakekurssin nousun myötä arvostus vuodelle 2021 (2021e: EV/EBIT (oik.): 11x, EV/EBITDA: 10x, P/E (oik.): 19x) on jo noussut lähelle hyväksymämme arvostushaarukan ylärajaa (EV/EBIT: 12-14x, P/E: 16-18, EV/EBITDA: 8-10x) eikä tarjoa enää merkittävää nousuvaraa.

Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostus saa tukea tulokasvusta (EPS CAGR 2019-2022e: 12 %), hyvää kassavirtaa tuottavasta liiketoimintamallista, liiketoiminnan osittaisesta vastasyklisyydestä ja jatkuvaluonteisen kunnossapitoliiketoiminnan suuresta osuudesta (75 % liikevaihdosta), mutta kärsivän vielä yrityksen pienestä koosta, projektiliiketoiminnan heikosta ennustettavuudesta ja strategisen kehitysvaiheen nuoresta iästä.

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

## Sektoriin nähden arvostus premiolla

Sektoriin nähden osakkeen arvostus on viime aikoina myös noussut ja on jo aavistuksen premiolla. Mediaanitasolla verrokkiryhmän vuoden 2021 kertoimet ovat: P/E: 15x, EV/EBIT: 12x ja EV/EBITDA: 7x. Näihin nähden Viafin on arvostettu noin 20 % yli verrokkien tason.

Verrokkeina olevat yhtiöt ovat selvästi suurempia ja liiketoimintallisesti hajautetumpia kuin Viafin Service,

mutta yhtiön suorittaminen ja vahvistunut tuloskasvu antaa mielestämme perusteluita pienelle preemioille. Verrokkianalysista saamamme arvo heijastelee noin 10 %:n preemiota. Nykyisellä tasolla Viafin Service alkaa olla hinnoiteltuna jo verrokkien korkeampien yhtiöiden tasolle (Bravida). Verrokkianalysin paino on yhtiöiden kokojen ja liiketoimintojen eroavaisuuksien myötä kuitenkin pienellä painolla.

## DCF-arvonmäärittäminen

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

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 17,1 euroa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,0 %:n vuositasolle ja EBITA-marginaali noin 6 %:iin yhtiön nykyisen tavoitehaarukan puoleen väliin ja hieman yhtiön pitkän aikavälin keskiarvon yläpuolelle (EBITA-% 2008-2019 ka.: 5,7 %).

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on suhteellisen normaalilla 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 diskonttokorko mielestämme oikeutetulla tasolla. Tässä vaiheessa näemmekin DCF-laskelman arvon nousun mieluummin tapahtuvan kassavirtojen kautta.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	16,0	16,0	16,0
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	58	58	58
Yritysarvo (EV)	46	45	43
P/E (oik.)	19,1	18,9	17,7
P/B	2,9	2,7	2,6
P/S	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	9,9	9,8	8,7
EV/EBIT (oik.)	11,3	11,2	10,0
Osinko/tulos (%)	42,0 %	44,6 %	43,8 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,8 %	1,9 %

Lähde: Inderes

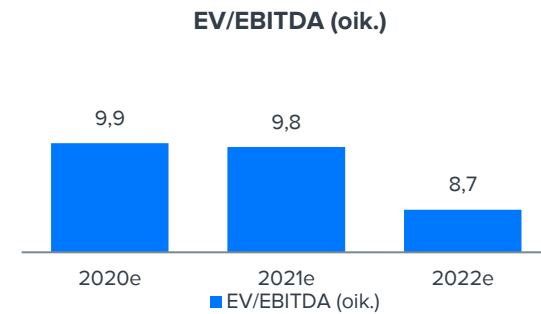
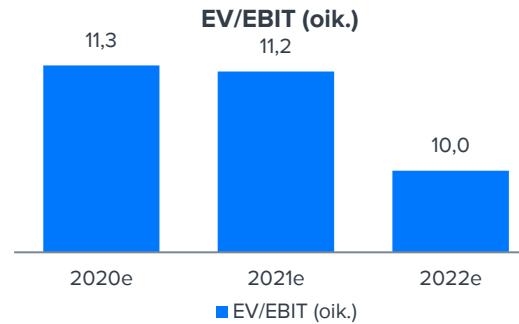
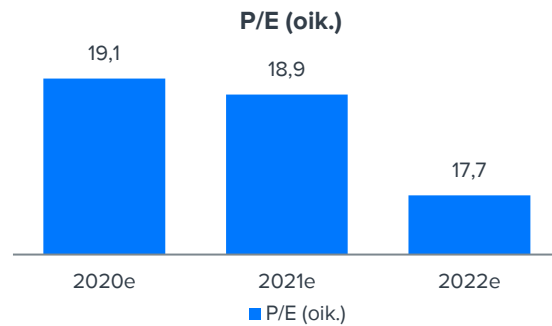
## Tavoitehinnan muodostuminen



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,50	16,0	16,0	16,0	16,0
Osakemäärä, milj. kpl	3,63	3,63	3,63	3,63	3,63
Markkina-arvo	31	58	58	58	58
Yritysarvo (EV)	19	46	45	43	41
P/E (oik.)	12,3	19,1	18,9	17,7	15,9
P/B	1,7	2,9	2,7	2,6	2,4
P/S	0,6	1,0	0,9	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,4	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	5,2	9,9	9,8	8,7	7,5
EV/EBIT (oik.)	6,0	11,3	11,2	10,0	8,4
Osinko/tulos (%)	51,6 %	42,0 %	44,6 %	43,8 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	1,6 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT (oik.)		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E (oik.)		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Caverion Oyj	5,73	793	980	17,6	12,5	8,4	6,8	0,5	0,4	23,8	15,3	1,5	2,8	4,2
Bilfinger SE	23,96	1057	1109		12,6	13,9	5,8	0,3	0,3		18,0	0,5	2,6	0,9
Spie SA	17,09	2681	4478	15,3	12,0	9,9	8,4	0,7	0,6	15,4	11,9	2,4	3,5	1,8
Mitie Group PLC	40,20	644	571	6,2	9,2	4,2	4,9	0,2	0,2	5,9	14,2	0,6	1,9	
Engie SA	12,33	30441	60109	13,4	11,0	6,6	5,9	1,1	1,0	16,1	11,9	4,4	5,9	0,9
Lassila & Tikanoja Oyj	13,40	519	681	23,6	15,2	7,9	6,9	0,9	0,9	23,3	15,3	6,9	6,9	2,7
Bravida Holding AB	105,80	2107	2078	16,2	15,5	12,3	11,8	1,0	1,0	21,8	20,9	2,3	2,6	3,6
Duerr AG	29,50	2065	1747	27,5	9,7	9,9	6,2	0,5	0,5	589,8	18,4	0,6	2,0	2,1
<b>Viafin Service (Inderes)</b>	<b>16,00</b>	<b>58</b>	<b>46</b>	<b>11,3</b>	<b>11,2</b>	<b>9,9</b>	<b>9,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>19,1</b>	<b>18,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>17,1</b>	<b>12,2</b>	<b>9,1</b>	<b>7,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>99,5</b>	<b>15,7</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>
<b>Mediaani</b>				<b>16,2</b>	<b>12,2</b>	<b>9,1</b>	<b>6,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>21,8</b>	<b>15,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-30 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>8 %</b>	<b>50 %</b>	<b>37 %</b>	<b>28 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>24 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>36 %</b>

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



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>31,2</b>	<b>17,3</b>	<b>32,3</b>	<b>49,7</b>	<b>28,3</b>	<b>27,3</b>	<b>55,6</b>	<b>61,8</b>	<b>65,4</b>
Konserni	31,2	17,3	32,3	49,7	28	27,3	55,6	61,8	65,4
<b>Käyttökate</b>	<b>2,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-0,6	-0,6	-1,2	-0,7	-0,7	-1,4	-1,3	-1,4
<b>EBITA</b>	<b>2,0</b>	<b>0,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>
<b>EBITA (oik.)</b>	<b>2,0</b>	<b>0,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,4</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,936</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,02	0,00	0,00
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>
Verot	-0,4	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,7	-0,7	-0,8
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2
<b>Nettotulos</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,68</b>	<b>0,15</b>	<b>0,54</b>	<b>0,69</b>	<b>0,48</b>	<b>0,36</b>	<b>0,84</b>	<b>0,85</b>	<b>0,90</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,39</b>	<b>0,05</b>	<b>0,43</b>	<b>0,48</b>	<b>0,37</b>	<b>0,25</b>	<b>0,62</b>	<b>0,63</b>	<b>0,69</b>

Tunnusluvut	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	19,0 %			59,1 %	63,2 %	-15,6 %	11,9 %	11,2 %	5,8 %
<b>Oikaistun EBITA:n kasvu-%</b>	-			58,9 %	231,1 %	-29,3 %	28,5 %	-1,5 %	7,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	7,4 %	5,3 %	8,4 %	7,3 %	9,3 %	7,4 %	8,4 %	7,4 %	7,5 %
<b>Oikaistu EBITA -%</b>	6,4 %	4,1 %	7,6 %	6,4 %	8,2 %	6,4 %	7,3 %	6,5 %	6,6 %
<b>Liikevoitto-%</b>	4,4 %	2,0 %	6,5 %	4,9 %	6,8 %	6,4 %	5,9 %	5,2 %	5,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,8 %	1,1 %	4,8 %	3,5 %	4,7 %	3,3 %	4,0 %	3,7 %	3,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>	<b>8,1</b>	<b>7,7</b>
Liikearvo	5,9	6,3	5,5	4,7
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,3	0,3	0,4
Käyttöomaisuus	1,4	1,8	2,3	2,6
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>24,7</b>	<b>27,2</b>	<b>29,8</b>	<b>31,3</b>
Vaihto-omaisuus	1,5	1,4	1,5	1,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	10,2	11,1	12,3	13,0
Likvidit varat	13,1	14,7	16,0	17,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>32,6</b>	<b>34,7</b>	<b>37,1</b>	<b>38,3</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>19,4</b>	<b>20,7</b>	<b>22,0</b>	<b>23,5</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,9	2,2	3,5	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	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,1	0,3	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>13,2</b>	<b>13,9</b>	<b>14,8</b>	<b>14,8</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,1	0,3	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,3	5,9	6,6	6,9
Muut lyhytaikaiset velat	7,9	7,9	7,9	7,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>32,6</b>	<b>34,7</b>	<b>37,1</b>	<b>38,3</b>

# DCF-laskelma

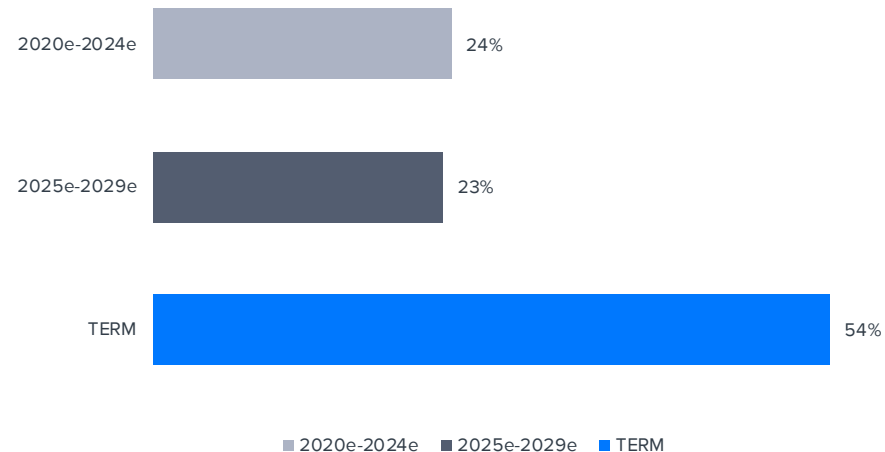
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,4	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	0,9	0,9	0,8	
- Maksetut verot	-0,4	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,1	-1,0	-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 muutos	1,1	-0,3	-0,7	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	
+ 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	-1,1	-1,1	-1,1	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	
+/- 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	2,6	2,0	2,9	3,4	3,7	4,3	4,7	4,2	3,7	3,4	56,8
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>27,8</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		52,0	49,5	47,6	45,1	42,4	39,7	36,8	33,9	31,5	29,5	27,8
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>52,0</b>										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		13,1										
-Vähemmistöosuus		-2,3										
-Osinko/pääomapalautus		-0,9										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>61,9</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>17,1</b>										

## 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 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,2 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	49,7	55,6	61,8	EPS (raportoitu)	0,48	0,62	0,63
Käyttökate	3,6	4,6	4,6	EPS (oikaistu)	0,69	0,84	0,85
Liikevoitto	2,4	3,3	3,2	Operat. kassavirta / osake	1,18	1,01	0,86
Voitto ennen veroja	2,4	3,3	3,2	Vapaa kassavirta / osake	0,53	0,70	0,55
Nettovoitto	1,8	2,2	2,3	Omapääoma / osake	5,11	5,48	5,85
Kertaluontoiset erät	-0,7	-0,8	-0,8	Osinko / osake	0,25	0,26	0,28
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	32,6	34,7	37,3	Liikevaihdon kasvu-%	59 %	12 %	11 %
Oma pääoma	19,4	20,7	22,0	Käyttökateen kasvu-%	57 %	27 %	-2 %
Nettovelat	-13,1	-14,5	-15,3	EPS oik. kasvu-%	2 %	21 %	1 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	7,3 %	8,4 %	7,4 %
Käyttökate	3,6	4,6	4,6	Oik. Liikevoitto-%	6,4 %	7,3 %	6,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,1	-0,3	-0,7	Liikevoitto-%	4,9 %	5,9 %	5,2 %
Operatiivinen kassavirta	4,3	3,7	3,1	ROE-%	9,9 %	11,7 %	11,1 %
Investoinnit	-2,3	-1,1	-1,1	ROI-%	13,4 %	16,3 %	14,8 %
Vapaa kassavirta	1,9	2,6	2,0	Omavaraisuusaste	61,4 %	61,3 %	60,7 %
				Nettovelkaantumisaste	-67,8 %	-69,9 %	-69,5 %
<b>Suurimmat omistajat</b>	<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Skillhouse Oy	11,2 %			EV/Liikevaihto	0,4	0,8	0,7
Pekka Luhtala	7,9 %			EV/EBITDA (oik.)	5,2	9,9	9,8
Finlands Industriinvestering Oy	7,9 %			EV/EBIT	7,8	14,0	13,9
Msk Group Oy	7,1 %			P/E (oik.)	12,3	19,1	18,9
Baj Oy	6,2 %			P/B	1,7	2,9	2,7
Toni Olavi Kilpeläinen	3,6 %			Osinkotuotto-%	2,9 %	1,6 %	1,8 %

Lähde: Inderes

# 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 vaikuttavien seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

Lisätietoja 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.

## Suosituksihistoria (>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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöme tarpeisiin.

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

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

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

#### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua 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.**