

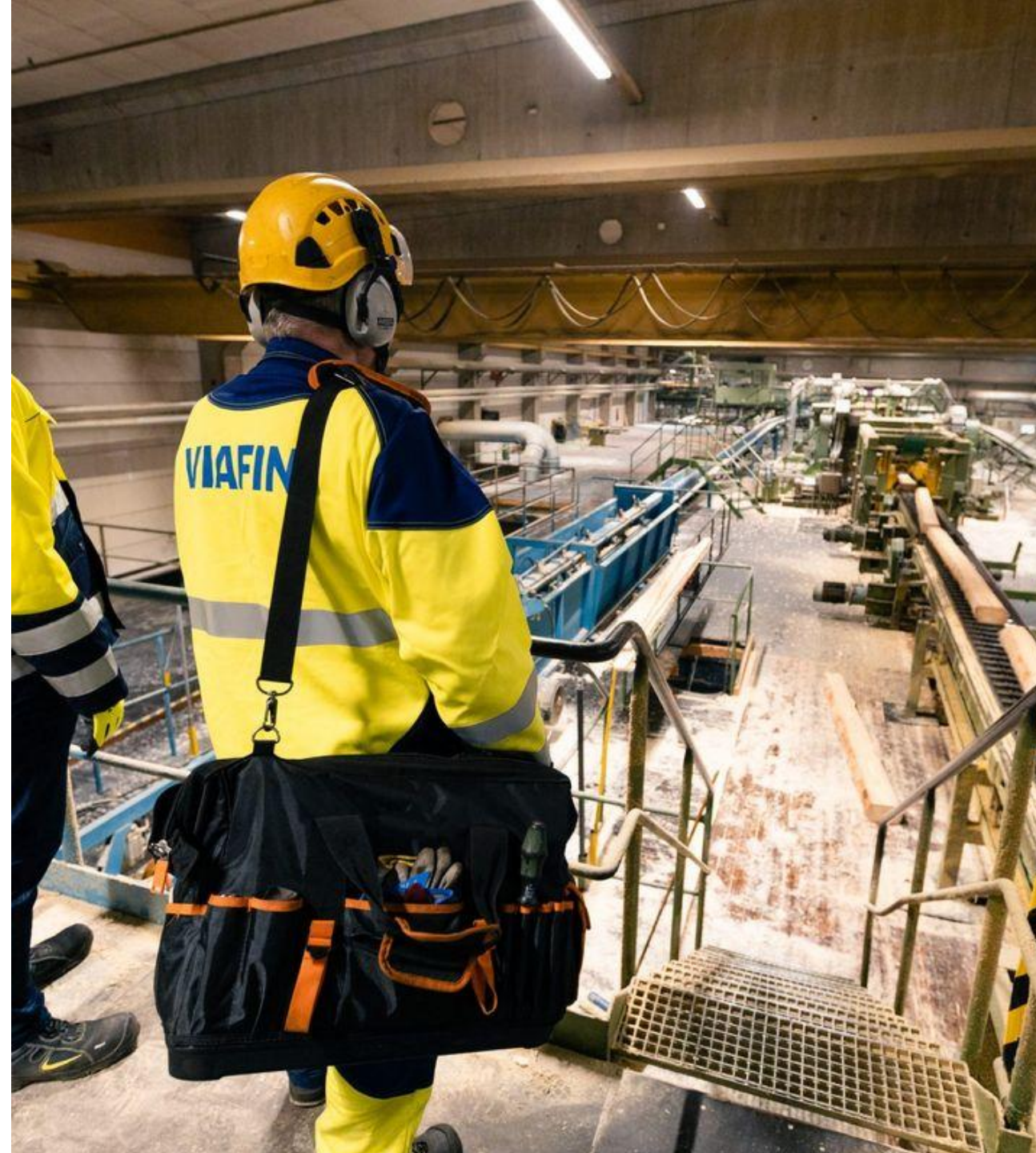
VIAFIN SERVICE

03.11.2025 19.57 EET



Olli Vilppo
+358 40 515 2811
olli.vilppo@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Kunnossapito tarjosi jälleen vakautta

Viafin Servicen Q3:n suoritus oli kokonaisuutena hyvä haastavassa markkinaympäristössä ja yhtiön liikelulos säilyi lähellä vertailukautta. Kunnossapidon suoritus oli pirteä, mikä paikkasi hyvin Projektiliiketoiminnan vaisuuden. Toistamme lisää-suosituksen ja 21,0 euron tavoitehintamme.

Vakaampi kunnossapito teki pirteän suorituksen

Viafin Servicen Q3-liikevaihto laski vertailukaudesta 0,7 % 23,8 MEUR:oon, mutta se ylitti ennustemme 1 MEUR:lla. Vahvaa kasvua saatiin Kunnossapito-segmentistä, kun sen liikevaihto lisääntyi vertailukaudesta 15 %:lla 21,8 MEUR:oon. Kasvusta noin puolet oli arviomme mukaan Karhu-yritystoston vaikutusta. Projektiliiketoiminnan liikevaihto puolestaan laski 60 % 2,0 MEUR:oon vahvojen vertailulukujen ja projektivalinnoissa tehtyjen kannattavuuspriorisointien (ts. hintakilpailu lisääntynyt) tähden. Yhtiön Q3:n liikevoitto 1,8 MEUR oli lähellä vertailukautta (Q3'24: 1,9 MEUR) ja myös omia odotuksiamme (1,9 MEUR).

Ennustemme ovat isossa kuvassa ennallaan

Yhtiö toisti 90–100 MEUR:n (2024: 91,6 MEUR) liikevaihtoa ja 5,8–7,4 MEUR:n (2024: 5,7 MEUR) liikevoittoa indikoivan ohjeistuksensa. Viafinin ensimmäisen 9 kuukauden liikevaihto (73,7 MEUR) on viime vuotta (65,6 MEUR) edellä jo hyvällä kaulalla ja yhtiö kolkuttelee sen osalta jo ohjeistuksensa ylälaitaa. Ensimmäisen 9 kuukauden liikelulos (4,2 MEUR) on myös tässä vaiheessa viime vuotta (3,7 MEUR) edellä. Siten yhtiö vaikuttaa näillä näkymin yltävän myös koko vuoden tulosohteistukseensa. 2025e ennustemme (liikevaihto 99 MEUR) ja (liikevoitto 6,2 MEUR) ovat kutakuinkin ennallaan.

Loppuvuoden osalta odotamme projektimyynnin jatkuvan vaisuna, kun tiettyjen asiakassektoreiden (esim. metsä) heikko suhdannenäkymä pitää markkinan investoinnit hyvin matalana. Tasaisen kunnossapitoliiiketoiminnan odotamme suoriutuvan kuitenkin hyvin, sillä kunnossapidon töitä tarvitaan isossa

kuvassa myös heikossa suhdanteessa. Kunnossapidon tulosta tukevat myös tehdyt yritysostot ja tulosparrannustoimenpiteet.

Arvioimme, että vuoden 2026 alkupuoli tulee jatkumaan kasvun kannalta totuttua hitaampana Viafinin jälkisyklisen luonteen vuoksi. Yhtiön antamat kommentit olivat myös linjassa tämän ennustemme kanssa, sillä se totesi nykyisen markkinaepävarmuuden jatkuvan vuoden 2026 puolelle. H2'2026-2027 osalta odotamme kasvun kiihtyvän hiljalleen toipuvan toimintaympäristön ja Euroopan investointiaallon myötä tulevan talouden piristysruiskeen avulla. Tätä kautta ennustamme yhtiön tuloksen kasvavan nykytasoltaan vuosittain keskimäärin 10 % vuoteen 2027 mennessä. Keskeisin riski tulokasvun realisoitumiselle on toimintaympäristön muutokset suuntaan tai toiseen sekä yhtiön kyky hallita tehokkuuttaan.

Tulokasvun realisoituminen ajaa tuotto-odotusta

Viafin Servicen arvostus saa tukea sen kasvuprofiilista, hyvää kassavirtaa tuottavasta liiketoimintamallista ja jatkuvaluonteisen kunnossapitoliiiketoiminnan suuresta osuudesta. Toisaalta kertoimia rajoittaa yrityksen pieni koko ja projektiliiketoiminnan heikompi ennustettavuus. 2025e arvostuskertoimet ovat mielestämme neutraalihakot (P/E: 15x, EV/EBIT: 10x, EV/EBITDA: 8x), mutta ennustamamme tulokasvu painaa ne melko maltillisille tasoille (ka. 2026-27e: P/E: 13x, EV/EBIT: 8x, EV/EBITDA: 6x). Tätä kautta osakkeen arvonkehitys on pitkälti riippuvainen tulokasvun realisoitumisesta. Edellä mainitut tekijät yhdistettynä vakaalla pohjalla olevaan 4 %:n osinkotuottoon, pysyy osakkeen keskipitkän tähtäimen tuotto-odotus mielestämme riittävällä tasolla.

Lisäksi tukea positiiviselle näkemyksellemme antaa DCF-laskelman (~22 euroa) osakekurssia korkeampi arvo. Yhtiön nettokassan (~2 euroa/osake) onnistunut allokointi epäorgaaniseen kasvuun tarjoaisi myös mahdollisuuden lisäarvonluonnille, josta sijoittaja luonnollisesti hyötyisi.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

21,00 EUR

(aik. 21,00 EUR)

Osakekurssi:

19,40 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	92	99	105	109
kasvu-%	22 %	8 %	5 %	5 %
EBIT oik.	5,7	6,2	6,8	7,5
EBIT-% oik.	6,3 %	6,2 %	6,5 %	6,9 %
Nettotulos	4,4	4,5	4,9	5,7
EPS (oik.)	1,26	1,30	1,41	1,64

P/E (oik.)	15,2	15,0	13,8	11,8
P/B	2,7	2,5	2,3	2,1
Osinkotuotto-%	3,4 %	3,6 %	3,9 %	4,2 %
EV/EBIT (oik.)	11,1	10,2	8,8	7,5
EV/EBITDA	8,5	7,9	6,8	5,9
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,5

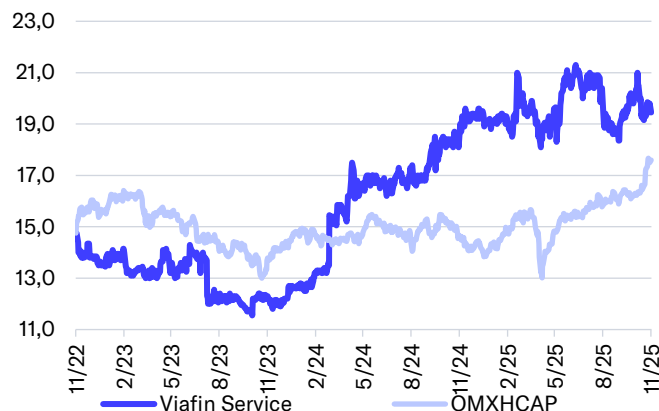
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

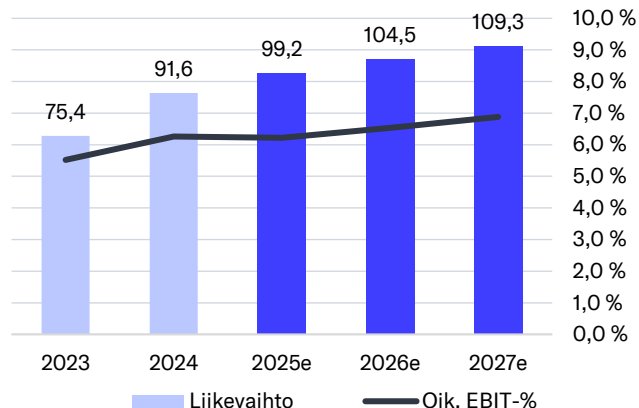
Yhtiö arvioi tilikauden 2025 liikevaihdon olevan 90-100 MEUR (2024: 91,6 MEUR) ja tilikauden liikeluksen (EBIT) olevan 5,8-7,4 MEUR (2024: 5,7 MEUR).

Osakekurssi



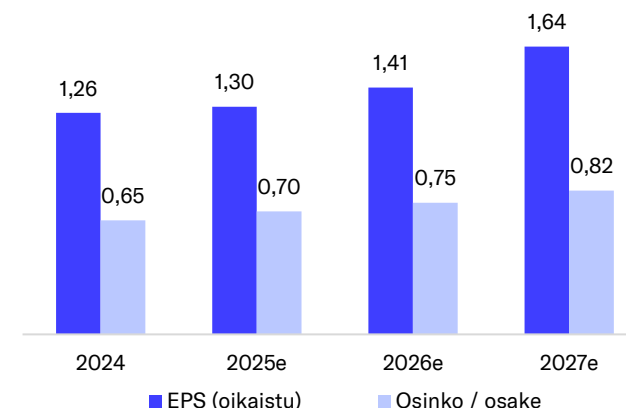
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja EBIT-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Liikevaihdon kasvu yritysostoin ja orgaanisesti
- Kannattavuuden parantuminen tavoitetasoille
- Teollisuuden kunnossapidon ulkoistamistrendit tukevat markkinan pitkän aikavälin kysyntänäkymiä
- Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli mahdollistaa vahvan kassavirran käytettäväksi investointeihin ja voitonjakoon
- Kevyt taserakenne mahdollistaa erittäin korkean pääoman tuoton jo maltillisella kannattavuudella

Riskitekijät

- Asiakkaiden kysyntä pääosin syklistä
- Asiakkaan tehtaan tai tuotantolaitoksen alasajon riskit
- Kustannuspaineet henkilöriippuvaisessa kasvussa
- Riippuvuus avainhenkilöistä
- Yhtiön liiketoiminnassa matalat alalle tulon esteet
- Hintakilpailu kovaa ja pysyvät kilpailuedut alalla vähäisiä

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	19,4	19,4	19,4
Osakemäärä, milj. kpl	3,46	3,46	3,46
Markkina-arvo	67	67	67
Yritysarvo (EV)	63	60	57
P/E (oik.)	15,0	13,8	11,8
P/B	2,5	2,3	2,1
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	7,9	6,8	5,9
EV/EBIT (oik.)	10,2	8,8	7,5
Osinko/tulos (%)	54,0 %	53,4 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,9 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Pitkälti odotettu kokonaisuus

Liikevaihto laski, mutta odotuksiamme vähemmän

Kokonaisuutena Viafinin Q3-liikevaihto laski 0,7 % 23,8 MEUR:oon, mutta liikevaihto ylitti odotuksemme, sillä olimme odottaneet 5 %:n laskua 22,8 MEUR:oon.

Kunnossapidon osalta liikevaihto kasvoi jopa noin 15 % 21,8 MEUR:oon, kun olimme odottaneet vain 3 %:n kasvua 19,5 MEUR:oon. Kasvulle arviomme mukaan noin 1,5 MEUR:n tuen antoivat helmikuun lopussa toteutetut yritysostot (sähköalalla toimivat Bear Group Finland Oy ja Karhu Workteam Oy). Siten noin puolet aikaansaadusta kasvusta oli orgaanista, mikä oli rohkaiseva suoritus nykyisessä vaisussa markkinassa.

Projektiliiketoiminnassa myynti kyykkäsi sen sijaan odotuksiamme enemmän noin 60 % 2,0 MEUR:oon, kun odotimme 35 %:n myynnin laskua 3,3 MEUR:oon. Yhtiö kommentoi odotetusti, että haastavassa markkinassa ja investointihankkeiden kiristyneessä kilpailutilanteessa se

on jatkanut aiempien vuosien valikoivaa linjaa uusien projektien tarjoamisen suhteen.

Tulos oli kokonaisuutena lähellä odotuksiamme

Viafinin Q3-liikevoitto oli 1,8 MEUR (Q3'24: 1,9 MEUR), kun ennustimme 1,9 MEUR:n liikevoittoa. Tulos kehittyi kokonaisuutena lähelle odotuksia. Kun huomioidaan kvartaalien aikaiset pyöristyserot, ensimmäisen 9 kuukauden liikevoiton toteuma (4,2 MEUR) oli linjassa ennusteidemme kanssa.

Yhtiö ei erittele eri segmenttien tuloksia, mutta uskomme, että Kunnossapidon puolella yhtiö kasvatti liike tulostaan kustannusten skaalautuessa. Se on jo pidemmän aikaa myös kiinnittänyt Kunnossapidon kannattavuuteen huomiota ja sen kannattavuuden nosto on ollut myös vuoden 2025 yksi painopistealueista. Yhtiö kommentoi kuitenkin samalla Kunnossapitoa varovaiseen tyyliinsä. Se kertoi, että vahvaan vertailukauteen nähden

teollisuusasiakkaiden kustannussäästöt jatkuivat ja niillä oli vaikutusta joidenkin kunnossapitoliiiketoiminnan seisokitöiden kannattavuuteen. Isossa kuvassa Kunnossapidon kehitys oli kuitenkin mielestämme vakuuttavaa saavutetun orgaanisen kasvun myötä ja tämä kuvastaa Kunnossapidon defensiivistä luonnetta.

Volatiili projektimyynti on ollut viime vuosina yhtiölle kannattavampaa liiketoimintaa ja projektien uupuminen näkyi arviomme mukaan selvästi negatiivisesti liikevoitossa suhteessa vahvaan vertailukauteen.

Myöskään rahavirrassa ei yllätyksiä

Ensimmäisten 9 kuukauden osalta liiketoiminnan rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja oli 4,7 MEUR (Q1-Q3'24: 3,8 MEUR). Yhtiön kassakonversio oli 86,5 %, mikä on lähellä yhtiön tavoittelemaa 100 %. Kvartaalin päätteeksi rahavarat asettuivat 6,3 MEUR:oon, joten panoksia mahdollisiin yritysostoihin on edelleen taseessa.

Ennustetaulukko	Q3'24	Q3'25	Q3'25e	Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	24,0	23,8	22,8	4 %	98,0
Liikevoitto	1,9	1,8	1,9	-5 %	6,2
Liikevaihdon kasvu-%	33,1 %	-0,7 %	-4,8 %	4,2 %-yks.	8,3 %
Liikevoitto-%	7,9 %	7,6 %	8,3 %	-0,8 %-yks.	6,3 %

Lähde: Inderes

Ei merkittäviä muutoksia ennusteisiimme

Ohjeistus toistettiin

Yhtiö toisti 90–100 MEUR:n (2024: 91,6 MEUR) liikevaihtoa ja 5,8–7,4 MEUR:n (2024: 5,7 MEUR) liikevoittoa indikoivan ohjeistuksensa. Ennusteemme on nyt liikevaihdon (99 MEUR) osalta lähellä ohjeistuksen ylälaitaa, kun taas tulosennusteemme asettuu lähemmäs ohjeistushaarukan alareunaa (6,2 MEUR). Kunnossapidon kasvettua Q3:lla edelleen vahvasti, pidämme mahdollisena, että yhtiö tarkistaa vielä loppuvuonna liikevaihto-ohjeistustaan ylöspäin. Tärkeämmän liiketuloksen osalta yhtiö näyttäisi yltävän ohjeistushaarukan sisälle, sillä ensimmäisen 9 kuukauden liiketulos (4,2 MEUR) on tässä vaiheessa viime vuoden kertymää (3,7 MEUR) selvästi edellä. Vaikka markkinanäkymä Q4:lle säilyy varovaisena, eivät projektimyyntin loppuvuoden vastaluvut ole enää yhtä haastavat kuin Q3:lla.

Q4:n osalta odotamme projektimyyntin jatkuvan vaisuna, kun tiettyjen asiakassektoreiden (esim. metsä) heikko

suhdannenäkymä pitää markkinan investoinnit hyvin matalina. Tasaisen kunnossapitoliikeytoiminnan odotamme suoriutuvan kuitenkin hyvin, sillä kunnossapidon töitä tarvitaan myös heikossa suhdanteessa. Myös kunnossapidossa asiakkaiden kustannussäästöohjelmat vaikuttavat käsityksemme mukaan negatiivisesti mm. seisokkihuoltojen kannattavuuteen, mutta tulosta tukevat tehdyt yritysostot ja tulosparannustoimenpiteet.

Näkymät edelleen varovaiset

Näkymien osalta yhtiö kertoi, että se näkee nykyisen markkinaepävarmuuden jatkuvan vuoden 2026 puolelle. Tämä näkyy mm. teollisuuden asiakkaiden kustannussäästöissä, joiden yhtiö arvioi edelleen vaikuttavan kunnossapito- ja projektiliiketoimintaan.

Yhtiö toisti myös, että markkinaepävarmuuksista huolimatta se jatkaa aktiivisesti strategian mukaista yritysostokohteiden systemaattista arviointia omistaja-arvoa

painottaen. Mahdolliset yritysostot eivät luonnollisesti sisälly nykyisiin ennusteisiimme.

Ennusteet myös lähivuosien osalta ennallaan

Arvioimme, että vuoden 2026 alkupuoli tulee jatkumaan kasvun kannalta totuttua hitaampana Viafinin jälkisyklisen kysynnän vuoksi.

H2’2026-2027 osalta odotamme etenkin projektimyyntin kasvun kiihtyvän hiljalleen toipuvan toimintaympäristön ja Euroopan investointiaallon myötä tulevan talouden piristysruiskeen avulla. Tätä kautta ennustamme yhtiön tuloksen kasvavan keskimäärin 10 % vuodessa aikavälillä viimeiset 12kk-2027.

Keskeisin riski tulospäivävarmuudelle on toimintaympäristön muutokset suuntaan tai toiseen sekä yhtiön kyky hallita kustannustehokkuuttaan.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	98,0	99,2	1 %	102	105	3 %	109,3	109,3	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,2	6,2	0 %	6,8	6,8	0 %	7,5	7,5	0 %
Liikevoitto	6,2	6,2	0 %	6,8	6,8	0 %	7,5	7,5	0 %
Tulos ennen veroja	6,0	5,9	0 %	6,6	6,6	0 %	7,3	7,3	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,30	1,30	0 %	1,41	1,41	0 %	1,64	1,64	0 %

Lähde: Inderes

Tuloskasvun realisoituminen ajaa tuotto-odotusta

Tuloskasvu painaa kertoimet maltilliselle tasolle

Näkemyksemme mukaan Viafin Servicen arvostus saa tukea sen liiketoiminta- ja kasvuprofiilista, hyvää kassavirtaa tuottavasta liiketoimintamallista ja jatkuvaluonteisen kunnossapitoliiiketoiminnan suuresta osuudesta (Q1-Q3 2025 88 % ja normaalisti noin 75 % liikevaihdosta). Samalla kertoimia kuitenkin rajoittaa yrityksen pieni koko ja projektiliiketoiminnan heikompi ennustettavuus.

Viafin Servicen lyhyen tähtäimen hinnoittelukertoimet ovat mielestämme neutraalihakot (2025e: P/E: 15x, EV/EBIT: 10x, EV/EBITDA: 8x). Vaikka P/E-kerroin vaikuttaa silmämääräisesti hieman korkeahkolta, on se mielestämme perusteltavissa yhtiön nettokassan ja hyvän pidemmän ajan tuloskasvunäkymän ansiosta. Vähemmistöosuudet tekevät puolestaan EV-kertoimista heikommin vertailukelpoisia, joskin ne antavat suuntaa osakkeen arvostuskuvasta.

Ennustamamme tuloskasvu laskee lähitulevaisuuden kertoimet maltillisille tasoille (2027e: P/E: 12x, EV/EBIT: 8x, EV/EBITDA: 6x) kasvavalle ja hyvää pääoman tuottoa tekeväälle liiketoiminnalle. On tosin huomioitava, että tuloskasvun realisoituminen esittää merkittävää ajuria arvonnousussa, mitä ilman kurssissa ei mielestämme ole nousuvaraa.

Arvostus verrokkien tasolla

Lähivuosille verrokkien arvostus on niin ikään maltillinen (25-26e: P/E: 12-13x, EV/EBIT: 10x-11x, EV/EBITDA: 7x), ja mielestämme yhtiötä tulisi hinnoitella melko linjassa vertaistensa kanssa. Tätä kautta verrokkianalyysi viestii osakkeen olevan suhteellisen käyvästi hinnoiteltu, joskin toimintaympäristön parantuminen perustelisi

verrokkimediaanin kertoimien nousuvaraa. Nähdäksemme verrokkianalyysi ei kuitenkaan ole parhain mahdollinen keino Viafin Servicen arvon määrittämiseksi, sillä ryhmän yhtiöiden liiketoimintamallit, markkina-alueet, koot ja pääoman tuottopotentialit vaihtelevat suuresti.

DCF-arvonmääritys

Otamme Viafin Servicen arvonmäärityksessä huomioon myös kassavirtamallin (DCF) indikoiman käyvän arvon. DCF-malli ei ota huomioon mahdollisia yritysostoja, mutta se noteeraa yhtiön nettokassan. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 22,0 euroa ollen hieman yli tavoitehintamme ja osakekurssin. DCF-mallin käyttökelpoisuutta tukee nähdäksemme yhtiön ennustettava kassavirtaprofiili.

Tuotto-odotus on edelleen riittävällä tasolla

Näemme osakkeen tuotto-odotuksen asettuvan 10-15 %/v välille. Tätä yhtäältä tukee ennustamamme reipas tuloskasvu (10 %/v) sekä hyvä osinkotuotto (4 %/v). Kokonaisuutena osakkeen arvoajurit ovat riskikorjattuna sijoittajan kannalta edelleen riittävän suotuisat, mikä perustelee positiivista näkemystämme osakkeen suhteen.

Nettokassa mahdollistaa lisäarvonluonnin

Yhtiön nettokassan (~2 euroa/osake) onnistunut allokointi epäorgaaniseen kasvuun tarjoaisi mahdollisuuden lisäarvonluonnille, josta sijoittaja luonnollisesti hyötyisi. Tämä kuitenkin edellyttää sopivien ostokohteiden löytämistä kohtuullisin kertoimin. Nähdäksemme yhtiö on onnistunut laajentamaan palveluvalikoimaansa epäorgaanisesti, ja kauppahinnat ovat säilyneet maltillisina mahdollistaen arvonluonnin.

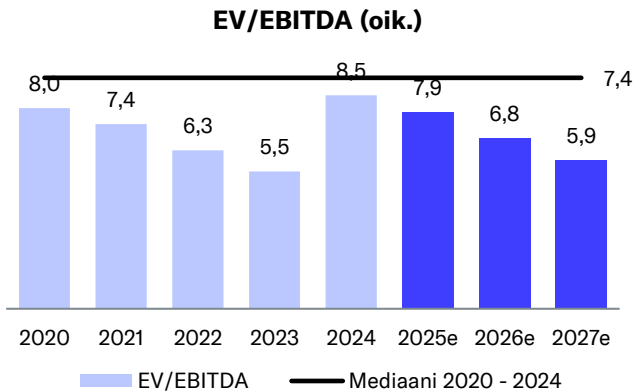
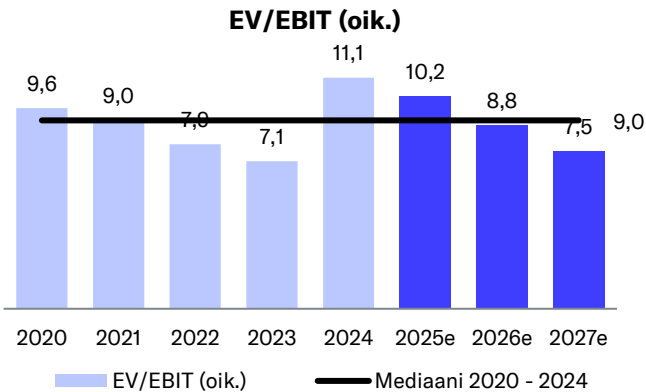
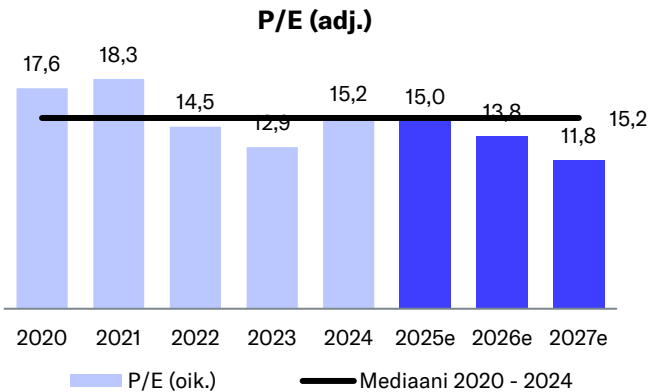
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	19,4	19,4	19,4
Osakemäärä, milj. kpl	3,46	3,46	3,46
Markkina-arvo	67	67	67
Yritysarvo (EV)	63	60	57
P/E (oik.)	15,0	13,8	11,8
P/B	2,5	2,3	2,1
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	7,9	6,8	5,9
EV/EBIT (oik.)	10,2	8,8	7,5
Osinko/tulos (%)	54,0 %	53,4 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,9 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	15,9	14,7	13,8	12,7	19,2	19,4	19,4	19,4	19,4
Osakemäärä, milj. kpl	3,59	3,48	3,55	3,51	3,49	3,46	3,46	3,46	3,46
Markkina-arvo	57	51	49	45	67	67	67	67	67
Yritysarvo (EV)	44	39	36	29	64	63	60	57	53
P/E (oik.)	17,6	18,3	14,5	12,9	15,2	15,0	13,8	11,8	10,9
P/B	2,8	2,5	2,2	1,9	2,7	2,5	2,3	2,1	1,9
P/S	1,0	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	8,0	7,4	6,3	5,5	8,5	7,9	6,8	5,9	5,3
EV/EBIT (oik.)	9,6	9,0	7,9	7,1	11,1	10,2	8,8	7,5	6,6
Osinko/tulos (%)	38,7 %	50,1 %	47,4 %	55,8 %	51,5 %	54,0 %	53,4 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,7 %	3,3 %	4,3 %	3,4 %	3,6 %	3,9 %	4,2 %	4,6 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT (oik.)		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E (oik.)		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Bilfinger SE	3537	3486	11,9	10,1	8,5	7,3	0,7	0,6	17,8	14,8	2,9	3,4	2,5
Spie SA	7415	9813	14,0	12,8	9,3	8,7	0,9	0,9	16,6	14,5	2,6	2,8	3,3
Mitie Group PLC	2507	2751	10,5	9,2	8,0	7,0	0,5	0,4	14,3	13,3	2,5	2,8	5,6
Engie SA	49436	90120	9,8	10,1	6,2	6,4	1,2	1,3	10,4	11,1	6,7	6,6	1,4
Lassila & Tikanoja Oyj	386	564	12,7	11,5	5,6	5,3	0,7	0,7	11,6	10,6	5,3	5,6	1,7
Bravida Holding AB	1505	1824	12,0	10,7	8,7	8,1	0,7	0,7	13,5	11,7	4,6	4,9	1,8
Duerr AG	1388	1822	9,9	7,1	5,9	4,7	0,4	0,4	10,3	9,3	3,8	4,5	1,2
Enersense Oyj	74	98	4,2	10,5	3,5	5,3	0,3	0,3	4,4	42,1			2,0
Viafin Service (Inderes)	67	63	10,2	8,8	7,9	6,8	0,6	0,6	15,0	13,8	3,6	3,9	2,5
Keskiarvo			10,6	10,2	7,0	6,6	0,7	0,7	12,4	15,9	4,1	4,4	2,5
Mediaani			11,2	10,3	7,1	6,7	0,7	0,7	12,5	12,5	3,8	4,5	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			-9 %	-15 %	10 %	2 %	-7 %	-12 %	19 %	10 %	-6 %	-13 %	31 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	87,3	75,4	41,6	50,0	91,6	49,9	49,3	99,2	105	109,3	113,1
Kunnossapito	64,7	69,5	34,5	41,2	75,7	42,8	45,8	88,6	91,5	94,3	97,6
Projektit	22,6	5,9	7,1	8,8	15,9	7,1	3,5	10,6	13,0	15,0	15,5
Käyttökate	5,6	5,4	2,6	4,9	7,5	3,2	4,8	8,0	8,8	9,6	10,1
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-1,2	-0,8	-0,9	-1,7	-0,9	-1,0	-1,8	-2,0	-2,1	-2,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,5	4,2	1,8	3,9	5,7	2,3	3,8	6,2	6,8	7,5	8,0
Liikevoitto	4,5	4,2	1,8	3,9	5,7	2,3	3,8	6,2	6,8	7,5	8,0
Nettorahoituskulut	-0,1	0,4	0,0	0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	4,5	4,6	1,8	4,1	5,9	2,3	3,7	5,9	6,6	7,3	7,8
Verot	-0,9	-1,0	-0,4	-0,9	-1,2	-0,5	-0,7	-1,2	-1,4	-1,3	-1,4
Vähemmistöosuudet	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3
Nettotulos	3,4	3,5	1,4	3,0	4,4	1,7	2,8	4,5	4,9	5,7	6,1
Nettotulos	3,4	3,5	1,4	3,0	4,4	1,7	2,8	4,5	4,9	5,7	6,1
EPS (oikaistu)	0,95	0,99	0,40	0,86	1,26	0,50	0,80	1,30	1,41	1,64	1,77
EPS (raportoitu)	0,95	0,99	0,40	0,86	1,26	0,50	0,80	1,30	1,41	1,64	1,77

Tunnusluvut	2022	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	42,7 %	-13,7 %	10,3 %	32,9 %	21,6 %	19,8 %	-1,3 %	8,3 %	5,3 %	4,6 %	3,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-7,9 %	45,6 %	34,7 %	37,9 %	30,1 %	-2,8 %	7,5 %	10,7 %	10,1 %	6,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,2 %	5,5 %	4,3 %	7,9 %	6,3 %	4,7 %	7,8 %	6,2 %	6,5 %	6,9 %	7,1 %
Liikevoitto-%	5,2 %	5,5 %	4,3 %	7,9 %	6,3 %	4,7 %	7,8 %	6,2 %	6,5 %	6,9 %	7,1 %

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	11,5	15,4	21,8	24,9	25,0
Liikearvo	8,1	8,6	14,1	17,1	17,1
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,1	0,3	0,4	0,5
Käyttöomaisuus	2,7	5,2	5,8	5,9	5,8
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Vaihtuvat vastaavat	32,0	28,8	30,2	33,5	37,6
Vaihto-omaisuus	0,9	2,2	1,9	2,0	2,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	14,0	16,4	17,4	18,3	19,1
Likvidit varat	17,2	10,1	11,0	13,2	16,4
Taseen loppusumma	44,0	49,7	55,0	58,4	62,5

Lähde: Inderes

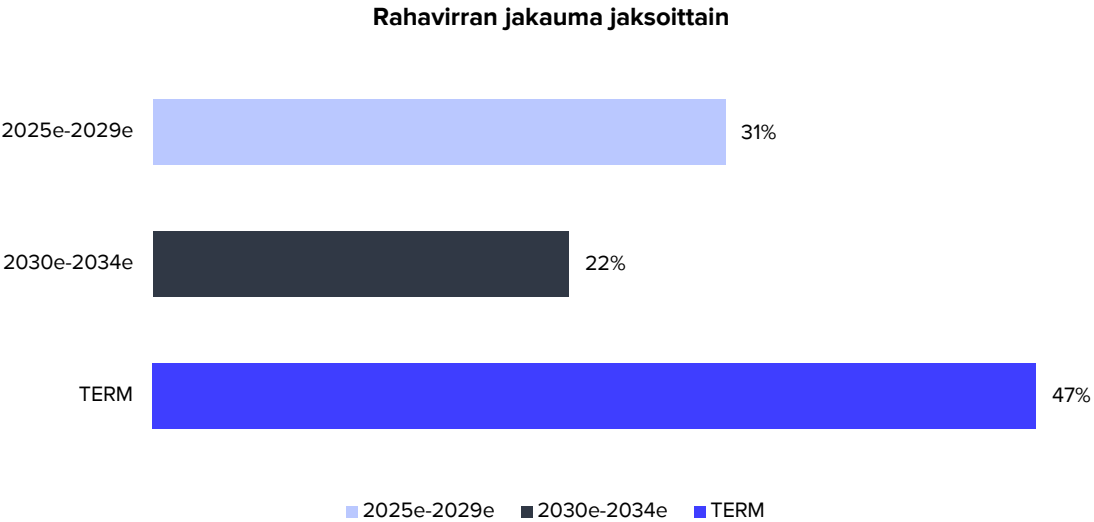
Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	24,0	26,0	28,2	30,7	33,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	5,4	7,0	9,2	11,6	14,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
Vähemmistöosuus	0,9	1,4	1,4	1,4	1,4
Pitkäaikaiset velat	0,0	2,8	3,1	2,9	2,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	2,4	2,6	2,5	2,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Lyhytaikaiset velat	19,9	20,9	23,7	24,8	25,8
Korolliset velat	0,2	0,5	0,6	0,5	0,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,8	19,2	21,8	23,0	24,0
Muut lyhytaikaiset velat	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3
Taseen loppusumma	44,0	49,7	55,0	58,4	62,5

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	21,6 %	8,3 %	5,3 %	4,6 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	6,3 %	6,2 %	6,5 %	6,9 %	7,1 %	7,0 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	5,7	6,2	6,8	7,5	8,0	8,2	7,8	7,2	7,4	7,5	7,6	
+ Kokonaispoistot	1,7	1,8	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
- Maksetut verot	-1,3	-1,2	-1,4	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	
- 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	-3,1	2,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	3,0	8,8	7,5	8,3	8,7	8,8	8,5	8,0	8,1	8,3	8,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,6	-5,7	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,1	3,1	5,4	6,2	6,6	6,7	6,4	5,9	6,0	6,2	6,3	
+/- 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	-7,1	3,1	5,4	6,2	6,6	6,7	6,4	5,9	6,0	6,2	6,3	78,2
Diskontattu vapaa kassavirta		3,1	4,9	5,2	5,0	4,7	4,1	3,5	3,2	3,0	2,8	35,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		74,7	71,6	66,7	61,5	56,5	51,9	47,8	44,3	41,1	38,1	35,3
Velaton arvo DCF		74,7										
- Korolliset velat		-2,8										
+ Rahavarat		10,1										
-Vähemmistöosuus		-3,5										
-Osinko/pääomapalautus		-2,3										
Oman pääoman arvo DCF		76,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		22,0										

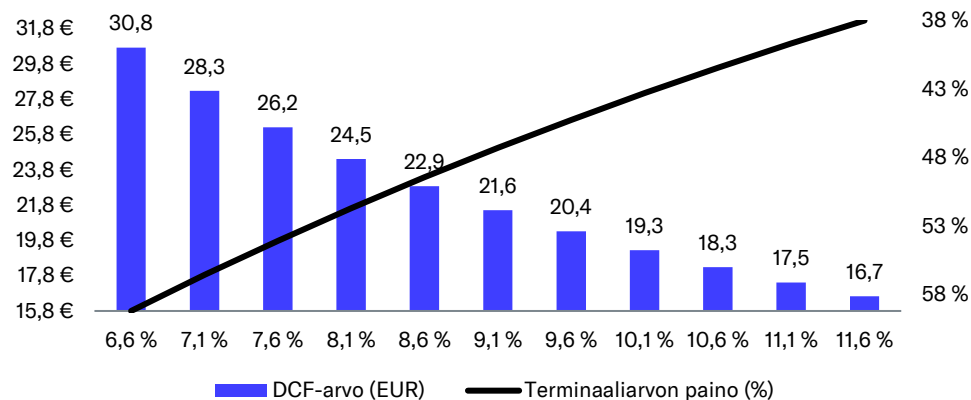
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,32
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

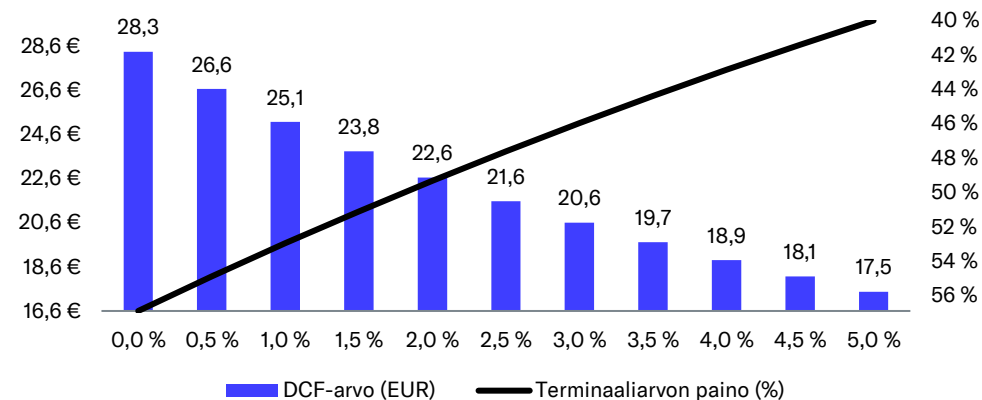


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

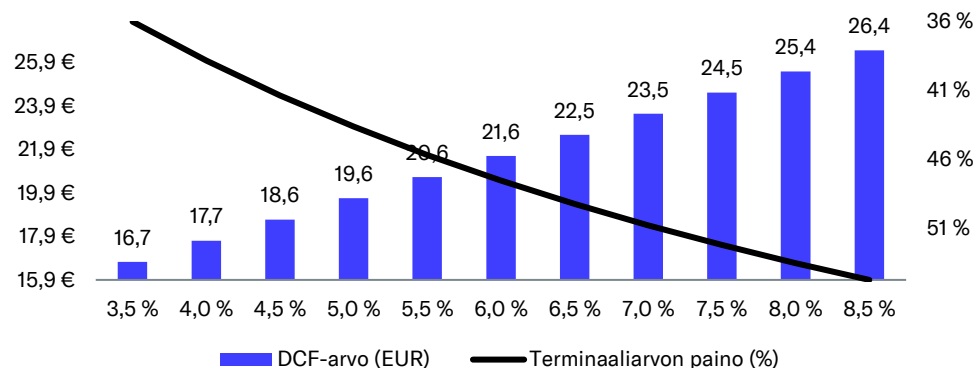
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



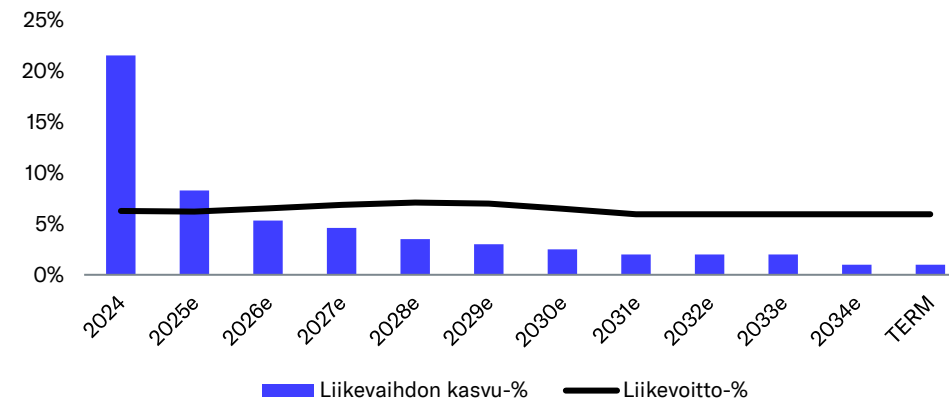
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	75,4	91,6	99,2	104,5
Käyttökate	5,4	7,5	8,0	8,8
Liikevoitto	4,2	5,7	6,2	6,8
Voitto ennen veroja	4,6	5,9	5,9	6,6
Nettovoitto	3,5	4,4	4,5	4,9
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	44,0	49,7	55,0	58,4
Oma pääoma	24,0	26,0	28,2	30,7
Nettovelat	-17,0	-7,3	-7,7	-10,2

Kassavirta	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	5,4	7,5	8,0	8,8
Nettokäyttöpääoman muutos	1,1	-3,1	2,1	0,1
Operatiivinen kassavirta	5,5	3,0	8,8	7,5
Investoinnit	-1,9	-10,6	-5,7	-2,1
Vapaa kassavirta	3,6	-7,1	3,1	5,4

Arvostus	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,4	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,5	8,5	7,9	6,8
EV/EBIT	7,1	11,1	10,2	8,8
P/E	12,9	15,2	15,0	13,8
Osinkotuotto-%	4,3 %	3,4 %	3,6 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,99	1,26	1,30	1,41
EPS (oikaistu)	0,99	1,26	1,30	1,41
Operat. Kassavirta / osake	1,57	0,87	2,54	2,18
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,03	-2,04	0,90	1,57
Omapääoma / osake	6,58	7,05	7,76	8,46
Osinko / osake	0,55	0,65	0,70	0,75

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-14 %	22 %	8 %	5 %
Käyttökatteen kasvu-%	-5 %	39 %	7 %	10 %
EPS oik. kasvu-%	4 %	28 %	3 %	8 %
Käyttökate-%	7,1 %	8,1 %	8,1 %	8,4 %
Oik. Liikevoitto-%	5,5 %	6,3 %	6,2 %	6,5 %
Liikevoitto-%	5,5 %	6,3 %	6,2 %	6,5 %
ROE-%	15,4 %	18,5 %	17,4 %	17,3 %
ROI-%	17,6 %	21,6 %	20,5 %	21,0 %
Omavaraisuusaste	56,5 %	53,1 %	52,0 %	53,2 %
Nettovelkaantumisaste	-70,7 %	-28,0 %	-27,4 %	-33,2 %

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 (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 tulevista. 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 sijoituspäätöstensä 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta latineilla 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10/04/2019	Lisää	6,70 €	5,92 €
11/09/2019	Lisää	7,60 €	6,90 €
13/12/2019	Osta	9,00 €	7,80 €
11/02/2020	Vähennä	12,50 €	12,10 €
02/03/2020	Lisää	10,80 €	9,48 €
16/04/2020	Vähennä	9,70 €	9,25 €
11/08/2020	Lisää	11,80 €	11,10 €
28/08/2020	Osta	14,00 €	11,80 €
13/11/2020	Lisää	16,00 €	15,10 €
08/12/2020	Vähennä	16,40 €	16,00 €
09/02/2021	Vähennä	17,00 €	17,90 €
10/08/2021	Lisää	16,50 €	15,00 €
31/08/2021	Lisää	16,50 €	15,20 €
09/11/2021	Lisää	16,50 €	14,95 €
08/02/2022	Lisää	17,00 €	14,90 €
10/05/2022	Osta	17,00 €	13,70 €
09/08/2022	Osta	17,00 €	14,55 €
23/09/2022	Osta	17,00 €	13,00 €
08/11/2022	Lisää	16,00 €	14,40 €
06/02/2023	Lisää	15,00 €	13,45 €
09/05/2023	Lisää	15,00 €	13,20 €
11/07/2023	Vähennä	14,00 €	13,70 €
08/08/2023	Lisää	14,00 €	12,20 €
06/10/2023	Osta	14,00 €	11,55 €
07/11/2023	Lisää	14,00 €	12,30 €
27/02/2024	Lisää	15,00 €	13,42 €
01/03/2024	Osta	18,00 €	15,45 €
07/05/2024	Lisää	18,00 €	16,40 €
06/08/2024	Vähennä	18,20 €	17,40 €
09/09/2024	Lisää	18,50 €	17,40 €
05/11/2024	Lisää	21,00 €	19,00 €
25/02/2025	Vähennä	21,50 €	20,80 €
02/05/2025	Lisää	21,50 €	19,00 €
06/05/2025	Lisää	21,50 €	19,65 €
05/08/2025	Lisää	21,00 €	19,45 €
04/11/2025	Lisää	21,00 €	19,40 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**