

VIAFIN SERVICE

01.04.2026 19.00 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Vakaa suorittaja vaisussakin markkinassa

Viafin Servicen kasvutarinalle ohjeistetaan välivuotta, sillä jalkisykklisellä markkinalla ei ole ollut vielä havaittavissa piristymistä. Iranin sodan alkaminen on myös lisännyt riskejä markkinan elpymiseen liittyen ja olemme laskeneet lievästi ennusteitamme. Yhtiö tekee vahvaa kassavirtaa ja erinomaista pääoman tuottoa huonommassakin syklissä ja mielestämme yhtiö on houkutteleva pitkän aikavälin sijoituskohde. Toistamme tavoitehinnan 20,5 euroa ja lisää-suosituksen.

Teollisuuden kunnossapitoa monipuolisesti ja kannattavasti

Suomessa toimiva Viafin Service on teollisuuden kunnossapitoon ja pieniin projekteihin erikoistunut yhtiö. Yhtiö toimii pidemmän ajan tarkastelussa vakailla ja kasvavilla markkinoilla, sillä teollisuuden koneiden ja laitteiden huoltopalvelut ovat Suomessa vuosien 2000-2025 välillä kasvaneet (CAGR 4,8 %). Yhtiön liiketoiminnasta normaalisti noin 75 % on jatkuvaluonteista kunnossapitoliiiketoimintaa, kun taas 1-5 MEUR:n projektit edustavat loppua 25 %. Yhtiö on saavuttanut palveluvalikoimaa sekä toimipisteverkkoa laajentamalla vahvaa orgaanista tuloskasvua (21-25 CAGR-% EPS-kasvu: 15 %). Strategiassa tärkeänä tavoitteena on edelleen kasvu, mutta epävarman markkinatilanteen jatkuessa yhtiö panostaa tänä vuonna etenkin kannattavuuden parantamiseen sekä kassavirtaan. Käsityksemme mukaan kaikki olemassa olevat toimipisteet eivät ole vielä saavuttaneet potentiaaliaan. Yrityssostot ovat osa strategian mukaista kasvua, johon selkänöjaa tarjoaa vahva nettokassa (11 MEUR ilman IFRS 16 velkoja) ja vuolasta kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli.

Tuloskasvuodotuksissa välivuosi

Laskimme laajan raportin yhteydessä kuluvan vuoden liikevaihtoennustettamme 1 %:lla 95 MEUR:oon ja liikevoiton ennustettamme noin 5 %:lla 6,2 MEUR:oon Iranissa alkaneen sodan lisätessä riskejä Suomen talouden piristymistä kohtaan.

Olemme ennusteissamme edelleen 2026 ohjeistus-haarukoiden liikevaihto 90–100 MEUR:n liikevaihto (2025: 99,6 MEUR) ja 5,8–7,4 MEUR:n liikevoitto (2025: 6,4 MEUR) sisällä.

Suhdannekuva on arviomme mukaan alkuvuodesta jatkunut vaisuna, kun tiettyjen asiakassektoreiden (esim. metsä) heikko suhdannenäkymä pitää markkinan investoinnit matalana. Tasaisen Kunnossapitoliiiketoiminnan odotamme suoriutuvan kuitenkin kohtuullisesti, vaikka senkin myynnille odotamme kuluvana vuonna pientä laskua asiakkaiden kustannussäästöjen jatkuessa. Vuoden 2027 kasvuluvut ovat puolestaan hyvin pitkälti kiinni markkinan tarjoamista mahdollisuuksista ja teollisuuden investointien heräämisestä. Vuosien 2027-2028 osalta odotamme yhtiön kasvun piristyvän hiljalleen toipuvan toimintaympäristön tukemana. Ennustamme yhtiön tuloksen kasvavan nykytasoltaan 7 % (CAGR) vuoteen 2028 mennessä.

Pidemmän ajan tuotto-odotus edelleen riittävän houkutteleva

Yhtiön arvostus saa tukea hyvää kassavirtaa tuottavasta liiketoiminnasta ja jatkuvaluonteisen Kunnossapitoliiiketoiminnan suuresta osuudesta. Toisaalta kertoimia rajoittaa yrityksen pieni koko ja Projekttiliiiketoiminnan heikompi ennustettavuus. 2026e arvostuskertoimet ovat mielestämme neutraalihakot (P/E: 14x, EV/EBIT: 10x, EV/EBITDA: 7,6x), mutta ennustamamme pidemmän ajan tuloskasvu painaa ne houkutteleville tasoille (ka. 2027-28e: P/E: 12x, EV/EBIT: 8x, EV/EBITDA: 6x). Edellä mainitut tekijät yhdistettynä vakaalla pohjalla olevaan reiluun 4 %:n osinkotuottoon pitävät osakkeen keskipitkän tähtäimen tuotto-odotuksen mielestämme riittävän houkuttelevana, vaikka vuosi 2026 näyttääkin jäävän välivuodeksi tuloskasvun osalta. Lisäksi tukea positiiviselle näkemyksellemme antaa DCF-laskelman (~20,5 euroa) osakekurssia korkeampi arvo. Yhtiön nettokassan (~3 euroa/osake) onnistunut allokointi epäorgaaniseen kasvuun tarjoaisi myös mahdollisuuden lisäarvonluonnille.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

20,50 EUR

(aik. 20,50 EUR)

Osakekurssi:

19,00 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	100	95	101	105
kasvu-%	9 %	-5 %	6 %	4 %
EBIT oik.	6,4	6,2	6,9	7,4
EBIT-% oik.	6,4 %	6,5 %	6,9 %	7,1 %
Nettotulos	4,8	4,7	5,4	5,9
EPS (oik.)	1,37	1,34	1,56	1,68

P/E (oik.)	14,4	14,2	12,2	11,3
P/B	2,7	2,4	2,2	2,0
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,2 %	4,3 %	4,4 %
EV/EBIT (oik.)	10,0	9,8	8,4	7,4
EV/EBITDA	7,9	7,6	6,7	6,0
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6	0,5

Lähde: Inderes

Ohjeistus

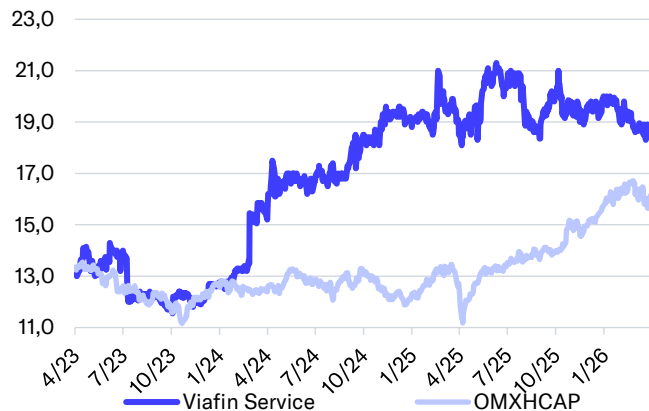
(Ennallaan)

Yhtiö arvioi tilikauden 2026 liikevaihdon olevan 90-100 MEUR (2025: 99,6 MEUR) ja tilikauden liiketuloksen (EBIT) olevan 5,8-7,4 MEUR (2025: 6,4 MEUR).

Sisällysluettelo

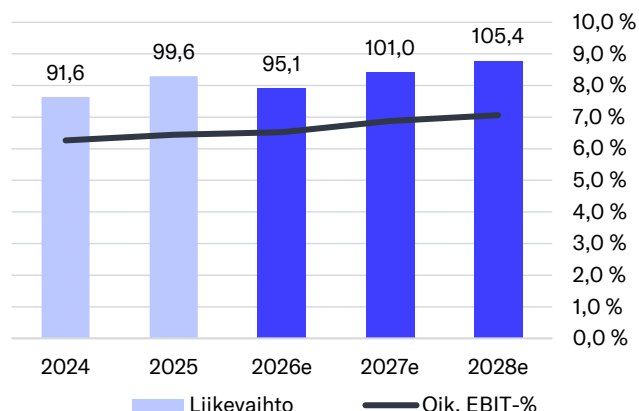
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-12
Toimiala ja markkina	13-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15-17
Taloudellinen tilanne	18-19
Ennusteet	20-23
Sijoitusprofiili	24
Arvonmääritys ja suositus sekä taulukot	25-31
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	32

Osakekurssi



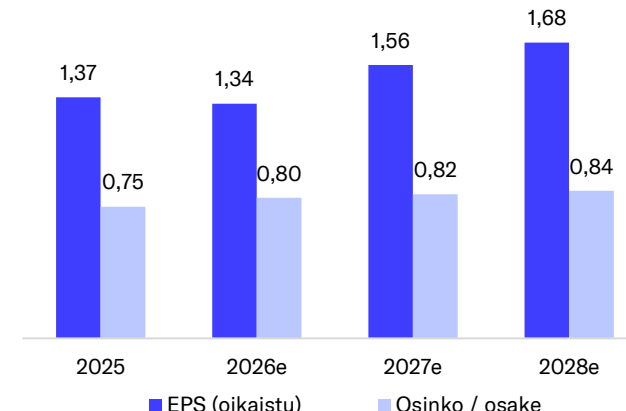
Lähde: Millistream Market Data AB

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	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	19,0	19,0	19,0
Osakemäärä, milj. kpl	3,48	3,48	3,48
Markkina-arvo	66	66	66
Yritysarvo (EV)	61	58	55
P/E (oik.)	14,2	12,2	11,3
P/B	2,4	2,2	2,0
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	7,6	6,7	6,0
EV/EBIT (oik.)	9,8	8,4	7,4
Osinko/tulos (%)	59,8 %	52,7 %	49,9 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,3 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Viafin Service lyhyesti

Viafin Service on Suomessa toimiva teollisuuden kunnossapidon ja projektien erikoisosaaja.

2008

Perusta luotu Kaskisten sellutehtaalla osana West Welding Oy:ta

2018

Listautuminen ja Viafin Service -konsernin luominen

99,6 MEUR

Liikevaihto 2025

6,4 MEUR

EBIT 2025

33 ja 682

Palveluyksikköä ja henkilöstömäärä 2025 lopussa

46 %

ROIC-% 5v. keskiarvo

2008-2011

Vuonna 2008 liikevaihto yhdestä tehtaasta

Uusi toimintamalli: tehokkuus, menetelmät ja toimintatavat

Vuonna 2009 perustettiin Jämsän alueelle toimipiste, josta kasvu liikkeelle

Viafin Process Piping perustettiin 2011

Vuonna 2011 Kalse Piping Oy:n osto ja laajentuminen Keminmaalle

2012-2018

Orgaaninen kasvuvaihe alkaa 2012

Tampereen yksikkö perustettiin 2014

Projektiliiketoiminta eriytettiin omaksi yksiköksi 2015

Liikevaihto pääosin putkistojen huoltoja ja projekteja

Strategiassa painotetaan paikallista kunnossapitoa ja pienprojekteja

2018 Viafin Service -konserni perustettiin ja yhtiö listautui

2019-

Vahvaa orgaanista kasvua toimipisteiden perustamisella ja uusilla palvelualueilla

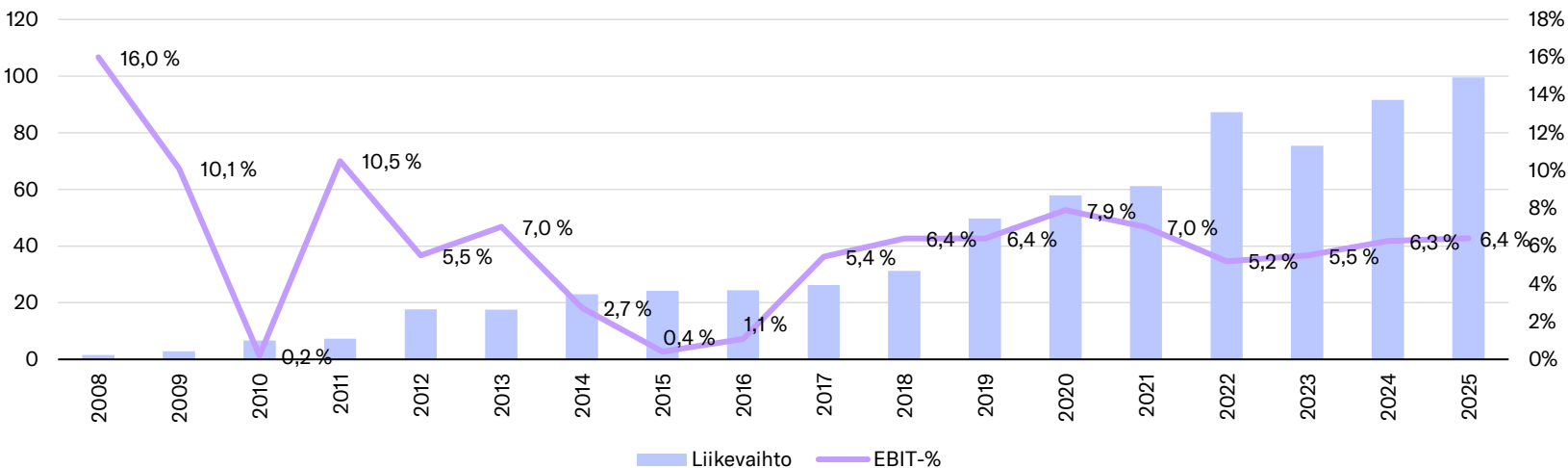
2019 Viafin GAS -yritysosto

Vahvan kasvun ja kannattavuuden vuodet 2019-2021

Kannattavuushaasteet Kunnossapidossa ja markkinan heikkous laskivat marginaaleja 2022-2023

Yritysostot sekä kannattavuustoimet nostavat liikevaihtoa ja tulosta 2024-2025

Liikevaihto (MEUR) ja kannattavuus* (EBIT-%)



*Viafin Process Piping Oy:n tai West Welding Oy:n lukuja vuoteen 2018 asti. Viafin Service -konserni perustettiin vuonna 2018 ja siitä esitetty pro forma -luvut tilikaudelta 2018. Vuosi 2019 1-12 tilikausi.
**Kannattavuus EBITA-% ennen vuotta 2021, 2021 eteenpäin EBIT-%

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Teollisuuden palveluiden ja projektien toimittaja

Viafin Service on vuonna 2018 perustettu teollisuuden huolto- ja kunnossapitopalveluita tarjoava yhtiö. Yhtiön liiketoiminta on saanut alkunsa vuonna 2008 osana West Welding Oy:ta. Nykyinen Viafin Service Oyj syntyi vuoden 2018 heinäkuussa, kun Viafin Process Piping ja Viafin Installation siirtyivät uuden luodun yhtiön omistukseen yhtiöiden emona toimineen Viafin Oy:n kanssa tehdyn osakevaihdon seurauksena.

Viafin Service on eri puolilla Suomea nykyisin 33 toimipisteen voimin toimiva teollisuuden ja tehtaiden kunnossapitokumppani. Yhtiön palveluita ja tuotteita käytetään teollisuuslaitoksissa eri puolilla Suomea erityisesti sellu-, energia-, kemian-, elintarvike-, kaasu- ja metalliteollisuuden aloilla. Toiminta on keskittynyt Suomen markkinoille, eikä yhtiöllä ole kansainvälistymiseen tähtäävää suunnitelmaa. Tämä on mielestämme järkevä ratkaisu ainakin toistaiseksi, sillä laajenemismahdollisuuksia on runsaasti kotimaassakin.

Liiketoiminta pääosin huoltoa ja kunnossapitoa

Viafin Servicen liiketoiminnan voi jakaa kahteen osa-alueeseen: Alueellinen huolto ja kunnossapito sekä Projektit. Kunnossapito kattaa yhtiön liikevaihdosta normaalisti noin 75 % ja Projektit noin 25 %. Vuonna 2025 Kunnossapito oli 87 % liikevaihdosta ja Projektit 13 %.

Yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat muun muassa teollisuuden tuotantolaitteiden huolto ja kunnossapito sekä laiteasennukset, teollisuuden prosessiputkistot, hydraulikka- ja pienputkistot, mekaaniset hitsaustyöt, teollisuuden tuotantoseisakkien huolto- ja ylläpitotehtävät,

tuulivoiman kunnossapito sekä sähkökunnossapito. Tämän lisäksi yhtiöllä on vahva asema kaasuun liittyvien järjestelmien huollossa ja kunnossapidossa sekä projekteissa Viafin GAS liiketoiminnan myötä.

Yhtiö toteuttaa Projektit-liiketoimintayksikössä pääosin teollisuuden putkistoihin ja kaasuun liittyviä projekteja kannattavuutta painottaen. Yhtiö on arvionsa mukaan teollisuuden projektiputkistojen markkinajohtaja Suomessa.

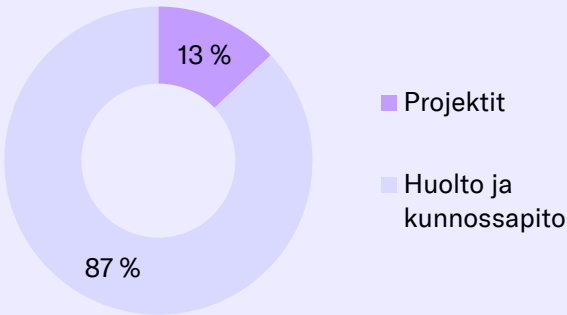
Huolto ja kunnossapito on Viafin Servicelle tärkeä strateginen fokus, sillä se pyrkii edelleen laajentamaan palvelutarjoamaansa sekä tuomaan nykyisiä palveluitaan myös enemmän uusien toimipisteiden käyttöön. Vahva kassa antaa resursseja kasvaa niin orgaanisesti kuin yritysostoin. Laajentumisen lisäksi kannattavuus sekä kassavirta ovat strategisesti tärkeitä painopisteitä.

Listautumisen jälkeinen kehitys

Viafin Servicen vuosien 2019-2025 välinen kasvu on ollut vauhdikasta, 12 % (CAGR) ja yhtiön kokoluokka on aikaperiodilla karkeasti tuplaantunut sekä liikevaihdolla 99,6 MEUR, että henkilöstömäärällä (682) mitattuna. Kasvua on saatu aikaan sekä orgaanisesti että kuuden yritysoston voimin. Vuosien 2022-2023 aikana yhtiön verkoston nopea orgaaninen laajentuminen johti kulujen sekä tehottomuuden kasvuun etenkin Kunnossapito-yksiköissä.

Kannattavuuden suunta on sen jälkeen kääntynyt selkeästi parempaan (Liikevoittomarginaali 2025: 6,4 % vs. 2022: 5,7 %). Projektit-liiketoiminnan markkina puolestaan on ollut viime vuosina vaisu verrattuna vuoden 2022 huippuvuoteen. Viafinin 2025 liikevaihto projekteissa oli edelleen noin 10 MEUR matalampi kuin vuonna 2022.

Liikevaihdon jakauma 2025



Viafin – Palveluyksiköiden kehitys

Vuosi	Palveluyksiköt (kpl)
2018	10
2019	18
2020	22
2021	25
2022	26
2023	28
2024	33
2025	33

Lähde: Inderes, Viafin Service

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Hajautunut ja itsenäinen organisaatio

Viafin Servicen alla toimii tällä hetkellä useita operatiivisia yhtiöitä, jotka jakautuvat eri liiketoiminta-alueisiin. Yhtiön perustana toimii prosessiputkistojen liiketoiminta (Viafin Process Piping), jonka lisäksi Viafinilla on laiteasennus-liiketoiminta (Viafin Installation), teollisuuden kunnossapito (Viafin Industrial Service) sekä kaasuun liittyvä liiketoiminta (Viafin GAS). Vuoden 2024 alussa hankitun Viafin Wind Servicen voi nähdä myös omana liiketoiminta-alueenaan, mutta se on toistaiseksi pieni osa toimintaa ja se toimii teollisuuden kunnossapidon alla.

Viime aikoina tehdyt yritysostot ovat kaikki sijoittuneet teollisuuden kunnossapidon liiketoiminnan alle. Vuonna 2024 yhtiö hankki nykyiseltä nimeltään Viafin OT Servicen ja vuonna 2025 yhtiö hankki sähköalan kunnossapitoon keskittyvät yhtiöt, jotka nykyisiltä nimiltään ovat Viafin Bear, Viafin Workteam. Vuoden 2026 alussa hankittiin vielä pieni Vaajakosken Sähkösepät, joka yhdistettiin Viafin Industrial Service Keski-Suomen alle.

Kaikki tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yksikköinä omilla palvelualueillaan. Käsityksemme mukaan yhtiöt pääsevät keskittymään operatiiviseen tekemiseen, kun nykyaikaisilla toiminnanohjausjärjestelmillä muu työ on minimoitu, sitä on helpotettu huomattavasti tai viety ylemmäs konsernitasolla. Tämä mahdollistaa ketterän ja kustannustehokkaan toiminnan. Yksiköiden välillä on arviomme mukaan havaittavissa pieniä etuja mm. ristiinmyynnin, yhteisten hankintojen ja resurssien joustavuuden sekä liikkuvuuden näkökulmasta. Paikallistuntemuksen, asiakaskontaktien säilymisen ja muutoksiin reagoinnin kannalta rakenteelle löytyy myös hyviä perusteluja.

Yhtiön organisaatorakenne voi vaikuttaa raskaalta monine yhtiöineen ja paikallisine johtoineen, mutta se myös alentaa emoyhtiön taakkaa, joka pystyy toimimaan kevyemmällä organisaatiolla. Lisäksi paikallinen läsnäolo ja päätösvalta on liiketoiminnassa tärkeää. Sen avulla pystytään mm. paremmin kontrolloimaan henkilöresurssien käyttöä ja siten kapasiteetin käyttöastetta.

Organisaatiomallin avulla on luotu myös vahvoja kannustimia. Tytäryhtiöiden avainhenkilöstö on pyritty sitouttamaan yhtiön taloudelliseen kehitykseen tytäryhtiöiden osaomistuksen muodossa. Viafin Service omistaakin nykyisin tytäryhtiöistään vaihdellen 80-100 %. Tämä tarkoittaa, kannustimien lisäksi, että kaikki voitot tytäryhtiöistä eivät valu suoraan Viafin Servicen osakkeenomistajille vaan ne vähennetään ennen nettotulosta vähemmistöosuuksina. Vähemmistöosuus on ollut noin 5-7 % tuloksesta ennen veroja historiassa. Viime vuonna vähemmistöosuus oli noin 0,1 MEUR, mikä oli noin 2 % tuloksesta ennen veroja. Vähemmistöjen osuus on pienentynyt, kun omistusta tytäryhtiöissä on lisätty Viafin Servicen toimesta. Usein perustamisvaiheessa tai yritysoston alkuvaiheessa avainhenkilöstön omistusosuus on suurempi. Liiketoiminnan edetessä suunnitelmallisesti tai avainhenkilön eläköityessä Viafin Service voi myös lisätä omistustaan tytäryhtiössä.

Kunnossapitoliiketoiminta edustaa yhtiön ydinosaamista

Yhtiön palvelu- ja huoltoliiketoiminta on historiassa ollut pääosin teollisuuden putkistoihin liittyvää huoltotoimintaa, mutta on sittemmin laajentunut teollisuuden yleiseen kunnossapitoon ja sähkökunnossapitoon, kaasuinfran ja -järjestelmien ja tuulivoiman kunnossapitoon.

Viafin Service Oyj — Konsernirakenne		
Liiketoiminta-alue	Yhtiö	Omistusosuus
Emoyhtiö	Viafin Service Oyj	100,0 %
Process Piping	Viafin Process Piping Oy	100,0 %
	↳ Viafin Uusimaa Piping Oy	97,7 %
	↳ Viafin North Piping Oy	100,0 %
	↳ Viafin Pohjois-Pohjanmaa Piping Oy	90,5 %
Installation	Viafin Installation Oy	95,0 %
GAS	VS Holdco 1 Oy	85,0 %
	↳ Viafin GAS Oy	85,0 %
Industrial Service	Viafin Industrial Service Oy	100,0 %
	↳ Viafin Industrial Service Etelä-Suomi Oy	95,0 %
	↳ Viafin Industrial Service Kaakkois-Suomi Oy	100,0 %
	↳ Viafin Industrial Service Keski-Suomi Oy	96,0 %
	↳ Viafin Industrial Service Pohjanmaa Oy	95,0 %
	↳ Viafin Industrial Service Meri-Lappi Oy	95,0 %
	↳ Viafin Wind Service Oy	80,0 %
	↳ Viafin Bear Oy	100,0 %
	↳ Viafin Workteam Oy	100,0 %
	Viafin OT Service Oy	80,0 %
Muut	VGTM Management Oy	65,1 %
	VIS Newco 2 Oy	80,0 %
	VIS Holdco 4 Oy	100,0 %

Lähde: Inderes, Viafin Service

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Yhtiön kunnossapitotoiminta on pääosin jatkuvaa puitesopimukseen perustuvaa toimintaa, mutta yksikköön kuuluvat myös pienemmät yksittäisen asiakkaan pienprojektit. Sopimuksen ulkopuoliset lisätyöt ja pienprojektit ovat yhtiölle arviomme mukaan kannattavia tulonlähteitä. Niiden osuus kokonaisvolyymista on kuitenkin arviomme mukaan pieni. Kunnossapitoon liittyy myös tehtaiden ja tuotantolaitosten kokonaisulkoistukset, mistä esimerkkinä toimii Viafin Industrial Servicen vuonna 2020 solmima kunnossapidon ulkoistussopimus Raisioon kuuluvan Ravintoraisio Oy:n Nokian Myllyn kanssa. Nämä voivat toimia usein myös ponnahduslautana uusien toimipisteiden perustamiselle tärkeillä teollisuusalueilla. Viimeisimpänä vuoden 2022 lopussa Viafin Industrial Service Meri-Lapin toimipiste perustettiin Stora Enson Veitsiluodon kunnossapitosopimuksen avulla.

Projektit kannattavia ja osaamisen keskiössä

Projektiliiketoimintaan kuuluu pieniä tarkoin valittuja ja asiakkaiden tarpeisiin rakennettuja noin 1-5 MEUR:n projekteja. Yhtiö fokusoituu ainoastaan pieniin ja keskisuuriin projekteihin niiden matalamman riskiprofiilin ja vähäisemmän kilpailun takia. Keskittyminen pieniin ja vain palveluliiketoimintaa tukeviin projekteihin on mielestämme perusteltua yhtiön koko ja kehityssuunta huomioon ottaen. Arviomme, että keskittyminen projekteissa omaan erikoisosaamiseen (mm. putkistot) ja pienemmän luokan hankkeisiin tekee projekteista yhtiölle hyvin kannattavia ja pitää niiden riskit hallinnassa.

Yhtiön Projektit-liiketoiminnan perustana toimivat räätälöidyt putkistoprojektit eri teollisuuden aloilla. Teollisuuden putkistoasennusten lisäksi Projektit-liiketoiminta sisältää mm. teollisuuden painelaitteiden

asennusta ja korjausta, teollisuuden teräsrakenteiden ja kanavien asennusta sekä pumppujen, puhaltimien ja muiden laitteiden asennusta.

Kaasuun liittyvistä Projektiliiketoiminnan hankkeista esimerkkinä toimii huhtikuussa 2022 Viafinin solmima sopimus Haminan LNG-terminaalin viimeistelytyöstä. Hankkeessa Viafin tarjosi asiakkaalle putkisto- ja kaasualan erikoisosaamista huoltovarmuuskriittisessä kohteessa.

Esivalmistus vähentää kohteessa tehtävää työtä

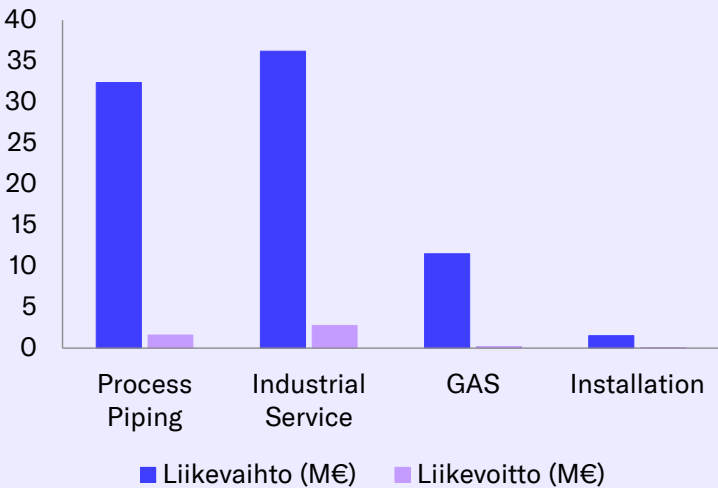
Viafin Service esivalmistaa putkia projektejaan varten säästääkseen tuotantolaitoksella käytettävää aikaa. Esivalmistus tarkoittaa suurimmalta osin putkien hitsausta kohteen vaatimusten mukaisiksi. Käytettävä kalusto on kevyttä ja tilantarve pieni. Projekteissa esivalmistamisen tarve on suurempi ja myös aikaa on käytettävissä enemmän. Kokonaisuutena esivalmistus sitoo kuitenkin varsin pienen osan Viafin Servicen resursseista.

Viafin Service näkee esivalmistuksen kilpailukykyelementtinä, jolla putkien esivalmistusaste ja siten tuotettava lisäarvo on voitu kohottaa pienempiä kilpailijoita korkeammalle. Viafin Service pitää esivalmistustoimintaan liittyvät operatiiviset ja taloudelliset riskit pieninä: käsittelemättömille putkille löytyy aina vaihtoehtoinen toimittaja ja Viafin Servicen asiakkaalle tarjoaman hinnan taustalla on aina putken toimittajalta saatu kiinteä hintainen tarjous.

Liikevaihdon lähteet keskittyneet Suomen teollisuuteen

Viafin Servicen liikevaihdon maantieteellinen jakautuminen on Suomessa laajaa, mutta markkinan pienen koon vuoksi yhtiö on kuitenkin riippuvainen yksittäisten

Myynnin ja liikevoiton karkea jakauma (MEUR)*



Lähde: Viafin Service ja Inderes* (suuntaa antava arvio, joka perustuu edellisen sivun 8 jaotteluun ja tytäryhtiöiden vuoden 2024 omiin tilinpäätöksiin)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

teollisuudenalojen sekä asiakkaiden liiketoiminnasta ja näkymistä. Yhtiön suurimmat toimialariippuvuudet ovat sellu- ja kartonkiteollisuudessa, energiateollisuudessa, kaasuteollisuudessa, kemianteollisuudessa ja metalliteollisuudessa. Aikaisemmin yhtiö oli hyvin riippuvainen sellu- ja kartonkiteollisuuden näkymistä. Jopa yksittäisen tehtaan menestyksellä on voinut olla merkittävä vaikutus. Viime vuosien aikana liiketoiminta on kuitenkin hajaantunut selvemmin mm. Viafin GAS Oy:n yritysoston, energia- ja metalliteollisuuden osuuden nousun ja elintarviketeollisuuteen laajentumisen myötä. Vuonna 2025 energiateollisuus nousi jo liikevaihdollisesti mitattuna yhtä suureksi asiakassegmentiksi kuin vaisusti kehittynyt sellu- ja kartonkiteollisuus. Taustalla olivat etenkin energiateollisuuden vihreää siirtymää tukevat investoinnit (mm. sähkökattilat, lämpövarastot). Asiakaskentän hajautuminen on pidemmän ajan trendinä positiivista, sillä yhtiö ei ole enää sidoksissa vain tietyn alan menestykseen.

Kasvuun tarvitaan käsipareja

Yhtiön liiketoiminta on pitkälti asiantuntijoiden suorittamaa asennus- ja huoltotyötä. Työn luonne tarkoittaa, että orgaaninen kasvu edellyttää uusien työntekijöiden rekrytointia tai nykyisten resurssien tuottavuuden nousua. Maksimaalisen tuottavuuden kiristäminen resursseista ei varmasti ole mielekäs tapa kasvaa, vaan kasvu syntyy enemmän käsipareja lisäämällä. Kilpailu resursseista eli suorittavista työntekijöistä ei ole arviomme yleisesti tiukkaa ainakaan tällä hetkellä ja yhtiön kasvu on mahdollista myös paikallisesti rekrytoimalla. Lisäksi työnteko ei arviomme mukaan vaadi kovinkaan pitkää koulutusta (vaikkakin hyvää ammattitaitoa), mikä madaltaa kynnystä löytää työntekijöitä.

Toimipaikkojen vetäjien tai aluepäälliköiden rekrytointi on

taas haastavampaa. Viafin on viestinyt haluavansa aina rekrytoida paikallisesti parhaan mahdollisen vetäjän, joiden saatavuus on arviomme mukaan tiukassa ja oma epävarmuustekijänsä. Työmarkkinan heikentyminen voi tarjota hyviä laajentumisen mahdollisuuksia, kun kilpailu osaajista ei ole niin kovaa kuin aikaisemmin kuumemman markkinan aikaan.

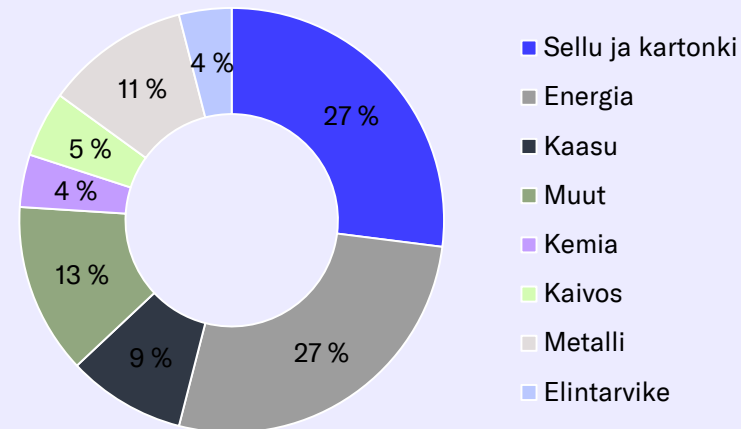
Osittaista syklisyyttä

Alan liiketoiminta on etenkin projekteissa suhdannevaihteluille altista liiketoimintaa ja niiden osalta 2022 oli selkeä huippuvuosi (kts. kuvaaja). Kunnossapito on palveluliiketoimintaa ja luonteeltaan selvästi vakaampaa.

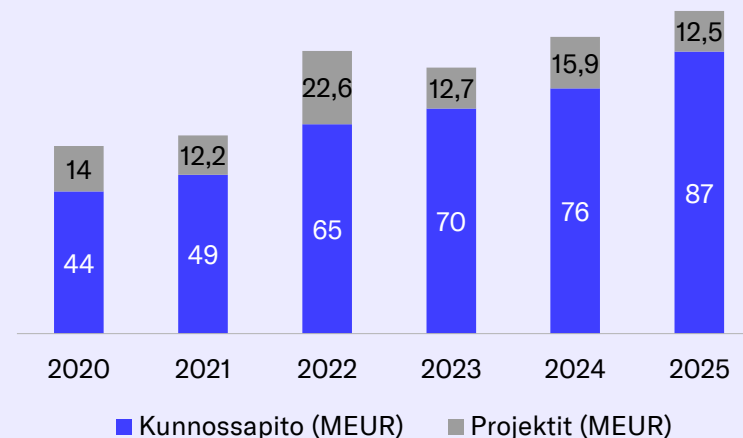
Yhtiön syklisyydessä onkin osaltaan kaksi eri puolta. Projekteja tehdään paljon hyvän suhdanteen aikana, kun mm. kapasiteettia pyritään lisäämään, koneita uusitaan tai uusia tehtaita käynnistetään. Vastasyklisyyttä voi tuoda teollisuuden huollot ja kunnossapito, jossa kysyntä voi osin lisääntyä heikon suhdanteen aikana. Isoimpia investointeja halutaan välttää ja pyritään ajamaan vielä nykyisillä koneilla, mitkä voivat vaatia enemmän huoltoa. Toisaalta myös kunnossapidon kannattavuus voi kärsiä asiakkaiden omista kustannussäästöohjelmista, kun mm. kunnossapidon pienprojekteja tehdään vähemmän tai ääritapauksissa asiakas pyrkii tekemään osaa huolloista itse.

Nykyisen heikomman kysynnän myötä suunnitelluissa tuotannollisissa seisokeissa on ollut myös nähtävissä trendiä, jossa asiakkaat pidentävät seisokkien pituutta. Huoltotyöt tehdään ”virka-aikoina” ja asentajat palaavat viikonlopuksi kotiin. Aiemmin huoltoja tehtiin tiukemmalla aikataululla ja pitkillä päivillä läpi viikon, mikä oli myös Viafin Servicen katteiden kannalta parempaa liiketoimintaa.

Liikevaihdon jakauma teollisuudenaloittain 2025



Liikevaihdon jakautuminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Hinta ja tarjonta kilpailutekijöitä

Toimialan piirteistä johtuen yhtiön asemaan liittyy riski siitä, että jokin isompi kilpailija vahvemmalla tarjonnalla alkaisi hinnoittelulla vallata markkinaosuuksia. Tätä on nähty osittain kunnossapidon kokonaisulkoistuksissa, missä isommat kilpailijat ovat hyvin vahvoilla asiakkaiden näkökulmasta ja pienempiä toimijoita käytetään vähän. Muun muassa tämä selviää KKV:n tekemästä Caverionin ja Mainpartnerin yrityskauppatutkimuksesta, missä on käyty läpi markkinaa.

Hintakilpailun riskiä tai hinnan avulla laajentumista mielestämme kuitenkin rajoittaa se, että toimialalla ei ole saatavilla selkeitä skaalaetuja ja marginaalit ovat yleisesti kohtuullisen matalat. Hinta ei tosin välttämättä ole ainoa kilpailutekijä, sillä isoimmilla asiakkailla ulkoistuksen hoitamiseen tarvitaan myös merkittävä määrä resursseja (tarjontaa), joita pienemmillä toimijoilla ei välttämättä ole. Tämä voi mielestämme rajoittaa osallistumista hankkeisiin.

Viafin Service erottuu kilpailijoistaan mielestämme vahvan paikallisen läsnäolon (toimipisteitä perustetaan teollisuusalueille), vahvojen osaavien vetäjien, yrittämisen mukaisen kulttuurin sekä erittäin vahvan osaamisen kautta. Etenkin putkiliiketoiminnan osaaminen sekä referenssit toimivat arvioltamme kilpailuetuna yhtiön päämarkkinassa, jossa yhtiö on tietojemme mukaan markkinajohtaja. Tässä nichessä yhtiöllä voi olla myös hinnoitteluvoimaa. Muuten saavutettavat kilpailuedut markkinalla ovat vähäisiä ja alalla on matalat alalle tulon esteet.

Kustannukset skaalautuvat hyvin maltillisesti

Yhtiön liiketoiminta skaalautuu näkemyksemme mukaan pitkällä aikavälillä vain hieman. Tämä on seurausta siitä, että

yhtiön liiketoiminta on hyvin henkilötyöpainotteista, minkä vuoksi liikevaihdon kasvattaminen edellyttää myös henkilömäärän tai muiden resurssien kasvattamista. Henkilöstökulut ovat isoin osa kuluista ja vuonna 2025 ne olivat noin 44 % liikevaihdosta ja ostot sekä ulkopuoliset palvelut puolestaan olivat noin 37 % liikevaihdosta. Vuonna 2022 henkilöstökulujen osuus oli selvästi alempi 36 %, kun vahvasti vetänyt Projektit-liiketoiminta kasvatti niin materiaalien kuin ulkopuolisten palveluiden (projekteja tehdään alihankinnan avulla) osuutta kokonaisuudesta 47 %:iin. Myös tehdyt yritysostot ovat hieman vaikuttaneet näiden suhteiden kehitykseen viime vuosina.

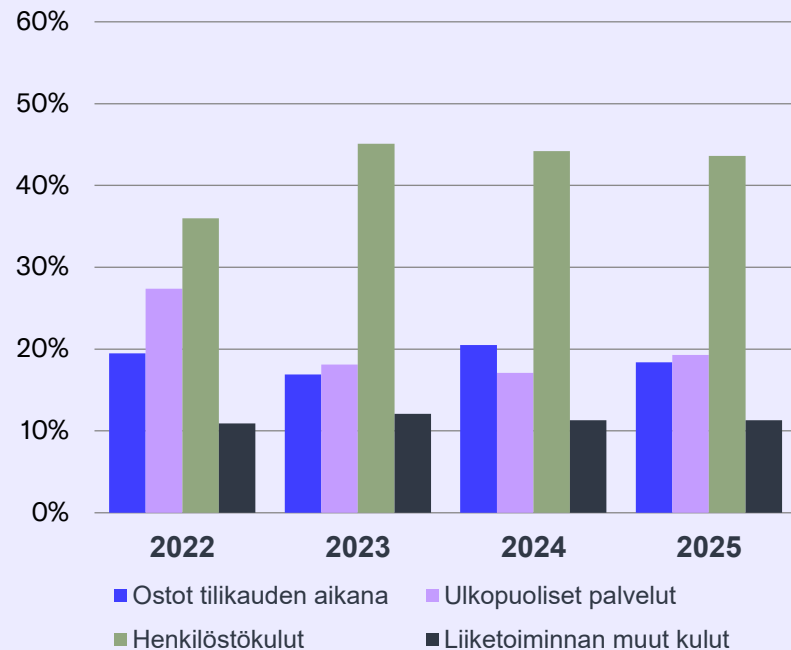
Yhteensä edellä mainittujen kuluerien suhde liikevaihtoon on ollut kuitenkin suhteellisen vakaa. Materiaaliostoissa ja pääkonttorin henkilöstökuluissa arvioimme silti olevan lievää skaalautumista konsernin koon kasvaessa.

Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2025 hieman päälle 11 % liikevaihdosta. Arvioimme tämän erän hieman skaalautuvan, kun toimipisteisiin ja tietojärjestelmiin liittyvät kulut skaalautuvat. Myös poistoihin sisältyvissä vuokrissa arvioimme olevan lievää skaalautumista, kun nykyisiin toimipisteisiin mahtuu vielä lisähenkilöitä.

Toimialan muutosnopeus maltillinen

Perushuoltotyö tai putkien asennus ei toimialana muutu kovinkaan nopeasti, mutta tehtaissa ja koneissa/laitteissa käytettävä teknologia on jatkuvassa muutoksessa, mikä lisää Viafin Servicen kaltaisten palvelutoimittajien tarvetta päivittää koko ajan tarjoamaansa. Tehtaissa ja niiden koneissa ja laitteissa käytettävien etäluettavien ja -ohjattavien antureiden sekä laitteiden määrä kasvaa vauhdilla. Tämä asettaa lisää vaatimuksia Viafin Servicen

Kulujen kehitys suhteessa liikevaihtoon



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

kaltaisille toimijoille ja osaamista on kartutettava jatkuvasti. Vielä nykyisellä palveluvalikoimalla ja osaamistasolla näemme Viafin Servicellä kehittämisen tarvetta digitaalisissa järjestelmissä. Tehtaiden ja laitteiden digitalisaatio, automatisaatio ja kytkeytyminen toisiinsa luo myös Viafin Servicelle uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja arvioimme yhtiön tarkkailevan tilannetta myös yritysosto- ja rekrytointimarkkinoilla.

Pääomaintensiivisyys matala

Yhtiön liiketoiminta ei sido huomattavasti pääomia eikä investointitarve ole kovinkaan suuri. Käyttöpääoma on normaalisti selvästi negatiivinen eikä yhtiö tarvitse merkittävässä määrin koneita, kiinteistöjä tai laitteita liiketoimintaansa. Tämä vapauttaa operatiivisen kassavirran yhtiön käyttöön ja alalle onkin tyypillistä melko alhainen kannattavuus, hyvä kassavirta, hyvä pääoman tuottopotentiaali ja negatiivinen käyttöpääoma. Yhtiön operatiivinen rahavirta onkin viime vuodet ollut erittäin hyvä, vaikka kannattavuudessa on ollut vaihteluita. Pääsääntöisesti kassakonversio-% (operatiivinen kassavirta/käyttökate) on ollut yli 100 % viime vuodet.

Yhtiön pääomia käytetään ensisijaisesti orgaaniseen kasvuun, yritysostoihin ja osingonmaksuun. Yhtiön orgaaniset investoinnit (ei yritysostoja) olivat vuonna 2025 noin 0,9 MEUR, mikä on noin 1 % liikevaihdosta. Tyypillisesti investoinnit ovat olleet 0-2 % liikevaihdosta ja odotamme tämän tason jatkuvan tulevaisuudessa, sillä liiketoiminnassa ei ole tapahtunut isoja muutoksia.

Pääomia ei myöskään valu velkojen hoitoon, sillä korollista velkaa (pl. IFRS 16 vuokrasopimusvelat) yhtiöllä ei tällä hetkellä ole. Yhtiön vahvan kassavirran ansiosta sillä oli

edelleen vuoden 2025 lopussa 11 MEUR rahavaroja, vaikka yhtiö on toteuttanut viime vuosina myös yritysostoja.

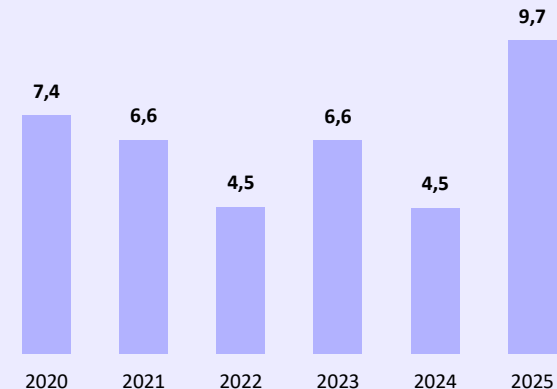
Pääoman tuotot vahvoja

Olemme tarkastelleet yhtiön historiallisia pääoman tuottoja ROIC-% mittarilla. ROIC:ssa on käytetty verot huomioivaa liikevoittoa (NOPAT), joka on mielestämme myös lähempänä omistajille kuuluvaa kassavirtaa. Verot huomioivaa liikevoittoa on verrattu yhtiön sijoitettuun pääomaan (opo + korolliset velat), josta on vähennetty nettokassa (2025 tämä pääoma: 19 MEUR). Näin saadaan verrattua liiketoiminnan tuottamaa tuottoa pääomaan, joka on tällä hetkellä kiinni operatiivisessa liiketoiminnassa.

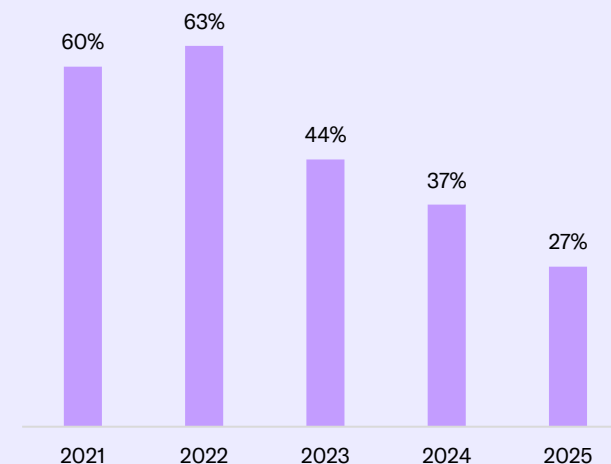
Viafin Servicen ROIC-% on ollut laskelmiemme mukaan oikein hyvällä tasolla. Yhtiön liiketoiminnassa kiinni olevat pääomat ovat tuottaneet keskimäärin 46 % vuosien 2021-2025 aikana. Viime vuosina mittari on heikentynyt kun kassavaroja on suunnattu yritysostoihin. Yritysostojen arvostuskertoimet ovat kokonaisuutena olleet maltillisia, mutta on luonnollista, että ROIC-% laskee, sillä epäorgaanisilla investoinneilla ei ole realistista odottaa tuottoja, joita voidaan saada orgaanisella laajentumisella.

Esimerkiksi edullisesti EV/EBIT 5x hankitulla yhtiöllä ROIC olisi noin 16 %. Kokonaisuutena Viafinin ROIC-% on silti edelleen erinomainen ja pääoman tuotto ylittää selvästi yhtiön pääoman tuottovaatimuksen (WACC: 8,8 %). Viafin Service pystyy näin luomaan omistaja-arvoa ainakin tämän mittarin perusteella. Viafin Servicen pääoman tuottoja ei tosin pitäisi suoraan verrata muihin toimialoihin, sillä tase on verrattain kevyt ja orgaaniset investoinnit vähäisiä. Luvut ovat kuitenkin Helsingin pörssin muihinkin kevyellä taseella operoiviin yhtiöihin nähden hyvällä tasolla.

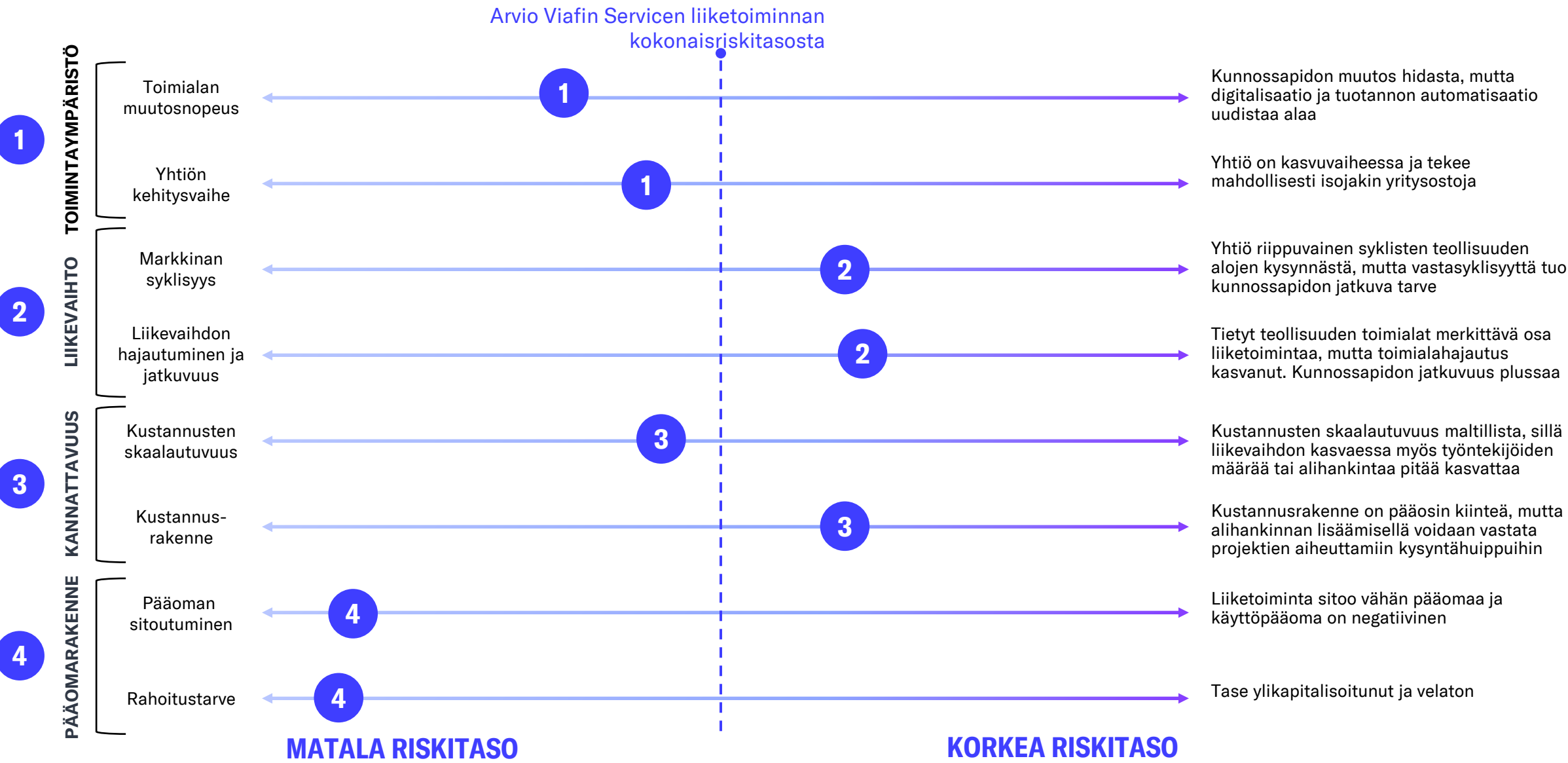
Liiketoiminnan rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja (MEUR)



ROIC-% kehitys



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja markkina 1/2

Teollisuuden kunnossapito

Teollisuuden kunnossapitopalvelut käsittävät eri kokoisten ja eri teollisuudenalojen laitoksilla suoritettavia laitosten, laitteiden ja laitosalueen kunnossapitoon ja huoltoon liittyviä palveluita. Tämä voi tarkoittaa mm. teollisten laitosten mekaanisia kunnossapitotöitä, sähkö- ja automaatiotöitä, korjaamopalveluita ja logistiikkapalveluita. Tarkoituksena on edistää laitosten kustannustehokasta toimintaa ja hallintaa. Palveluiden lisäksi toimialaan voidaan lukea teollisuuden kunnossapitoa tukevat projektit. Viafin Servicen pääliiketoiminnan (teollisuuden putkistot ja niiden kunnossapito) markkinakoko on yhtiön arvion mukaan noin 300 MEUR, josta yhtiön markkinaosuus on arviomme mukaan noin 15 %. Viafinin vuonna 2023 tekemän arvion mukaan sen kokonaismarkkinan laajuus Suomessa oli arviolta noin 2 mrd. euroa, mutta tämä arvio ei sisältänyt vielä teollisuuden sähkökunnossapitoa, mikä laajentaa kohdemarkkinan kokoa entisestään.

Ulkoistaminen iso trendi

Iso trendi alalla on pitkään ollut kunnossapidon ulkoistus. Kunnossapidon ulkoistaminen voidaan tehdä kokonaisvaltaisesti tai osittain. Kokonaisulkoistus sisältää usein tehtaan tai tuotantolaitoksen kaikkien laitteiden ja koneiden kunnossapidon. Nämä ovat yleensä sekä asiakkaille mielekkäämpiä (kaikki samasta paikasta) että myös toimittajalle usein kannattavampia. Kilpailu- ja kuluttaja-viraston teettämän taannoksen tutkimuksen mukaan kokonaisulkoistukset vaativat kuitenkin kokoa, laajaa tarjontaa sekä referenssejä, mikä saattaa sulkea osan kilpailijoista pois markkinoilta. Viafin Servicen onnistumisista ulkoistuksissa kertoo mm. aikaisemmin mainitsemamme Viafin Industrial Servicen sopimukset

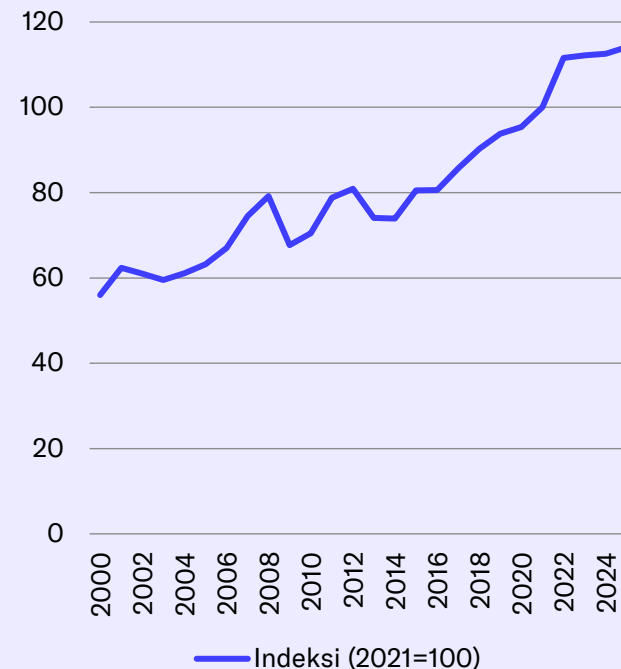
(Raisio Nokian mylly, Stora Enso Veitsiluoto). Näemme Viafin Servicen pystyvän kilpailemaan tarjontansa mukaisesti niin kokonais- kuin osaulkoistuksissa. Viime vuosina on nähty myös vastakkaista trendiä, sillä [Teollisuusliiton katsauksen \(2023/9\)](#) perusteella ainakin Fortum on purkanut kunnossapidon ulkoistamissopimuksia ja myös metsäteollisuus palauttanut kunnossapitoa itselleen. Uskomme takapakin liittyvän yritysten omiin kustannussäästöihin, mutta trendimuutosta emme odota.

Teollisuuden huolto pääosin tasaisesti kasvavaa

Oikealla näkyvä teollisuuden koneiden ja laitteiden huoltopalvelut ovat Suomessa pitkällä aikavälillä kasvaneet vuosittain 4,8 %:n vauhtia (2000-2025 CAGR-%), kun samaan aikaan BKT:n kasvu on ollut reilun 1 % vuodessa. Markkina ei täysin kuvaa välttämättä Viafin Servicen tarjoamaa, mutta antaa mielestämme tarpeeksi hyvän vertailukohdan pitkän aikavälin markkinakehityksestä. Markkina on kasvanut pitkällä aikavälillä vahvasti, mutta ei ole ollut suhdanteille immuuni. Vuonna 2009 volyymit laskivat 15 %:lla. Pitkäkestoisia laskuja ei kuitenkaan ole nähty. Vuosina 2023-25 kasvu on kuitenkin hidastunut historiallisilta tasoilta, sillä teollisuuden koneiden ja laitteiden huoltopalvelut ovat Suomessa olleet noin 1 %:n kasvussa (CAGR). Samaa aikaan BKT on ollut suunnilleen nollakasvussa ja tähän nähden kasvu on ollut kohtuullista.

Mielestämme markkinan voi olettaa kasvavan pitkällä aikavälillä BKT:n kanssa vähintäänkin linjassa. Näemme ulkoistamistrendin jatkumisen avittavan markkinakasvun pidemmällä aikavälillä myös yli BKT:n tason. Kuluvana vuonna pidämme kuitenkin mahdollisena, että markkina ei kasva asiakkaiden kustannussäästöohjelmien keskellä, mihin myös Viafinin 2026 varovainen ohjeistus viittaa.

Kunnossapidon markkinan indeksoitu kehitys*



Toimiala ja markkina 2/2

Markkinoilla paljon toimijoita

Viafin Servicen päämarkkinoilla, teollisuuden kunnossapidossa, on monta toimijaa. Pienten investointitarpeiden vuoksi alalle tulon esteet ovat matalat ja huoltopalvelut kiinnostavat tällä hetkellä strategisesti monia toimijoita. Palveluiden perussopimusten jatkuva luonne ja projekteja parempi suhdannekestävyys houkuttelevat etenkin nykytilanteessa, kun talous- ja markkinatilanteessa on epävarmuuksia. Yhtiön kanssa kilpailevat kansainväliset isot toimijat, pienemmät huoltoyritykset, paikalliset yksityisyrittäjät ja tehtaiden oma huoltohenkilöstö. Isot ja keskisuuret toimijat voivat olla mukana usean eri toimialan (teollisuus, rakentaminen) ja palvelutyypin (huolto, siivous, vartiointi, ruokahuolto) toiminnassa, jolloin teollisuuden palvelut ovat vain osa liiketoimintaa. Näiden toimijoiden leveämpi palvelutarjonta voi olla kilpailuetu isompien tehtaiden perushuollossa.

Markkinoilla isoja ja pieniä toimijoita

Viafin Servicen liikevaihdosta 100 % tulee Suomesta ja yhtiön suurimpia kilpailijoita ovat mm. Assemblin Caverion, Elcoline, Enersense sekä Quant Finland. Sähköpuolella merkittävä kilpailija on Bilfinger. Suurimman pelurin Caverion Suomen liikevaihto oli vuonna 2024 452 MEUR ja liikevoittomarginaali 2,0 %. Pörssilistatun Enersensen liikevaihto oli puolestaan vuonna 2025 307 MEUR ja oik. liikevoittomarginaali 3,2 %. Vuonna 2024 Elcoline Group Oy:n liikevaihto oli 99 MEUR ja liikevoittomarginaali -0,1 %, Quant Finlandin liikevaihto oli 55 MEUR ja liikevoitto-% -5,9 % ja Bilfinger Finlandin 45 MEUR ja liikevoitto-% 5,5 %.

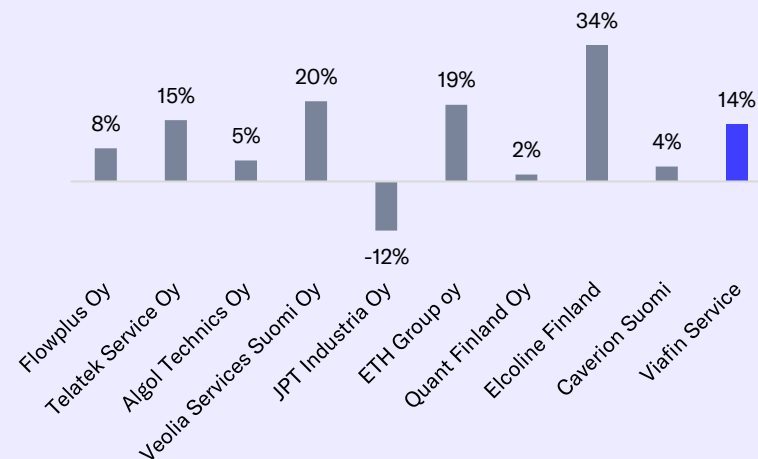
Viafin Service on yksi johtavista toimijoista, vaikka tarkkaa markkina-asemaa on eri teollisuuden kunnossapitoalojen vuoksi vaikea määritellä. Huomioitavaa on, että luvut ovat

yhtiöiden tilinpäätöksistä tai muusta materiaalista, eivätkä välttämättä kerro yhtiöiden teollisuuden kunnossapidon liikevaihdon tasosta. Ne ovat myös vain osia konserneista, eivätkä anna välttämättä kokonaista kuvaa yhtiöstä. Viafin Servicen toiminta-alueet ja myös teollisuusalueet poikkeavat hieman edellä mainituista kilpailijoista ja yritykset kilpailevat tietyillä palvelualueilla keskenään.

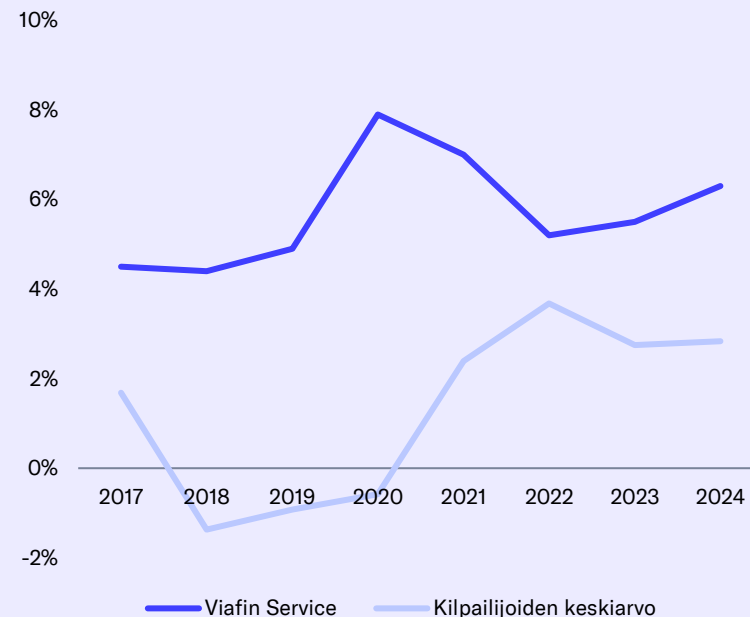
Suomen markkinalla on nähtävissä konsolidaatiokehitystä, mutta vuoden 2019 Caverionin Mainpartner Groupin yritysoston jälkeen yli 100 MEUR:n liikevaihdolla varustettujen yritysten ostoja ei ole nähty. Pienempiä yritysostoja on nähty silti tasaisesti, ja mm. Caverion yhdistyi Assemblinin kanssa vuonna 2024. Yksi kokoaan nopeiten kasvattanut konsolidaattori viime vuosina on ollut Elcoline Group. Se on teollisuuden kunnossapitäjä, jonka asiakasaloja ovat mm. meriteollisuus, terästeollisuus, kaivosteollisuus ja energiateollisuus. Yhtiö osti vuonna 2023 SSG Sahalan sekä vuonna 2024 [Fortumin turbiini- ja generaattoripalvelut](#).

Viafin Servicen kasvu on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskimäärin valikoituja listaamattomia kilpailijoita lievästi korkeampi. Keskimäärin valitut kilpailijat ovat kasvaneet noin 9 % vuosittain 2020-2024, kun Viafin Service on kasvanut noin 14 %:n vauhtia. Viafinin kasvua ovat osaltaan kuitenkin vauhdittaneet yritysostot. Viafin Servicen kannattavuus on samalla ollut alan keskiarvoa parempi ja kannattavuus on myös ollut paljon tasaisempi kuin valikoiduilla kilpailijoilla. Vuosina 2018-2020 kilpailijoiden kannattavuus oli lievästi tappiollista. Parasta kannattavuutta vuonna 2024 teki Telatek Service, 16 %:n marginaalillaan, kertoen alan kannattavuuspotentiaalista. Sen sarjayhdistelijä Auroora osti vuonna 2024.

Liikevaihdon kasvu 2021-2024 (CAGR-%)



Kannattavuus (EBIT-%)



Lähde: Inderes, Viafin Service

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Strategia

Viafin Servicen edellinen strategiakausi (2023-2025) päättyi hiljattain, mutta strategiakautta jatkettiin vuoden 2025 tilinpäätöksen yhteydessä vuoteen 2027. Yhtiö on keskittynyt nykyisessä strategiassaan etenkin kunnossapidon kannattavuuteen, kassakonsolidointiin sekä palvelukyvyyn ja palveluvalikoiman kasvattamiseen. Yhtiö näkee pääosin onnistuneensa toimenpiteissä näiden osalta, mutta parantamisen mahdollisuuksia on edelleen.

Taloudelliset tavoitteet kasvun ja tuloksen osalta ovat kunnianhimoiset, mutta samalla jo nykyisen liiketoiminnan mahdolliseksi todistamia. Kassavirran sekä osingon osalta tavoitteet vaikuttavat realistisilta.

Strategia keskittyy paikalliseen toimintaan

Viafin Servicen strategiassa tavoitellaan laajentumista organisaation sisällä sekä yritysostoin Suomen teollisuuskeskittymissä paikallista läsnäoloa vaalien. Paikallisesti johdetulla yrittäjähenkisellä liiketoiminnalla pyritään hankkimaan alan parhaat osaajat palvelukseen. Tämä on pääpiirteissään sitä, mitä Viafin on historiassaan onnistuneesti toteuttanut.

Maantieteellinen laajentuminen ulottuu nykyisen strategian alla koko Suomen tasolle, eikä selkeitä alueita ole erikseen mainittu. Yhtiö tuntuisi haluavan saavuttaa Suomessa merkittävän aseman ja ulottaa palveluidensa verkoston maanlaajuisiksi usealla teollisuuden toimialalla. Suomeen keskittyminen on mielestämme hyvä ratkaisu tässä vaiheessa yhtiön kehitysvaihetta, sillä kasvettavaa markkinassa vielä riittää.

Arviomme mukaan laajentumisen tahti pysyy kuitenkin nyt aiempia vuosia hitaampana, mistä myös yhtiön vuoden

2026 ohjeistus kertoo. Vuoden 2027 kasvuodotukset ovat puolestaan hyvin pitkälti kiinni markkinan tarjoamista mahdollisuuksista ja teollisuuden investointien heräämisestä.

Yhtiö on saanut viime vuosina merkittävää orgaanista kasvua aikaan, mutta samalla kannattavuus on näkemyksemme mukaan edelleen hieman alamaissa. Käsityksemme mukaan kaikki olemassa olevat toimipisteet eivät ole vielä saavuttaneet potentiaaliaan ja siten on loogista, että yhtiön fokus on tällä hetkellä edelleen kannattavuudessa.

Huomautamme sijoittajille, että ilman viime vuosien yritysostoja yhtiön absoluuttinen liikevoitto ei olisi hankalassa markkinatilanteessa (vuodet 2023-2025) juurikaan noussut (kts. seuraava sivu).

Painopisteet todettu toimiviksi

Viafin Servicen tärkeimmät strategiset painopisteet ovat:

- 1) Asiakaslähtöisen palveluvalikoiman kasvattaminen ja palveluiden maanlaajuisen verkoston laajentaminen.
- 2) Paikallisen liiketoiminnan ja kilpailukyvyyn jatkuva vahvistaminen. Toiminta perustuu paikallisiin, yrittäjähenkisiin yksiköihin, joissa päätöksenteko on lähellä asiakasta.
- 3) Toimialan halutuin työpaikka. Työntekijöillä vapaus ja vastuu tehdä toiminnasta asiakkaiden tarpeisiin sopivaa. Omistajuus yrittäjämäisen toiminnan työkaluna sekä alan parhaiden osaajien rekrytoinnissa ja sitouttamisessa.
- 4) Yritysostot omistaja-arvoa painottaen. Yhtiö kartoittaa jatkuvasti mahdollisuuksia tehdä omistaja-arvoa kasvattavia yritysostoja enemmistöosuuden hankkimalla.

Tärkeimmät strategiset painopisteet 2026–2027

Palveluvalikoima ja verkosto — Asiakaslähtöinen palveluvalikoiman kasvattaminen ja palveluiden maanlaajuisen verkoston laajentaminen.

Paikallisuus ja kilpailukyky — Paikallisen liiketoiminnan ja kilpailukyvyyn jatkuva vahvistaminen. Yhtiön toiminta perustuu paikallisiin, yrittäjähenkisiin yksiköihin, joissa päätöksenteko on lähellä asiakasta.

Toimialan halutuin työpaikka — Yhtiö käyttää omistajuutta yrittäjämäisen toiminnan työkaluna ja alan parhaiden osaajien rekrytoinnissa ja sitouttamisessa

Yritysostot omistaja-arvoa painottaen — Yhtiö kartoittaa jatkuvasti mahdollisuuksia tehdä omistaja-arvoa kasvattavia yritysostoja.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Viime vuosina yhtiö on selvästi aktivoitunut yritysostorintamalla, ja yhtiön kassa sekä kassavirta antavat tähän edelleen resursseja. Yritystojen jatkoon kannalta markkinatilanne voi olla otollinen, kun arvostukset sekä kysyntä ovat tietyissä liiketoiminnoissa laskeneet. Yritystojen prosessin yksi kulmakivi on ollut, että Viafin Servicen tytäryhtiöt toimivat itsenäisinä yhtiöinä ja niiden integroiminen ei ole kovinkaan raskas prosessi ja lähinnä ERP-järjestelmät yhtenäistetään.

Yritystojen toteutus maltillisilla arvostuksilla

Listallaolon aikana yhtiö on tehnyt kuusi yritysostoa, joista ensimmäinen oli Gasum Tekniikka Oy vuonna 2019. Nykyisin liiketoiminta tunnetaan nimellä Viafin Gas Oy. Liiketoiminta on kaasujärjestelmien kunnossapitoa, mikä sopii hyvin yhtiön strategiseen tavoitteeseen laajentua uusiin kunnossapidon palveluihin. Kaasujärjestelmissä putkistot ovat myös erittäin tärkeässä osassa, joten näemme liiketoiminnoille olleen myös hyviä synergioita. Maakaasupuolen osaaminen loi myös pohjaa yhtiön vetyosaamisen rakentamiselle, josta yhtiö on ennakoinut kasvuajuria tulevaisuudessa. Alun vahvan kehityksen jälkeen ostokohteen luvut ovat heikentyneet. Yhtiö teki vuonna 2024 enää 11 MEUR liikevaihdon ja 0,4 MEUR:n käyttökattteen (vrt. sivupalkki). Osasyynä taustalla on käsityksemme mukaan ollut kaasun käytön vähentyminen Suomessa venäläisestä maakaasusta luopumisen jälkeen.

Vuonna 2020 Viafin Service osti Astepa Oy:stä 90 %:n enemmistön. Astepa on ollut hyvin kannattava toimija Lappeenrannan teollisuusalueella. Viafin Service pääsi näin laajentumaan tärkeälle teollisuusalueelle kaupan myötä. Astepan luvut ovat kuitenkin heikentyneet viime vuosina verrattuna ostohetkeen ja uskomme tämän johtuneen

etenkin alueelle tärkeän metsäteollisuuden heikkoudesta. Vuoden 2023 lopussa Viafin Service tiedotti ostaneensa Wind Group -liiketoiminnan JL Steel Group Oy:ltä. Kyseessä oli pieni kauppa eikä kauppahintaa julkistettu. Kuitenkin Wind Groupin myötä Viafin Service laajensi palveluvalikoimaansa tuulivoiman huolto- ja kunnossapitopalveluihin. Strategisesti liike vaikuttaa mielestämme järkevältä ottaen huomioon liiketoiminta-alueen vahvat fundamentit pitkällä aikavälillä. Kauppa myös täydentää Viafin Servicen nykyistä liiketoimintaa, mikä antaa uusia mahdollisuuksia tuulipuistojen ja tuulivoimaloiden asennus- ja kunnossapitopalveluissa.

Vuoden 2024 alkupuolella Viafin Service osti OT Servicen enemmistön (80 %). OT Servicen ostamisella Viafin Service pyrki vahvistamaan asemaansa Pohjois-Suomen kunnossapitomarkkinoilla. OT Service toimii kunnossapito- ja konepajapalveluiden tuottajana etenkin prosessiteollisuudessa. OT Servicen kasvu sekä kannattavuus ovat olleet erinomaiset myös Viafin Serviceen nähden. Ennen yrityskauppaa yhtiö oli tietojemme mukaan kasvanut keskimäärin vuosittain 9 % (CAGR-%) ja kannattavuus oli EBIT-marginaalilla mitattuna kaksinumeroinen. Siinä mielessä oikealla näkyvät lisäkauppahinnalla lasketut kertoimet eivät olleet kalliita. Vuonna 2025 yhtiö hankki puolestaan sähköalan kunnossapitoon keskittyneet yhtiöt, jotka nykyisiltä nimiltään ovat Viafin Bear ja Viafin Workteam. Myös ne olivat hyvin kannattavia (EBIT-% yhteensä 11 %) ja kauppahinta oli edullinen (EV/EBITDA 6x), jos lisäkauppahinnat tulevat maksuun täysimääräisesti. Vuoden 2026 alussa hankittiin vielä pieni, mutta erittäin kannattava Vaajakosken Sähkösepat, joka yhdistettiin Viafin Industrial Service Keski-Suomen alle. Sen kauppahintaa ei julkistettu.

Viafin Servicen yritysostot

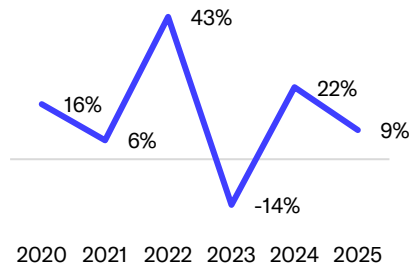
2019 Gasum Tekniikka Oy	• Liikevaihto 15 MEUR, EBITDA 0,7 MEUR (2018) • Kaasun kunnossapito • EV/S 0,3x, EV/EBITDA 6x
2020 Astepa Oy	• Liikevaihto 2,3 MEUR, EBITDA 0,18 MEUR (2019) • Teollisuuden kunnossapito • EV/S 0,4x, EV/EBITDA 5x
2023 Wind Group	• Liikevaihto 0,5 MEUR, EBITDA 0,17 MEUR (2022) • Tuulivoiman kunnossapito • Ei kauppahintaa
2024 OT Service Oy	• Liikevaihto 11,7 MEUR, EBITDA 1,4 MEUR (2023) • Teollisuuden kunnossapito ja konepajapalvelut • EV/S 0,5x, EV/EBITDA 5x
2025 Bear Group Finland Oy ja Karhu Workteam oy	• Liikevaihto 6,6 MEUR, EBITDA 0,75 MEUR (2024) • Sähköalan kunnossapito • EV/S 0,4x, EV/EBITDA 4-6x riippuen lisäkauppahinnan ehtojen toteutumisesta
2026 Vaajakosken sähkösepat	• Liikevaihto 0,9 MEUR, EBITDA 0,19 MEUR (2022) • Sähköalan kunnossapito • Ei kauppahintaa

Lähde: Inderes, Viafin Service

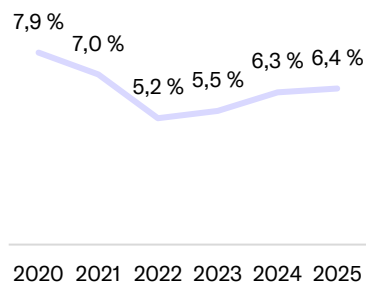
Viafin Servicen strategian taloudelliset tavoitteet

 Taloudelliset tavoitteet (2023-2027)			
Kasvu 10 %:n kasvu keskimäärin vuosittain	Kannattavuus Tavoitteena 8 %:n liikevoittomarginaali	Kassakonversio < 100 % Operatiivinen kassavirta ennen rahoituseriä ja veroja / Käyttökate	Osinko Kasvava osinko
- Kasvutavoite vaikuttaa historia huomioiden realistiselta - Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiö on kasvanut keskimäärin 11 %:n vuosivauhtia - Vuoden 2026 liikevaihdon kuitenkin ohjeistettiin haarukan keskikohdassa laskevan noin 5 %:lla haastavan markkinan jatkuessa - Pidemmällä aikavälillä yhtiöllä on edellytykset markkinoita nopeampaan kasvuun Kunnossapidon toimipisteiden orgaanisen kasvun ja yritysostojen avulla	- Viafin Service on tehnyt viime vuosina suhteellisen vakaata ja samalla toimialaa parempaa kannattavuutta ja vuonna 2025 taso oli 6,4 % - Strategisesti tärkeä kehityskohde ja kunnossapidon kannattavuuden terävöittäminen on viime vuosina jo osin edennyt - Historian (2020) perusteella 8 %:n tavoitteen saavuttaminen ei vaikuta täysin poissuljetulta - Yhdessä korkean kasvutavoitteen kanssa tason saavuttaminen voi kuitenkin arviomme mukaan olla hankalaa	- Yhtiön liiketoimintamallin perusteella kassakonversion yli 100 % -tavoitteen saavuttaminen ei pitäisi olla erityisen haastavaa, mistä vuoden 2025 120 % kassakonversio oli hyvä osoitus - Mielestämme yhtiön kevyt ja vuolasta kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli ei ole saanut tarpeeksi huomiota, joten kassavirran korostaminen ja sen laatuun panostaminen on järkevää	- Osinkoa yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan kasvattamaan vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallinsa ansiosta - Osingonmaksu vaatii kuitenkin yhtiöltä vakaan kannattavuuden ylläpitoa myös tulevaisuudessa - Osingon maksimoiminen ei arviomme mukaan kuulu tässä vaiheessa yhtiön ykköstavoitteisiin, sillä yhtiö on edelleen kasvuvaiheessa

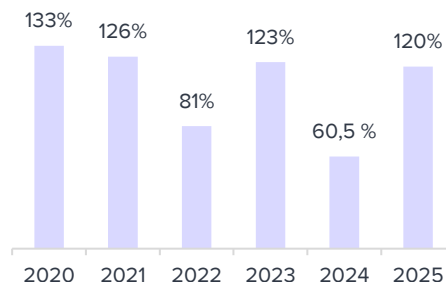
Liikevaihdon kasvu-%



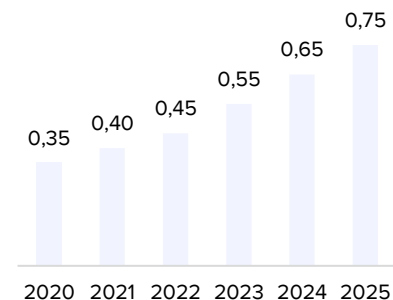
Liikevoitto-%



Kassakonversio-%



Osinko per osake



Taloudellinen tilanne 1/2

Tase on vahva

Viafin Servicen taseasema on hyvin vahva ja jopa ylikapitalisoitunut kohtuullisen hyvän tuloskehityksen ja vahvan kassavirran myötä. Yhtiöllä ei ole taserakenteeseen liittyviä julkistettuja tavoitteita (nettovelkaantumisaste tai omavaraisuusaste), mutta yhtiön ei lähiaikoina todennäköisesti tarvitse olla huolissaan ainakaan taseen liiasta velkaantumisesta.

Vuoden 2025 taseen perusteella yhtiön omavaraisuusaste oli noin 54 % ja velattoman taseen (ilman IFRS 16 velkoja) takia velkaantumisaste oli selvästi negatiivinen. Vuoden 2025 lopussa yhtiön kassavarat olivat 11 MEUR:ssa eli noin 3 euroa osakkeelta. Vaikka kassavarat ovat laskeneet (2023: 17,2 MEUR) yritysostojen vuoksi, olivat ne edelleen 22 % yhtiön taseen loppusummasta. Yhtiön tase on näin ollen hyvinkin vahva yritysostoin ja orgaanisesti toteutettavaa kasvustrategiaa ajatellen.

Taseen vastaavaa-puoli

Yhtiön taseasema on viimeisten yritysostojen myötä muuttunut hieman ja kasvattanut kokoaan. Taseen loppusumma oli vuoden 2025 lopussa 50,8 MEUR, kun se vuoden 2023 lopussa oli 40,0 MEUR. Yritysostojen myötä liikearvo sekä aineelliset hyödykkeet ovat taseessa nousseet. Aineellisten hyödykkeiden nousu on seurausta Ot-Servicen sekä Bear Group Finlandin ja Karhu Workteamin käyttöoikeusomaisuuserien noususta (IFRS 16), mikä on seurausta ostetun yhtiön vuokralla olevista tiloista. Sinänsä konkreettista kiinteää omaisuutta taseeseen ei kaupan myötä tullut merkittävästi.

Yritysostot kuitenkin nostavat taseessa olevaa pääomaa ja

ne myös vaikuttavat pääoman tuottolukuihin hieman heikentävästi. Pääoman tuottolukujen perusteella tulevaisuudessa voi myös seurata, kuinka onnistuneita yritysostot todellisuudessa olivat.

Ennusteillamme yhtiön pääoman tuotot pysyvät kuitenkin tulevaisuudessa hyvällä tasolla lähes 30 %:ssa (ROIC-%), mutta ne tulevat laskemaan historian noin 45 %:n tasosta.

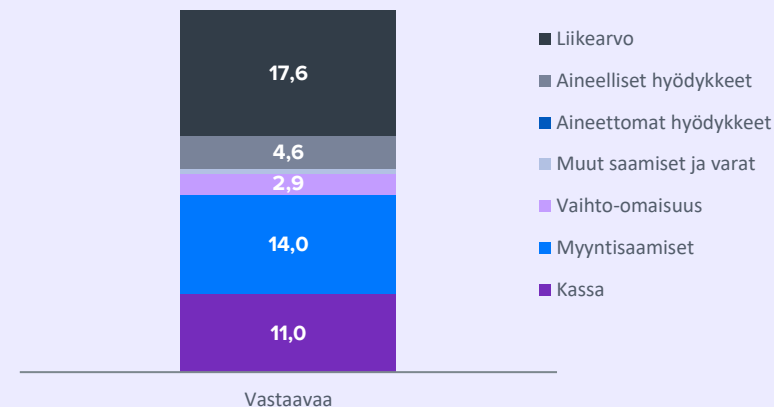
Liikearvo korostuu entisestään

Yhtiön taseessa korostuu liikearvo (17,6 MEUR), joka on nyt noin 35 % taseen loppusummasta (2023: 20 %). Liikearvo on kertynyt ennen listautumista tehtyjen yhtiöittämisten ja viime vuosien yritysostojen seurauksena. Liikearvon korkeasta osuudesta huolimatta liiketoimintojen odotetun positiivisen kehityksen myötä emme näe merkittävää riskiä, että liikearvoon kohdistuisi painetta alaskirjauksille. Liikearvoa ei poisteta taseesta IFRS-raportoinnissa. Sen staattisen luonteen vuoksi yhtiön (tai yritysostojen) tuloksenteonkyvyn tulee säilyä samalla tasolla tai parantua, jotta pääoman tuotot säilyvät tai parantuvat nykyisestä tasostaan (muiden tekijöiden säilyessä ennallaan).

Taseessa oikean kiinteän omaisuuden osuus on vähäinen. Kiinteästä omaisuudesta vastaavat 2,1 MEUR:n koneet ja kalusto -erä. Tämän lisäksi IFRS 16 mukaisia eriä varoissa on 2,5 MEUR käyttöoikeusomaisuuserän muodossa.

Vuoden 2025 lopussa lyhytaikaisissa varoissa näkyy kassan (11,0 MEUR) lisäksi yhtiön pieni varasto (2,9 MEUR) sekä myyntisaamiset (14 MEUR). Arvioimme, että myyntisaamisiin ei liity merkittäviä riskejä luottotappioista, kuten yhtiökin on todennut vuoden 2025 vuosikertomuksessaan.

Taserakenne 2025 lopussa



Taloudellinen tilanne 2/2

Taseen vastattavaa-puoli

Oma pääoma yhtiöllä oli vuoden 2025 lopussa noin 27,3 MEUR. Tästä 1,3 MEUR oli vähemmistöosuuksia. Toimiva henkilöstö omistaa usein tytäryhtiöistä osuuden sitouttamistarkoituksen mukaisesti. Tämä vähentää myös nettotuloksen määrää, kun vähemmistöille tuloutetaan heidän osuutensa.

Velkapuolella yhtiön merkittävät erät liittyvät käyttöpääomaan. Ostovelat olivat vuoden 2025 lopussa 20,2 MEUR ja saadut ennakot asiakkailta noin 0,3 MEUR. Verrattaessa ostovelkojen määrää yhtiön varaston arvoon sekä myyntisaamisten määrään, on yhtiön nettokäyttöpääoma selvästi negatiivinen. Liiketoiminta rahoittaakin itsensä hyvin etupainotteisesti, kunhan kasvua saadaan aikaan.

IFRS 16 tuo varojen lisäksi taseeseen vuokrasopimusvelkoja noin 2,6 MEUR:lla, mikä näkyy veloissa. Muuten korollista velkaa yhtiöllä ei ole ja yhtiön nettovelka on selvästi negatiivinen.

Taserakenne oivallinen kasvuun sekä osinkoihin

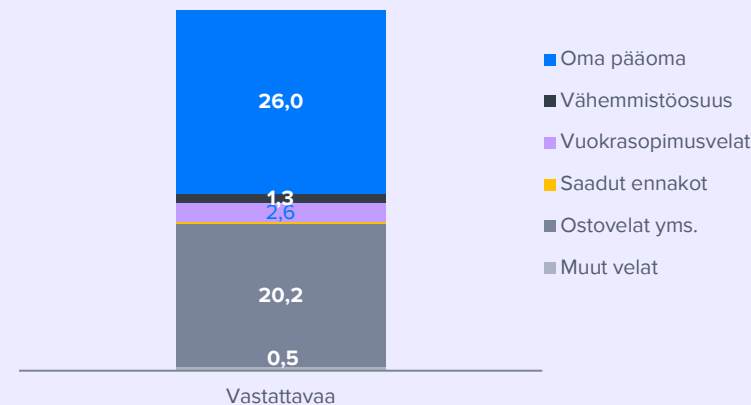
Kokonaisuutena Viafin Servicen taloudellinen asema on nykyisellään vahva. Liiketoiminnan kannattavuus on pysynyt kohtuullisen hyvällä tasolla ja samalla mahdollistanut positiivisen operatiivisen kassavirran. Vahva kassavirta mahdollistaa myös vahvan osingon, johon myös yhtiö haluaa pidemmällä aikavälillä profiloitua. Odotamme yhtiön jakavan osinkovirtaa omistajilleen yhtiön tavoitteiden mukaisesti (vuosittain kasvava osinko), vaikka suurin painopiste yhtiöllä onkin nyt tuloskasvussa ja sen vaatimissa investoinneissa. Matka pörssissä tähän asti on

kuitenkin näyttänyt, että yhtiön ei tarvitse kasvua varten investoida merkittävästi, joten rahaa jää hyvin myös osinkoihin.

Viafin Servicen investointitarve käyttöomaisuuteen on myös erittäin vähäinen (pl. IFRS 16 -erät), koska liiketoiminta pohjautuu vahvasti henkilöstön osaamiseen. Yhtiön toimitilat ovat vuokrattuja, eikä kiinteään omaisuuteen ole juuri investoitu. Yhtiöllä ei ole käsityksemme mukaan myöskään lähitulevaisuudessa odotettavissa merkittäviä investointeja mahdolliset yritysostot pois lukien.

Rajallisten investointien, vahvan kassan ja kevyen pääomarakenteen myötä liiketoiminta mahdollistaa mielestämme tulevaisuudessa ennusteidemme mukaisen kasvavan osingon, vaikka tuloksellisesti vuodet eivät olisikaan ennusteidemme mukaisia. Osinko tarjoaa näin hyvää tukea epävarmoina aikoina.

Taserakenne 2025 lopussa



Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Ennustamme Viafin Servicen liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä pääasiassa yhtiön uusien toimipisteiden, markkinaennusteiden ja talouskehityksen kautta. Seuraamme erikseen sekä Projektien että Kunnossapidon liikevaihdon kehitystä ennusteissamme puolivuotistasolla. Yhtiö raportoi kvartaaleittain liikevaihdon ja muutaman avainluvun, mutta tarkemmat ennusteemme ovat puolivuotistasolla. Kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön kulurakennetta ja peilaamme yhtiön tavoitehaarukan realistisuutta. Pitkän ajan ennusteiden pohjana käytämme arvioitua liikevaihdon markkinakasvua ja Viafin Servicelle arvioimaamme kestävää, ja jo saavutettua kannattavuustasoa.

Tärkeä huomioitava asia Viafin Servicen ennusteissa on myös se, että mahdollisia yritysostoja ei ole mukana. Yritysostojen toteutumista ajallisesti on hyvin vaikea ennakoita, minkä vuoksi niiden sisällyttäminen voisi viedä sijoittajia harhaan ostojen antaessa odottaa itseään.

Vuodesta 2026 tulossa välivuosi tulokasvun osalta

Laskimme laajan raportin yhteydessä kuluvan vuoden liikevaihtoennustettamme 1 %:lla 95 MEUR:oon ja liikevoiton ennustettamme noin 5 %:lla 6,2 MEUR:oon, sillä Iranissa alkanut sota lisää riskejä Suomen talouden piristymistä kohtaan (ennustemuutokset kokonaisuudessaan sivulla 22).

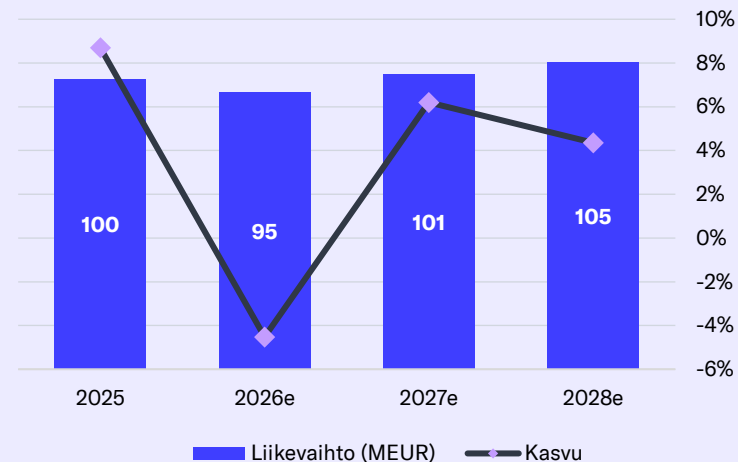
Viafin ohjeistaa vuodelle 2026 90–100 MEUR liikevaihtoa ja 5,8–7,4 MEUR:n liikevoittoa. Näkymien osalta yhtiö kertoi, että vuoden 2026 alkaessa markkina- ja geopoliittinen tilanne jatkuu epävakana viime vuoden tapaan, mikä saattaa aiheuttaa kunnossapitoprojektien ja

suurempien investointiprojektien lykkääntymistä. Kilpailukentässä on nähtävissä myös vahvaa hintakilpailua. Yhtiö näkee kuitenkin vahvuutenaan yrittäjähenkisen ja ketterän organisaation, sekä vahvan paikallisen läsnäolon, joka tarjoaa hyvän perustan toimia kannattavasti myös haastavassa markkinaympäristössä. Kommenttien perusteella nykyisessä markkinassa yhtiötä tukee kunnossapito-osaamisen laajentuminen sähköön yhdessä muun teollisuuden kunnossapidon kanssa. Lisäksi vahva asema teollisuusputkistoprojektien toteuttajana sekä kaasuja vetyteknologiaosaajana, antavat hyvät mahdollisuudet hyötyä tulevista investoinneista.

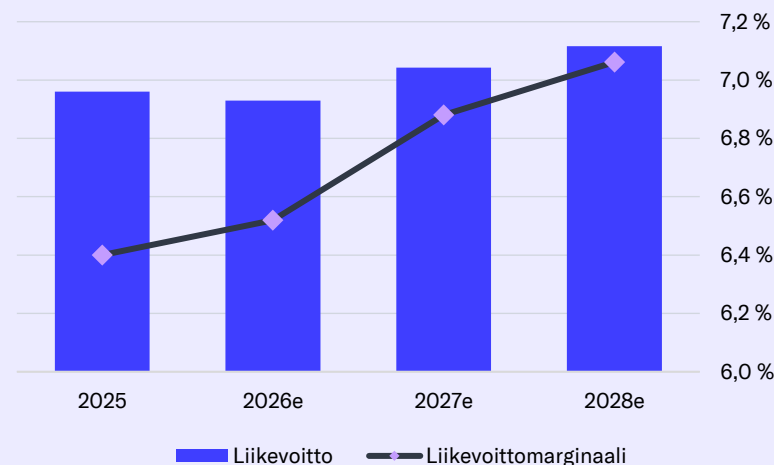
Vuonna 2026 ennustamme Kunnossapidon liikevaihdon pysyvän lähellä viime vuoden tasoa ollen 86,5 MEUR. Liikevaihto laskee kuitenkin orgaanisesti, sillä vuonna 2025 hankittujen Viafin Bearin ja Viafin Workteamin vaikutus näkyy vielä tammi-helmikuussa (+1 MEUR). Myös vuoden 2026 alussa toteutettu Vaajakosken Sähkösepät tukee kokovuoden liikevaihtoa noin 0,9 MEUR:lla.

Lisäksi projektimarkkinalta odotamme edelleen vastatuulta ja etenkin H1:llä vertailukausi oli niissä vielä kohtuullisen hyvä niiden osalta. Koko vuoden osalta projektimyynti jää ennusteissamme 8,6 MEUR:oon, missä on tiputusta reilut 30 % viime vuoteen. Projektit-liiketoiminnan palautuminen on tärkeää jatkuvalle kannattavuuden nousulle, sillä se on ollut Viafin Servicelle hyvin kannattavaa liiketoimintaa. Tämä edellyttää kuitenkin teollisuuden investointien piristymistä. Kokonaisuutena yhtiön 2026 liikevaihdon ennustamme laskevan 4,5 %:lla 95 MEUR:oon, mutta liiketuloksen laskevan lievemmin 6,2 MEUR:oon (2025: 6,4 MEUR). Liikevoittomarginaalia tukee kokonaistehokkuuden lievä parantuminen strategian mukaisesti.

Liikevaihtoennusteet



Liikevoittoennusteet



Ennusteet 2/2

Vuosien 2027-2028 ennusteet

Kasvuennusteemme lähivuosille ovat pitkälti riippuvaisia uusien toimipaikkojen mahdollisista avaamisista, nykyisten toimipisteiden liiketoiminnan etenemisestä ja projektimarkkinan kysynnän palautumisesta. Yhtiön kasvu on lyhyen historian aikana ollut aina hyvin vahvaa, mutta arvioimme, että merkittävästi uusia orgaanisia kasvuavauksia ei lähivuosina ole tulossa ainakaan ennen kuin nykyisten yksiköiden operatiivinen toiminta on saatu hyvälle tasolle. Todennäköiset yritysostot voisivat tukea ennusteitamme selvästi niiden toteutuessa.

Vuoden 2027 osalta odotamme liikevaihdon kasvavan 6 % 101 MEUR:oon ja vuonna 2028 4 % 105 MEUR:oon. Oletuksemme perustuvat kasvuun kääntyvään Kunnossapidon markkinaan ja piristyvään Projektit-liiketoiminnan aktiviteettiin. Kunnossapidon liikevaihdon odotamme nousevan kyseisinä vuosina noin 2-3 %:lla, kun asiakkailla alkaa mennä jälleen kokonaisuutena paremmin ja mm. kunnossapidon pienprojekteja tehdään herkemmin. Projekteissa odotamme liikevaihdon palautuvan ensin vuonna 2027 vuoden 2025 tasolle 12,5 MEUR ja sitten vuonna 2028 14 MEUR:n tasolle, mutta olevan edelleen kaukana vuoden 2022 lähes 23 MEUR:n liikevaihtotasosta.

Odotamme myös yhtiön tulokasvun jälleen piristyvän ja liikevoiton vuonna 2027 nousevan 6,9 MEUR:oon (2026e: 6,2 MEUR) ja marginaalin parantuvan 6,9 %:iin (2026e: 6,5 %). Vuoden 2028 osalta odotamme 7,4 MEUR:n liikevoittoa ja marginaalin parantuvan 7,1 %:iin. Korkeampi liikevaihdon taso ”erinomaista” tulosta tekevästä Projektit-liiketoiminnasta parantaa konsernin tulosta. Myös Kunnossapidon toimipisteiden prosessien ylösajo ja kannattavuusparannus etenevät vaiheittain.

Yhtiöllä ei ole korollista velkaa eikä näin ollen merkittäviä rahoituskuluja. Alariveillä näkyy kuitenkin vähemmistöosuuksien merkitys. Odotamme vähemmistöosuuden olevan kuitenkin lähivuodet vain noin 0,2-0,3 MEUR, joten sen merkitys jää isossa kuvassa vähäiseksi. Nettotuloksen odotamme nousevan vuoteen 2028 mennessä 5,9 MEUR:oon (2025: 4,8 MEUR) ja osakekohtaisen tuloksen nousevan noin 7 %:lla (CAGR) 1,68 euroon vuoden 2025 1,37 eurosta.

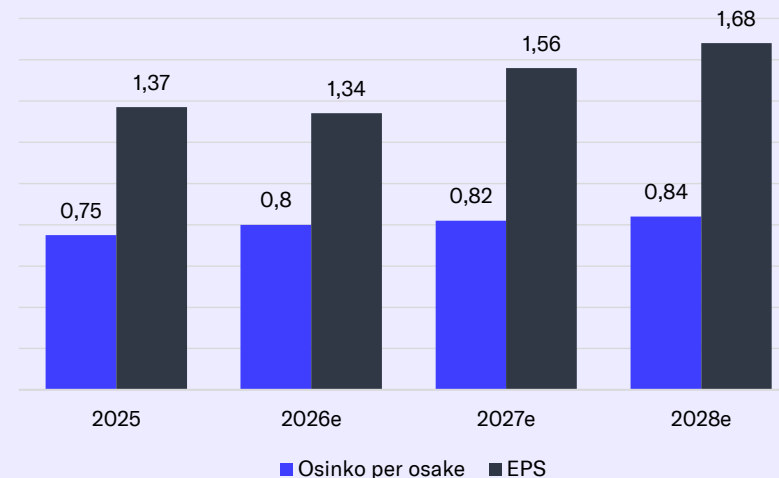
Osinkoennusteet

Yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti ennustamme osingon nousevan asteittain 0,84 euroon per osake (2025e: 0,75 euroa) vuoteen 2028 mennessä. Tämä vastaa noin 50 % jakosuhdetta yhtiön nettotuloksesta. Yhtiöllä on vahva kassa, ja sillä on hyvät mahdollisuudet jatkaa myös tulevaisuudessa osinkojen kasvattamista tulevista kasvuinvestoinneista huolimatta.

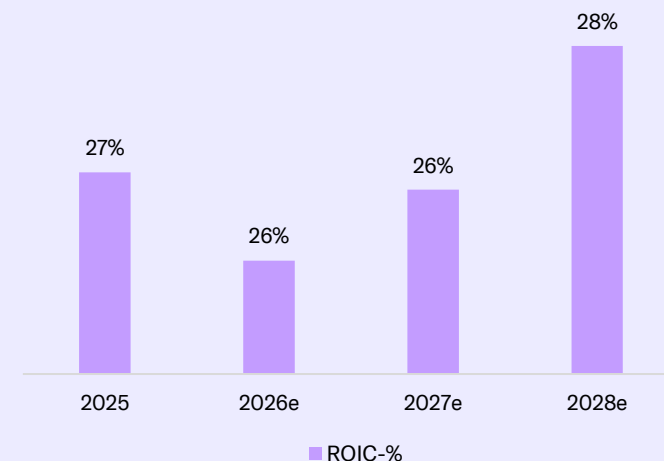
Pidemmän ajan ennusteet

Vuodesta 2029 eteenpäin yhtiön orgaaninen vuosikasvu on ennusteillamme aluksi noin 3 %:n tasolla, mutta hidastuu siitä pitkällä aikavälillä noin 1 %:iin. Kannattavuuden odotamme pysyvän kestävästi kohtuullisella tasolla. Vuosina 2029-2031 liikevoitto-% on ennusteissamme noin 7,0 %, mutta pitkällä aikavälillä kannattavuusennusteemme on selvästi alle nykyisen tavoitetason (yli 8 %) alapuolella noin 6 %:ssa, mikä on myös hieman alle yhtiön historiallisen tason. Tuloksen osalta emme odota yhtiön pääsevän tavoitteisiinsa lyhyellä tai pitkällä aikavälillä, vaikka Viafin on jo aikaisempien vuosien aikana ollut lähellä tavoitetasoaan (2020: 7,9 %). Tämä varovainen arviomme heijastelee sitä, että kilpailu voi markkinalla kiristyä pidemmällä aikavälillä.

Ennusteet



Pääoman tuoton ennuste



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	75,4	91,6	49,9	49,7	99,6	46,0	49,1	95,1	101	105,4	108,6
Kunnossapito	69,5	75,7	42,8	44,3	87,1	42,0	44,5	86,5	88,5	91,4	94,1
Projektit	5,9	15,9	7,1	5,4	12,5	4,0	4,6	8,6	12,5	14,0	14,4
Käyttökate	5,4	7,5	3,2	4,9	8,1	3,1	5,0	8,1	8,7	9,3	9,5
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-1,7	-0,9	-0,8	-1,7	-0,9	-1,0	-1,9	-1,7	-1,8	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,2	5,7	2,3	4,1	6,4	2,2	4,0	6,2	6,9	7,4	7,6
Liikevoitto	4,2	5,7	2,3	4,1	6,4	2,2	4,0	6,2	6,9	7,4	7,6
Nettorahoituskulut	0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	4,6	5,9	2,3	4,0	6,3	2,2	4,0	6,2	6,9	7,4	7,6
Verot	-1,0	-1,2	-0,5	-0,9	-1,4	-0,4	-0,8	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4
Vähemmistöosuudet	-0,2	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
Nettotulos	3,5	4,4	1,7	3,0	4,8	1,7	3,0	4,7	5,4	5,9	6,0
Nettotulos	3,5	4,4	1,7	3,0	4,8	1,7	3,0	4,7	5,4	5,9	6,0
EPS (oikaistu)	0,99	1,26	0,50	0,87	1,37	0,47	0,86	1,34	1,56	1,68	1,72
EPS (raportoitu)	0,99	1,26	0,50	0,87	1,37	0,47	0,86	1,34	1,56	1,68	1,72

Tunnusluvut	2023	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-13,7 %	21,6 %	19,8 %	-0,5 %	8,7 %	-7,8 %	-1,2 %	-4,5 %	6,2 %	4,4 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		37,9 %	30,1 %	3,6 %	11,9 %	-6,0 %	-2,0 %	-3,4 %	12,1 %	7,1 %	2,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,5 %	6,3 %	4,7 %	8,2 %	6,4 %	4,8 %	8,1 %	6,5 %	6,9 %	7,1 %	7,0 %
Liikevoitto-%	5,5 %	6,3 %	4,7 %	8,2 %	6,4 %	4,8 %	8,1 %	6,5 %	6,9 %	7,1 %	7,0 %

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	96,5	95,1	-1 %	102	101	-1 %	105,9	105,4	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,5	6,2	-5 %	7,2	6,9	-4 %	7,5	7,4	-1 %
Liikevoitto	6,5	6,2	-5 %	7,2	6,9	-4 %	7,5	7,4	-1 %
Tulos ennen veroja	6,5	6,2	-5 %	7,2	6,9	-4 %	7,5	7,4	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,37	1,34	-2 %	1,62	1,56	-4 %	1,70	1,68	-1 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	15,0	13,9	20,7	24,5	24,8
Liikearvo	8,1	8,6	14,1	17,6	17,6
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,1	1,0	1,1	1,2
Käyttöomaisuus	5,2	4,6	5,0	5,2	5,4
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Vaihtuvat vastaavat	28,8	27,9	27,5	29,3	32,2
Vaihto-omaisuus	2,2	2,9	2,7	2,9	3,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	16,4	14,0	14,3	15,2	15,8
Likvidit varat	10,1	11,0	10,5	11,2	13,3
Taseen loppusumma	49,7	50,8	51,7	53,8	57,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	26,0	27,3	29,3	31,9	35,0
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,0	8,0	10,0	12,6	15,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,6	17,9	17,9	17,9	17,9
Vähemmistöosuus	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Pitkäaikaiset velat	2,8	2,5	1,6	0,7	0,4
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	2,4	2,1	1,2	0,3	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Lyhytaikaiset velat	20,9	21,0	20,8	21,1	21,6
Korolliset velat	0,5	0,5	1,2	0,3	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,2	19,2	18,3	19,4	20,3
Muut lyhytaikaiset velat	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Taseen loppusumma	49,7	50,8	51,7	53,8	57,0

Sijoitusprofiili

1

Kasvuyhtiö kohtuullisen vakaalla kannattavuudella

2

Yhtiön kohdemarkkina on pitkällä aikavälillä kasvanut vahvasti

3

Erittäin vahva pääoman tuotto

4

Syklisten asiakastoimialojen luomat riskit

5

Vahva kassavirta antaa edellytyksiä investoida kasvuun ja jakaa osinkoa

Potentiaali

- Liikevaihdon kasvu
- Kannattavuuden palauttaminen historiallisille tasoille
- Nykyisessä palveluvalikoimassa laajentuminen uusien toimipaikkojen ja yritysostojen kautta
- Uudet palvelualueet (esimerkiksi vety, tuulivoima, datakeskukset)
- Tuloskasvu vähän pääomaa sitovassa liiketoimintamallissa mahdollistaa korkean pääoman tuoton, vahvan kassavirran ja kasvavan osingon

Riskit

- Mahdollisten yritysostojen epäonnistumisen riski
- Projektit-liiketoiminnan markkina- ja suhdanneriskit vakaasti jatkuvasta Kunnossapito-liiketoiminnasta huolimatta
- Yhtiön aggressiivisen kasvun myötä hintakilpailu voi kiristyä
- Suurimmassa osassa yhtiön liiketoimintaa matalat alalle tulon esteet ja kestävien kilpailuetujen puute rajaa kasvupotentiaalia

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Hyväksyttävä arvostus

Mielestämme paras tapa arvottaa yhtiötä on käyttää ison nettokassan huomioivia EV-kertoimia. Toisaalta vähemmistöosuusien vaikutukset eivät heijastu käyttökatteeseen tai liikevoittoon, jonka vuoksi myös P/E-luku on hyvä olla mukana arvonmäärityksessä. Tasearvostus ei juuri sovi Viafin Servicen kaltaiselle yhtiölle, sillä yhtiöllä ei juuri ole varoja tai omaisuutta taseessa.

Näkemyksemme mukaan Viafin Servicen arvostus saa tukea yhtiön vahvojen historiallisten näyttöjen vahvistamasta kasvuprofiilista, hyvää kassavirtaa tuottavasta liiketoimintamallista ja jatkuvaluonteisen kunnossapitoliiiketoiminnan suuresta osuudesta (2025: 87 % ja normaalisti noin 75 % liikevaihdosta). Samalla kertoimia kuitenkin rajoittaa yrityksen pieni koko ja projektiliiketoiminnan heikompi ennustettavuus.

Näytöt yhtiön pörssihistoriassa ovat olleet hyviä ja kohentaneet matkan varrella luottamustamme yhtiön suorituskykyyn. Vahvan kasvun ja tuottoisan liiketoimintamallin ansiosta Viafin Serviceä tulisi hinnoitella mielestämme lähelle pörssin pitkän aikavälin keskiarvoa (2008-2025 ~P/E: 14x). Edellä mainitut seikat huomioiden hyväksyttävä arvostushaarukkamme on: P/E: 13-15x, EV/EBIT: 9-11x, EV/EBITDA: 6-8x. Mielestämme haarukkamme kertoimet ovat kohtuullisen maltilliset yhtiön pääomakevyeen liiketoimintamalliin ja yhtiön historialliseen suoritustasoon sekä kasvustrategiaan nähden.

Absoluuttinen arvostus

Ennusteillamme osakkeen vuoden 2026e arvostus (P/E 14x, EV/EBIT 10x, EV/EBITDA 7,6x) on hyväksymämme arvostuksen tasolla. Vuoteen 2027e katsottaessa (P/E 12x,

EV/EBIT 8x, EV/EBITDA 6,7x) kertoimet painuvat jo hyväksymämme haarukan alapuolelle. Tuloskasvun realisoituminen onkin osakkeen tärkein ajuri ja merkittävimmät epävarmuudet sen realisoitumiseen liittyvät projektimarkkinan palautumiseen sekä kannattavuuden nousuun kunnossapidon tehostamistoimien edetessä.

Nojaamme tällä hetkellä hyväksyttävän arvostushaarukkamme keskikohtaan, mutta tulevaisuudessa yhtiön liiketoiminnan todistaessa kestävästi suorituskykynsä ja etenkin kykynsä orgaaniseen kasvuun, voimme nähdä hinnoittelun siirtyvän myös hyväksyttävän tasomme yläpäähän.

Arvostus lievästi verrokkien alapuolella

Lähivuosille verrokkien mediaaniarvostus on niin ikään maltillinen (26-27e: P/E: 14x ja 12x, EV/EBIT: 10x ja 9x, EV/EBITDA: 8x ja 7x), ja mielestämme yhtiötä tulisi hinnoitella melko linjassa vertaistensa kanssa. Tätä kautta verrokkianalyysi viestii osakkeen olevan suhteellisen oikein hinnoiteltu, sillä nykyinen hinnoittelu on linjassa verrokkeihin. Mielestämme myös toimintaympäristön parantuminen perustelisi verrokkimediaanin kertoimien nousuvaraa. Samalla kuitenkin toteamme, että verrokkianalyysi ei ole paras mahdollinen keino Viafin Servicen arvon määrittämiseksi, sillä ryhmän yhtiöiden liiketoimintamallit, markkina-alueet, koot ja pääoman tuottopotentiaalit vaihtelevat suuresti.

Viafinin osinkotuotto-% on verrokkeja hieman korkeampi, jonka näemme antavan tukea arvostukselle. Tämän mittarin näemme kertovan myös omalta osaltaan yhtiön keskimääraistä verrokkia vuolaammasta rahavirrasta, jota riittää hyvin kanavoitavaksi myös omistajille.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	19,0	19,0	19,0
Osakemäärä, milj. kpl	3,48	3,48	3,48
Markkina-arvo	66	66	66
Yritysarvo (EV)	61	58	55
P/E (oik.)	14,2	12,2	11,3
P/B	2,4	2,2	2,0
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	7,6	6,7	6,0
EV/EBIT (oik.)	9,8	8,4	7,4
Osinko/tulos (%)	59,8 %	52,7 %	49,9 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,3 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

DCF-arvonmääritys

Annamme Viafin Servicen arvonmäärityksessä painoarvoa myös kassavirtamallille (DCF). Sen käyttökelpoisuutta tukee nähdäksemme yhtiön ennustettava kassavirtaprofiili. DCF-malli ei tosin ota huomioon mahdollisia yritysostoja, mikä hieman heikentää sen pitkän aikavälin käyvän arvon signaalointiarvoa. Se kuitenkin ottaa huomioon yhtiön vahvan kassan.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksiköllä 1,0 %:n vuositasolle ja EBIT-marginaali noin 6 %:iin. Tämä on selvästi alle yhtiön tavoitteen (8 %), mutta lähellä yhtiön viime vuosien suoritusta (2021-2025 ka: 6,1 %). Mallissa terminaaliyksikön painoarvo kassavirtojen nykyarvosta on suhteellisen maltillisella tasolla 46 %:ssa. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,1 % ja oman pääoman kustannus on 10,8 %. Huomioiden yhtiön pieni koko, kehitysvaihe ja tulospääasema odotuksiin liittyvät riskitekijät, on diskonttokorko mielestämme oikeutetulla tasolla. Selkeää laskuvaraa nykyisessä korkoympäristössä tuottovaatimuksessa ei mielestämme ole.

DCF-malli ei ota huomioon mahdollisia yritysostoja, mutta se noteeraa yhtiön nettokassan. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 20,6 euroa, mikä on yli yhtiön nykyisen osakekurssin. DCF-mallimme on nähtävillä sivulla 29 ja sivulla 30 on nähtävillä herkkyysskalkelmat keskeisten parametrien valinnan suhteen.

Nettokassa mahdollistaa lisäarvonluonnin

Yhtiön nettokassan (~3 euroa/osake) onnistunut allokointi epäorgaaniseen kasvuun tarjoaisi mahdollisuuden

lisäarvonluonnille, josta sijoittaja luonnollisesti hyötyisi. Tämä kuitenkin edellyttää sopivien ostokohteiden löytämistä kohtuullisin kertymin. Nähdäksemme yhtiö on onnistunut laajentamaan palveluvalikoimaansa epäorgaanisesti, ja kauppahinnat ovat säilyneet maltillisina (EV/EBITDA ~5x) mahdollistaen arvonluonnin.

Tuotto-odotus on edelleen houkutteleva

Kuten edellisellä sivulla kävimme läpi, arvioimme yhtiön kuluva vuoden arvostuskertoimet pitkälti neutraaleiksi. Siten tulospääaseman realisoituminen lähivuosina on osakkeen tärkein ajuri. Merkittävimmät epävarmuudet sen realisoitumiseen liittyvät toimintaympäristön kehitykseen sekä yhtiön kykyyn hallita tehokkuuttaan.

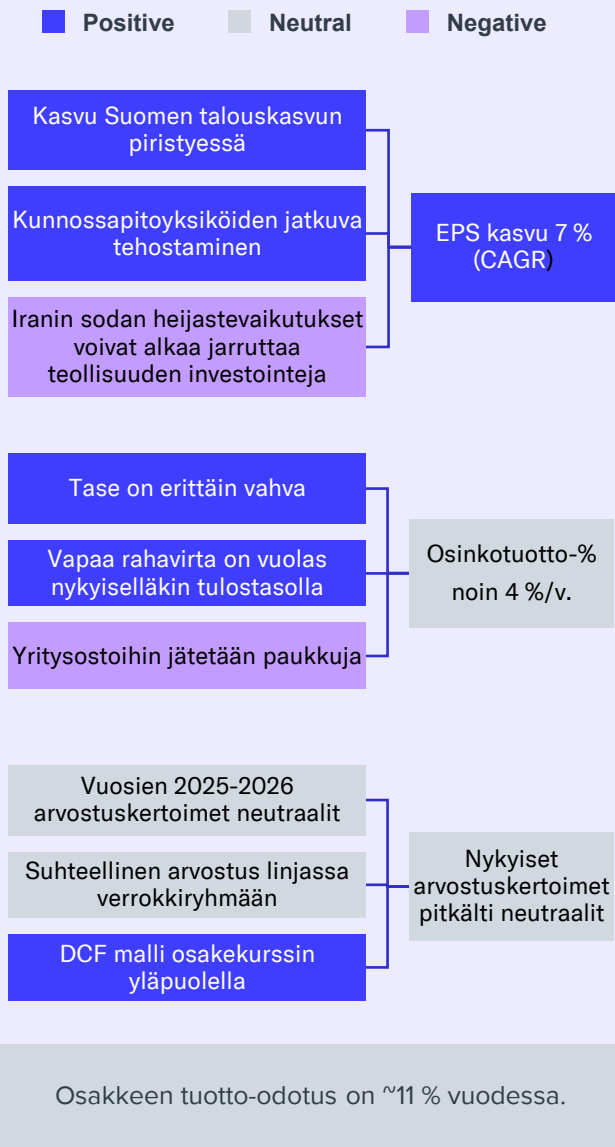
Pidemmällä aikavälillä näemme osakkeen tuotto-odotuksen asettuvan 11 %:iin/v. Tätä tukee ennustamamme lähivuosien (2025-2028e) tulospääasema (7 %/v) sekä hyvä osinkotuotto (4 %/v).

Suositus ja tavoitehinta

Yhtiön vuodesta 2026 vaikuttaa tulevan tulospääaseman näkökulmasta välihuusi, mutta vahvaa kassavirtaa sekä erinomaista pääoman tuottoa tehdään silti huonommassakin markkinassa. Markkinan elpymistä odotellessa sijoittaja voi nauttia noin 4 %:n osinkotuotosta.

Lyhyen aikavälin vaisuudesta huolimatta yhtiö on mielestämme houkutteleva pitkän aikavälin sijoituskohte. Toistamme lisää-suosituksen ja 20,5 euron tavoitehintamme. Kokonaisuutena osakkeen arvoajurit ovat riskikorjattuna sijoittajan kannalta edelleen suotuisia, mikä perustelee positiivista näkemystämme osakkeen suhteen.

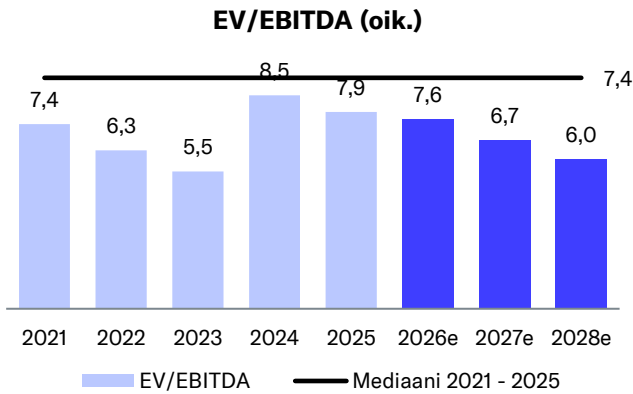
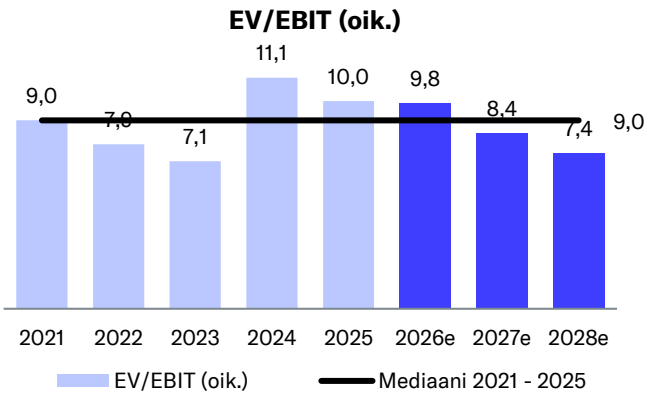
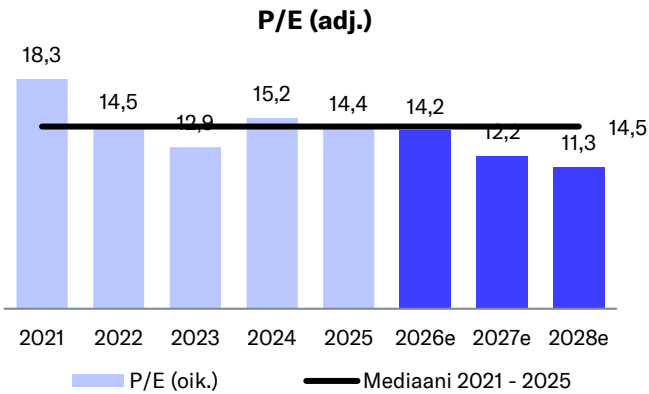
Osaketuoton ajurit 2025-2028e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	14,7	13,8	12,7	19,2	19,8	19,0	19,0	19,0	19,0
Osakemäärä, milj. kpl	3,48	3,55	3,51	3,49	3,48	3,48	3,48	3,48	3,48
Markkina-arvo	51	49	45	67	69	66	66	66	66
Yritysarvo (EV)	39	36	29	64	64	61	58	55	52
P/E (oik.)	18,3	14,5	12,9	15,2	14,4	14,2	12,2	11,3	11,0
P/B	2,5	2,2	1,9	2,7	2,7	2,4	2,2	2,0	1,8
P/S	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,4	6,3	5,5	8,5	7,9	7,6	6,7	6,0	5,5
EV/EBIT (oik.)	9,0	7,9	7,1	11,1	10,0	9,8	8,4	7,4	6,9
Osinko/tulos (%)	50,1 %	47,4 %	55,8 %	51,5 %	54,6 %	59,8 %	52,7 %	49,9 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,3 %	4,3 %	3,4 %	3,8 %	4,2 %	4,3 %	4,4 %	4,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT (oik.)		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E (oik.)		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Bilfinger SE	3710	3519	10,1	8,5	7,4	6,5	0,6	0,6	15,1	12,5	3,1	3,7	2,5
Spie SA	7290	8667	11,7	10,7	7,8	7,3	0,8	0,7	14,0	12,8	2,9	3,2	2,9
Mitie Group PLC	2541	3096	10,3	8,9	7,8	6,9	0,5	0,5	13,5	11,6	2,7	2,9	4,9
Engie SA	70451	115803	12,6	11,7	8,0	7,5	1,6	1,5	14,6	13,8	4,9	5,1	1,9
Luotea	379	383	7,8	7,4	3,6	5,8	0,5	0,5	2,8	2,5	21,7	22,3	0,7
Bravida Holding AB	1834	2075	12,8	11,5	9,4	8,7	0,8	0,8	15,1	13,4	4,1	4,3	2,1
Duerr AG	1293	1309	5,8	4,9	3,6	3,2	0,3	0,3	10,0	8,1	4,2	5,1	1,0
Enersense Oyj	59	91	8,6	6,5	4,9	4,2	0,3	0,3	11,7	9,4		0,9	1,6
Viafin Service (Inderes)	66	61	9,8	8,4	7,6	6,7	0,6	0,6	14,2	12,2	4,2	4,3	2,4
Keskiarvo			10,0	8,8	6,6	6,3	0,7	0,6	12,1	10,5	6,2	5,9	2,2
Mediaani			10,2	8,7	7,6	6,7	0,6	0,5	13,8	12,1	4,1	4,0	2,0
Erotus-% vrt. mediaani			-4 %	-4 %	0 %	1 %	16 %	9 %	3 %	1 %	3 %	8 %	19 %

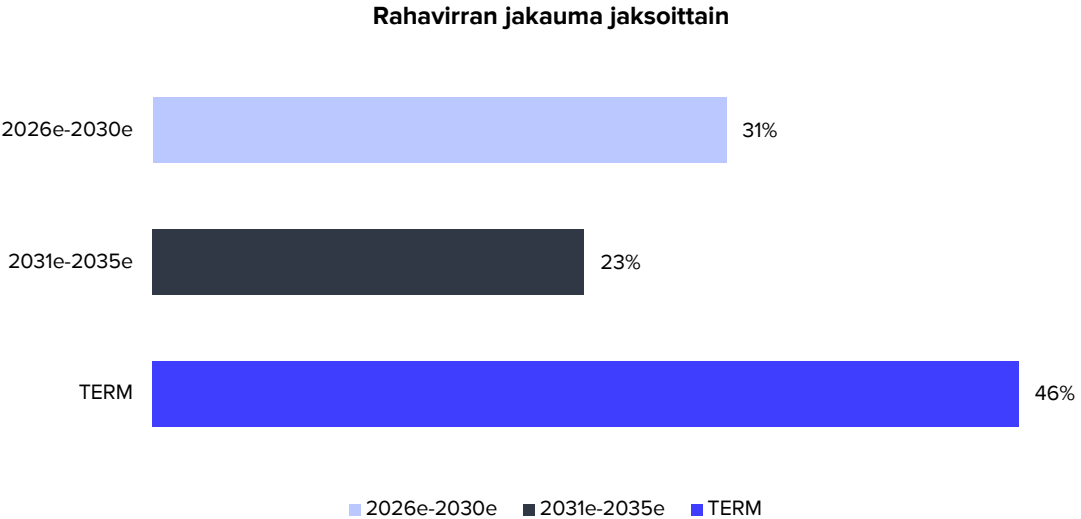
Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	8,7 %	-4,5 %	6,2 %	4,4 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	6,4 %	6,5 %	6,9 %	7,1 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	6,4	6,2	6,9	7,4	7,6	7,8	7,9	7,5	7,0	7,2	7,2	
+ Kokonaispoistot	1,7	1,9	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
- Maksetut verot	-1,5	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	
- 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	1,9	-1,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	8,5	5,8	7,5	8,0	8,2	8,4	8,5	8,2	7,8	7,9	7,9	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-3,6	-3,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,8	2,7	5,4	5,9	6,1	6,3	6,4	6,1	5,7	5,8	5,7	
+/- 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	4,8	2,7	5,4	5,9	6,1	6,3	6,4	6,1	5,7	5,8	5,7	71,7
Diskontattu vapaa kassavirta		2,5	4,6	4,6	4,4	4,1	3,9	3,4	2,9	2,7	2,5	30,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		66,3	63,8	59,1	54,5	50,1	46,0	42,1	38,8	35,9	33,2	30,7
Velaton arvo DCF		66,3										
- Korolliset velat		-2,6										
+ Rahavarat		11,0										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-3,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		71,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		20,6										

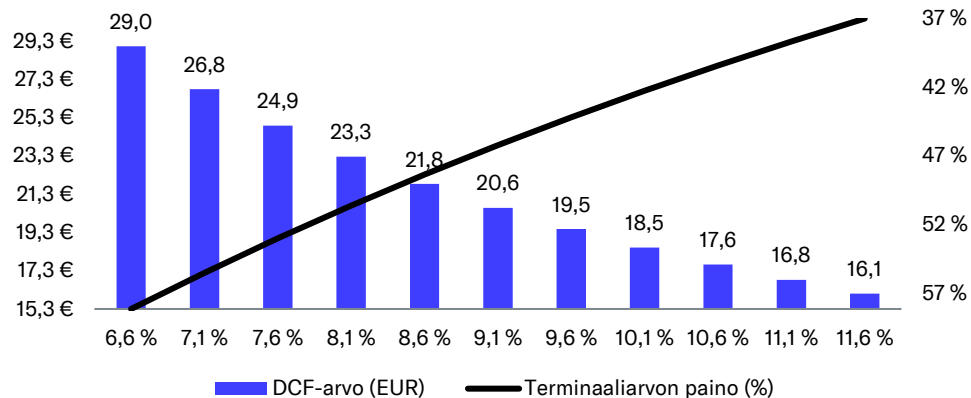
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,32
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

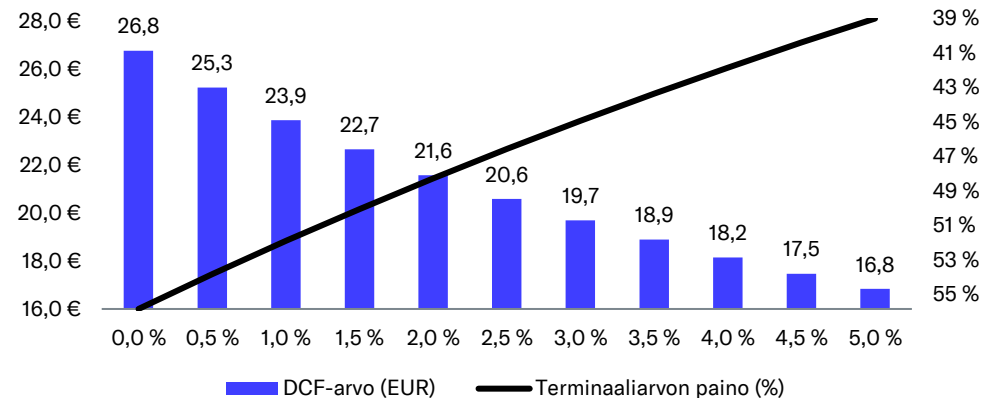


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

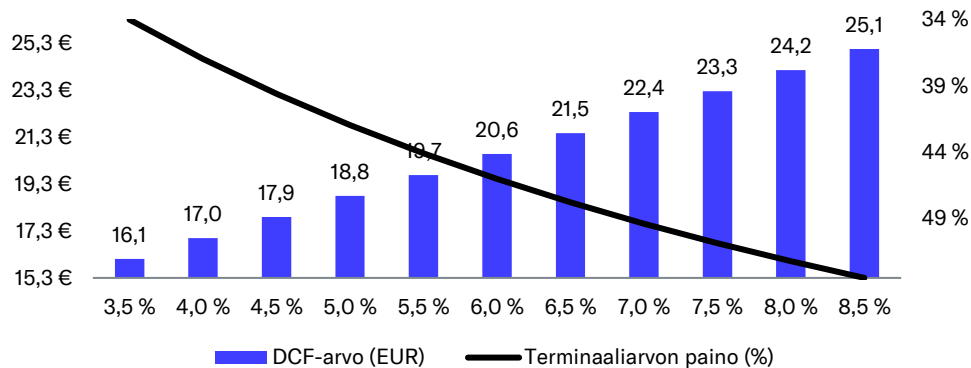
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



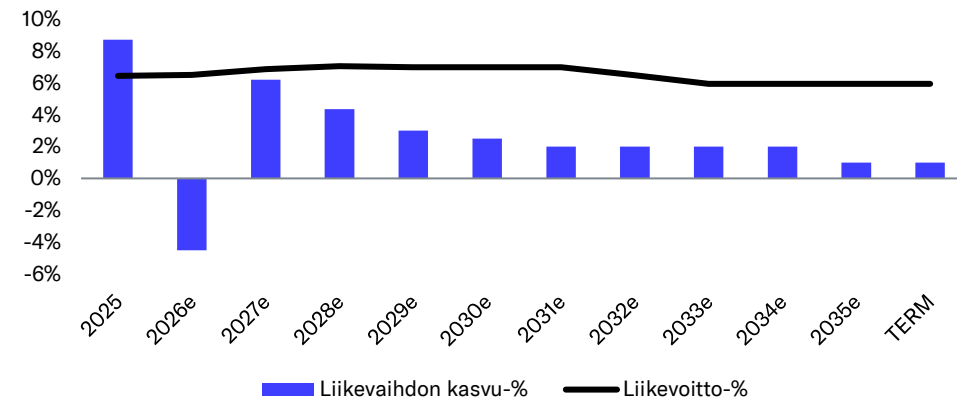
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	91,6	99,6	95,1	101,0
Käyttökate	7,5	8,1	8,1	8,7
Liikevoitto	5,7	6,4	6,2	6,9
Voitto ennen veroja	5,9	6,3	6,2	6,9
Nettovoitto	4,4	4,8	4,7	5,4
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	49,7	50,8	51,7	53,8
Oma pääoma	26,0	27,3	29,3	31,9
Nettovelat	-7,3	-8,4	-8,2	-10,5

Kassavirta	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	7,5	8,1	8,1	8,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,1	1,9	-1,0	0,1
Operatiivinen kassavirta	3,0	8,5	5,8	7,5
Investoinnit	-10,6	-3,6	-3,1	-2,1
Vapaa kassavirta	-7,1	4,8	2,7	5,4

Arvostus	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	8,5	7,9	7,6	6,7
EV/EBIT	11,1	10,0	9,8	8,4
P/E	15,2	14,4	14,2	12,2
Osinkotuotto-%	3,4 %	3,8 %	4,2 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	1,26	1,37	1,34	1,56
EPS (oikaistu)	1,26	1,37	1,34	1,56
Operat. Kassavirta / osake	0,87	2,44	1,67	2,16
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-2,04	1,38	0,78	1,56
Omapääoma / osake	7,05	7,46	8,05	8,80
Osinko / osake	0,65	0,75	0,80	0,82

Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	22 %	9 %	-5 %	6 %
Käyttökatteen kasvu-%	39 %	9 %	-1 %	8 %
EPS oik. kasvu-%	28 %	9 %	-3 %	16 %
Käyttökate-%	8,1 %	8,2 %	8,5 %	8,6 %
Oik. Liikevoitto-%	6,3 %	6,4 %	6,5 %	6,9 %
Liikevoitto-%	6,3 %	6,4 %	6,5 %	6,9 %
ROE-%	18,5 %	18,9 %	17,2 %	18,5 %
ROI-%	21,6 %	21,9 %	20,1 %	21,6 %
Omavaraisuusaste	53,1 %	54,4 %	57,5 %	60,2 %
Nettovelkaantumisaste	-28,0 %	-30,9 %	-27,9 %	-32,9 %
Nettovelka/käyttökate	#NIMI?	#NIMI?	#NIMI?	#NIMI?
EBITDA/nettorahoituskulut	#NIMI?	#NIMI?	#NIMI?	#NIMI?

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 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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.

Suositushistoria (>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 €
Analyytikko vaihtuu			
04/11/2025	Lisää	21,00 €	19,40 €
10/02/2026	Lisää	20,50 €	19,55 €
02/04/2026	Lisää	20,50 €	19,00 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**