



Aallon Group listautumisanti - laaja analyysiraporttimme luettavissa [inderes.fi:ssä](https://inderes.fi)

21.03.2019

AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Koronnostosykli virallisesti ohi USA:ssa, Federal Reserve laski talousennusteitaan
- IFRS 16 -standardin käyttöönoton vaikutuksissa toimialakohtaisia eroja
- Basware-päivitys - yllättävä uutisvirta nakertaa luottamusta
- Sampo harkitsee jakavansa pienen määrän Nordean osakkeita lisäosinkona
- Fiskarsin Wedgwood suunnittelee tuotannon vähentämistä ja yt-neuvotteluja Englannissa
- Privanetin Aroundin kilpailija Invesdor yhdistyy Finnestin kanssa

Markkinakatsaus

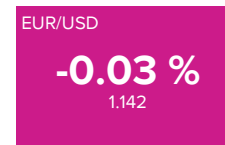
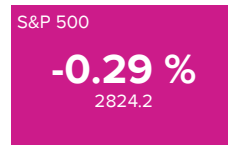
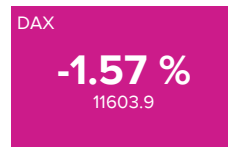
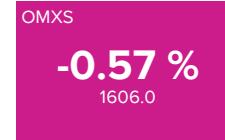
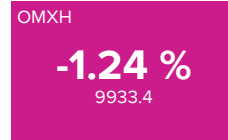
Kehittyneillä markkinoilla Euroopassa keskiviikko oli laskupäivä (Eurostoxx -0,9 %), ja pääindeksit sulkivat poukkoilevan päivän päätteeksi laskuun myös USA:ssa, jossa Dow Jones painui 0,5 % ja S&P 500 0,3 % miinukselle Nasdaqin pinnistäessä 0,1 % plussalle. USA:ssa päivän laskijana oli koroille herkkä pankkisektori, joka painui 2 % päivän aikana Fedin korkopäätöksen jäljiltä.

Aasian markkinoilla aloitettiin aamu lievästi positiivisissa tunnelmissa. Japanin markkinat ovat tänään kiinni, mutta Kiinan Shanghai Composite oli 0,4 % plussalla. Federal Reserven eilinen korkopäätös viesti koronnostosyklin olevan ohi ja antoi tätä kautta tukea markkinalle.

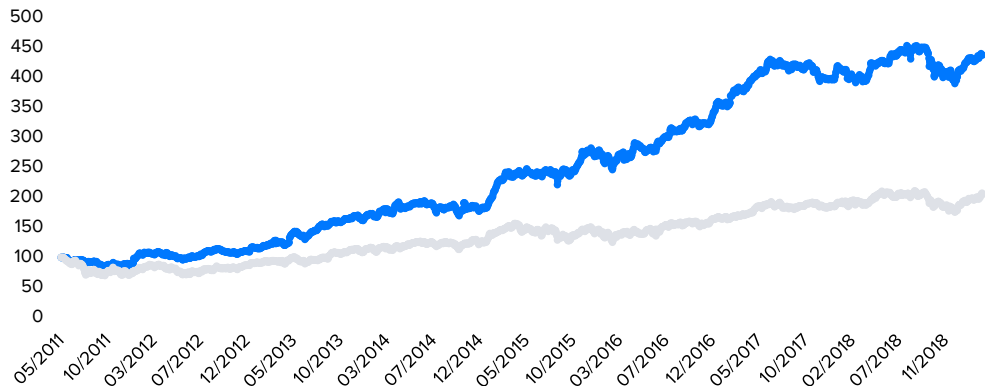
Valuuttamarkkinoilla euron kurssi dollaria vastaan vahvistui eilen seitsemän viikon huippuihin, ja aamulla yhteisvaluutta noteerattiin 1,143 dollarissa. Fedin kyyhkymäinen korkopäätös painoi dollaria yhdessä laskeneiden talousennusteiden kanssa.

Raaka-ainemarkkinalla öljyn hinta laski aamulla neljän kuukauden huipuiltaan, ja WTI-futuurit liikkuiivat 60,16 dollarissa/bbl. Maailmantalouden kasvuhuolet painoivat öljyä Federal Reserven tuotua esiin talousriskejä eilissä kokouksessaan.

Indeksit



Inderes mallisalkku



Inderes analyysitiimin mallisalkku, joka sijoittaa oikeaa rahaa. Salkun tukijalkana ovat laadukkaat, kestäviä kilpailuetuja omaavat ja omistaja-arvoa luovat yhtiöt. Poimimme salkkuun myös lyhyen tähtäimen ideoita, kun houkuttelevia vaihtoehtoja on tarjolla.

1kk

2%

1 vuosi

9%

3 vuotta

65%

Aloituksesta

337%

Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

Sijoitustutkimus: Aallon Group

21.03.2019 | Aallon Group |

Yllättävä uutisvirta nakertaa luottamusta

21.03.2019 | Basware | Lisää

Seuraamme kansainvälistymisen toteutusta sivusta

18.03.2019 | Enersense | Vähennä

Vuokratrahastolla lisää suhdannekestävyyttä

18.03.2019 | YIT | Vähennä

Erinomainen kehitys jatkuu

14.03.2019 | Titanium | Lisää

Markkinatilanne säilyy haastavana

14.03.2019 | Piippo | Vähennä

Isain tilaus kahteen vuoteen näyttää tietä

14.03.2019 | Outotec | Lisää

Looginen yrityskauppa ei muuta arvostuskuvaa

13.03.2019 | Valmet | Vähennä

Kasvunäkymät kirkastumassa

11.03.2019 | Efecte | Lisää

Tuloskäännettä joudutaan yhä odottamaan

11.03.2019 | Nurminen Logistics | Myy

InderesTV



Onko rakennusosakkeet halpoja kurssilaskun jälkeen?



Valmetin GL&V -kauppa sopii kuin nenä päähän



Aamukatsaus melkein minuutissa 20.3.2019: Lyft maistuu sijoittajille

Seuraa meitä somessa

 **Facebook**
> 20t seuraajaa

 **YouTube**

 **Twitter**

 **Inderes
Sijoitusfoorumi**

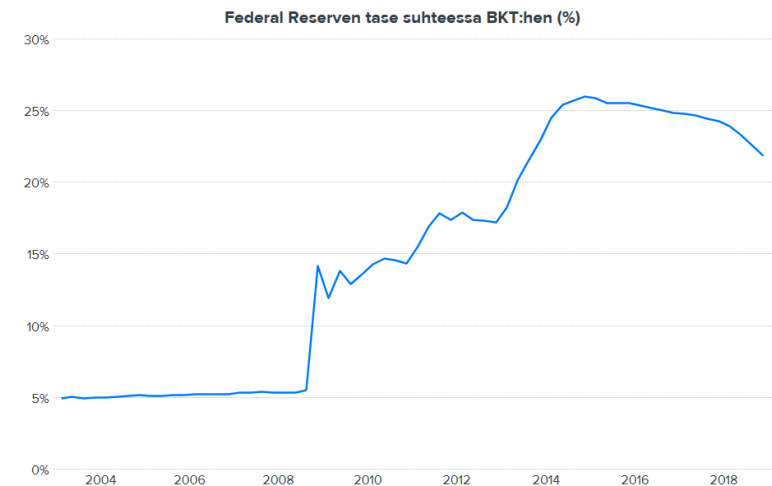
Makrotapahtumat, 21.3.2019

14:30 USA: Uudet työt, korvaushakemukset,
ennuste (Reuters) - /edellinen 229 000

14:30 USA: Philadelphia Fed-indeksi, maaliskuu,
ennuste (Reuters) 3 /edellinen -4,1

17:00 Euroalue: Kuluttajaluottamus, alustava,
maaliskuu, ennuste (Reuters) -7 /edellinen -7,4

Koronnostosykli virallisesti ohi USA:ssa, Federal Reserve laski talousennusteitaan



Lähde: Thomson Reuters Datastream

Yhdysvaltain keskuspankin kolme vuotta kestänyt koronnostosykli näyttää olevan ainakin toistaiseksi ohi. Federal Reserven ohjauskorko pysyi odotetusti ennallaan 2,25-2,5 %:ssa illan korkopäätöksen myötä, mutta korko-odotuksissa oli raju lasku. Kun Fedin päättäjien mediaaniennuste odotti joulukuussa vielä kahta 0,25 %-yksikön koronnostoa kuluvalle vuodelle, maaliskuun ennusteessa odotukset painuivat nolnaan. Lisäksi selvä enemmistö keskuspankkiireistä, 11 yhteensä 17:stä avomarkkinakomitean jäsenestä, odottaa korkotason jäävän nykytasolleen. Ensi vuodelle olisi ennusteiden perusteella tulossa vielä yksi koronnosto, mutta näyttää vahvasti siltä, että suhdanne alkaa jäähtyä ennen sitä. Samalla Fedin ennusteet taipuivat kohti markkinaodotuksia, joten keskuspankkien elvytykselle nojaava osakemarkkina sai tukea odotuksilleen.



Marianne Palmu

Ekonomisti, Aamukatsauksen

tuottaja

+358 50 339 1521

marianne.palmu@inderes.fi

Federal Reserven maaliskuun ennusteet (mediaani, %)	2019	2020	2021
Reaalinen BKT	2,1 (2,3)	1,9 (2,0)	1,8 (1,8)
Työttömyys	3,7 (3,5)	3,8 (3,6)	3,9 (3,8)
Inflaatio	1,8 (1,9)	2,0 (2,1)	2,0 (2,1)
Federal Funds rate-ohjauskorko	2,4 (2,9)	2,6 (3,1)	2,6 (3,1)

*suluissa joulukuun ennusteet

Keskuspankin rahapolitiikan sävyn muuttumiselle on perusteet talousennusteissa, joita jouduttiin laskemaan sekä tälle että ensi vuodelle läpi linjan. Keskuspankin mediaaniennuste kuluvan vuoden talouskasvulle painui 2,1 %:iin (joulukuussa 2,3 %) johtuen pitkälti viime aikoina nähdystä ailahtelevista talousluvuista, ja laskua oli myös inflaatioennusteissa. Keskuspankki lisäksi kertoi taseen purkamistoimien lopettamisesta syksyyn mennessä, eli keskuspankin taseen koko jää selvästi finanssikriisiä edeltäneiden tasojen yläpuolelle (on nyt n. 22 % BKT:sta). Tämäkin oli pitkälti odotuksissa.

Kokonaisuudessaan korkopäätöksestä jäi jopa aavistuksen ennakoitua kyyhkymäisempi sävy. Etenkin korkoennusteiden täyskäännös samaan aikaan, kun taseoimista ilmoitettiin, kertoo vaikeasta talousnäköymästä ja epävarmuudesta keskuspankkiirien keskuudessa. Toisaalta päätös osoittaa, että keskuspankki on aktiivinen toimija ja reagoi nopeasti hidastuvaan talouskasvuun, mikä on positiivinen asia osakemarkkinalle. Toisin sanoen, keskuspankit ovat asettaneet turvaverkkonsa tukevasti markkinan alle eikä korkonäkymään ole odotettavissa kiristymistä. Pidämmekin todennäköisempänä seuraavana toimena ohjauskoron laskua sen noston sijaan. Tätä kuitenkin tuskin tapahtuu ennen vuoden loppua, mikäli taloustilanne ei nopeasti heikkene. USA:n osakemarkkinoilla päätös otettiin ensin nousulla vastaan. Se kuitenkin hyittyi iltamyöhällä, kun markkinoilla alettiin kiinnittää huomiota myös kolikon käänttöpuoleen eli hidastuvaan talouskasvuun.

**Marianne Palmu**

Ekonomisti, Aamukatsauksen
tuottaja
+358 50 339 1521
marianne.palmu@inderes.fi

Aallon Group listautumisanti - laaja analyysiraporttimme luettavissa inderes.fi:ssä

Aallon Group tiedotti tänään listautumisantinsa ehtoista. Olemme laatineet yhtiöstä laajan analyysiraportin, joka on luettavissa maksutta [täältä](#). Aallon Group on uusi sijoitusprofiililtaan mielenkiintoinen haastaja Suomen tilitoimistomarkkinalla. Yhtiössä yhdistyvät nykyliiketoiminnan defensiivinen, vakaa ja kannattava kasvu, jota yhtiö haluaa listautumisen myötä vauhdittaa yritysostoin omaa osakettaan käyttäen. Fragmentoitunut markkina antaa hyvät lähtökohdat omistaja-arvon luonnille myös yritysostoin ja näemme yhtiön menestymismahdollisuudet hyvinä. Kasvu ei kuitenkaan skaalaudu merkittävästi, minkä takia tuloskasvu jää arviomme mukaan noin 9-10 %:n tasolle lähivuosina. Tämä yhdistettynä toistaiseksi todistamattomaan organisaatiorakenteeseen ja strategiaan asettavat hyväksyttävälle arvostustasolle selkeät rajat, mutta annin arvostuksella (2018-2019e P/E 10x-9x) osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus on mielestämme houkutteleva.

Aallon Group on kuudesta pitkäikäisestä ja paikallisesti merkittävästä tilitoimistosta muodostettu konserni, joka tarjoaa tilitoimistopalveluita ja niitä tukevia asiantuntijapalveluita Suomessa. Tilitoimistoalan konsolidaation edetessä nämä kuusi yrittäjähenkistä tilitoimistoa päättivät yhdistää voimansa sen sijaan, että olisivat päätyneet suurempien kilpailijoiden tai pääomasijoittajien ostettaviksi. Juridisesti yhdistyminen tapahtui vuoden 2019 maaliskuussa. Nyt Aallon Group haluaa itse aktiivisesti olla ostajan roolissa toimialan konsolidaatiokehityksessä, mikä onnistuessaan mahdollistaa merkittävän omistaja-arvon luonnin. Suunniteltu listautuminen mahdollistaisi yhtiön oman osakkeen käytön tulevilla yrityskaupoissa, mikä mahdollistaa uusille tilitoimistoille omistajuuden säilyttämisen sekä madaltaa kynnystä liittyä mukaan osaksi Aallon Groupin yrittäjähenkistä kasvutarinaa.



Atte Riikola

Analyytikko
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi



Juha Kinnunen

Strategi, seniorianalyytikko
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

Yhdistyneen Aallon Groupin vuoden 2018 pro forma -liikevaihto oli 15,4 MEUR ja liikevoitto 2,1 MEUR (EBIT-% 13,5 %). Yhtiön pro forma -liikevaihto on kasvanut keskimäärin 7,8 % vuosina 2014-2018^{*}, mikä ylittää tilitoimistomarkkinan keskimääräisen kasvuvauhdin (noin 3 %) tällä ajanjaksolla. Aallon Groupin historiallisesti tasainen kasvu ja vakaa kannattavuus perustuvat jatkuvaan sopimuslaskutukseen (2018: yli 97 % liikevaihdosta jatkuvaa), pitkiin asiakassuhteisiin sekä yhtiön omaan teknologiakehitykseen, jolla kirjanpitäjien työtä saadaan tehostettua. Kokonaisuudessaan yhtiön liiketoiminta on hyvin defensiivistä ja liiketoiminnan riskiprofiili on Helsingin pörssin matalimmasta päästä. Yhtiön vakaa liiketoimintamalli mahdollistaa myös hyvän osingonmaksun.

Aallon Groupin keskipitkän aikavälin tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n liikevaihdon kasvu, joka koostuu markkinakasvua (noin 3-4 %) nopeammasta orgaanisesta kasvusta sekä yritysostojen tuomasta epäorgaanisesta kasvusta. Lisäksi yhtiö tavoittelee keskipitkällä aikavälillä kasvavaa käyttökatemarginaalia (2018 pro forma -EBITDA: 16,4 %). Ennustemme ja arvonmäärittämisemme pohjautuvat pelkästään nykyliiketoiminnan orgaaniseen kasvuun, sillä tulevien yrityskauppojen mallintaminen etukäteen on haasteellista. Ennustamme yhtiön jatkavan vakaata kehitystään ja liikevaihdon kasvavan keskimäärin 7,2 % vuosina 2019-2022. Yhtiöllä on mielestämme selkeää potentiaalia parantaa kannattavuuttaan asteittain skaalaetujen ja digitaalisten prosessien tehostaessa toimintaa, mutta ennustamme vain hyvin maltillista marginaaliparannusta ja odotamme yhtiön liikevoiton kasvavan keskimäärin 9,5 % vuosina 2019-2022.

Listautumishinnalla arvostuskertoimet (2019e: EV/EBITDA 6,6x, P/E 9,4x) ovat mielestämme houkuttelevia ja näemme niissä nousuvaraa. Tämä yhdistettynä ennustamaamme tuloskasvuun ja lähivuosien noin 5-6 %:n osinkotuottoon tarjoaa mielestämme jo erinomaisen yli 15 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen. Tämän päälle sijoittaja saa mielestämme odotusarvoltaan selvästi positiivisen yritysjärjestelyoption. Yhtiön pitkän aikavälin kasvutarina ja arvonluontipotentiaali nojaavat vahvasti yritysostostrategiaan, ja myös suurimmat riskit liittyvät yrityskauppojen onnistumiseen.

**Atte Riikola**

Analytikko
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi

**Juha Kinnunen**

Strategi, seniorianalytikko
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

IFRS 16 -standardin käyttöönoton vaikutuksissa toimialakohtaisia eroja

Tämän vuoden alussa voimaan astunut IFRS 16 -standardi muuttaa vuokrasopimusten kirjanpidollista käsittelyä. Merkittävimmän muutoksen kokevat vuokralle ottajat aikaisemmin noudatetun IAS 17 -standardin kumoutuessa. IAS 17:n mukaisesti vuokralle ottajan on täytynyt tehdä ero taseessa olevan rahoitusleasingosopimuksen ja taseen ulkopuolisen operatiivisen (IAS 17:ssä luokiteltu muuksi vuokrasopimukseksi) vuokrasopimuksen välillä. IFRS 16 kuitenkin muuttaa kirjanpitokäsittelyä siten, että kaikki sopimukset (pl. alle vuoden mittaiset ja arvoltaan vähäiset alle 5 000 USD:n sopimukset) kirjataan vuoden alusta alkaen taseeseen. Erottelun poistumista on perusteltu etenkin sillä, että vuokrasopimus nähdään kansainvälisessä standardistossa omaisuuserän käyttöoikeuden hankkimisena osamaksulla. Näin ollen IFRS 16 -standardin voimaantulolla voi olla huomattaviakin vaikutuksia vuokralle ottajan taseeseen ja tuloslaskelmaan. Sijoittajien on kuitenkin syytä muistaa se, että IFRS 16 -standardi koskee vain IFRS-raportoinnin piirissä olevia yhtiöitä, eivätkä esimerkiksi First North -markkinapaikan yhtiöt ole velvollisia noudattamaan IFRS 16:n mukaista uutta käsittelytapaa.

IFRS 16 -standardin mukaisesti vuokrasopimus on sopimus, joka tuottaa oikeuden käyttää sopimuksen kohteena olevaa omaisuuserää tietyn ajanjakson ajan ja tiettyä vastiketta vastaan. Koska IFRS 16 -maailman vaatii vuokralle ottajaa kirjaamaan kaikkien sopimustensa omaisuuserät ja omaisuuseriä vastaavat sopimusvelat taseeseen, on standardin voimaantulolla niin yhtiön omaisuutta kuin velkojakin kasvattava vaikutus. Sekä velkojen että koko taseen kasvulla onkin vaikutusta yhtiöiden taseista laskettaviin tunnuslukuihin. Standardin voimaantulon seurauksena omavaraisuusaste laskee ja nettovelkaantumisaste nousee. IFRS 16:lla on heikentävä vaikutus myös pääoman tuottolukuihin. Tunnuslukujen heikentymisen myötä standardin voimaantulolla voi lisäksi olla vaikutuksia pankkien kovenanttiehtoihin ja näin ollen myös rahoituksen saatavuuteen ja sen hintaan. On kuitenkin syytä huomata, että IFRS 16:n voimaantulo ei automaattisesti vaikuta kaikkien IFRS-standardistoa noudattavien yhtiöiden taseisiin, vaan muutokset ovat aina yhtiön vuokrasopimuskannasta riippuvaisia.



Joonas Korkiakoski

Analytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

Tuloslaskelma (IAS 17)		Tuloslaskelma (IFRS 16)	
	Operatiivisen vuokrasopimuksen mukainen kuluerä		
EBIT	Poistot (sis. rahoitusleasingin sopimuksen poisto)	EBIT	Poistot (sis. kaikkien vuokrasopimusten poistot)
PTP	Korkokulut (sis. rahoitusleasingin sopimuksen korko)	PTP	Korkokulut (sis. kaikkien vuokrasopimusten korkokulut)
Tase (IAS 17)		Tase (IFRS 16)	
Omaisuserä	Rahoitusleasingin sopimuksen mukainen omaisuserä	Omaisuserä	Kaikkien vuokrasopimusten mukaiset omaisuserät
Velka	Rahoitusleasingin sopimusvelka	Velka	Kaikkien vuokrasopimusten sopimusvelat
Taseen ulkopuolinen velka	Operatiivisten vuokrasopimusten sopimusvelka	Taseen ulkopuolinen velka	

Lähde: IFRS-standardit ja Inderes



Joonas Korkiakoski



Analyttikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

IAS 17:n mukaisesti taseen ulkopuolisen sopimuksen vuokratulo (sopimusvelan korko + lyhennys) on käsitelty yksittäisenä eränä liiketoiminnan muissa kuluissa. IFRS 16 muuttaa aikaisempaa käsittelytapaa siten, että nyt taseeseen aktivoitua omaisuserästä kirjataan poistosuunnitelman mukainen poisto, kun taas vuokrasopimuksen sopimusvelasta realisoitava korkokulu kirjataan rahoituskuluihin. Näin ollen IFRS 16 harmonisoi vuokrasopimusten kirjanpidollisen käsittelyn myös tuloslaskelman näkökulmasta. Tällä kirjausmuutoksella on kuitenkin kaksi merkittävää vaikutusta raportoituihin tuloslukuihin: 1) aiemmin operatiivisiksi vuokrasopimuksiksi luokitelluista sopimuksista kirjataan vuokra-ajan alkupuolella enemmän kuluja kuin IAS 17:n mukaan (nettotulos alkupuolella matalampi) ja 2) raportoitu käyttökate (EBITDA) ja liikeyvoitto (EBIT) kasvavat niillä yhtiöillä, joilla taseeseen aktivoitavien operatiivisten vuokrasopimusten määrä on merkittävä.

IFRS 16:n vaikutukset raportoituihin lukuihin

	TULOSLASKELMA	TASE	TUNNUSLUVUT
	Käyttökate	Taseen loppusumma	Nettovelkaantumisaste
	Liikevoitto	Korollinen vieras pääoma	
	Nettotulos (EPS)		Omavaraisuusaste
			Pääoman tuottoluvut
			Taseen kiertonopeus

Lähde: IFRS-standardit ja Inderes



Joonas Korkiakoski

Analyttikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

IFRS 16 vaikuttaa taseen ja tuloslaskelman lisäksi myös rahavirtalaskelmaan. Aikaisemmin operatiivisiksi vuokrasopimuksiksi luokiteltujen sopimusten koko vuokratulo esitettiin liiketoiminnan rahavirrassa, mutta IFRS 16:n myötä ainoastaan sopimusvelan koron osuus voidaan esittää liiketoiminnan rahavirrassa. Vuokrasopimusvelan korko voidaan kuitenkin esittää myös rahoituksen rahavirrassa, mikäli se vastaa vuokralle ottajan valitsemia laadintaperiaatteita. Vuokrasopimusvelan lyhennysosuus sen sijaan esitetään normaalin lyhennyserän tapaan aina rahoituksen rahavirrassa. Kokonaisuutena tarkastellen IFRS 16:n voimaantulo kasvattaa siis liiketoiminnan rahavirtaa ja pienentää rahoituksen rahavirtaa.

Yhtiö	Aktivoitavat omaisuuserät	Taseen muutos	Vaikutus käyttökatteeseen
Caverion	Autot ja kiinteistöt	14 %	+ 2 %-yksikköä
Finnair	Lentokoneet	34 %	Kasvaa
Kesko	Kauppapaikat ja muut kiinteistöt	49 %	+ 400 MEUR
Marimekko	Toimitilat, työsuhdeautot- ja asunnot	70 %	+ 10 MEUR
NoHo Partners	Toimitilat	57 %	Kasvaa merkittävästi
Pihlajalinna	Toimitilat	24 %	+14 MEUR

Lähde: Yhtiöt ja Inderes

Vaikutukset ovat toimialakohtaisia

Suurimmalla osalla pörssiyrityitä standardin käyttö aiheuttaa tiettyä kohinaa lukuihin, sillä valtaosalla pörssiyrityistä on jotain vuokrattua omaisuutta käytössään. IFRS 16:n käyttöönoton vaikutusten voimakkuus vaihtelee lisäksi varsin selvästi eri toimialojen välillä. Suurimmat vaikutukset kohdistuvat arviomme mukaan toimialoihin, joissa käyttöomaisuuden verrattain mittavaan tarpeeseen on vastattu erilaisilla leasingratkaisulla. Tällaisia toimialoja ovat etenkin vähittäiskauppa, ilmailuala sekä osittain myös terveydenhuollon palvelut sekä rakennusteollisuus. Standardin voimaantulo ei juurikaan vaikuta toimialoihin, joiden yhtiöt toimivat ensisijaisesti vuokranantajan roolissa. Tarkemman tarkastelun kohteeksi olemme valinneet kuusi seuraamaamme yhtiötä, joiden kohdalla käymme lyhyesti läpi standardin aiheuttamat keskeisimmät vaikutukset.



Joonas Korkiakoski

Analytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

Caverioniin IFRS 16 tulee vaikuttamaan hyvin paljon ja yhtiö joutuikin muuttamaan voimaantulon myötä taloudellisia tavoitteitaan. Yhtiöltä siirtyy taseeseen arvioltamme noin 140 MEUR:n omaisuuserä (autot ja kiinteistöt) aikaisemmin taseen ulkopuolella olleista vastuista. Tämä nostaa yhtiön velkaantuneisuusastetta ja laskee omavaraisuusastetta. Lisäksi standardin voimaantulo vähentää kuluja tuloslaskelmassa ennen käyttökate ja siirtää ne alemmas rahoituskuluihin. Tästä syystä yhtiö arvelee käyttökatemarginaalin paranevan vuositasona noin 2 %-yksikköä. Muilla tuloslaskelman riveillä ei kuitenkaan nähdä merkittäviä muutoksia. Sijoittajien kannalta tietyt tuloskertoimet (EV/EBITDA) ja taseen tunnusluvut muuttuvat vertailukelvottomiksi ja niiden analysointiin kannattaa kiinnittää erityistä huomiota tulevaisuudessa.

Finnairin laivastosta noin puolet on vuokrattu operatiivisilla vuokrasopimuksilla, joten IFRS 16:n käyttöönotolla on merkittäviä vaikutuksia yhtiön numeroihin. Tuloslaskelmassa etenkin käyttökate ja liikevoitto paranevat, mutta nettotulokseen vaikutus on pieni. Sen sijaan taseen loppusumma kasvaa noin miljardilla eurolla ja samalla nettovelkaantumisaste nousee noin 100 %-yksikköä. Finnairin muutoksen jälkeinen noin 70 %:n nettovelkaantumisaste vastaa kuitenkin yhtiön jo aiemmin raportoimaa lease-vastuilla oikaistua nettovelkaantumisastetta eikä yhtiön taloudellinen asema heikkene muutoksen myötä. Hyvänä puolena kirjanpitoimuutoksessa lentoyhtiöiden kannalta on, että eri yhtiöiden suhteellinen vertailtavuus EV-kertoimilla paranee IFRS 16 -standardin käyttöönoton myötä selvästi.

Kesko vuokraa liiketoimintansa käyttöön kauppapaikkoja ja muita kiinteistöjä kaikissa toimintamaissaan ja näin ollen IFRS 16:n käyttöönotto vaikuttaa yhtiön taseeseen ja tulosriveihin todella paljon. Standardin voimaantulon myötä käyttöomaisuus nousee noin 2 miljardilla eurolla, vieras pääoma noin 2,2 miljardilla eurolla (+100 %) ja oma pääoma laskee noin 175 MEUR:lla (- 8%). Muutosten seurauksena omavaraisuusaste laskee 50 %:sta 30 %:iin. Käyttökate nousee arviomme mukaan noin 400 MEUR:lla. Aiempien lukujen kanssa lähes vertailukelpoinen tulosrivi on siten enää osakekohtainen tulos. Myös sidotun pääoman tuotto (ROCE-%) laskee noin 14 %:sta 10 %:iin yhtiön tavoitetason ollessa 14 %. Odotammekin tavoitetasoon päivitystä IFRS 16:n käyttöönoton myötä.

**Joonas Korkiakoski**

Analyytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

Marimekko toimii vuokralle ottajana. Yhtiön vuokrasopimukset sisältävät pääkonttorin ja kangaspainotilat Helsingissä, myymäläliiketoimintaa Suomessa ja muissa toimintamaissa sekä työsuhteita ja -asuntoja. IFRS 16 -standardin soveltaminen tulee yhtiön mukaan kasvattamaan konsernin korollista nettovelkaa ja käyttöomaisuutta noin 40 MEUR:lla sekä parantamaan vuotuista käyttökatetta noin 10 MEUR:lla. Lisäksi muutos vaikuttaa tuloslaskelmaan siten, että vuokrasopimuksesta aiheutuva kokonaiskulu on vuokrasopimuksen alkuvuosina korkeampi kuin myöhempiä vuosina. Muutoksen myötä keskeisimmät tunnusluvut, kuten käyttökatte, tulevat myös muuttumaan. Muutoksilla ei kuitenkaan ole merkittävää vaikutusta osakekohtaiseen tulokseen.

NoHo Partners operoi ravintolaliiketoimintaansa lähes täysin vuokratiloissa ja IFRS 16 vaikuttaa yhtiön raportoituihin lukuihin todella paljon. NoHon käyttökatte paranee entisestään, mutta samalla tase näyttää merkittävästi aiempaa velkaisemmalta. Käytännössä jatkossa sijoittajien tulee NoHossa kiinnittää huomiota yhä enemmän osakekohtaiseen tulokseen ja oikaista korollisista veloista merkittävät vuokravastuut saadakseen oikean kuvan yhtiön kehityksestä.

Pihlajalinnan vuokrasopimuksista suurin osa on pitkiä määräaikaista toimitilavuokrasopimuksia. Standardin voimaantulon myötä konsernin käyttöomaisuuserät ja niihin liittyvät vuokrasopimusvelat kasvavat reilulla 80 MEUR:lla vuoden 2018 lopun tilanteesta laskettuna. Vuokratulujen oikaisulla on käyttökatteeseen noin 14 MEUR:n positiivinen vaikutus, mutta käyttöomaisuuden poistot kumoavat tämän vaikutuksen lähes täysin tuloslaskelman alemmilla riveillä. IFRS 16:n voimaantulolla ei siten ole merkittävää vaikutusta liikevoittoon tai osakekohtaiseen tulokseen. Standardi ei myöskään vaikuta konsernin kovenanttilaskentaan.

Kirjoittajina tektissä myös Olli Koponen, Antti Viljakainen, Olli Vilppo ja Sauli Vilén



Joonas Korkiakoski

Analytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

Basware-päivitys - yllättävä uutisvirta nakertaa luottamusta

Laskemme Baswaren tavoitehinnan 27,0 euroon (aik. 35,0 euroa), mutta toistamme osakkeen lisää-suosituksen. Yhtiö kertoi eilen merkittävästä rahoitusjärjestelystä, mikä aiheutti järjestelyn korkean hintalapun, ajoituksen sekä muun viimeaikaisen uutisvirran kanssa jälleen huomattavaa epävarmuutta osakkeen ympärille. Baswaren arvo itsenäisenä toimijana nojaa voimakkaasti yhtiön pitkän aikavälin kasvustrategian onnistumiseen, joten kaikki suorituskykyyn liittyvä epävarmuus aiheuttaa tällä hetkellä isoja heilahteluja yhtiön arvostukseen. Emme näe osakkeelle lyhyellä tähtäimellä operatiivisesta näkökulmasta voimakkaita ajureita ylöspäin, mutta toistamme positiivisen suosituksen, sillä näkemyksemme yhtiön selvästi nykykursssia korkeammasta strategisesta arvosta säilyy toistaiseksi ennallaan.

Basware tiedotti eilen rahoitusjärjestelystä, jossa yhtiö ottaa Bregal Milestonen kautta 50 MEUR:n 5,5 vuoden lainan 8,75 %:n korolla sekä antaa miljoonan osakkeen merkitsemiseen oikeuttavat optio-oikeudet (maks. noin 6,5 %:n omistus) lainan antajalle 29,9 euron merkintähinnalla. Yhtiö perusteli järjestelyä rahoituksellisen liikkumavaran lisäämisellä, lainaportfolion maturiteetin pidentämisellä ja uuden rahoituksen joustavuudella. Yhtiöllä erääntyy vuonna 2019 noin 17 MEUR:n ja vuonna 2020 noin 25 MEUR:n edestä lainoja, joten järjestelyn noin 45 MEUR:n nettovarot käytetään pitkälti lainojen maksuun. Yhtiöllä oli 2018 lopussa noin 40 MEUR:n kassavarat, minkä pitäisi kattaa operatiiviset rahoitustarpeet.



Petri Aho
Analyytikko
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi

Basware | Kurssi: 23.80
Lisää | Tavoitehintaa: 27.00

Basware joutuu maksamaan rahoituksellisesta joustavuudesta mielestämme erittäin korkeaa hintaa, kun noin 50 MEUR:n lainarahoituksesta ja optioiden kautta mahdollisesti lähivuosina saatavasta noin 30 MEUR:n lisärahoituksesta maksetaan noin 29 MEUR:n kulut (järjestelykulut + korot), eli noin 2 euroa osakkeelta. Joskin järjestely myös pienentää korkomenoja siltä osin kun vanhoja lainoja maksetaan pois. Sijoittajille syntyi rahoituksen hinnasta, ajoittumisesta ja muista viime aikaisista tapahtumista (toimitusjohtajan irtisanoutuminen, pääomistajan myyntihalukkuus) aiheellisesti huolia yhtiön operatiivisen kehityksen ja kassavirtojen suhteen, mikä näkyi rajuna negatiivisena kurssireaktiona. Baswaren johdon mukaan yhtiön operatiivinen kehitys on kuitenkin ennakoitun mukaista eikä myöskään toimitusjohtajan lähdöllä ole yhteyttä rahoitusjärjestelyyn. Arviomme mukaan rahoitusjärjestelyn ajoitukseen on voinut vaikuttaa myös yhtiön ympärillä käytyjen ostotarjousneuvottelujen päättymisen, joka on voinut vaikeuttaa rahoitusratkaisujen suunnittelua.

Emme tehneet ennustemuutoksia operatiivisiin lukuihin, mutta kasvavat rahoituskulut laskivat lähivuosien nettotulosennusteita noin 30 %:lla -1,35 euron tasolle osakkeelta. Näkemyksemme mukaan Baswaren liiketoimintamalli tarjoaa yhä perusteiltaan kiinnostavan yhtälön, sillä jatkuviin tuottoihin nojaavan kasvun lisäksi yhtiön asiakkuuksien elinkaaren odotettu arvo ylittää 7-kertaisesti asiakashankinnan kustannukset, ja liiketoimintamallin skaalautuvuus on korkea. Potentiaalini realisoimiseksi yhtiön pitää kuitenkin kasvattaa myyntipanostuksia, mikä painaa kannattavuuden lähivuosina vielä heikoksi. Lisäksi kasvua ja kannattavuutta heikentää vielä osittain keskeneräinen liiketoimintamallin transformaatio. Jotta yhtiö pääsee vuoden 2022 yli 20 %:n kasvutavoitteeseen ja nousee voitolliseksi, on cloud-tilauskannan kasvun kiihdyttävä lähivuosina yli 25 %:iin.

Baswaren arvostus nojaa poikkeuksellisen voimakkaasti pitkän aikavälin kassavirtojen ja kasvustrategian onnistumisen varaan, eikä arvostukselle saada vielä tukea tulokertoimista. SaaS-verrokkeihin pohjautuva arvostusmallimme ja aiempi ostotarjous indikoivat osakkeelle merkittävästi nykykursssia korkeampaa arvoa (35-45 euroa), mutta ilman pääomistajan haikailemaa uutta ostotarjousta osakkeelle ei löydy tällä hetkellä riittävän vahvoja ajureita osta-suosituksen perusteeksi.



Petri Aho
Analytikko
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi

Basware | Kurssi: 23.80
Lisää | Tavoitehintaa: 27.00

Sampo harkitsee jakavansa pienen määrän Nordean osakkeita lisäosinkona

Sampo [täydensi](#) keskiiviikkona yhtiökokouskutsuaan, jolla se valtuuttaa hallituksen päättämään ylimääräisesti 0,90 euroa per osake tai enintään 500 MEUR:n suuruisesta lisäosingosta. Osinko voidaan jakaa joko käteisenä ja/tai yhtiön hallussa olevista arvopapereista. Ehdotuksen taustalla ovat Sammon kasvavat pääomavaatimukset Nordeaan liittyen.

Käytännössä tämä tarkoittaa, että Sampo tulee suurella todennäköisyydellä jakamaan Nordean osakkeita lisäosinkona. Ehdotettu 500 MEUR vastaa noin 7 % Sammon koko Nordea omistuksesta. On tärkeä huomioida, että vaikka Sammon omistus Nordeassa laskisikin alle 20 %:n, on Sampo edelleen Nordean ylivoimaisesti suurin omistaja ja tiukasti kuskin paikalla. Emme pidä muutosta epäluottamuslauseena Nordeaa kohtaan. Arviomme mukaan mahdollinen lisäosinko tullaan jakamaan varsin nopealla aikataululla yhtiökokouksen jälkeen.

Mikäli Sampo jakaisi suunnitellut 500 MEUR Nordean osakkeina, laskisi sen omistusosuus Nordeassa alle 20 %:iin (noin 19,7 %). Tämän seurauksena Nordea ei enää olisi Sammon osakkuusyhtiö, eikä Nordean tulos näkyisi enää Sammon numeroissa. Tämä keventäisi käsityksemme mukaan myös merkittävästi Sammon pääomavaatimuksia. Parantunut vakavaraisuus antaisi Sammolle enemmän tilaa yritysjärjestelykentällä, johon yhtiö myös viittasi omassa kommunikaatiossaan. Nordea osuuden pienentymisellä on lievä negatiivinen vaikutus Sammon Nordealta saatavaan kassavirtaan (noin 0,10 euroa euroa per osake). Kokonaisuutena suhtaudumme järjestelyyn positiivisesti, sillä keventyvän vakavaraisuuden mukanaan tuomat hyödyt painavat vaakakupissa lievästi pienentyvää osinkovirtaa enemmän.



Sauli Vilén
Pääanalyytikko
+358 44 0258908
sauli.vilen@inderes.fi

Sampo | Kurssi: 42.84
Lisää | Tavoitehinta: 46.00
Yhtiökokous: 9.4.2019

Fiskarsin Wedgwood suunnittelee tuotannon vähentämistä ja yt-neuvotteluja Englannissa

Fiskars tiedotti keskiviikkona, että yksi yhtiön kuudesta kansainvälisestä pääbrändistä (Wedgwood) suunnittelee tuotantokapasiteetin leikkaamista ja enintään 145 työpaikan vähentämistä koskevia yt-neuvotteluja Englannissa. Fiskars toteaa tiedotteessaan, että kuluttajien käyttäytymisen ja toimintaympäristön muuttuessa Wedgwoodin on parannettava kilpailukykyään tulevaisuuden kasvun varmistamiseksi.

Wedgwood kuuluu Fiskarsin English & Crystal Living-liiketoimintaan (ECL) ja se valmistaa mm. posliinisia ruoka- ja teeastiastoja sekä koriste-esineitä. Wedgwood-brändin liikevaihto vuonna 2018 oli 7 % koko konsernin 1119 MEUR:n liikevaihdosta eli noin 78 MEUR. Viimeiset pari vuotta ECL-liiketoiminnan kannattavuus on ollut konsernille pettymys ja arvoimme myös Wedgwoodin kannattavuuden olevan konsernin keskiarvon alapuolella (konsernin EBITA 2018: 10,1 %). Wedgwoodin tuotteita valmistetaan pääosin Englannissa ja Indonesiassa. Suunnitelman mukaan Englannissa keskitytään jatkossa käsityönä valmistettaviin korkealaatuisiin tuotteisiin ja muiden tuotteiden tuotantoa arvioidaan. Mikäli suunnitelman mukaiset ehdotukset toteutuvat, joidenkin kattaustuotteiden valmistus keskitetään muihin tuotantolaitoksiin. Englannissa sijaitsee valmistustoiminnan lisäksi brändin kannalta keskeisiä toimintoja kuten muotoilu, tuotekehitys ja globaali markkinointi, jotka jatkavat toimintaansa.

Keskiviikon tiedote liittyy Fiskarsin 31.10.2018 julkistamaan laajempaan Living-segmentin uudelleenjärjestelyohjelmaan, joka keskittyy lähinnä vuonna 2015 toteutetun WWRD-yrittyskaupan brändeihin (nykyinen ECL-liiketoiminta). Ohjelman tavoitteena on lisätä toiminnan tehokkuutta, yksinkertaistaa liiketoiminnan rakennetta sekä vauhdittaa pitkän aikavälin strategista kehitystä. Ohjelma sisältää mm. globaalien vähittäiskauppa- ja jakeluverkoston sekä toimitusketjun ja organisaatorakenteen optimoinnin. Koko Living-segmentin uudelleenjärjestelyohjelma kestää noin kolme vuotta ja se aiheuttaa yhtiön arvion mukaan 2018-2021 aikana noin 40 MEUR:n kokonaiskustannukset. Ohjelman tavoitteena on vuotuiset 17 MEUR:n kustannussäästöt, kun ohjelma on täysin toteutettu.



Petri Kajaani

Analytikko
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi

Fiskars | Kurssi: 19.22

Vähennä | Tavoitehinta: 18.60

Olemme ottaneet ennusteissamme huomioon, että ohjelman kertaluonteiset 40 MEUR:n kustannukset jakautuvat tasaisesti ohjelman kestoajalle. Yhtiö ei määritellyt tiedotteessa tarkemmin Wedgwoodin toimintoihin liittyvän ohjelman kustannuksia, joten emme ole tehneet muutoksia ennusteisiimme. Ennustamme Fiskarsin kuluvan vuoden liikevaihdon olevan 1125 MEUR ja vertailukelpoisen EBITA:n olevan 122 MEUR (EBITA 10,9 %). Odotamme yhtiön kirjaavan H1'19:n aikana noin 6 MEUR:n edestä kertaluonteisia uudelleenjärjestelykuluja ja saman verran H2'19:n aikana. Ohjelma tulee arviomme mukaan painamaan Fiskarsin raportoitua kannattavuutta vuosien 2019-2021 aikana ja odotamme raportoidun EBITA-marginaalin pysyvän tästä syystä lähivuosina noin 10 %:n tasolla, kun yhtiön pitkän aikavälin taloudellinen tavoite on saavuttaa 12 %:n EBITA-marginaali.

**Petri Kajaani**

Analytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

Fiskars | Kurssi: 19.22**Vähennä** | Tavoitehinta: 18.60

Privanetin Aroundin kilpailija Invesdor yhdistyy Finnestin kanssa

Suomalainen Invesdor Oy ja itävaltalais-saksalainen Finnest GmbH julkistivat eilen aikomuksensa yhdistyä. Invesdor on Privanetin Around-joukkorahoitusalan oleellisiä kilpailijoita Suomessa ja Finnest merkittävä toimija Keski-Euroopassa. Invesdor on ottamassa merkittävän kasvuvoiman Euroopan markkinoilla, mikä onnistuessaan vaikuttaa positiivisesti yhtiön houkuttelevuuteen myös Suomen markkinoilla. Listaamattomien järjestelyiden kilpailutilanne vaikuttaisi kehittyvän Privanetin kannalta negatiivisesti, tai ainakin yhtiö on aiempaa suuremmissa vaaroissa jäädä toimialan kehityksestä. Joukkorahoitusmarkkina on edelleen nuori, minkä takia sen yleisen kiinnostavuuden kasvu vaikuttaa lähtökohtaisesti positiivisesti koko markkinaan.

Invesdorin yhtiökokous päättää yhdistymisestä Finnestin kanssa 4.4.2019. Yhdistymisen kautta Invesdor Group tuo yhteen pohjoismaisen digitaalisen pääomarahituksen keräämiseen tarkoitetun Invesdor-alustan sekä saksankielisten markkinoiden keskisuurten yritysten rahoitusyhtiön Finnestin. Samalla Invesdorin rahoituspalvelukoima laajenee merkittävästi ja yhtiö saa Finnestin kautta myös uutta osaamista erityisesti lainapuolelle. Invesdor pystyykin jatkossa tarjoamaan markkinoiden laajinta palvelua osakkeista lainoihin ja bondeihin sekä pörssilistautumisiin. Yhtiö sai myös uuden sijoituksen Speedinvestiltä, joka on yksi suurimmista FinTech-alan sijoittajista Euroopassa. Myös Taaleri* omistaa pienen osuuden Invesdorista.

Invesdorin ja Finnestin yhdistyminen on myös jälleen merkki markkinan konsolidaatiosta. Toimialalla on selkeitä positiivisia verkostovaikutuksia, eli potentiaalisten sijoittajien suuri määrä tekee alustasta houkuttelevamman kohdeyhtiöille ja toisinpäin. Tätä kautta toimialalla on myös saavutettavissa merkittäviä skaalaetuja, ja näkemyksemme mukaan Euroopan joukkorahoitusmarkkinoilla tulee lopulta olemaan pieni joukko selkeitä voittajia. Privanetin kannalta on toimialan konsolidaatiokasvu sinänsä positiivista, mutta tällä hetkellä yhtiön asema markkinalla vaikuttaa kuitenkin heikentyvän. Privanetilla on yhteistyötä Nordic Growth Marketin (NGM) ja FundedByMen kanssa, minkä lisäksi yhtiöllä on oma lainapohjainen ReallInvest-joukkorahoitusala.

* Taaleri on Inderesin vähemmistöomistaja



Juha Kinnunen
Strategi, seniorianalyttikko
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

Privanet | Kurssi: 0.79
Myy | Tavoitehintaa: 0.67

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2019	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 19	EV/EBIT 19	P/E 20	EV/EBIT 20	P/B 19	Osinko 19e	Tuotto-%	MCAP
Admicom	36.96	-1.3 %	79.4 %	Vähennä	25.00	-32.4 %	36.4	26.9	28.6	20.6	12.9	0.68	1.8 %	178
Ahlstrom-Munksjö	14.02	-2.0 %	15.7 %	Lisää	14.50	3.4 %	12.8	13.6	10.5	9.8	1.2	0.56	4.0 %	1616
Aktia Bank	9.54	-1.1 %	6.0 %	Vähennä	9.40	-1.5 %	12.8	10.2	12.7	10.2	1.1	0.62	6.5 %	658
Alma Media	6.32	0.3 %	14.1 %	Lisää	7.00	10.8 %	12.0	9.3	12.0	8.8	3.0	0.38	6.0 %	519
Amer Sports	39.98	-0.1 %	4.2 %	Pidä	40.00	0.1 %	25.3	19.5	23.1	17.7	4.2	0.80	2.0 %	4605
Apetit	9.00	-0.4 %	0.0 %	Vähennä	9.00	0.0 %	22.7	11.5	14.7	7.7	0.6	0.40	4.4 %	55
Aspo	8.68	1.6 %	9.0 %	Vähennä	9.00	3.7 %	12.5	15.7	9.6	12.9	2.3	0.45	5.2 %	272
Aspocomp Group	4.75	-1.0 %	28.4 %	Lisää	4.70	-1.1 %	10.5	11.5	10.0	10.5	1.9	0.13	2.7 %	31
Avidly	5.76	-2.0 %	11.6 %	Lisää	6.20	7.6 %	14.1	14.4	10.5	9.6	1.4	0.14	2.4 %	13
Basware	23.80	-19.3 %	-39.7 %	Lisää	27.00	13.4 %	neg.	neg.	neg.	neg.	3.7	0.00	0.0 %	342
Bittium	6.89	0.7 %	-9.5 %	Lisää	7.50	8.9 %	35.7	32.3	21.7	19.1	2.2	0.15	2.2 %	245
CapMan	1.68	-0.2 %	14.4 %	Lisää	1.85	9.9 %	12.3	10.6	9.0	7.7	2.1	0.13	7.7 %	257
Cargotec	34.46	-2.8 %	29.0 %	Myy	28.50	-17.3 %	13.1	10.3	14.6	11.3	1.5	1.30	3.8 %	2215
Caverion	5.63	0.7 %	10.7 %	Lisää	5.60	-0.6 %	20.0	13.7	13.6	10.8	2.6	0.14	2.5 %	782
Citycon	9.36	-1.0 %	15.9 %	Lisää	9.50	1.5 %	11.6	19.5	11.5	19.0	0.8	0.65	6.9 %	1666
Consti Yhtiöt	5.34	-0.4 %	-2.9 %	Vähennä	5.40	1.1 %	9.8	9.6	7.8	7.5	1.5	0.27	5.1 %	40
Cramo	17.58	-4.5 %	17.8 %	Lisää	17.00	-3.3 %	8.5	11.0	9.5	11.7	1.2	0.90	5.1 %	782
Detection Technology	17.60	-1.4 %	7.6 %	Lisää	17.50	-0.6 %	16.0	11.1	14.1	9.5	4.1	0.42	2.4 %	253
Digia	2.64	-0.4 %	-7.4 %	Lisää	3.10	17.4 %	10.7	8.6	8.5	6.5	1.3	0.10	3.8 %	70
EAB Group	3.00	2.0 %	7.1 %	Myy	2.70	-10.0 %	19.9	18.3	14.1	13.5	1.8	0.12	4.0 %	41
Efecte	5.00	0.0 %	29.5 %	Lisää	5.40	8.0 %	neg.	neg.	neg.	neg.	14.7	0.00	0.0 %	29
Efore	0.06	0.0 %	55.3 %	Myy	0.05	-15.3 %	neg.	48.7	18.5	13.3	2.7	0.00	0.0 %	24
Elisa	40.39	0.3 %	11.9 %	Vähennä	34.00	-15.8 %	20.7	18.1	19.9	17.4	5.0	1.80	4.5 %	6451
Endomines (SEK)	6.54	0.6 %	9.7 %	Vähennä	6.80	4.0 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.3	0.00	0.0 %	275
Enersense International	2.02	0.2 %	-38.0 %	Vähennä	2.30	14.1 %	15.7	8.5	10.8	5.9	1.2	0.05	2.5 %	11
eQ	9.50	-0.2 %	25.0 %	Lisää	9.20	-3.2 %	16.3	11.9	15.3	11.1	5.7	0.58	6.1 %	367

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2019	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 19	EV/EBIT 19	P/E 20	EV/EBIT 20	P/B 19	Osinko 19e	Tuotto-%	MCAP
Etteplan	8.04	0.0 %	1.3 %	Vähennä	8.40	4.5 %	12.5	9.9	12.2	9.3	2.6	0.32	4.0 %	200
Evli Pankki	8.40	-0.5 %	15.4 %	Vähennä	8.00	-4.8 %	13.5	10.2	11.4	8.6	2.6	0.62	7.4 %	199
Exel Composites	4.21	-1.4 %	5.2 %	Vähennä	4.35	3.3 %	13.5	13.6	9.8	8.3	1.6	0.20	4.8 %	50
F-Secure	2.46	-0.4 %	6.3 %	Lisää	2.90	17.9 %	57.2	61.5	30.4	27.2	5.5	0.00	0.0 %	387
Fellow Finance	7.68	-1.3 %	18.2 %	Osta	10.00	30.2 %	23.6	14.7	16.0	10.8	3.3	0.11	1.4 %	54
Finnair	8.07	-4.8 %	13.9 %	Vähennä	7.50	-7.1 %	11.2	5.4	9.6	6.2	1.0	0.24	3.0 %	1034
Fiskars	19.22	-2.6 %	27.8 %	Vähennä	18.60	-3.2 %	19.3	18.8	19.5	17.6	2.0	0.56	2.9 %	1567
Fondia	12.10	0.0 %	-5.8 %	Vähennä	12.70	5.0 %	24.9	15.8	17.9	11.5	6.3	0.32	2.6 %	47
Fortum	19.61	-1.8 %	2.7 %	Lisää	21.00	7.1 %	16.7	15.8	14.0	14.8	1.5	1.10	5.6 %	17420
Glaston	2.10	4.9 %	4.9 %	Lisää	2.40	14.4 %	16.4	19.1	10.8	7.3	2.1	0.03	1.4 %	81
Gofore	7.50	-1.7 %	-11.2 %	Vähennä	8.30	10.7 %	12.7	12.8	10.6	9.3	4.1	0.25	3.3 %	104
Harvia	6.44	0.0 %	19.8 %	Lisää	6.50	1.0 %	14.4	12.8	13.3	11.7	1.8	0.38	5.9 %	120
Heeros	2.10	-4.5 %	4.0 %	Vähennä	2.10	0.0 %	neg.	1083.5	40.1	32.6	5.1	0.00	0.0 %	9
Hoivatilat	8.29	1.5 %	4.9 %	Lisää	9.20	11.0 %	7.4	12.7	9.2	15.6	1.1	0.19	2.3 %	209
Huhtamäki	33.23	0.2 %	22.8 %	Vähennä	31.00	-6.7 %	17.4	15.2	16.2	13.7	2.6	0.90	2.7 %	3455
Innofactor	0.54	-4.3 %	49.2 %	Vähennä	0.45	-16.7 %	14.5	117.8	12.0	50.6	0.9	0.00	0.0 %	19
Investors House	6.85	0.7 %	14.2 %	Lisää	7.40	8.0 %	10.1	14.8	9.5	15.1	0.8	0.26	3.8 %	40
Kamux	6.04	0.0 %	11.0 %	Osta	7.40	22.5 %	12.1	9.4	10.2	8.0	2.9	0.22	3.6 %	241
Kemira	11.63	-1.6 %	18.1 %	Vähennä	10.75	-7.6 %	16.5	14.9	16.0	14.2	1.5	0.53	4.6 %	1773
Kesko	54.78	-0.1 %	16.3 %	Vähennä	48.00	-12.4 %	20.7	16.3	20.5	15.5	2.6	2.50	4.6 %	5438
Kesla	4.44	-0.9 %	13.8 %	Vähennä	4.40	-0.9 %	7.6	9.5	9.2	10.2	1.1	0.20	4.5 %	15
Kone	45.18	-0.3 %	8.5 %	Vähennä	40.00	-11.5 %	24.1	17.8	22.5	16.3	7.4	1.70	3.8 %	23315
Konecranes	32.62	-1.3 %	23.6 %	Lisää	31.00	-5.0 %	13.6	11.5	12.7	9.4	1.9	1.30	4.0 %	2569
Kotipizza Group	23.00	0.0 %	0.9 %	Pidä	23.00	0.0 %	20.0	15.9	17.0	13.4	4.0	0.75	3.3 %	146
LeadDesk	8.20	0.8 %	5.7 %	Lisää	8.50	3.7 %	39.3	30.1	22.7	17.7	5.7	0.00	0.0 %	38
Lehto Group	4.41	-1.5 %	3.8 %	Lisää	4.69	6.3 %	8.3	7.5	8.6	7.2	1.4	0.24	5.4 %	256

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2019	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 19	EV/EBIT 19	P/E 20	EV/EBIT 20	P/B 19	Osinko 19e	Tuotto-%	MCAP
Loudspring	0.38	-0.3 %	14.3 %	Vähennä	0.44	14.6 %	neg.	neg.	neg.	neg.	0.8	0.00	0.0 %	10
Marimekko	26.60	1.1 %	27.9 %	Myy	22.00	-17.3 %	23.2	16.4	21.4	15.0	6.3	0.80	3.0 %	214
Martela	3.24	-2.7 %	9.5 %	Vähennä	3.20	-1.2 %	neg.	neg.	13.0	7.9	0.8	0.12	3.7 %	13
Metso	31.07	-0.6 %	35.7 %	Vähennä	24.50	-21.1 %	19.2	13.5	18.5	13.0	3.2	1.20	3.9 %	4660
Metsä Board	5.99	-1.9 %	16.9 %	Vähennä	6.25	4.4 %	11.1	9.2	11.2	8.9	1.5	0.32	5.3 %	2127
Neo Industrial	2.14	3.9 %	5.4 %	Myy	1.80	-15.9 %	77.3	12.2	neg.	13.8	1.5	0.00	0.0 %	12
Neste	93.36	-3.1 %	38.6 %	Lisää	92.00	-1.5 %	18.6	14.4	18.4	14.3	4.5	2.55	2.7 %	23884
Next Games	1.41	-1.9 %	32.5 %	Vähennä	1.40	-0.7 %	neg.	neg.	neg.	720.0	1.3	0.00	0.0 %	26
Nixu	10.25	2.7 %	34.9 %	Lisää	9.50	-7.3 %	59.8	41.6	22.2	15.7	4.1	0.00	0.0 %	74
NoHo Partners	8.22	-1.0 %	-5.1 %	Lisää	10.00	21.7 %	11.6	11.9	8.7	9.3	2.1	0.40	4.9 %	155
Nokia Corporation	5.47	-2.0 %	8.7 %	Lisää	5.80	6.0 %	20.6	33.7	13.2	11.8	2.1	0.22	4.0 %	30703
Nokian Renkaat	31.48	-2.6 %	17.4 %	Lisää	32.00	1.7 %	15.0	7.8	15.1	11.0	2.5	1.61	5.1 %	4346
Nurminen Logistics	0.33	-1.5 %	32.5 %	Myy	0.27	-18.2 %	neg.	19.2	neg.	34.1	1.4	0.00	0.0 %	14
Oriola	2.46	-1.2 %	24.0 %	Lisää	2.50	1.8 %	13.8	11.1	12.0	9.5	2.3	0.12	4.9 %	445
Orion	35.09	-0.1 %	15.9 %	Vähennä	32.00	-8.8 %	24.7	18.9	23.0	17.6	6.5	1.50	4.3 %	4937
Outokumpu	3.60	0.9 %	12.7 %	Vähennä	3.30	-8.4 %	17.9	13.8	11.8	10.7	0.5	0.10	2.8 %	1481
Ototec	3.96	0.7 %	28.8 %	Lisää	4.10	3.6 %	14.0	7.9	12.8	7.1	1.7	0.11	2.8 %	719
Ovaro Kiinteistösijoitus	4.50	-0.4 %	-6.2 %	Lisää	5.00	11.1 %	neg.	180.7	neg.	125.7	0.6	0.00	0.0 %	42
Panostaja	0.94	0.9 %	-2.1 %	Vähennä	0.92	-1.9 %	22.5	16.7	13.7	12.9	0.9	0.05	5.3 %	49
Pihlajalinna	10.30	0.0 %	19.5 %	Vähennä	10.50	1.9 %	18.6	15.7	17.0	14.4	1.8	0.19	1.8 %	232
Piippo	3.64	0.0 %	5.8 %	Vähennä	4.00	9.9 %	25.0	28.2	15.7	17.8	0.7	0.00	0.0 %	4
Ponsse	29.10	1.2 %	17.6 %	Vähennä	28.50	-2.1 %	12.7	9.7	11.7	8.6	3.4	1.00	3.4 %	813
Privanet Group	0.79	7.9 %	-0.3 %	Myy	0.67	-15.0 %	31.8	709.5	8.6	12.2	1.1	0.00	0.0 %	11
Pöyry	10.25	1.5 %	-1.4 %	Pidä	10.20	-0.5 %	17.1	10.1	15.6	9.9	3.2	0.30	2.9 %	614
Qt Group	9.90	2.3 %	25.3 %	Lisää	10.00	1.0 %	neg.	neg.	28.6	22.9	11.7	0.00	0.0 %	240
Ramirent	5.60	-1.7 %	2.8 %	Lisää	6.00	7.1 %	8.4	9.2	11.8	11.7	1.9	0.46	8.2 %	602

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2019	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 19	EV/EBIT 19	P/E 20	EV/EBIT 20	P/B 19	Osinko 19e	Tuotto-%	MCAP
Rapala VMC	3.03	-0.7 %	-0.7 %	Vähennä	3.30	8.9 %	13.5	10.0	9.0	7.7	0.8	0.10	3.3 %	116
Raute	26.50	0.0 %	24.4 %	Vähennä	27.00	1.9 %	11.4	7.3	13.4	7.9	2.4	1.50	5.7 %	112
Remedy Entertainment	8.48	-2.0 %	26.6 %	Lisää	9.00	6.1 %	16.8	10.3	16.2	9.5	3.8	0.30	3.5 %	102
Revenio Group	16.14	2.3 %	28.5 %	Lisää	16.50	2.2 %	37.0	28.6	27.7	20.9	17.7	0.36	2.2 %	386
Sampo	42.84	-0.5 %	11.5 %	Lisää	46.00	7.4 %	15.1	13.4	14.7	13.0	1.9	3.00	7.0 %	23791
Sanoma	9.16	-2.0 %	8.0 %	Vähennä	9.50	3.7 %	11.1	9.7	11.0	9.5	2.3	0.48	5.2 %	1488
Scanfil	4.12	0.2 %	9.9 %	Lisää	4.50	9.2 %	9.0	7.6	8.8	7.4	1.8	0.15	3.6 %	263
Sievi Capital	1.25	-3.1 %	2.5 %	Lisää	1.35	8.0 %	9.3	7.6	7.8	6.6	1.0	0.04	3.2 %	72
Silli Solutions	8.90	1.8 %	9.9 %	Lisää	9.40	5.6 %	13.2	13.7	10.3	9.4	2.9	0.34	3.8 %	62
Solteq	1.45	2.1 %	11.5 %	Vähennä	1.45	0.0 %	15.6	12.7	12.5	11.3	1.2	0.03	2.1 %	27
Sotkamo Silver (SEK)	4.49	-0.2 %	15.1 %	Myy	3.80	-15.4 %	294.6	38.2	6.8	6.4	1.9	0.00	0.0 %	589
SRV Group	1.69	-0.6 %	-0.6 %	Vähennä	1.90	12.4 %	6.3	10.9	4.7	9.0	0.4	0.08	4.7 %	102
SSAB (SEK)	29.85	-1.0 %	19.8 %	Lisää	34.00	13.9 %	8.1	7.6	8.9	7.5	0.5	1.55	5.2 %	30741
SSH Communications Security	1.33	-1.5 %	-20.5 %	Myy	1.10	-17.6 %	neg.	neg.	638.1	235.8	4.2	0.00	0.0 %	51
Stora Enso	11.60	-2.9 %	15.0 %	Lisää	12.50	7.8 %	10.1	8.4	10.2	8.1	1.3	0.57	4.9 %	9144
Suominen	2.35	0.0 %	14.6 %	Vähennä	2.40	2.1 %	19.5	13.6	12.4	9.5	1.0	0.05	2.1 %	135
Taaleri	7.54	0.5 %	6.2 %	Lisää	8.50	12.7 %	11.4	9.4	11.4	9.1	1.6	0.33	4.4 %	218
Talenom	27.30	-1.8 %	43.3 %	Lisää	26.50	-2.9 %	23.4	20.2	19.4	16.7	8.2	0.70	2.6 %	187
Tallink Grupp	1.04	-0.5 %	2.5 %	Vähennä	0.97	-6.7 %	16.0	16.7	15.5	15.8	0.8	0.05	4.8 %	696
Teleste	6.34	-1.2 %	20.5 %	Vähennä	6.00	-5.4 %	12.6	22.7	10.5	7.9	1.5	0.20	3.2 %	115
Telia Company (SEK)	42.79	-0.0 %	1.9 %	Lisää	44.00	2.8 %	15.7	17.2	15.0	16.9	1.8	2.50	5.8 %	175623
Tieto	28.66	-0.4 %	21.5 %	Vähennä	27.00	-5.8 %	15.6	14.6	14.8	13.7	4.3	1.47	5.1 %	2115
Tikkurila	14.90	-0.1 %	24.0 %	Vähennä	12.50	-16.1 %	21.1	16.6	18.0	14.3	3.9	0.60	4.0 %	657
Titanium	9.00	0.6 %	25.9 %	Lisää	9.20	2.2 %	11.0	11.0	10.3	8.7	4.0	0.75	8.3 %	90
United Bankers	7.80	0.0 %	18.2 %	Vähennä	8.00	2.6 %	11.1	13.7	9.6	10.4	2.6	0.48	6.2 %	75
UPM-Kymmene	26.89	-1.9 %	21.4 %	Vähennä	25.00	-7.0 %	12.5	9.1	12.5	9.0	1.4	1.45	5.4 %	14346

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2019	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 19	EV/EBIT 19	P/E 20	EV/EBIT 20	P/B 19	Osinko 19e	Tuotto-%	MCAP
Uutechnic Group	0.38	-2.1 %	13.9 %	Vähennä	0.39	3.7 %	17.3	13.7	11.1	8.9	1.8	0.00	0.0 %	21
Vaisala	18.20	-0.5 %	10.3 %	Vähennä	17.50	-3.8 %	20.7	19.3	18.2	17.4	3.6	0.60	3.3 %	663
Valmet	23.52	-0.5 %	31.0 %	Vähennä	21.50	-8.6 %	17.8	12.5	16.6	11.3	3.4	0.75	3.2 %	3524
Verkkokauppa.com	4.10	0.0 %	0.0 %	Osta	5.00	22.0 %	17.4	10.6	14.1	8.7	4.7	0.21	5.1 %	184
Vincit Oyj	6.20	-0.3 %	20.6 %	Lisää	6.70	8.1 %	14.7	11.3	12.5	9.3	3.4	0.18	2.9 %	71
VMP Group	4.15	-2.4 %	26.5 %	Osta	4.60	10.8 %	6.2	15.2	5.9	13.3	1.1	0.15	3.6 %	61
Wulff Group	1.68	-1.2 %	-0.6 %	Lisää	1.70	1.2 %	9.5	8.2	8.2	6.9	0.9	0.11	6.5 %	11
Wärtsilä	14.57	-1.9 %	4.9 %	Lisää	15.50	6.4 %	15.3	11.8	12.9	10.0	3.2	0.53	3.6 %	8621
YIT Corporation	5.37	-0.8 %	5.2 %	Vähennä	5.50	2.4 %	8.8	9.2	9.9	9.9	1.0	0.30	5.6 %	1127



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Palkinnot



**2018, 2017,
2016, 2012**
Juha Kinnunen



**2018, 2016,
2012**
Sauli Vilén



**2018, 2016,
2015**
Antti Viljakainen



**2017, 2016,
2014**
Mikael Rautanen



2018, 2015
Petri Aho



2018, 2017
Jesse Kinnunen



2018
Erkki Vesola



2017
Petri Kajaani



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS

Yhteystiedot

Antti Viljakainen

Analyytikko
antti.viljakainen@inderes.fi
+358 44 591 2216

Atte Riikola

Analyytikko
atte.riikola@inderes.fi
+358 44 593 4500

Erkki Vesola

Analyytikko
erkki.vesola@inderes.fi
+358 50 5495512

Jesse Kinnunen

Analyytikko
jesse.kinnunen@inderes.fi
+358 50 373 8027

Joni Grönqvist

Analyytikko
joni.gronqvist@inderes.fi
+358405153113

Joonas Korkiakoski

Analyytikko
joonas.korkiakoski@inderes.fi
+358 40 182 8660

Juha Kinnunen

Strategi, seniorianalyytikko
juha.kinnunen@inderes.fi
+358 40 778 1368

Marianne Palmu

Ekonomisti, Aamukatsauksen tuottaja
marianne.palmu@inderes.fi
+358 50 339 1521

Mikael Rautanen

CEO, analyytikko
mikael.rautanen@inderes.fi
+358 50 346 0321

Olli Koponen

Analyytikko
olli.koponen@inderes.fi
+358 44 2749560

Olli Vilppo

Analyytikko
olli.vilppo@inderes.fi
+358 40 761 9380

Petri Aho

Analyytikko
petri.aho@inderes.fi
+358 50 340 2986

Petri Gostowski

Analyytikko
petri.gostowski@inderes.fi
+358 40 821 5982

Petri Kajaani

Analyytikko
petri.kajaani@inderes.fi
+358 50 527 8680

Sauli Vilén

Pääanalyytikko
sauli.vilen@inderes.fi
+358 44 0258908