



Innofactor laaja raportti - käänne on vielä alkumetreillä

05.06.2019

AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Keskuspankit valmiita täyttämään pelastuspatjaa kauppariskien edessä
- Talenom-päivitys - hengähdystauko voimakkaan kurssinousun jälkeen
- Enersense-päivitys - kansainvälistyminen etenee pienin askelin
- Nokia juhlistaa sillä olevan eniten julkistettuja 5g-sopimuksia
- Työterveyshuollon siirtyminen yksityisen sektorin suuntaan on kiihtynyt
- Tallinkin toukokuun liikenneraportti oli linjassa odotustemme kanssa
- SSH tavoittelee kasvua merkittävästi suurempaan kokoluokkaan seuraavan 10 vuoden aikana

Markkinakatsaus

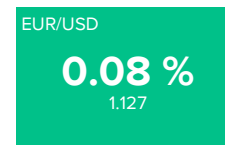
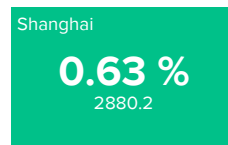
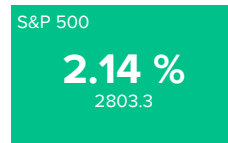
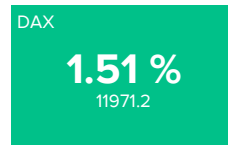
Kehittyneillä markkinoilla Euroopassa tiistai oli lievä nousupäivä (Eurostoxx +0,6 %), ja nousu kiihtyi USA:ssa, jossa pääindeksit sulki yli 2 % plussalle. Federal Reserven pääjohtaja Jerome Powellin puheista tulkittu nojaaminen yhä elvyttävämpään rahapolitiikkaan tarjosi markkinoille helpotusta keskellä kauppasota- ja talouskasvuhoitoa.

Aasian markkinoilla aloitettiin aamu nousutunnelmissa. Japanin Nikkei oli aamukahdeksalta 1,9 % ja Kiinan Shanghai Composite 0,7 % plussalla. Elvytysodotukset nostivat osakkeita Aasiassakin, vaikka Kiinan palvelualojen ostopääällikköindeksit aamulta laskivat kolmen kuukauden pohjiin.

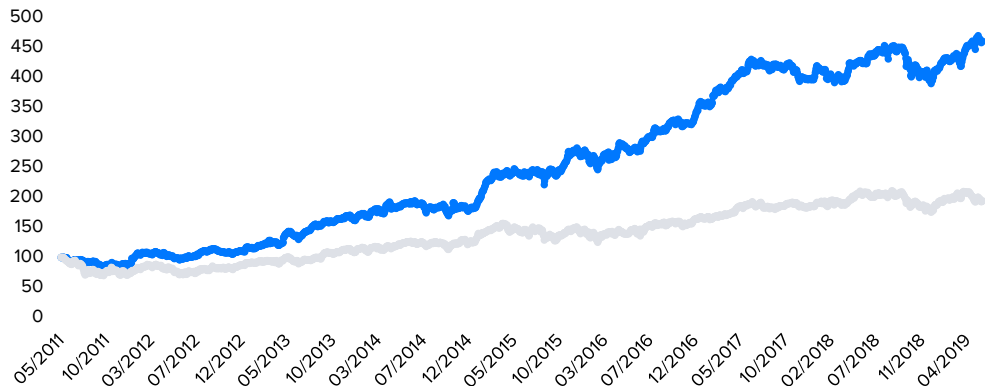
Valuuttamarkkinoilla euron kurssi dollaria vastaan vahvistui hienoisesti, ja yhteisvaluutta noteerattiin 1,126 dollarissa. Fedin Powellin kommentit painoivat dollaria, mutta euroalueella selvästi hidastunut inflaatio asettivat painetta myös eurolle.

Raaka-ainemarkkinalla öljyn hinta oli aamulla laskussa, ja WTI-futuurit liikkuivat 53,16 dollarissa/bbl (-0,6 %). Öljyä painoi API:n raporttoima USA:n raakaöljyvarastojen kasvu viime viikolla vastoin odotuksia.

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

1%

1 vuosi

8%

3 vuotta

64%

Aloituksesta

360%

Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

Kansainvälistyminen etenee pienin askelin
05.06.2019 | Enersense | Vähennä

Käänte on vielä alkumetreillä
05.06.2019 | Innofactor | Vähennä

Hengähdystauko voimakkaan kurssinousun jälkeen
05.06.2019 | Talenom | Vähennä

Tuotto-odotus on houkutteleva kasvun realisoituessa
04.06.2019 | Fellow Finance | Osta

Peliyhtiö käänteen keskellä
04.06.2019 | Next Games | Vähennä

Paluuta kasvu-uralle joudutaan odottamaan
03.06.2019 | Piippo | Vähennä

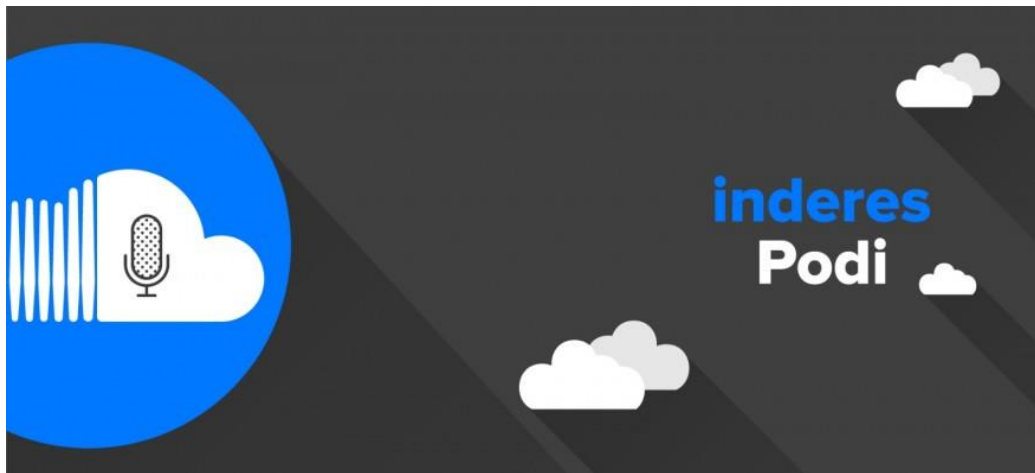
Uudistunut johto vie yhtiötä oikeaan suuntaan
31.05.2019 | Loudspring | Vähennä

Osakeanti etenee suunnitellusti
31.05.2019 | Glaston | Lisää

Omaisuteen pääsee käsiksi jo edullisesti
29.05.2019 | Metsä Board | Osta

Viimeisen oljenkorren varassa
29.05.2019 | Lehto | Vähennä

InderesTV



inderesPodi 47: Terveysmarkkina sijoituskohteena ja sote-uudistus



Next Games: piukat paikat edessä



Yksi parhaista sijoittajista laski osakepainon nolnaan

Seuraa meitä somessa



Makrotapahtumat, 5.6.2019

10:55 Saksa: Markit palveluiden op-indeksi , touko , ennuste (Reuters) 55,0 /edellinen 55,0

11:00 Euroalue: Markit palveluiden ostopääliikköindeksi, lopullinen , touko , ennuste (Reuters) 52,5 /edellinen 52,5

11:00 Euroalue: Markit yhdistetty ostopääliikköindeksi, lopullinen , touko , ennuste (Reuters) 51,6 /edellinen 51,6

12:00 Euroalue: Tuottajahinnat MM (%) , huhti , ennuste (Reuters) 0,3 /edellinen -0,1

12:00 Euroalue: Vähittäismyynti MM (%) , huhti , ennuste (Reuters) -0,3 /edellinen 0,0

15:15 USA: ADP-työllisyysindeksi touko , ennuste (Reuters) 185 000 /edellinen 275 000

17:00 USA: Palvelualaolojen ISM-indeksi touko , ennuste (Reuters) 55,5 /edellinen 55,5

Keskuspankit valmiita täyttämään pelastuspatjaa kauppariskien edessä

Keskuspankit euroalueella ja USA:ssa ovat tulleet entistä valppaammiksi käynnissä olevan kauppasodan ja sen tuomien riskien edessä. Tiistaina sanallisesti pieni, mutta tulkinnallisesti iso muutos nähtiin USA:n keskuspankin viestinnässä, kun pääjohtaja Jerome Powell sanoi keskuspankin olevan valmis reagoimaan tarpeen mukaan ympärillä leijuviin talousriskeihin. Ennen tätä Powell on viitannut kärsivällisyyteen rahapolitiikassa.

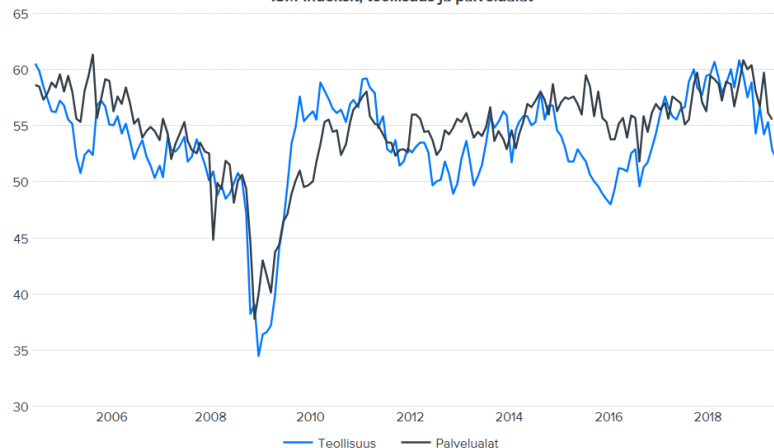
Markkinoilla sanat tulkittiin välittömästi viestiksi mahdollisesta ohjauskoron laskusta, jota on vahvasti sisällytetty odotuksiin ja se toi helpotuksen mollivoittoiseen tunnelmaan. Esimerkiksi CME Groupin Fed Watch, joka mittaa todennäköisyyksiä ohjauskoron muutoksille futuurimarkkinan perusteella, hinnoittelee jo 98 %:n todennäköisyyttä yhdelle tai useammalle koron laskulle tämän vuoden puolella. Muutos on merkittävä kuukauden takaisesta, jolloin todennäköisyys koron pysymiselle nykytasolla oli vielä 52 % ja nyt siis lähempänä nollaa. Koronlaskujen taustalla ovat kasvaneet riskit yhdistettynä matalaan inflaatioon. Esimerkiksi palvelualojen ja teollisuuden aktiviteettia kuvaavat ISM-indeksit ovat lähteneet viime kuukausina reiluun laskuun, ja eilen julkaistujen lukujen perusteella myös tehdastilaukset tippuivat huhtikuussa (-0,8 %).



Marianne Palmu

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

USA-indeksit rajussa laskussa
ISM-indeksit, teollisuus ja palveluajat



Lähde: Thomson Reuters Datastream

Kovin häävi ei ole tilanne euroalueellakaan. Talouskasvuodotukset ovat hiipuneet, ja eilen julkaistujen inflaatiolukujen perusteella kysyntäpaineita ei ole vauhdittamaan kuluttajahintoja. Inflaatio tippui Eurostatin alustavien toukokuun lukujen mukaan reilusti ollen 1,2 %. Ruuasta ja energiasta poistettu pohjainflaatio puolestaan hidastui 1,0 %:iin ja samalla alimpiin lukemiin aikoihin. Inflaatiopaineet loistavat siis edelleen poissaolollaan, mikä heijastuu myös laskeneisiin odotuksiin. Samalla se antaa keskuspankille tilaa toimia tarvittaessa. Euroopan keskuspankin korkokokous on huomenna, ja siinä on odotettavissa tukevampaa nojaa elvyttävää rahapolitiikkaa kohtaan. Vaikka keskuspankilla on jo nyt paljon pelissä nollakorkojen ja kasvaneen taseen muodossa, odotamme sen ilmaisevan valmiudesta lisäämään tarvittaessa elvytystä. Pelastuspatja on siis asetettu markkinan alle ja sitä voidaan tarvittaessa täyttää nopeallakin tahdilla, mikäli tilanne niin vaatii. Palaamme tarkemmin EKP-odotuksiin huomisen makrokatsauksessa. Rahapolitiikkaa ja keskuspankkien roolia on käsitelty myös inderesPodeissa [täällä](#) (vieraana Antti Ronkainen, julkaistu huhtikuussa) ja [täällä](#).



Marianne Palmu

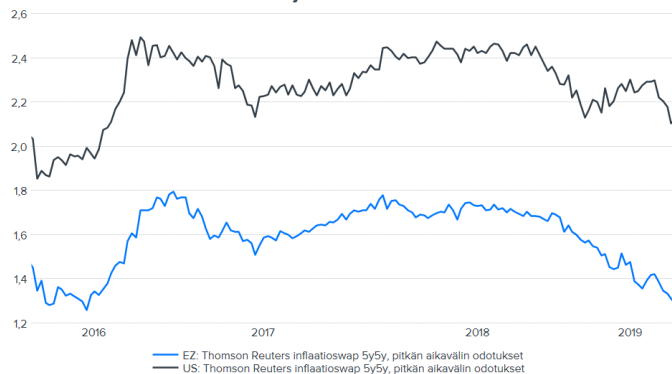
Ekonomisti, Aamukatsauksen
tuottaja
+358 50 339 1521
marianne.palmu@inderes.fi

Euroalueen inflaation komponentit



Lähde: Thomson Reuters Datastream

Euroalueen ja USA:n inflaatio-odotukset



Lähde: Thomson Reuters Datastream

**Marianne Palmu**

Ekonomisti, Aamukatsauksen

tuottaja

+358 50 339 1521

marianne.palmu@inderes.fi

Innofactor laaja raportti - käänne on vielä alkumetreillä

Toistamme Innofactorin vähennä-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 0,68 euroon (aik. 0,58) eilisen ohjeistustarkistuksen myötä hieman nousseiden ennusteiden tukemana. Yhtiöstä tänään julkaisemamme laaja raportti on luettavissa [tästä](#). Innofactorin pitkän aikavälin kasvutarina on viimeisen parin vuoden aikana törmännyt useisiin operatiivisiin haasteisiin ja sijoitusprofiili muuttunut kasvuyhtiöstä käänneyhtiöksi. Yhtiö on kohdannut niin kansainvälistymisessä kuin kotimarkkinalla odottamattomia ja rajuja ongelmia, jotka kärjistyivät viime vuoden aikana. Yhtiön kriisiytyminen alkoi näyttää mahdolliselta, mutta vuoden 2019 alkupuolella olemme saaneet ensimmäiset konkreettiset merkit käännteestä ja tilanteen stabiloitumisesta. Yhtiöllä on kuitenkin vielä lukuisia haasteita ratkottavana ja kohtalaisen tuloskäänteen sisältävillä ennusteillamme osakkeen arvostus on kokonaisuudessaan haastava.

Kasvuyhtiöstä käänneyhtiöksi

Innofactor on historiassaan kasvanut voimakkaasti yritysostoin kotimaassa ja kansainvälisesti konsolidoimalla Microsoftiin erikoistuneiden IT-toimittajien kenttää. Useiden yritysostojen jälkeen yhtiö siirtyi reilut 2 vuotta sitten strategiassaan vaiheeseen, jossa fokus siirtyi yritysostojen integrointiin ja yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamiseen. Tämä vaihe strategiassa on osoittautunut selvästi odotettua vaikeammaksi, minkä takia yhtiön kannattavuus painui tappiolle, tase heikentyi ja liikevaihto laski suotuisasta markkinasta huolimatta. Alkuvuonna 2019 erityisesti tilauskanta (+85%) on antanut viitteitä tilanteen käännteelle.



Joni Grönqvist
Analytikko
+358405153113
joni.gronqvist@inderes.fi



Mikael Rautanen
CEO, analytikko
+358 50 346 0321
mikael.rautanen@inderes.fi

Innofactor | Kurssi: 0.71
Vähennä | Tavoitehinta: 0.68

Vuonna 2019 laitetaan perustaa kuntoon

Innofactor on saanut pahimmat tulipalot sammutettua etenkin tärkeällä kotimarkkinalla, mutta yhtiön kestävä käänne vaatii todennäköisesti vielä runsaasti aikaa. Tanskan ja Ruotsin markkinoilla yhtiöllä on vielä selkeitä haasteita. Yhtiöllä on ollut runsasta vaihtuvuutta avainhenkilörooleissa ja henkilöstön määrä on laskenut selvästi, mikä tuo epäjatkuvuutta organisaatioon. Strateginen fokus on todennäköisesti ainakin tämän vuoden vahvasti operatiivisten haasteiden ratkaisemisessa ja kannattavuuden parantamisessa. Kehitystä tukee tilauskannan Q1:n voimakas kasvu ja aiemmin haasteena ollut myynti on saatu toimimaan. Yhtiön on saatava tämän vuoden aikana organisaatio vielä iskukuntoon, minkä jälkeen yhtiö voi siirtyä terveen kasvun polulle. IT-palvelumarkkinan kysyntä ja Microsoftin asema on edelleen hyvä ja tukee Innofactorin kehitystä.

Ennusteemme sisältää käänteen jatkumisen ilman uusia ongelmia

Innofactor tavoittelee edelleen 20 %:n pääosin orgaanista kasvua ja 20 %:n EBITDA-marginaalia pitkällä aikavälillä. Kunnianhimoinen taso heijastelee yhtiön tavoitetta edetä tuotevetoisemmaksi IT-palvelutaloksi ja tällä hetkellä Innofactorin selkeä vahvuus ovat tietyt omat tuotteet ja niihin liittyvät jatkuvat palvelut. Ennusteemme ovat selvästi alle yhtiön taloudellisten tavoitteiden. Odotamme liikevaihdon kasvavan 1-3 % vuosina 2019-2022. Ennustamme käyttökate-%:n nousevan 8 %:iin kuluvana vuonna (2018: -2 %) ja olevan samalla tasolla vuosina 2020-2022. Innofactor tarkensi eilen ohjeistustaan ja odottaa käyttökateen kasvavan 4-6 MEUR:oon vuonna 2019 (aik. kasvavan -1 MEUR:sta vuonna 2018). Nostimme vuoden 2019e käyttökateen 4,9 MEUR:oon (aik. 4,6 MEUR).



Joni Grönqvist

Analyttikko
+358405153113
joni.gronqvist@inderes.fi



Mikael Rautanen

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

Innofactor | Kurssi: 0.71

Vähennä | Tavoitehinta: 0.68

Arvostus on edelleen haastava huomioiden käänteen epävarmuus

Osakemarkkinoiden luottamus Innofactoriin on romahtanut yhtiön ongelmien takia, mutta alustavat merkit käänteestä ovat antaneet kurssille tukea. Korkeahkon velkavivun takia osake reagoi herkästi muutoksiin näkymissä. Osakkeen arvostus on 2019e P/E-kertoimella (13x) neutraalisti ja EV/EBIT-kertoimella (17x) haastavasti hinnoiteltu. Korkeamman arvostuksen hyväksyminen vaatisi yhtiöltä käänteen jatkumista ja voimistumista, joka tulokasvun lisäksi samalla palauttaisi asteittain sijoittajien luottamusta yhtiöön.



Joni Grönqvist

Analyytikko
+358405153113
joni.gronqvist@inderes.fi



Mikael Rautanen

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

Innofactor | Kurssi: 0.71

Vähennä | Tavoitehinta: 0.68

Talenom-päivitys - hengähdystauko voimakkaan kurssinousun jälkeen

Toistamme Talenomille 36,0 euron tavoitehintamme, mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Osake on noussut vuoden alusta noin 80 % ja arvostustaso on noussut samalla haastavaksi (2019e P/E 27x). Pidämme Talenomia edelleen erinomaisena sijoitustarinana, mutta lyhyellä tähtäimellä osakkeen nousuvara on rajallinen. Mielestämme onkin aika jäähdytellä kierroksia ja antaa tuloskoneen kiritä välillä osakekurssia kiinni.

Arvostus on noussut kipurajoille

Merkittävä osa Talenomin voimakkaasta kurssinoususta on tullut tulosennusteiden kautta, mutta myös osakkeen arvostustaso on noussut voimakkaasti. Tulokasvun kiihtymisen ja parantuneen näkyvyyden ansiosta korkeampi arvostus on mielestämme perusteltu, mutta nyt kertoimet alkavat olla jo kipurajoilla. Vuoden 2019e P/E on nyt 27x, mikä on lähellä hyväksymäämme tasoa (28x). Tämä antaa edelleen seuraavan kolmen vuoden ennustetulla tulokasvulla (noin 30 %) alle 1x PEG-kertoimen, mutta tulokasvuodotuksia on nyt ladattu paljon. Tällä hetkellä jo 2020e P/E on noin 21x ja EV/EBITDA noin 11x. Kertoimet ovat hyvin perusteltavissa, mutta vaativat vahvan tulokasvun jatkumista myös vuonna 2020. Mielestämme arvostustaso onkin tällä hetkellä pitkälti neutraali ja nyt onkin hyvä aika jäähdytellä kuumentuneita arvostuskertoimia ja antaa tuloskoneen kiritä välillä osakekurssia kiinni, jolloin osakkeen riski/tuotto -suhde jälleen paranee.



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

Talenom | Kurssi: 35.10
Vähennä | Tavoitehintaa: 36.00

Näkemyksemme yhtiön kirkkaasta tulevaisuudesta on ennallaan

Pidämme Talenomia edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarinana. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu. Talenom hyödyntää sen teknologista kilpailuetua (kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja ja palvelukeskusmalli) yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla. Kirjanpidon tuotantolinjan seuraava kehitysvaihe on jo käytännössä valmis, ja Talenom on ottamassa uuden version käyttöön syksyllä. Päivityksen yhteydessä kirjanpito prosessi yksinkertaistuu merkittävästi ja asiakasteesteissä yhtiö on jo mitannut selkeitä tehostumishyötyjä, mikä vahvistaa edelleen kannattavuuden skaalautuvuutta. Tämä ja yhtiön jatkuva kasvu vahvistavat koko ajan yhtiön jo nyt vahvaa kilpailuetua. Mielestämme yhtiö on fragmentoituneella tilitoimistoalalla poikkeuksellisen hyvässä asemassa erityisesti suhteessa Suomessa olevaan yli 4200 tilitoimistoon, joista valtaosa on erittäin pieniä. Samankaltainen tilanne on Ruotsissa, jossa Talenomin taival on vasta alkamassa. Ruotsin laajentumiseen liittyy toki myös epävarmuutta, mutta mielestämme yhtiön strategia Ruotsin suhteen on pragmaattinen ja vähäriskinen.

Korkea arvostus ja kovat odotukset nostavat riskejä

Talenomin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, kysyntä kirjanpidon lakisääteisyysden takia hyvin defensiivistä, liiketoiminta merkittävin osin skaalautuvaa ja kilpailuedut vahvoja. Kokonaisuutena näemme yhtiön riskiprofiilin matalana, mutta osakekurssin todella voimakkaan nousun jälkeen arvostustasoon sekä koviin tulosodotuksiin liittyvät riskit ovat merkittävästi koholla. Mahdolliset tulospettymykset voivat aiheuttaa painetta sekä ennusteisiin että kertomiin. Emme ole tehneet oleellisia ennustemuutoksia ja jaksolla 2018-2021 odotamme nyt osakekohtaisen tuloksen nousevan noin 30 % vuosittain (CAGR-%). Tulokasvun realisoituminen luo osakkeelle ajan kuluessa nousuvaraa, ja pitää pitkäjänteisen sijoittajan tuotto-odotuksen hyvänä. Osakekurssin hengähdystaukoa ei siis tarvitse nähdä kehoituksena hypätä kokonaan pois Talenomin vahvasta sijoitustarinasta.



Juha Kinnunen

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

Talenom | Kurssi: 35.10

Vähennä | Tavoitehinta: 36.00

Enersense-päivitys - kansainvälistyminen etenee pienin askelin

Tarkistamme Enersensen tavoitehinnan 2,0 euroon (aik. 2,30 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme. Arviomme mukaan yhtiön lyhyen tähtäimen tuloskehitys jää vielä vaatimattomaksi ja sijoittajien luottamuksen palauttaminen ja katseen siirtäminen pidemmän tähtäimen potentiaaliin vaatii kovia näyttöjä numeroiden valossa. Arviomme mukaan näemme vasta loppuvuonna kansainvälisten projektien ylösajon ensimmäisiä tuloksia ja siten lyhyellä tähtäimellä osakkeelle on vaikea löytää positiivisia ajureita.

Kansainvälistyminen etenee pienin askelin

Vuosi 2018 oli Enersenselle tulostamielessä hyvin haastava, kun yhtiön ylivoimaisesti suurimman projektin (OL 3) alasajo eteni aiempia odotuksia nopeammin, eikä yhtiön kansainvälinen kasvu kompensoinut tämän vaikutusta. Yhtiön vuoden 2018 aikana rakentama kansainvälistyminen on arviomme mukaan kuitenkin ottanut askeleita eteenpäin H1'19:llä ja arviomme mukaan yhtiö on siirtänyt merkittävässä määrin henkilöstöä Rankassa työn alla olevaan Flamanvillen ydinvoimaprojektiin sekä toiseen rakennusprojektiin. Yhtiön [maaliskuussa](#) tiedottaman Turkin ydinvoimaprojektin aiesopimuksen osalta konkretia on vielä vähäistä ja arviomme mukaan vielä on liian aikaista sanoa, kuinka merkittäväksi hanke konkretisoituu yhtiölle. Projekti itsessään on monivuotinen ja suuri ydinvoimahanke ja siten sen potentiaali on yhtiön kokoluokassa suuri.



Petri Gostowski
Analytikko
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi

Enersense | Kurssi: 1.94
Vähennä | Tavoitehinta: 2.00

Kannattavuusloikkaa ei odotettavissa vielä lyhyellä tähtämellä

Arviomme mukaan Flamanvillen projekti on päässyt täyteen lentokorkeuteensa H1:n loppupuolella, joten yhtiön mittakaavassa suurten Ranskan projektien liikevaihtokuormaa kertyy suurelta osin vuoden loppupuoliskolla. Tämä tukee vuoden jälkimmäisen puoliskon tuloskehitystä, kun taas H1:lle osuu arviomme mukaan tiettyä epäjatkuvuutta tuova siirtyvä Olkiluodosta Ranskaan. Arviomme mukaan tämä heikentää tehokkuutta jossain määrin sekä aiheuttaa pieniä ylimääräisiä kustannuksia yhdessä yhtiön toteuttamien yt-neuvottelujen kanssa, jotka rasittavat H1:n kannattavuutta. Odotamme H2:lla liikevaihdon nousun sekä yksittäisten kannattavuutta heikentävien tekijöiden puuttumisen tukevan kannattavuutta. Ennusteissamme yhtiön 29 %:n liikevaihdon kasvua 61 MEUR:oon vuonna 2019 ajaa pääasiassa Värväämön konsolidointi, jonka kannattavuus on kasvuvaiheessa ja melko pienen kokoluokan takia vielä matalalla tasolla. Enersensen käyttökatemarginaalin odotamme siten jäävän yhtiön potentiaaliin nähden vielä vaatimattomalle tasolle 3,1 %:iin vuonna 2019.

Arvonnousu edellyttää tulosnäkymien kirkastumista

Enersensen ennusteidemme mukainen vuoden 2019 arvostus on korkeahko (P/E 15x ja EVE/BITDA 5,5x), mutta vuoden 2020 ennusteillamme tulospohjainen arvostus painuu neutraaliksi (P/E 10x ja EV/EBITDA 4x). Mielestämme vuoden 2020 kertoimissa ei kuitenkaan ole nousuvaraa ilman kasvunäkymän vahvistumista ja osakkeen arvonnousu edellyttää tulosennusteiden nousua. Arviomme mukaan yhtiön potentiaali on ennusteitamme korkeammalla yhtiön kansainvälistymisstrategian onnistuessa ja tällöin myös ennusteissamme olisi nousuvaraa. Emme kuitenkaan ole vielä valmiita nojaamaan tähän potentiaaliin vaan odotamme yhtiöltä konkreettisia näyttöjä kansainvälistymisstrategian toteutuksesta ja kannattavuuden vahvistumisesta.



Petri Gostowski

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Enersense | Kurssi: 1.94

Vähennä | Tavoitehinta: 2.00

Nokia juhlistaa sillä olevan eniten julkistettuja 5g-sopimuksia

Nokia kertoi sillä olevan nyt julkistettuna 42 kaupallista 5g-sopimusta, mikä on enemmän kuin millään muulla verkkotoimittajalla. Nokian mukaan se on maaliskuun lopun 30 sopimuksen rajapyykin saavuttamisen jälkeen saanut keskimäärin yhden merkittävän sopimuksen viikossa ja tulevina kuukausina on odotettavissa lisää kauppojen julkistuksia.

Huawei kertoi alkuvuodesta sillä olevan kaupallisia 5g-sopimuksia 40 kappaletta. Ericsson on tyytynyt kertomaan, että sillä on asiakasnimen kanssa julkaistuja sopimuksia 19.

Nokian toimitusjohtaja Rajeev Surin mukaan 5g:n eteneminen on kiihtymässä globaalisti ja operaattorit ovat huomanneet yhtiön laajan tuoteportfolion vahvuuden. Verkkotoimittajille on teknologiasyklin nykyisessä vaiheessa kriittistä luoda edelläkävijän mielikuvaa ja Nokia pyrkii selvästi lieventämään huolia, joiden mukaan yhtiö olisi [jäämässä jälkeen 5g-kilpailussa](#).



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

Nokia | Kurssi: 4.46

Lisää | Tavoitehintaa: 5.40

Työterveyshuollon siirtyminen yksityisen sektorin suuntaan on kiihtynyt

Suomen työterveyshuollon markkinoilla on tänä keväänä tapahtunut runsaasti yrityskauppoja, joissa mielenkiintoisena erityispiirteenä on ollut se, että monet kunnat ovat myyneet omia työterveysyhtiöitään yksityiselle sektorille. Viimeisen vuoden aikana työterveyshuollon yrityskaupoissa ovat aktiivisesti olleet mukana mm. Terveystalo, Pihlajalinna ja Mehiläinen. Näillä kolmella toimijalla on tällä hetkellä arviomme mukaan yhteensä noin 50 000 työterveyshuollon yritysasiakasta, joiden piirissä on noin 1,3 miljoonaa työterveyshuollon loppuasiakasta. Kelan työterveyshuoltotilaston (2016) mukaan työnantajan järjestämän työterveyshuollon piirissä oli Kelan korvaustietojen mukaan 1,83 miljoonaa työntekijää, joten em. yritysten markkinaosuus alkaa olla työterveyshuollossa melko vallitseva. Työterveyshuollon piirissä oli Kelan mukaan 87 % palkansaajista ja työnantajan järjestämän työterveyshuollon hyväksytyt kustannukset olivat 805 MEUR. Arviolta 20 % väestöstä käyttää työterveyshuoltoa perusterveydenhuoltonsa pääasiallisena lähteenä.

Suurimpana toimijana työterveyshuollon markkinoilla loppuasiakkaiden määrällä mitattuna on Terveystalo (700 tuhatta asiakasta), toiseksi suurin on Mehiläinen (410 tuhatta asiakasta), kolmanneksi suurin on Pihlajalinna (180 tuhatta asiakasta) ja neljänneksi suurin on Aava (80 tuhatta asiakasta). Varsinkin Mehiläinen ja Pihlajalinna ovat onnistuneet kasvattamaan loppuasiakkaiden lukumäärää viimeisen parin vuoden aikana selvästi, kun taas Terveystalon ja Aavan kehitys on ollut maltillisempaa. Asiakasyritysten ja loppuasiakkaiden määristä voi huomata, että Terveystalon ja Mehiläisen asiakasyritykset ovat työntekijämääriltään selvästi suurempia kuin Pihlajalinnan tai Aavan asiakasyritykset. Terveystalon ja Mehiläisen asiakasyhtiöiden keskimääräinen henkilöstömäärä on hieman alle 30, kun Pihlajalinnan ja Aavan vastaava luku on hieman alle 15.

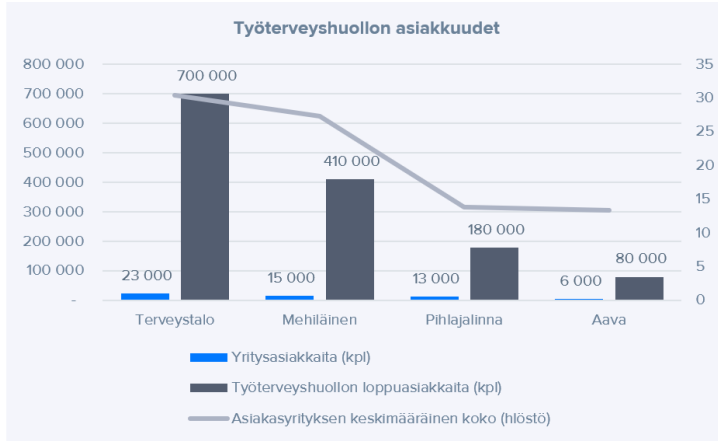


Petri Kajaani
Analyttikko
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi



Olli Vilppo
Analyttikko
+358 40 761 9380
olli.vilppo@inderes.fi

Pihlajalinna | Kurssi: 11.00
Lisää | Tavoitehintana: 12.00



Tänä keväänä tapahtuneissa työterveyshuollon yrityskaupoissa yhdistävä piirre on ollut se, että kunnat ovat myyneet omia työterveysyhtiöitään yksityiselle sektorille. Ajureina ovat olleet arviomme mukaan se, että kunnat eivät koe työterveyshuollon palveluiden olevan niiden ydinosasta, ne eivät ole pystyneet tuottamaan palveluita riittävän tehokkaasti tai vastaamaan riittävän hyvin kilpailussa pärjäämiselle vaadittuihin investointeihin tai houkuttelemaan riittävästi osaavaa työvoimaa. Kunnallisen työterveysyhtiön asiakasmäärän kasvattamista ulkopuolisille yrityksille rajoittaa usein myös sidosyksikkömääritelmä, jonka perusteella ulkopuolisten asiakkaiden määrää on rajoitettu (tyypillisesti alle 10 %). Isot yksityiset terveydenhuollon toimijat ovat kehittäneet viime vuosina uusia työterveyshuollon palveluita (mm. puhelin-, digitaaliset-, etälääkäripalvelut ja työterveyshuollon asiakasportaalit yms.), jotka ovat parantaneet asiakastytyväisyyttä ja toiminnan tehokkuutta. Julkisen sektorin toimijat eivät ole pysyneet kehityksessä mukana tai pystyneet investoimaan siihen riittävästi ja ne ovat huomanneet, että tässä vaiheessa voi olla hyvä irtautua omistuksista ja saada lisää rahaa kunnan alijäämäiseen budjettiin. Yksityisen sektorin parempi kilpailukyky on myös alkanut näkyä palveluiden tuottamisen hinnassa ja monille yrityksille hyvästä työterveyshuollosta on tullut kilpailutekijä, millä ne houkuttelevat parhaita työntekijöitä itselleen.



Petri Kajaani
Analyttikko
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi



Olli Vilppo
Analyttikko
+358 40 761 9380
olli.vilppo@inderes.fi

Pihlajalinna | Kurssi: 11.00
Lisää | Tavoitehintaa: 12.00

Pihlajalinnalla oli vuoden 2015 listautumisen aikoihin noin 60 tuhatta työterveydenhuollon asiakasta ja nyt Q1'19:n aikana luku oli noussut yli 180 tuhanteen. Työterveyshuollon asiakasmäärien kolminkertaistuminen on tullut pitkälti yrityskauppojen kautta, mutta laajempi verkosto ja palvelutarjonta ovat auttaneet myös hankkimaan orgaanista kasvua (kuten 2019 alussa alkanut Stora Enson Suomen toimintojen iso työterveyshuollon sopimus). Pihlajalinnan lähiäikojen suurimmat yrityskaupat työterveyshuollon osalta ovat olleet seuraavat:

31.1.2018 **Pihlajalinna** osti **Kymijoen Työterveys Oy:n** koko osakekannan Kotkan kaupungilta. Kymijoen Työterveys oli Kymenlaakson suurin työterveyspalvelujen tuottaja ja sen asiakkaina oli noin 1500 yritystä, joissa oli lähes 24 000 työntekijää.

14.12.2018 **Pihlajalinna** osti **Terveyspalvelu Verso Oy:n** koko osakekannan sen nykyisiltä omistajilta Ylä-Savon SOTE-kuntayhtymältä, YL Kapitalilta ja yrityksen henkilöstöltä. Kaupan mukana Verson 17 toimipistettä Pohjois-Savossa siirtyivät osaksi Pihlajalinnan lääkärikeskukset. Verson asiakkaina oli kaupan tekohetkellä noin 2600 paikallista yritystä, joissa oli noin 17 000 työntekijää.

17.5.2019 **Pihlajalinna** osti Raision kaupungin työterveyshuolto **Aurinkoristeyksen**. Kaupan yhteydessä Raision ja Naantalin kaupunkien, Ruskon kunnan sekä Raision seudun koulutus kuntayhtymän työntekijöiden sekä niiden lakisääteisellä järjestämistä vastuulla olevien alueen yrityksille tarjottavien työterveyspalveluiden järjestämistä vastuu siirtyi Pihlajalinnalle. Aurinkoristeyksellä on noin 650 työterveysasiakasta, joissa on yhteensä yli 6000 työntekijäasiakasta.

21.5.2019 **Pihlajalinna** osti **Kouvolan Työterveys ry:n** liiketoiminnan, jonka asiakkaana on noin 70 paikallista yritystä, joissa on yhteensä noin 2000 työntekijää. Kouvolan Työterveys ry:n hallituksen puheenjohtajan kommenttien perusteella nyt oli oikea aika vastata digitalisaation haasteisiin ja kiristyvään kilpailuun osaavasta työvoimasta liittymällä osaksi vahvempaa kokonaisuutta.



Petri Kajaani
Analyttikko
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi



Olli Vilppo
Analyttikko
+358 40 761 9380
olli.vilppo@inderes.fi

Pihlajalinna | Kurssi: 11.00
Lisää | Tavoitehinta: 12.00

Terveystalon kehitys ei työterveyshuollossa ole viime vuosina ollut asiakasmäärän kehityksen perusteella yhtä vahvaa kuin Pihlajalinnalla. Terveystalon listautumisesitteessä (9/2017) kerrottiin yhtiöllä olevan noin 23 400 työterveyshuollon asiakasyritystä ja 689 000 työterveyshuollon loppuasiakasta. Vuosikertomuksessa 2018 yhtiö kertoi työterveyshuollon asiakasyritysten määrän olevan 23 000 ja työterveyshuollon loppuasiakkaiden määrän olevan 670 000. Käsitksemme mukaan tärkein syy vaisulle kehitykselle on ollut Diacor-kaupan jälkeen toteutunut asiakkaiden sopimusten uudelleen kilpailutukset ja osan asiakkuuksista siirtyminen kilpailijoille, mikä näkyi Pihlajalinnan ja Mehiläisen hyvänä asiakaskehityksenä. Terveystalo on kuitenkin saanut tästä huolimatta pidettyä asiakasmäärät lähes ennallaan, mikä on suuressa integraatioprosessissa hyvä suoritus. Terveystalon yritysasiakkaiden liikevaihto kasvoi Attendo-kaupasta oikaistuna Q1'19:llä 6 %, mistä syystä yritysasiakasmyynti per asiakas on jatkanut positiivista kehitystään erityisesti ennaltaehkäisevien palveluiden kasvaneen tarjooman myötä. Vuonna 2019 myös Terveystalo on aktivoitunut julkisen sektorin työterveyshuollon yrityskaupoissa, joidenka myötä asiakasmäärä on arviomme mukana kasvanut noin 700 000 loppuasiakkaaseen.

Terveystalon suurimmat yrityskaupat ovat olleet seuraavat:

16.5.2019 **Terveystalo** osti **Etelä-Karjalan Työkunto Oy:n**, joka on alueensa suurin, työterveyshuollon palveluja tuottava yritys. Työkunto Oy tarjoaa monipuolisia työterveyspalveluita Etelä-Karjalan sosiaali- ja terveyspalveluille (Eksote), Lappeenrannan kaupungille ja Eksoten muille omistajakunnille. Lisäksi yhtiö tuottaa työterveyspalveluita yrityksille, yrittäjille ja maanviljelijöille. Yhtiöllä on noin 890 työnantaja-asiakasta ja 15 000 työterveyden loppuasiakasta. Kaupan taustalla oli Työkunto Oy:n lääkärirekrutoinnin haasteet, mikä on hidastanut hoitoon pääsyä. Eksote pyrki myös 3,75 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla kattamaan Etelä-Karjalan sosiaali- ja terveyspiirin (Eksote) budjetoitua alijäämää.



Petri Kajaani
Analyttikko
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi



Olli Vilppo
Analyttikko
+358 40 761 9380
olli.vilppo@inderes.fi

Pihlajalinna | Kurssi: 11.00
Lisää | Tavoitehinta: 12.00

17.5.2019 **Terveystalo** osti **Työsyke Oy:n** Kanta-Hämeessä. Myyjinä olivat Hämeenlinnan kaupunki, Kanta-Hämeen sairaanhoitopiirin kuntayhtymä, Riihimäen kaupunki, Riihimäen seudun terveystalokeskuksen kuntayhtymä, Hausjärven ja Janakkalan kunnat. Kaupassa siirtyvä työterveyden loppuasiakkaiden määrä oli käsityksemme mukaan noin 12 000.

Q1'17 lopussa **Terveystalo** osti **Diacorin**. Kauppa vahvisti Terveystalon verkostoa selvästi erityisesti pääkaupunkiseudulla sekä Turussa noin 135 000 työterveyden loppuasiakkaalla.

Vuoden 2017 alussa **Terveystalo** hankki **Porin lääkäritalon** ja tällä kaupalla yhtiö vahvisti jalansijaansa Porissa ja Raumalla saaden 15 200 työterveyshuollon loppuasiakasta lisää.

Mehiläisen Työelämäpalveluiden asiakkaana oli vuonna 2018 yhtiön mukaan yli 14 000 asiakastyönantajaa, joiden työterveyspalveluiden piirissä oli yli 390 000 loppuasiakasta. Kasvu on ollut erittäin vahvaa, sillä Mehiläisen 2016 vuosikertomuksessa yhtiön mukaan työterveyspalveluiden piirissä oli noin 9000 yritystä ja noin 310 000 työterveyshuollon loppuasiakasta. Mehiläinen on onnistunut hankkimaan parin vuoden aikana noin 80 tuhatta uutta loppuasiakasta työelämäpalveluidensa piiriin, mikä on yhtiön mukaan ollut yhdistelmä yritysostojen ja orgaanista kasvua. Vuoden 2019 huhtikuussa Mehiläinen osti Pohjola Terveys Oy:n työterveyspalvelut, joka tuottaa työterveyspalveluja noin 800 asiakasyritykselle ja niiden lähes 19 000 työntekijälle. Tämän kaupan jälkeen arvioimme Mehiläisen asiakasyhtiöiden määrän nousseen noin 15 tuhanteen ja loppuasiakkaiden määrän nousseen noin 410 tuhanteen.

**Petri Kajaani**

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

**Olli Vilppo**

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

Pihlajalinna | Kurssi: 11.00
Lisää | Tavoitehintaa: 12.00

Tallinkin toukokuun liikenne raportti oli linjassa odotustemme kanssa

Tallink julkaisi tiistaina toukokuun liikenne raporttinsa, joka oli suurin piirtein linjassa odotustemme kanssa. Toukokuussa Tallinkin matkustajamäärä kasvoi vertailukaudesta marginaalisesti 0,1 %. Yhtiölle tärkeimmällä Viro-Suomi -reitillä matkustajamäärät laskivat 1,8 %, mikä oli hieman viime vuoden loppua ja alkuvuotta hitaampi vauhti. Suomi-Viro reitin matkustajavolyymien kehitys oli odotustemme mukaista toukokuussa. Yhtiön toiseksi tärkeimmällä Suomi-Ruotsi reitillä matkustajamäärät nousivat noin 2,2 % vertailukaudesta. Pienemmällä reiteillä matkustajavolyymien kehitys oli polarisoitunutta, kun Ruotsi-Viro reitin matkustajavolyymi laski 1,5 % ja Ruotsi-Latvia reitin matkustajavolyymi nousi 7,6 %. Telakoinnit eivät vaikuttaneet oleellisesti kuukausien vertailukelpoisuuteen millään reitillä.

Rahdin osalta raportti oli sen sijaan lievästi odotuksiamme heikompi, sillä rahtivolyymi pysyi täsmälleen vertailukauden tasolla toukokuussa. Kehitys oli hyvää sekä Suomen ja Ruotsin (+4,0 % vertailukaudesta) että Ruotsin ja Latvian välillä (+7,6 % vertailukaudesta). Rahtivolyymiä painoi kuitenkin suuren Viro-Suomi -reitin ja Viro-Ruotsi -reitin (-0,3 % ja -7,4 % vertailukaudesta) supistumiset. Rahdin heilahtelut ovat kuitenkin kuukausittain suuria.



Olli Koponen

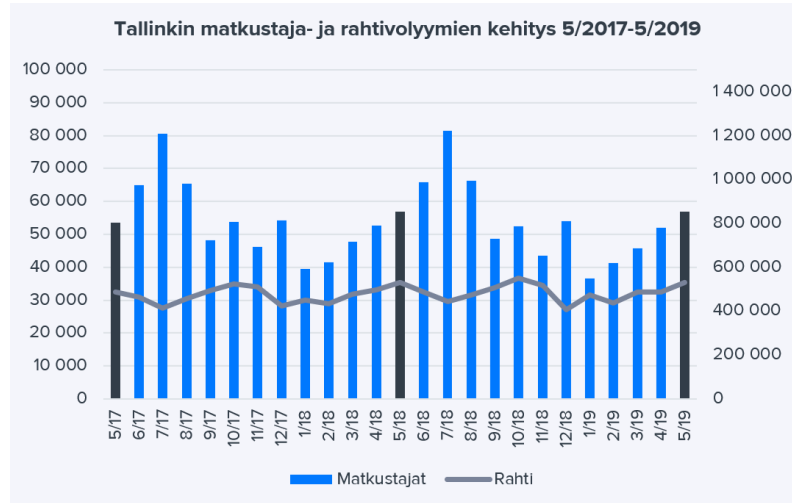
Analytikko

+358 44 2749560

olli.koponen@inderes.fi

Tallink | Kurssi: 1.05

Vähennä | Tavoitehintaa: 1.02

**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 2749560

olli.koponen@inderes.fi

Tallink | Kurssi: 1.05**Vähennä** | Tavoitehinta: 1.02

Kokonaisuutena Tallinkin toukokuun liikenneraportti oli linjassa odotustemme kanssa eikä raportti aiheuta huomattavia muutospaineita Tallinkin lähiaikojen ennusteisiimme. Viro-Suomi -reitin volyyymien negatiivisen kehityksen jatkuminen aiheuttaa vieläkin huolta, sillä reitti tuo merkittävimmän osan yhtiön liikevaihdosta (36 % 2018) ja operatiivisesta liikevoitosta (70 % 2018). Viime kuukausien raportit ovat vahvistaneet näkemystämme, jonka mukaan Tallinkin markkinatilanne on muuttunut kysynnän ja kilpailutilanteen osalta jossain määrin aiempaa haastavammaksi.

SSH tavoittelee kasvua merkittävästi suurempaan kokoluokkaan seuraavan 10 vuoden aikana

SSH tiedotti eilen uudesta SSH200-kasvuvisiostaan, joka tähtää 200 miljoonan euron vuotuisen liikevaihtoon identiteetin- ja pääsynhallintamarkkinoilla 2020-luvun loppuun mennessä. Visio on kunnianhimoinen ja se tarkoittaisi noin 24 % vuosittaista liikevaihdon kasvua vuoden 2018 tasosta (18,3 MEUR) vuoteen 2029 asti. Kasvuvisio ei vaikuta yhtiön aiempaan vuoden 2019 ohjeistukseen (ohjelmistoliiketoiminnan kasvu >10 %), eikä keskipitkän aikavälin tavoitteeseen (vastaava tai nopeampi kasvu).

Ennustemme lähivuosille ovat linjassa yhtiön nykyisen ohjeistuksen keskipitkän aikavälin tavoitteen kanssa ja odotamme noin 13-14 %:n kasvua lähivuosina. Uusi visio heijastelee lähinnä yhtiön tahtotilaa olla seuraavan kymmenen vuoden aikana vahvasti kasvuyhtiö sekä merkittävä toimija identiteetin ja pääsynhallinnan markkinoilla, jotka ovat pilvisiirtymän myötä muovautumassa nopeasti.

Emme tässä vaiheessa näe perusteita tehdä muutoksia ennusteisiimme. Yhtiö tarvitsee kipeästi kovia numeroita kiihtyvstä kasvusta, jotta visio olisi uskottava. SSH:n tarinaan on historiassa ladattu aika ajoin kovia odotuksia, mutta toistaiseksi yhtiön track-record odotusten lunastamisessa on ollut heikko. Yhtiön nykyinen johto on kuitenkin tehnyt viimeiset kaksi vuotta hyvin systemaattista työtä kestävän kasvukäänteen perustan rakentamiseksi ja suunta on nyt oikea. Yhtiö myös itse kommentoi vision toteuttamisen vaativan pitkäjänteistä ja systemaattista työtä, jonka tulokset alkavat näkyä ajan myötä.



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



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

SSH Communications Security | Kurssi: 1.33
Myy | Tavoitehinta: 1.10

Kasvuvisiion perustana toimivat SSH-avaintenhallintaratkaisu UKM sekä pilviaikakauden pääsynhallintaan suunniteltu uusi PrivX-tuote. Erityisesti PrivX:n potentiaalinen markkina on suuri, sillä pääsynhallintamarkkinan (PAM) odotetaan kasvavan yli 30 %:n vuosivauhtia noin 5 mrd. euroon vuoteen 2023 mennessä. Markkinan sisällä erityisesti pilviratkaisujen osuuden odotetaan kasvavan nopeasti. SSH on PrivX:n kaupallistamisessa vielä hyvin alkuvaiheessa ja vasta tulevinä vuosina nähdään, miten tuote menestyy kilpailussa suuria etabloituneita PAM-toimijoita sekä pilvipääsynhallintaan keskittyneitä yhtiöitä vastaan. Myös jo kypsemmälle UKM-tuotteelle on SSH:n arvion mukaan tuhansia potentiaalisia asiakkaita ja yksittäisen asiakkuuden arvo vaihtelee sadasta tuhannesta jopa miljooniin euroihin.

Osana kasvuvisiota SSH tutkii strategisia toimenpiteitä kasvun kiihdyttämiseksi ja omistaja-arvon kasvattamiseksi, joita voivat olla esimerkiksi strategiset allianssit, myynti- ja markkinointiyhteistyö ja muut strategiset tai rakenteelliset toimenpiteet. Mielestämme erityisesti toimivien myyntikanavien rakentaminen on keskeistä PrivX:n skaalaamiseksi globaalisti, sillä suoramyynnissä SSH:n myyntiresurssit ovat huomattavasti rajallisemmat kuin suurilla kilpailijoilla. SSH:lla on vahvaa teknologiaosaamista, mutta pienenä toimijana yhtiö tarvitsee onnistuneita kumppanuuksia pystyäkseen skaalaamaan sen globaalisti.

SSH järjestää maanantaina 10.6. pääomamarkkinapäivän (CMD), jossa se kertoo tarkemmin uudesta kasvuvisiostaan ja markkinanäkemyksestään. Yhtiön oma tiedote kasvuvisiosta on luettavissa [täältä](#). Edelleen ajankohtainen laaja analyysiraporttimme SSH:sta on luettavissa puolestaan [täältä](#).

**Atte Riikola**

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

**Mikael Rautanen**

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

SSH Communications Security | Kurssi: 1.33
Myy | Tavoitehinta: 1.10

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
Aallon Group	8.35	-0.6 %	-5.9 %	Vähennä	8.50	1.8 %	16.1	10.2	14.4	8.7	4.5	0.25	3.0 %	29
Admicom	39.70	-0.3 %	92.7 %	Vähennä	39.00	-1.8 %	38.3	28.4	30.0	21.8	13.8	0.70	1.8 %	192
Ahlstrom-Munksjö	13.36	0.1 %	10.2 %	Vähennä	14.50	8.5 %	16.4	17.1	11.3	10.9	1.3	0.55	4.1 %	1540
Aktia Bank	8.17	-0.4 %	-9.2 %	Vähennä	8.60	5.3 %	10.8	7.6	10.9	8.7	0.9	0.63	7.7 %	563
Alma Media	5.70	0.0 %	2.9 %	Lisää	6.70	17.5 %	10.9	8.5	10.9	8.3	2.7	0.38	6.7 %	468
Amer Sports	40.00	0.0 %	4.2 %	Pidä	40.00	0.0 %	25.3	19.5	23.1	17.7	4.2	0.80	2.0 %	4608
Apetit	8.66	0.5 %	-3.8 %	Vähennä	9.00	3.9 %	24.4	11.6	14.1	7.5	0.5	0.40	4.6 %	53
Aspo	8.24	0.7 %	3.5 %	Vähennä	9.00	9.2 %	12.3	17.1	9.7	13.2	2.1	0.45	5.5 %	258
Aspocomp Group	5.10	1.6 %	37.8 %	Lisää	5.50	7.8 %	9.8	10.8	9.5	9.6	1.9	0.14	2.7 %	34
Avidly	6.28	0.0 %	21.7 %	Lisää	7.00	11.5 %	17.0	17.6	13.1	11.9	1.5	0.10	1.6 %	15
Basware	18.90	-0.3 %	-52.2 %	Vähennä	21.00	11.1 %	neg.	neg.	neg.	neg.	3.2	0.00	0.0 %	271
Bittium	6.49	0.0 %	-14.7 %	Lisää	7.50	15.6 %	33.6	30.3	20.4	17.9	2.1	0.15	2.3 %	231
CapMan	1.57	0.1 %	6.4 %	Lisää	1.85	18.1 %	11.1	9.2	8.2	6.9	1.9	0.13	8.3 %	239
Cargotec	30.10	1.1 %	12.6 %	Vähennä	33.00	9.6 %	10.8	10.3	11.5	9.9	1.3	1.30	4.3 %	1938
Caverion	5.97	-0.5 %	17.3 %	Lisää	6.80	13.9 %	17.7	16.4	13.8	11.3	3.2	0.17	2.8 %	829
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	126.50	-0.8 %	22.2 %	Lisää	129.00	2.0 %	12.0	19.5	11.3	18.6	1.1	0.88	7.4 %	370
Citycon	9.15	1.0 %	13.3 %	Lisää	9.60	4.9 %	11.2	19.5	11.2	19.1	0.8	0.65	7.1 %	1628
Consti Yhtiöt	5.36	-2.5 %	-2.5 %	Vähennä	5.50	2.6 %	10.3	9.2	8.1	7.0	1.3	0.00	0.0 %	41
Cramo	18.17	1.3 %	21.8 %	Vähennä	19.00	4.6 %	8.7	11.3	9.8	11.3	1.3	0.90	5.0 %	808
Detection Technology	20.40	0.5 %	24.8 %	Vähennä	21.00	2.9 %	18.4	13.5	15.7	11.0	4.7	0.42	2.1 %	293
Digia	3.00	0.0 %	5.3 %	Osta	3.50	16.7 %	11.2	10.1	9.4	7.9	1.5	0.10	3.3 %	80
EAB Group	2.98	-0.7 %	6.4 %	Vähennä	2.50	-16.1 %	20.2	17.0	12.1	10.4	1.8	0.12	4.0 %	41
Efecte	4.70	2.0 %	21.8 %	Lisää	5.40	14.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	12.7	0.00	0.0 %	27
Efore	0.06	-1.8 %	44.7 %	Myy	0.05	-9.1 %	neg.	46.4	17.3	12.6	2.5	0.00	0.0 %	22
Elisa	39.89	-0.6 %	10.6 %	Myy	34.00	-14.8 %	20.7	18.1	19.8	17.4	4.9	1.80	4.5 %	6371
Endomines (SEK)	4.09	0.7 %	-31.4 %	Vähennä	4.10	0.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	0.4	0.00	0.0 %	144

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
Enersense International	1.94	0.0 %	-40.3 %	Vähennä	2.00	3.1 %	15.1	8.2	10.4	5.7	1.2	0.05	2.6 %	11
eQ	8.90	0.2 %	17.1 %	Lisää	9.50	6.7 %	15.3	11.2	14.7	10.7	5.3	0.58	6.5 %	344
Etteplan	8.60	-1.6 %	8.3 %	Lisää	9.20	7.0 %	12.5	10.3	12.3	9.7	2.8	0.34	4.0 %	214
Evli Pankki	7.60	0.5 %	4.4 %	Vähennä	8.00	5.3 %	12.2	9.5	10.7	8.1	2.4	0.62	8.2 %	182
Exel Composites	4.08	1.0 %	2.0 %	Lisää	4.60	12.7 %	12.4	13.3	9.3	9.0	1.8	0.20	4.9 %	48
F-Secure	2.35	-1.1 %	1.7 %	Lisää	2.90	23.1 %	70.9	62.1	30.1	27.5	5.4	0.00	0.0 %	371
Fellow Finance	8.12	1.5 %	24.9 %	Osta	10.00	23.2 %	24.1	15.4	15.8	11.4	3.5	0.11	1.4 %	57
Finnair	6.43	0.7 %	-9.2 %	Vähennä	7.50	16.6 %	14.2	9.5	11.6	10.0	0.8	0.24	3.7 %	824
Fiskars	20.00	1.2 %	33.0 %	Vähennä	18.50	-7.5 %	21.0	21.1	21.8	19.6	2.1	0.56	2.8 %	1631
Fondia	9.92	2.3 %	-22.8 %	Vähennä	11.00	10.9 %	21.6	13.1	15.3	9.4	5.2	0.39	3.9 %	38
Fortum	18.97	-1.4 %	-0.7 %	Lisää	20.00	5.4 %	13.4	16.8	13.7	14.5	1.4	1.10	5.8 %	16852
Glaston	1.45	-3.7 %	-27.5 %	Lisää	1.70	17.2 %	21.6	72.8	10.7	9.2	1.3	0.07	4.8 %	122
Gofore	8.04	0.0 %	-4.9 %	Lisää	9.00	11.9 %	12.5	12.1	11.4	10.1	4.2	0.25	3.1 %	112
Harvia	6.34	0.3 %	18.0 %	Lisää	7.50	18.3 %	13.0	11.6	12.0	10.7	1.7	0.39	6.2 %	118
Heeros	2.20	0.0 %	8.9 %	Vähennä	2.10	-4.5 %	neg.	1127.0	42.0	33.9	5.3	0.00	0.0 %	9
Hoivatilat	9.50	0.0 %	20.3 %	Lisää	10.00	5.3 %	8.5	14.1	10.2	16.9	1.3	0.19	2.0 %	239
Huhtamäki	33.82	-0.5 %	24.9 %	Vähennä	33.00	-2.4 %	17.7	15.3	16.4	13.9	2.7	0.90	2.7 %	3516
Incap	13.30	-1.5 %	83.2 %	Osta	16.50	24.1 %	7.4	5.3	7.3	4.7	2.4	0.50	3.8 %	58
Innofactor	0.71	29.1 %	96.1 %	Vähennä	0.68	-4.2 %	12.8	51.0	12.5	35.3	1.2	0.00	0.0 %	25
Investors House	6.45	-2.3 %	7.5 %	Lisää	7.10	10.1 %	9.5	14.2	9.0	14.7	0.8	0.26	4.0 %	38
Kamux	5.40	0.4 %	-0.7 %	Osta	6.70	24.1 %	12.3	10.5	10.3	8.9	2.7	0.22	4.1 %	216
Kemira	12.33	1.6 %	25.2 %	Vähennä	12.00	-2.7 %	14.6	13.5	15.0	13.4	1.5	0.53	4.3 %	1880
Kesko	47.80	1.1 %	1.5 %	Lisää	50.00	4.6 %	17.7	16.5	17.5	15.6	2.5	2.50	5.2 %	4745
Kesla	4.40	4.8 %	12.8 %	Vähennä	4.50	2.3 %	7.7	9.2	9.0	10.1	1.1	0.20	4.5 %	14
Kone	49.27	0.3 %	18.3 %	Myy	41.00	-16.8 %	25.9	19.3	24.4	17.9	8.0	1.70	3.5 %	25426
Konecranes	31.78	1.3 %	20.4 %	Vähennä	35.00	10.1 %	13.8	12.3	12.4	9.4	1.9	1.30	4.1 %	2502

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
Kotipizza Group	23.00	0.9 %	0.9 %	Pidä	23.00	0.0 %	20.0	15.9	17.0	13.4	4.0	0.75	3.3 %	146
LeadDesk	9.25	1.1 %	19.4 %	Lisää	8.50	-8.1 %	44.3	34.6	25.6	20.4	6.4	0.00	0.0 %	43
Lehto Group	2.16	-1.1 %	-49.3 %	Vähennä	2.40	11.3 %	9.2	15.7	6.8	9.7	0.8	0.11	5.1 %	125
Loudspring	0.42	0.0 %	24.7 %	Vähennä	0.39	-6.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.2	0.00	0.0 %	11
Marimekko	24.20	-0.8 %	16.3 %	Vähennä	25.00	3.3 %	19.6	15.9	18.0	14.5	5.6	0.90	3.7 %	196
Martela	2.88	2.9 %	-2.7 %	Vähennä	3.00	4.2 %	neg.	neg.	14.4	10.1	0.7	0.10	3.5 %	11
Metso	29.54	1.1 %	29.0 %	Myy	31.00	4.9 %	16.3	11.4	14.6	10.3	2.9	1.35	4.6 %	4431
Metsä Board	4.23	2.5 %	-17.5 %	Osta	5.00	18.3 %	9.1	8.2	9.2	8.6	1.1	0.29	6.9 %	1502
Neo Industrial	1.90	-5.0 %	-6.4 %	Myy	1.80	-5.3 %	neg.	22.3	neg.	19.4	1.4	0.00	0.0 %	11
Neste	29.86	-1.1 %	33.0 %	Lisää	34.50	15.5 %	16.7	12.9	15.6	12.2	4.2	0.90	3.0 %	22917
Next Games	1.19	0.4 %	11.8 %	Vähennä	1.20	0.8 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.2	0.00	0.0 %	22
Nixu	10.35	0.0 %	36.2 %	Lisää	12.00	15.9 %	78.6	57.3	32.4	25.4	4.3	0.00	0.0 %	75
NoHo Partners	7.90	-0.8 %	-8.8 %	Lisää	10.00	26.6 %	10.0	16.7	9.4	14.2	1.5	0.40	5.1 %	150
Nokia Corporation	4.46	0.1 %	-11.3 %	Lisää	5.40	21.1 %	17.7	30.6	11.4	10.1	1.7	0.21	4.7 %	25033
Nokian Renkaat	26.04	1.8 %	-2.9 %	Lisää	30.00	15.2 %	12.7	9.1	12.6	9.1	2.1	1.61	6.2 %	3595
Nurminen Logistics	0.32	5.2 %	29.3 %	Myy	0.27	-16.1 %	neg.	18.9	neg.	33.6	1.3	0.00	0.0 %	14
Oriola	1.92	-1.1 %	-3.0 %	Vähennä	2.40	25.0 %	12.7	10.3	10.2	8.3	1.8	0.11	5.7 %	348
Orion	29.62	0.3 %	-2.2 %	Vähennä	29.00	-2.1 %	21.1	16.0	19.5	14.9	5.5	1.47	5.0 %	4167
Outokumpu	2.66	2.1 %	-16.7 %	Vähennä	3.00	12.7 %	32.8	12.0	9.2	10.0	0.4	0.05	1.9 %	1095
Outotec	3.44	5.5 %	11.8 %	Lisää	4.50	31.0 %	11.9	8.7	9.3	6.8	1.5	0.11	3.2 %	624
Ovaro Kiinteistösjointus	4.24	6.0 %	-11.7 %	Vähennä	4.50	6.1 %	neg.	339.1	neg.	155.7	0.5	0.00	0.0 %	40
Panostaja	0.85	-0.2 %	-10.9 %	Vähennä	0.92	7.7 %	20.5	16.2	12.5	12.5	0.9	0.05	5.9 %	44
Pihlajalinna	11.00	0.7 %	27.6 %	Lisää	12.00	9.1 %	18.4	17.4	15.6	15.0	1.9	0.18	1.6 %	248
Piippo	3.30	0.0 %	-4.1 %	Vähennä	3.40	3.0 %	23.8	29.5	12.9	17.9	0.6	0.00	0.0 %	4
Ponsse	28.55	-1.2 %	15.4 %	Vähennä	28.50	-0.2 %	12.4	9.5	11.6	8.6	3.3	1.00	3.5 %	798
Privanet Group	0.90	-3.9 %	13.7 %	Vähennä	0.92	2.4 %	21.4	36.1	9.5	8.2	1.1	0.00	0.0 %	18

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
Pöyry	10.55	2.9 %	1.4 %	Pidä	10.20	-3.3 %	17.6	10.5	16.1	10.2	3.3	0.30	2.8 %	632
Qt Group	11.50	0.0 %	45.6 %	Lisää	12.50	8.7 %	neg.	13270.2	31.1	25.1	13.3	0.00	0.0 %	279
Ramirent	5.34	3.4 %	-1.9 %	Vähennä	6.00	12.3 %	8.2	10.2	11.0	12.7	1.9	0.46	8.6 %	574
Rapala VMC	2.99	0.0 %	-2.0 %	Lisää	3.30	10.4 %	12.3	9.9	8.5	7.7	0.9	0.10	3.3 %	114
Raute	23.10	-0.4 %	8.5 %	Vähennä	25.00	8.2 %	10.2	7.3	12.3	7.9	2.1	1.50	6.5 %	98
Remedy Entertainment	8.52	1.2 %	27.2 %	Lisää	9.00	5.6 %	16.9	10.4	16.2	9.6	3.8	0.30	3.5 %	102
Revenio Group	20.20	-0.5 %	60.8 %	Lisää	21.00	4.0 %	42.1	40.8	29.7	26.6	7.5	0.34	1.7 %	531
Sampo	39.74	2.8 %	3.5 %	Lisää	43.00	8.2 %	14.4	12.7	13.7	12.2	1.8	2.95	7.4 %	22069
Sanoma	8.06	0.8 %	-5.0 %	Vähennä	9.00	11.7 %	10.0	9.3	10.0	9.3	2.0	0.48	6.0 %	1309
Scanfil	3.82	-0.5 %	1.9 %	Lisää	4.50	17.8 %	8.4	6.9	8.1	6.1	1.5	0.15	3.9 %	244
Sievi Capital	1.20	0.0 %	-1.6 %	Lisää	1.35	12.5 %	8.9	7.3	7.5	6.4	0.9	0.04	3.3 %	69
Silli Solutions	8.58	0.2 %	5.9 %	Lisää	9.60	11.9 %	12.7	13.3	9.9	9.0	2.8	0.34	4.0 %	60
Solteq	1.42	5.2 %	9.2 %	Vähennä	1.50	5.6 %	12.6	11.4	10.7	10.6	1.1	0.03	2.1 %	27
Sotkamo Silver (SEK)	4.00	9.6 %	2.6 %	Vähennä	4.10	2.5 %	10.4	12.2	6.2	6.8	1.5	0.00	0.0 %	541
SRV Group	1.59	0.6 %	-6.5 %	Vähennä	1.70	6.9 %	13.7	17.3	5.9	9.5	0.3	0.05	3.1 %	94
SSAB (SEK)	27.09	4.4 %	8.7 %	Lisää	34.00	25.5 %	7.1	7.0	8.0	7.0	0.5	1.55	5.7 %	27899
SSH Communications Security	1.33	18.7 %	-20.8 %	Myy	1.10	-17.3 %	neg.	neg.	682.4	249.5	4.2	0.00	0.0 %	51
Stora Enso	9.74	1.4 %	-3.5 %	Lisää	13.00	33.5 %	8.4	8.5	8.5	8.1	1.1	0.57	5.9 %	7678
Suominen	2.30	-2.5 %	12.2 %	Vähennä	2.50	8.7 %	18.7	14.1	12.1	9.9	1.0	0.05	2.2 %	132
Taaleri	7.16	-0.3 %	0.8 %	Lisää	8.50	18.7 %	10.8	8.9	10.8	8.7	1.5	0.33	4.6 %	207
Talenom	35.10	-0.6 %	84.3 %	Vähennä	36.00	2.6 %	26.8	22.3	20.6	17.3	10.2	0.79	2.3 %	244
Tallink Grupp	1.05	0.0 %	3.9 %	Vähennä	1.02	-3.3 %	19.0	20.4	17.6	18.5	0.9	0.05	4.7 %	706
Teleste	5.40	0.0 %	2.7 %	Vähennä	5.50	1.9 %	12.7	34.5	9.5	7.9	1.3	0.20	3.7 %	98
Telia Company (SEK)	40.00	0.3 %	-4.7 %	Lisää	44.00	10.0 %	14.9	18.7	14.4	17.7	1.7	2.50	6.3 %	164298
Terveystalo	9.22	2.7 %	14.9 %	Lisää	10.00	8.5 %	21.6	21.2	18.2	17.5	2.2	0.20	2.2 %	1180
Tieto	25.20	1.1 %	6.9 %	Vähennä	27.00	7.1 %	13.5	13.7	13.0	13.3	3.8	1.47	5.8 %	1867

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
Tikkurila	14.58	1.7 %	21.3 %	Vähennä	14.50	-0.5 %	18.3	15.5	17.0	13.4	3.8	0.60	4.1 %	643
Titanium	8.00	0.3 %	11.9 %	Lisää	9.20	15.0 %	9.9	9.6	9.1	7.4	3.6	0.75	9.4 %	80
United Bankers	8.10	-0.6 %	22.7 %	Vähennä	8.00	-1.2 %	11.5	14.2	10.0	10.8	2.7	0.48	5.9 %	77
UPM-Kymmene	22.80	1.6 %	2.9 %	Vähennä	25.00	9.6 %	10.5	8.1	10.7	7.7	1.2	1.45	6.4 %	12164
Uutechnic Group	0.45	-1.8 %	35.8 %	Vähennä	0.36	-19.6 %	23.9	19.7	14.7	11.7	2.2	0.00	0.0 %	25
Vaisala	19.74	-1.1 %	19.6 %	Myy	17.50	-11.3 %	23.0	22.9	20.6	18.7	3.9	0.60	3.0 %	719
Valmet	21.12	0.6 %	17.7 %	Vähennä	23.00	8.9 %	15.3	10.7	14.5	9.8	3.0	0.75	3.6 %	3159
Verkkokauppa.com	3.62	-0.7 %	-11.7 %	Lisää	4.40	21.5 %	17.0	10.3	14.9	9.0	4.3	0.21	5.8 %	163
Viafin Service	6.62	-1.2 %	29.8 %	Lisää	6.70	1.2 %	10.5	8.0	12.1	8.7	1.3	0.22	3.3 %	24
Vincit Oyj	5.70	1.1 %	10.9 %	Lisää	6.70	17.5 %	13.5	10.3	11.5	8.4	3.1	0.18	3.2 %	65
VMP Group	4.80	-3.6 %	46.3 %	Lisää	5.75	19.8 %	7.8	18.1	6.5	14.5	1.3	0.20	4.2 %	71
Wulff Group	1.60	0.0 %	-5.3 %	Lisää	1.75	9.4 %	9.0	10.0	7.6	7.3	0.9	0.11	6.9 %	11
Wärtsilä	13.33	1.4 %	-4.1 %	Vähennä	14.50	8.8 %	16.2	12.7	13.5	10.6	3.0	0.50	3.8 %	7887
YIT Corporation	4.90	1.5 %	-4.0 %	Vähennä	5.50	12.2 %	9.2	9.4	9.6	9.5	0.9	0.30	6.1 %	1029



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 40 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 110 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