



# Nokia Q3: näkymät murenevät

24.10.2019

## AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- EKP-ennakko: Draghin viimeisessä kokouksessa pidetään elvytyspuheet ennallaan
- Neste Q3: voimakas arvonluonti jatkuu
- Kemira Q3: tulosparannusten sarja jatkuu vahvana
- Revenio Q3: erittäin vahva tulos
- eQ Q3: varainhoito on häikäisevässä kunnossa
- KONE Q3: mukavassa, mutta kalliissa kyydissä
- Orion Q3: tulospainetta joutuu maksamaan liikaa
- Tieto Q3: tulos oikaistuna ylitti markkinaodotukset
- Evli: luottamus tuloskäännettä kohtaan vahvistui
- Sammon osakkuusyhtiö Nordealta heikko tulos ja odotuksia isompi osingon lasku
- Huhtamäki: hinta rikkoo kipurajat, mutta ajurit alas puuttuvat yhä
- SSAB: ennustelaskut neutralisoivat arvostuksen

## Yhtiöt aamukatsauksessa:

Nokia, Neste, Kemira, Revenio Group, eQ, Kone, Orion, Tieto, Evli Pankki, Sampo, Nordea, Huhtamäki, SSAB, SSH Communications Security, Caverion, PunaMusta Media, Raute, Sanoma, Sievi Capital, Wulff, Afarak

## Markkinakatsaus

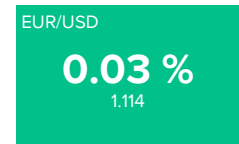
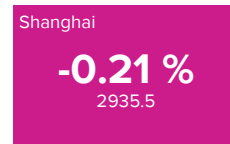
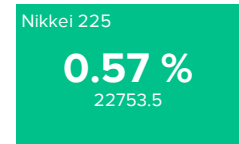
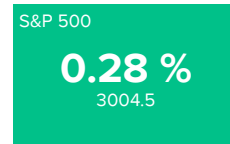
**Kehittyneillä markkinoilla** Euroopassa keskiviikko oli lievä nousupäivä (Eurostoxx +0,1 %) ja pääindeksit sulkivat pieneen, 0,2-0,3 %:n nousuun myös USA:ssa. Uutisvirran kääntyessä hiljaisemmaksi USA:n ja Kiinan välisissä kauppasuhteissa sijoittajat keskittyivät tuloskauteen. Wall Streetin isoista yhtiöistä Boeingin ja Caterpillarin osakkeet päätyivät nousuun odotettua heikommista tuloslukuista huolimatta. Texas Instrumentsin osake painui 7,5 % tulospettymyksen myötä.

**Aasian markkinoilla** aloitettiin aamu vaihtelevissa tunnelmissa. Japanin Nikkei oli aamukahdeksalta 0,6 % plussalla, mutta Kiinan Shanghai Composite 0,2 % miinuksella. Japanin Nikkei nousi vuoden huippuihinsa siitäkin huolimatta, että aamulla julkaistut ostopääällikköindeksit näyttivät maan teollisuuden aktiviteetin painuneen lokakuussa nopeimmin yli kolmeen vuoteen.

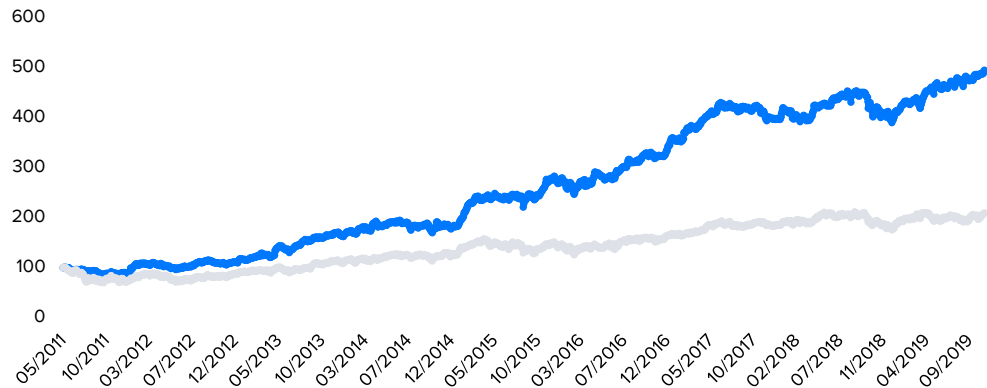
**Valuuttamarkkinoilla** euron kurssi dollaria vastaan tasaantui aamulla 1,114 dollariin. Valuuttamarkkinalla huomion keskipisteenä ovat tänään julkaistavat ostopääällikköindeksit sekä EKP:n korkokokous iltapäivällä.

**Raaka-ainemarkkinalla** öljyn hinta oli aamulla laskussa, ja WTI-futuurit liikkuivat 55,53 dollarissa/bbl (-0,8 %) eilisen vahvan nousupäivän (+3,3 %) jälkeen. EIA:n lukujen mukaan USA:n raakaöljyvarastot laskivat viime viikolla, missä oli selvä kontrasti API:n edellisenä päivänä raportointiin lukuihin ja nosti eilen öljyn hintaa. Myös heikentyneet talouskasvuodotukset painoivat öljyä.

## 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

20%

3 vuotta

51%

Aloituksesta

394%

## Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

### Voimakas arvonluonti jatkuu

24.10.2019 | Neste | Lisää

### Ennustelaskut neutralisoivat arvostuksen

24.10.2019 | SSAB | Vähennä

### Tehokkuuden nousu pitää tuloksen kasvu-uralla

24.10.2019 | Alma Media | Lisää

### Mukavassa, mutta kalliissa kydyssä

24.10.2019 | Kone | Myy

### Rima on viritetty erittäin korkealle Q4:lle

24.10.2019 | SSH Communications Security | Myy

### Hinta rikkoo kipurajat, mutta ajurit alas puuttuvat yhä

24.10.2019 | Huhtamäki | Vähennä

### Luottamus tulostulkennettä kohtaan vahvistui

23.10.2019 | Evli Pankki | Lisää

### Tulosnäkymistä joutuu maksamaan liikaa

23.10.2019 | Orion | Myy

### The turnaround proceeds painfully slowly

23.10.2019 | Suominen | Vähennä

### Tulosnäkyvät laskusuunnalla

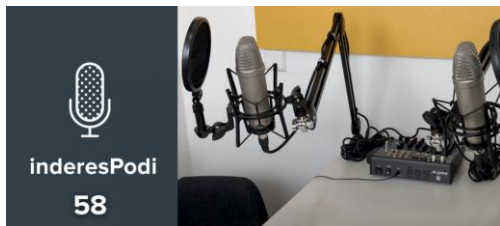
23.10.2019 | Neo Industrial | Myy

## InderesTV



# NOKIA TULOSLIVE NOIN KELLO 7.55!

Nokian tuloksen live-seuranta 24.10.2019 klo 7.55



inderesPodi 58: Sijoituskirjallisuus ja itsensä kehittämisen merkitys



Alma Media Q3'19: selkeä tulosparannus

## Seuraa meitä somessa



Facebook  
> 20t seuraajaa



YouTube



Twitter



Inderes  
Sijoitusfoorumi

## Makrotapahtumat, 24.10.2019

**12:00 Euroalue: Markit teollisuuden ostopääliikköindeksi**, alustava , loka , ennuste (Reuters) 46,0 /edellinen 45,7

**12:00 Euroalue: Markit palveluiden ostopääliikköindeksi**, alustava , loka , ennuste (Reuters) 52,0 /edellinen 51,6

**12:00 Euroalue: Markit yhdistetty ostopääliikköindeksi**, alustava loka , ennuste (Reuters) 50,4 /edellinen 50,1

**14:45 Euroalue: EKP:n ohjauskorko (%)**, loka , ennuste (Reuters) 0,0 /edellinen 0,0

**15:30 USA: Kestohyödykkeiden tilaukset (%)**, syys , ennuste (Reuters) -1,0 /edellinen 0,2

**15:30 USA: Uudet työt. korvaushakemukset**, ennuste (Reuters) - /edellinen 214 000

**17:00 USA: Uusien asuntojen myynti (kpl)**, syys , ennuste (Reuters) 691 000 /edellinen 713 000

## EKP-ennakko: Draghin viimeisessä kokouksessa pidetään elvytyspuheet ennallaan

Tänään iltapäivällä Suomen aikaan julkaistavasta EKP:n korkopäätöksestä ei ole ennakko-odotusten perusteella tulossa yllätysten ilotulitusta. Keskuspankki painoi syyskuussa talletuskorkonsa entistä negatiivisemmaksi -0,5 %:iin ja piti ohjaukskorkonsa nollassa sekä ilmoitti aloittavansa uudet, nettomääräiset arvopaperiostot jälleen marraskuussa. Tässä mielessä potti on siis tyhjennetty, sillä uusia toimia tuskin on heti odotettavissa.

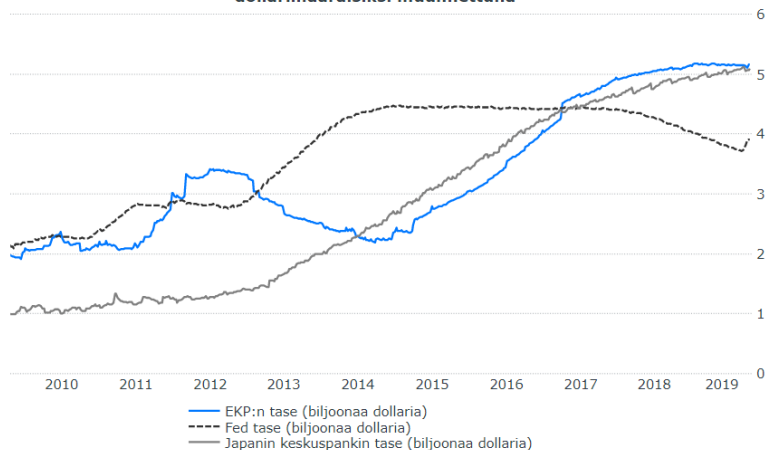
Korkokokous on kuitenkin merkittävä muuten, sillä Mario Draghi pitää viimeisen korkokokouksensa keskuspankin pääjohtajana. Hänen 8-vuotinen virkakautensa päättyy lokakuun lopussa, jolloin pääjohtajan paikalle nousee IMF:n pääjohtaja Christine Lagarde. Mario Draghin virkakautta ei ainakaan voi kutsua tapahtumaköyhäksi. EKP:n rahapolitiikan myötäilijät voivat kutsua häntä euron pelastajaksi ja kriitikot rahapolitiikan kuopan kaivajaksi. Draghi aloitti keskuspankin pääjohtajana, kun finanssikriisin jälkimainingit pyyhkiytyivät vielä euroalueelle ja velkakriisi oli kärjistymässä. Heti ensimmäisessä kokouksessaan hän laski ohjaukskorkoa ja siitä lähtien suunta onkin ollut alaspäin. Draghin aikana keskuspankki aloitti suuren elvytysohjelman, vähitellen lopetti nettomääräiset arvopaperiostot - ja on nyt aloittamassa niitä uudelleen. Kahdeksassa vuodessa ohjaukskorko on painettu nolnaan ja keskuspankin tase paisunut biljoonilla euroilla.



**Marianne Palmu**

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

### Suurten keskuspankkien taseet finanssikiriin jälkeen dollarimääräisiksi muunnettuna



Source: Refinitiv Datastream

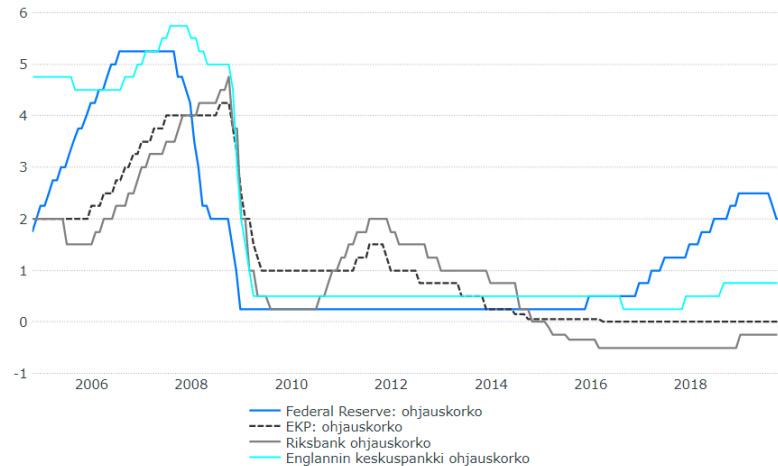


#### Marianne Palmu

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

Christine Lagarden myötä rahapolitiikan linja säilyy vahvasti elvyttävänä. Euroalueen heikon tuottavuuden, heikkojen talouskasvuodotusten ja matalan inflaation dilemman vuoksi keskuspankki joutunee viemään elvytystä nykyistä pidemmälle. Lagarden aikakaudella haetaan todennäköisesti elvytyksen rajoja ja keskuspankkeja viedään yhä syvemmillä tuntemattomille vesille. Suuren rahapolitiikkakokeen jatkuessa sen pitkän aikavälin vaikutuksia voi vain arvailla. Mitä pidemmälle elvytystä viedään, sitä vaikeammaksi tulee suunnan kääntäminen rahapolitiikassa.

Ohjauskorot (%)



Source: Refinitiv Datastream

**Marianne Palmu**

Ekonomisti, Aamukatsauksen

tuottaja

+358 50 339 1521

marianne.palmu@inderes.fi

## Nokia Q3: näkymät murenevät

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erutus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	5461	5686	5744	5622	5457	- 5780	-1 %	23917
Liikevoitto (oik.)	487	478	341	443	246	- 630	40 %	2229
Liikevoitto	-54	264	31	73	-132	- 436	755 %	656
Tulos ennen veroja	-111	168	-19	-7	-220	- 344	-978 %	312
EPS (oik.)	0,06	0,05	0,03	0,05	0,02	- 0,07	43 %	0,25
EPS (raportoitu)	-0,02	0,01	0,00	0,00	-0,03	- 0,04	-520 %	0,03
Liikevaihdon kasvu-%	-0,7 %		5,2 %	2,9 %	-0,1 %	- 5,8 %	-5,2 %-yks.	6,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	8,9 %	8,4 %	5,9 %	7,9 %	4,5 %	- 10,9 %	2,5 %-yks.	9,3 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Nokian aamulla julkistama Q3-raportti oli raju pettymys. Yhtiön kolmas neljännes oli tulokseltaan markkinaodotusten mukainen, mutta näkymiä alennettiin kautta linjan heijastellen yhtiön jatkuvaa kompuroidia verkkomarkkinan uuden syklin liikkeellelähdössä. Näyttää siltä, että Nokian omiin tavoitteisiin pessimistisesti suhtautunut osakemarkkina oli oikeassa. Odotamme selvästi negatiivista markkinareaktiota tänään.

Nokian Q3-liikevaihto kasvoi 4 % ja valuuttaoikaistuna 1 % ollen linjassa markkinaodotusten kanssa. Suoritus on välttävä huomioiden pääkilpailijoiden vahvat alkuvuodet. Ei-ifrs liikevoitto oli 478 miljoonaa euroa (Q3'19: 487 MEUR), kun konsensusennuste oli 443 MEUR ja oma ennustemme 341 MEUR. Neljännes oli kokonaisuutena tulokseltaan odotuksiin nähden tyydyttävä.



**Mikael Rautanen**

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

**Nokia** | Kurssi: 4.72

**Lisää** | Tavoitehinta: 5.50



Pettymykset alkavat raporttia eteenpäin selatessa. Yhtiön kassavirran kehitys jatkuu heikkona ja yhtiö varautuu lisäinvestointeihin, minkä takia kvartaaliosingon kolmas ja neljäs 0,05 euron erä jätetään maksamatta. Yhtiön hallitus odottaa osingonjaon jatkuvan, kun nettokassa paranee noin 2 miljardiin euroon (nyt 0,3 miljardia euroa).

Näkyvät olivat raportin suurin pettymys, koska niitä alennettiin sekä tämän että ensi vuoden osalta. Yhtiön 2019 ei-ifs liikevoittomarginaalin arvioidaan olevan 7,5-9,5 % (aik. 9-12 %) ja ei-ifs osakekohtaisen tuloksen 0,19-0,24 euroa (aik. 0,25-0,29 euroa). Vuoden viimeisestä neljänneksestä ei ole tulossa yhtä vahvaa, kuin yhtiö aiemmin ennako. Vuoden 2020 näkymiä tarkistettiin siten, että ei-ifs liikevoitto-% on 8-11 % (aik. 12-16 %) ja ei-ifs EPS 0,20-0,30 euroa (aik. 0,37-0,42 euroa). Kassavirta jää tänä vuonna hieman negatiiviseksi ja ensi vuonna sen pitäisi olla positiivinen. Lisäksi yhtiö lisäsi näkymiinsä ison liudan uusia riski- ja epävarmuustekijöitä.

Nokian näkymien laskun mittakaava on todella merkittävä ja pettymyksen makua pahentaa se, että Ericsson nosti viime viikolla omia näkymiään. Nokia selittää asiaa 5g:n vaatimilla lisäinvestoinneilla ja muilla panostuksilla sekä lisääntyneillä riskitekijöillä.

Samalla Nokia potki tölkkiä pidemmälle ja odottaa liiketoiminnan selkeämmän käänteen tapahtuvan 2021. Yhtiön uusi pitkän aikavälin (3-5 vuotta) tavoite on 12-14 %:n ei-ifs liikevoitto-%. Myös pitkän aikavälin tavoitteessa on pettymyksen makua, sillä aiempi tavoite oli saavuttaa 12-16 %:n ei-ifs liikevoitto jo vuonna 2020.

Yhtiön uudet tavoitteet näyttävät nyt ainakin varovaisilta, mikä puhdistaa pöydän lähivuosien tulokasvuodotuksilta kertaheitolla. Samaan aikaan osakemarkkina ei kuitenkaan enää pysty tukeutumaan Nokian omien tavoitteiden mukaiseen tulokasvunäkymään, koska yhtiön tavoitteiden uskottavuus on heikko ja osakkeen arvostuskuva muuttuu tuntuvasti epäedullisemmaksi uusien tavoitteiden valossa.

**Mikael Rautanen**

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

**Nokia** | Kurssi: 4.72**Lisää** | Tavoitehinta: 5.50

## Neste Q3: voimakas arvonluonti jatkuu

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
<b>Liikevaihto</b>	3884	3961	3798	3798	3550	- 3968	4 %		15481
<b>Käyttökate</b>	444	606	546	489	486	- 493	11 %		2076
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	394	435	430	405	359	- 425	1 %		1573
<b>Tulos ennen veroja</b>	229	343	410	363	341	- 381	-16 %		1417
<b>EPS (oik.)</b>	0,40	0,35	0,44	0,44	0,38	- 0,45	-21 %		1,52

Nesteen Q3-raportti vastasi kokonaisuutena odotuksiamme. Teimme raportin jälkeen pieniä ennustetarkistuksia, joiden seurauksena vuoden 2019 ennusteemme nousivat hieman. Odotamme yhtiön vahvan operatiivisen tuloskunnon säilyvän ja yhtiön jatkavan voimakasta arvonluontia. Yhtiöllä on lisäksi mielenkiintoisia uusia tuotelähtöjä sekä taseen puolesta merkittävää liikkumavaraa investoida kasvuun. Nämä puoltavat osakkeen kydyissä pysymistä korkeahkoista arvostuskertoimista huolimatta. Nostamme Nesteen tavoitehinnan 34,0 euroon (aik. 31,0 euroa) ja toistamme lisää suosituksemme.



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

**Neste** | Kurssi: 31.50  
**Lisää** | Tavoitehinta: 34.00

### Q3-luvut vastasivat odotuksiamme, vahva suorittaminen jatkuu

Neste ylsi Q3:lla 3961 MEUR:n liikevaihdolla 435 MEUR:n vertailukelpoiseen liikevoittoon, mikä oli linjassa meidän 430 MEUR:n ennusteen kanssa ja ylitti konsensuksen 405 MEUR:n ennusteen. Segmenttitasolla Uusiutuvat tuotteet toimivat vahvan tuloskehityksen ajurina, kun segmentin myyntikate nousi Q2:n notkahduksen jälkeen ja myös volyymit olivat hyvällä tasolla tulevasta huoltoseisokista huolimatta. Öljytuotteet sai tukea hyvästä viitemarginaalista ja Marketing & Servicesin tulos oli tavanomaista kausiluonteisuutta vahvempi yksikkökatteiden vahvistumisen seurauksena. Yhtiö alaskirjasi Nynasin tasearvoa ja myös siihen liittyviä lainoja, josta jälkimmäinen heijastui rahoituskuluihin merkittävästi ja painoi osakekohtaisen tuloksen 0,35 euroon. Kokonaiskuvan kannalta tällä ei kuitenkaan ole mielestämme olennaista merkitystä ja raportti oli kokonaisuudessaan vahva.

### Teimme pieniä ennustemuutoksia, Porvoon suureisokki rokottaa vuotta 2020

Neste ohjeisti Uusiutuvien tuotteiden volyymien säilyvän Q4:llä vahvoina ja Öljytuotteiden viitemarginaalin yhtiö odottaa olevan hieman matalampi kuin Q3:lla. Yhtiö myös puolitti arvionsa Rotterdamin seisokin ylimääräisestä kustannusvaikutuksesta noin 25 MEUR:oon Q4:lle. Teimme Q3-raportin jälkeen pieniä lyhyen tähtäimen ennustemuutoksia, joiden seurauksena koko vuoden ennusteemme nousi 3 % vertailukelpoisen liikevoiton osalta 1573 MEUR:oon. Neste arvioi Q3-katsaussa Porvoon suureisokin vaikutuksen olevan ensi vuonna Uusiutuviin tuotteeseen noin 40 MEUR ja Öljytuotteisiin noin 180 MEUR. Olimme odottaneet seisokin tulosvaikutuksen nousevan edellisestä (2015: 130 MEUR), mutta yhtiön arvio oli odotuksiamme suurempi. Siten vuoden 2020 vertailukelpoisen liikevoiton ennusteemme laski hieman (5 %). Neste etenee vauhdilla uusiutuvan lentopolttoaineen toimitussopimusten suhteen sekä kommentoi olevansa erittäin tyytyväinen muiden uusiutuvien tuotteiden lähtöjen marginaalinäkymien suhteen. Näemmekin yhtiöllä erinomaiset edellytykset jatkaa arvonluontia, kun myös yhtiön taseessa on merkittävää liikkumavaraa investointeja ajatellen.



**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Neste** | Kurssi: 31.50

**Lisää** | Tavoitehintaa: 34.00

### Voimakas arvonluonti edellyttää korkeat arvostuskertoimet

Ennusteillamme Nesteen vuoden 2019 P/E-kerroin on 21x ja vastaava EV/EBITDA on lähes 12x, mitä pidämme korkeahkoina tasoina. Arvostuskertoimet laskevat kuitenkin nousukäyrällä pysyvän tuloksen mukana 19x (P/E) ja 11x (EV/EBITDA) tasolle vuonna 2020. Yhtiön keskipitkän ja pitkän aikavälin tulostuskasvunäkymät näkymät huomioiden pidämme tasoja kohtuullisina. Näkemyksemme mukaan vahva operatiivinen kehitys ja erinomaiset edellytykset jatkaa voimakasta arvonluontia puoltavat osakkeen kyydissä pysymistä.



**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Neste** | Kurssi: 31.50

**Lisää** | Tavoitehintaa: 34.00

## Kemira Q3: tulosparannusten sarja jatkuu vahvana

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	670	690	699	686	678	699	-1 %	2688
Käyttökate (oik.)	89,0	118	110	109	101	110,0	7 %	413
Liikevoitto (oik.)	50,0	71,1	64,5	63,5	56,0	64,5	10 %	229
EPS (raportoitu)	0,14	0,27	0,28	0,25	0,23	0,28	-5 %	0,92
Liikevaihdon kasvu-%	7,6 %	3,0 %	4,3 %	2,4 %	1,3 %	4,4 %	-1,3 %-yks.	3,7 %
Liikevoitto-% (oik.)	7,5 %	10,3 %	9,2 %	9,3 %	8,3 %	9,2 %	1,1 %-yks.	8,5 %

Lähde: Inderes & Infront data (konsensus)

Kemira julkisti aamulla Q3-raporttinsa, joka oli operatiivisen tuloksen osalta odotuksia vahvempi, kun odotuksista jääneen liikevaihdon kompensoi selvästi odotuksiamme enemmän noussut kannattavuus. Kemira toisti odotetusti vuoden 2019 ohjeistuksensa, jonka mukaan sen operatiivinen käyttökate kasvaa edellisvuodesta. Odotamme Kemiralle tänään positiivista kurssireaktiota suhteessa yleiseen markkinaan odotuksia vahvemman tuloksen myötä.

Kemiran liikevaihto kasvoi Q3:lla 3 % 690 MEUR:oon, mikä osui meidän ja konsensuksen ennusteen väliin. Liikevaihdon kasvun taustalla oli valuuttakurssivaikutukset, sillä orgaaninen liikevaihto oli edellisvuoden tasolla. Kasvun moottorina toimi odotetusti Industry & Water (+ 8 %), jonka alla Oil & Gas -liiketoiminta kasvoi CEOR-toimitusten myötä kasvaneiden volyymien ajamana 18 %. Pulp & Paperin liikevaihto sen sijaan laski 1 %:n vertailukaudesta ja orgaanisesti liikevaihto laski 2 % yhtiön fokusoidessa marginaaleja ennen volyymeja.



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

**Kemira** | Kurssi: 13.89  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 13.00

Operatiivista käyttökateetta Kemira teki Q3:lla 118 MEUR, mikä ylitti sekä meidän että konsensuksen ennusteet selvällä marginaalilla. Operatiivinen käyttökate-% nousi 17,1 %:iin, mikä on yhtiölle erittäin hyvä taso ja selvä parannus vertailukaudesta myös IFRS 16 -standardin vaikutuksesta (9,1 MEUR) oikaistuna. Parantuneen kannattavuuden taustalla oli etenkin myyntihintojen nousu, joka on enemmän kuin kompensoinut kustannuksien nousun ja volyymien laskun vaikutuksen. Tämä heijastui etenkin Industry & Wateriin, jonka kannattavuus nousi erittäin vahvalle 18,5 %:n tasolle. Yhtiö kirjasi Q3:lle 9,1 MEUR:n negatiiviset kertaerät, mikä painaa raportoituja lukuja hieman. Muuten alemmilla riveillä rahoituskuluissa tai veroissa ei ollut suurempia yllätyksiä ja siten osakekohtainen tulos 0,27 euroa ylitti konsensuksen 0,25 euron ennusteen, mutta jäi meidän 0,28 euron ennusteesta. Myös yhtiön Q3:n operatiivinen kassavirta oli vahvalla tasolla 121 MEUR:ssa, mitä tuki operatiivisen tuloskasvun lisäksi onnistunut käyttöpääoman vapautus.

Kemiran kuluvan vuoden ohjeistus säilyi odotuksien mukaisesti ennallaan ja yhtiö odottaa sen operatiivisen käyttökateen kasvavan edellisvuodesta (323 MEUR) vertailukelpoisesti IFRS 16 -standardin vaikutus pois lukien. Kolmen kvartaalin jälkeisen selvän etumatkan pohjalta arvioimme, että yhtiö saavuttaa ohjeistuksensa ja ylittää viime vuoden tason selvällä marginaalilla. Yhtiö kommentoi raportissa havainneensa pehmyyttä ja kasvanutta epävarmuutta markkinakysynnässä Pulp & Paperissa ja kiihtymistä Oil & Gasin markkinan hidastumisessa. Tämä ei kuitenkaan ollut suuri yllätys nykyisessä markkinaympäristössä ja alustavan arvioimme mukaan lyhyen tähtäimen ennusteissamme on Q3:n vahvan marginaalikehityksen seurauksena hieman nousuvaraa.

**Petri Gostowski**

Analyytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Kemira** | Kurssi: 13.89**Vähennä** | Tavoitehinta: 13.00

## Revenio Q3: erittäin vahva tulos

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)		2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
<b>Liikevaihto</b>	7,4	14,3	13,6				5 %		50,1
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	2,5	4,6	3,9				19 %		14,3
<b>Liikevoitto</b>	2,5	3,9	2,9				36 %		10,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	2,5	3,9	2,7				45 %		10,4
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,08	0,12	0,08				40 %		0,32
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	14,8 %	94,0 %	84,2 %				9,8 %-yks.		63,4 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	34,4 %	32,2 %	28,4 %				3,7 %-yks.		28,5 %

Lähde: Inderes

Revenio Groupin aamulla julkaisema Q3-raportti oli erittäin vahva ja ylitti tuntuvasti odotuksemme. Yhtiön uuden toimitusjohtajan videohaastattelu tuloksesta julkaistaan inderesTV:ssä päivän aikana. Odotamme positiivista kurssireaktiota tänään.

Revenion liikevaihto kasvoi 94 % ja oli 14,3 miljoonaa euroa, kun ennustemme oli 13,6 miljoonaa euroa. Liikevaihtolukujen perusteella etenkin CenterVue on kehittynyt vahvasti neljänneksen aikana. Kvartaaliluvuissa on kuitenkin syytä huomioida CenterVuen kohdalla suurten tilausten aiheuttama heilunta vuosineljänneksellä.

Oikaistu liikevoitto oli 4,6 miljoonaa euroa (Q3'19: 2,5 miljoonaa euroa), mikä ylitti 3,9 miljoonan euron ennustemme. Yhtiö kirjasi tulokseensa 0,7 miljoonaa euroa yritystason liittyviä kertaeriä, mikä oli linjassa ennustemme kanssa. Osakekohtainen tulos oli 0,12 euroa, kun ennustemme oli 0,08 euroa.



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

**Revenio Group** | Kurssi: 20.45  
**Lisää** | Tavoitehinta: 21.00

Näkymät pysyivät ennallaan. Yhtiö arvioi vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan erittäin voimakkaasti ja kertaerillä oikaistun suhteellisen käyttökatteen olevan hyvällä tasolla. Yhtiön mukaan CenterVue-kaupan integraatiotyö on edennyt erittäin hyvin kaikilla tasoilla.



**Mikael Rautanen**

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

**Revenio Group** | Kurssi: 20.45

[Lisää](#) | Tavoitehinta: 21.00



## eQ Q3: varainhoito on häikäisevässä kunnossa

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	10,4	11,9	12,5				-5 %	51,8
Liikevoitto	5,6	6,9	6,6				5 %	26,9
Tulos ennen veroja	5,6	6,9	6,6				5 %	26,9
EPS (oik.)	0,12	0,14	0,14				2 %	0,55
Liikevaihdon kasvu-%	26,8 %	14,2 %	20,2 %				-6 %-yks.	13,6 %
Liikevoitto-% (oik.)	53,5 %	58,2 %	52,8 %				5,4 %-yks.	51,8 %

Lähde: Inderes

eQ julkaisi aamulla lievästi odotuksiamme paremman tuloksen. Varainhoito jatkoi huikeaa suorittamistaan ja näkymät ovat edelleen erittäin hyvät. Vanhan PE-rahaston voitonjaon siirtyminen ensi vuodelle oli odotuksissa ja kyse on lähinnä kosmeettisesta muutoksesta. eQ:n kurssi on noussut voimakkaasti viimeisen kahden viikon aikana ja näin ollen odotammekin neutraalia kurssireaktiota erinomaisesta tuloksesta huolimatta.

eQ:n liikevaihto kasvoi 14 %:lla 11,9 MEUR:oon Varainhoidon vetämänä. Liikevaihto jäi hieman 12,5 MEUR:n ennusteestamme, mutta ennustealitus syntyi käytännössä täysin Sijoitukset-segmentistä. Operatiivisten segmenttien (Varainhoito ja Investointipankki) osalta liikevaihto oli täysin linjassa odotuksiamme kanssa. Varainhoidossa liikevaihto kasvoi 17 %:lla ja Adviumin Q3 oli odotetusti vahva useiden kiinteistötransaktioiden ansiosta.



**Sauli Vilén**  
Pääanalyytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



**Matias Arola**  
Analyytikko  
+358 40 935 3632  
matias.arola@inderes.fi

eQ | Kurssi: 11.15

Lisää | Tavoitehintaa: 10.00

Liikevoitto oli 6,9 MEUR ylittäen 6,6 MEUR:n ennusteemme. Tuloslilytys syntyi Varainhoidosta, jonka kannattavuus oli odotuksiamme parempi ennakoitua matalamman kulutason ansiosta. Varainhoidon liikevoittomarginaali oli Q3:lla yhtiön historian paras 58 %. Yhtiön kulutaso pysyy edelleen hämmästyttävän alhaisena ja yhtiö kykenee jo viidettä vuotta putkeen välttämään kustannusinflaation bonusvarauksia lukuun ottamatta. EPS kasvoi lopulta odotuksiemme mukaisesti kahdella sentillä 0,14 euroon.

eQ toisti aiemman ohjeistuksen, jonka mukaan Varainhoidon tulos kasvaa selvästi enemmän kuin vuonna 2018 (+ 8 %). Yhtiö myös odotetusti kertoi, että vahvemman PE-rahaston (Amanda IV) voitonjako tulee siirtymään ensi vuodelle. Olimme huomioineet tämän ennusteissamme jo Q2:n jälkeen.

Tämän päivän tulosinfossa pääfokus keskittyi Liikekiinteistörahaston näkymiin. Liikekiinteistörahaston myynti on hidastunut rajusti, kun rahaston tuotto on jo pidempään jäänyt odotuksia vaisummaksi. eQ:n olisi ensiarvoisen tärkeä saada Liikekiinteistörahasto takaisin vahvalle kasvu-uralle, sillä sen rooli lähivuosien tuloskasvuennusteissa on merkittävä.



**Sauli Vilén**  
Pääanalyytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



**Matias Arola**  
Analyytikko  
+358 40 935 3632  
matias.arola@inderes.fi

eQ | Kurssi: 11.15

[Lisää](#) | Tavoitehinta: 10.00

## KONE Q3: mukavassa, mutta kalliissa kydyssä

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)		2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes	
<b>Liikevaihto</b>	2289	2558	2414	2445	2405	- 2508	6 %	9872	
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	274	322	334	307	295	- 334	-3 %	1269	
<b>Liikevoitto</b>	258	314	332	305	285	- 332	-5 %	1233	
<b>Tulos ennen veroja</b>	272	321	339	316	290	- 354	-5 %	1233	
<b>EPS (oik.)</b>	0,45	0,49	0,51	0,48	0,45	- 0,54	-3 %	1,90	
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,42	0,48	0,50	0,47	0,43	- 0,52	-5 %	1,83	
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	3,6 %	11,7 %	5,5 %	6,8 %	5,1 %	- 9,6 %	6,3 %-yks.	8,8 %	
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	12,0 %	12,6 %	13,8 %	12,6 %	12,3 %	- 13,3 %	-1,2 %-yks.	12,9 %	

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

KONEen suoritus Q3:lla oli vahva ja ohjeistuksen nosto perusteltu. Sitä vastoin 2020:n marginaaliparannus tulee olemaan haastavampaa. Yhtiön osake on kaikilla mittareilla huomattavan kallis. Säilyttämekin osakkeen myy-suosituksen, mutta pienten ennustenosojemme myötä kohotamme tavoitehinnan 42,00 (aik, 41,00) euroon.



**Erkki Vesola**

Analyttikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Kone** | Kurssi: 54.18

**Myy** | Tavoitehinta: 42.00

### Vahvaa suorittamista Q3:lla

KONEen Q3-tilauskertymä kasvoi lähes 10 % v/v ylittäen selvästi sekä oman että konsensuksen kasvuennusteen. Ero selittyy osin valuutoilla, sillä vertailukelpoisin valuutoin tilauskertymän kasvu oli ”vain” 7 % v/v. Kaikkiaan uusien tilausten marginaalit paranivat Q3’18:aan verrattuna, mikä KONEen mukaan johtui ”kohdistetuista hinnoittelutoimenpiteistä” sekä tehokkuuden paranemisesta. Yhtiön liikevaihdon kasvu (+12 % v/v, vertailukelpoisin valuutoin +9 % v/v) ylitti myös selvästi oman sekä konsensuksen 6-7 %:n kasvuennusteen. Kasvu oli hyvin tasaisesti jakautunutta, sillä se oli 9-13 % v/v sekä uusissa laitteissa, modernisaatioissa että huollossa ja toisaalta 9-14 % v/v sekä EMEA:ssa, Amerikoissa että Aasia-Tyynenmeren alueella. KONE sanoi kasvaneensa edelleen markkinaa nopeammin kaikissa liiketoiminnoissa eli ottaneensa markkinaosuutta. KONEen oikaistu liikevoitto oli 322 MEUR ja vastaava marginaali 12,6 %, jossa oli 0,6 %-yksikköä parannusta vuoden takaisesta.

### Tarvetta vain marginaalisille ennustemuutoksille

KONE nosti ohjeistuksensa koko vuoden 2019 liikevaihdon vertailukelpoiseksi kasvuksi 4-7 %:sta 5-8 %:iin ja ohjeistuksen oikaistuksi liikevoitoksi 1190-1250 (aik. 1170-1250) MEUR:oon. Uusikaan ohjeistus ei ole kovin vaativa. KONE näkee vuoden 2020 positiivisina tekijöinä 1) vahvan ja marginaaliltaan parantuneen tilauskirjan; 2) palveluliiketoiminnan kasvun ja 3) Accelerate-ohjelman säästöt. Negatiivisia seikkoja ovat 1) työvoima- ja alihankintakustannusten nousu sekä 2) taloudellinen ja geopoliittinen epävarmuus. Mainittujen kustannusten negatiivinen vaikutus lienee ainakin 20-30 MEUR vuonna 2020. Accelerate-ohjelman tuomat lisäsäästöt ovat kuitenkin samaa kokoluokkaa. Kaikkiaan vuosille 2020-2021 tekemämme ennustemuutokset ovat pieniä, (+1...+2 %).



**Erkki Vesola**

Analytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Kone** | Kurssi: 54.18

**Myy** | Tavoitehintaa: 42.00

### Thyssen-hankintaa ei edelleenkään kommentoida

KONE luonnollisesti kieltäytyi edelleenkin kommentoimasta Thyssen Elevatorin mahdollista hankintaa, mutta toisti että sen taustalla olisi vahva teollinen logiikka. Toimitusjohtaja Ehrnrooth myös sanoi, että kauppaan liittyviä huhuja on nyt liikkeellä paljon ja niistä osa on selvästikin väärää ja vaativat kriittistä suhtautumista.

### Osakkeen arvostus edelleen katossa

KONEen osake on kallis kaikilla käyttämillämme mittareilla ja nykyistä arvostusta voi perustella vain riittävän monen sijoittajan uskolla siihen, että KONEen ja Thyssen Elevatorin yhteenliittymä toteutuu edullisilla ehdoilla. Itse pidämme hankkeeseen liittyvää epävarmuutta vielä aivan liian suurena, jotta hyväksyisimme siihen liittyvän arvostuspreemion Osakkeen arvostuskertoimista vuoden 2020 P/E (26x) ja EV/EBIT (19x) ovat vastaavasti 44 % ja 31 % verrokkien mediaanin yläpuolella. Kassavirtamalli antaa KONEen osakkeen arvoksi 49,7 euroa, mikä on 8 % nykykurssin yläpuolella. Kokonaistuottomallimme osoittaa negatiivista -6 % p.a.:n tuottoa.



**Erkki Vesola**

Analyttikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Kone** | Kurssi: 54.18

**Myy** | Tavoitehinta: 42.00

## Orion Q3: tulospäätelmä joutuu maksamaan liikaa

Ennustetietolukko MEUR / EUR	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes		Inderes
<b>Liikevaihto</b>	222	284	271	275	267	- 282	5 %		1042
<b>Liikevoitto</b>	44,6	90,7	87,5	89,7	86,7	- 92,0	4 %		257
<b>Tulos ennen veroja</b>	43,6	90,9	86,5	88,7	85,7	- 91,0	5 %		254
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,24	0,51	0,49	0,50	0,48	- 0,51	5 %		1,43
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-8,2 %	27,9 %	22,3 %	24,0 %	20,4 %	- 27,1 %	5,6 %-yks.		6,5 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	20,1 %	32,0 %	32,3 %	32,0 %	32,6 %	- 32,3 %	-0,3 %-yks.		24,7 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Orionin Q3 oli odotuksiamme parempi. Liikevaihto ja liikevoitto olivat poikkeuksellisen korkeat Bayerilta saadun 45 MEUR:n etappimaksun takia. Nostimme kuluvan vuoden ennusteitamme, mutta lähivuosien ennusteemme pysyivät ennallaan. Tulospäätelmät ovat lähivuosille vaisut ja osakkeen arvostus tähän nähden korkea, minkä takia toistamme myy-suosituksemme. Nostamme positiivisten ennustemuutosten takia tavoitehintamme 31,0 euroon (aik. 29,0).



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

**Orion** | Kurssi: 34.56  
**Myy** | Tavoitehintaa: 31.00

### Liikevaihto ja tulos kasvoivat odotuksiamme paremmin

Orionin Q3-liikevaihto kasvoi 28 % ja oli 284 MEUR (konsensus 275 MEUR). Luku ylitti meidän 271 MEUR:n ennustemme 5 %:lla. Kasvu oli poikkeuksellisen voimakasta, koska Orion sai darolutamidin onnistuneesta kaupallistamisesta USA:ssa Bayerilta 45 MEUR:n etappimaksun, joka kirjattiin Q3-liikevaihtoon. Ilman tätä etappimaksuakin liikevaihto kasvoi kuitenkin hyvin (+8%). Etappimaksun lisäksi liikevaihdon kasvua Q3:lla ajoivat Parkinsonin lääkkeiden vahvat toimitukset (+72 %), mikä johtui osittain ajoituksellisista tekijöistä, biosimilaarit (+120 %) ja Orionin myydyimmäksi lääkevalmisteeksi tänä vuonna noussut Easyhaler-tuoteperhe (+10 %). Yhtiö on alkuvuonna onnistunut kasvattamaan liikevaihtoaan kaikissa liiketoiminnoissa, mikä on vaikeassa markkinassa ollut hyvä suoritus. Q3-liikevoitto kasvoi 103 % ja oli 90,7 MEUR (konsensus 89,7 MEUR). Luku ylitti meidän 87,5 MEUR:n ennustemme 4 %:lla. Suurin syy voimakkaalle liikevoiton kasvulle oli Bayerilta saatu 45 MEUR:n etappimaksu, joka valui käytännössä suoraan 100 %:n katteella tulokseen.



**Petri Kajaani**

Analytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Orion** | Kurssi: 34.56

**Myy** | Tavoitehintaa: 31.00

## Yhtiö toisti vuoden 2019 ohjeistuksen ja nostimme ennusteitamme hieman

Orion toisti ohjeistuksen, jonka mukaan liikevaihdon arvioidaan kasvavan hieman vuodesta 2018 (977 MEUR) ja liikevoiton arvioidaan olevan samalla tasolla kuin vuonna 2018 (253 MEUR). Orion on sisällyttänyt liikevaihto- ja liikevoittoarvioon darolutamidin kaupallistamiseen liittyvän 45 MEUR:n etappimaksun ja olennaisia panostuksia toimenpiteisiin, joilla tavoitellaan kasvua. Nostimme liikevaihtoennusteemme 1042 MEUR:oon (aik. 1026 MEUR) ja liikevoittoennusteemme 257 MEUR:oon (aik. 252 MEUR). Vuosien 2020-2021 ennusteemme liikevaihdon kasvulle ovat 4-5 % ja liikevoittomarginaaliennusteemme ovat 25-26 %, kun yhtiön pitkän aikavälin tavoite on yli 25 %. Olemme ensi vuoden ennusteissamme sekä liikevaihdon että liikevoiton osalta selvästi konsensusennusteen yläpuolella. Liikevaihdon konsensusennuste vuodelle 2020 on 1045 MEUR (Inderes 1080 MEUR) ja liikevoiton konsensusennuste vuodelle 2020 on 249 MEUR (Inderes 275 MEUR). Orionin merkittävät panostukset T&K:hön ja markkinointiin, geneerisen kilpailun lisääntyminen ja vuoden 2019 kaltaisen 45 MEUR:n etappimaksun puuttuminen tekevät ensi vuoden liikevaihdon ja tuloksen kasvattamisesta haastavaa. Odotamme kuitenkin mm. Easyhaler-tuoteperheen ajavan kasvua ja tämän lisäksi olemme sisällyttäneet ennusteisiimme myös todennäköisesti toteutuvat etappimaksut darolutamidin kaupallistamisesta EU:ssa (20 MEUR) ja Japanissa (8 MEUR).

## Osakkeen haastava arvostus ei houkuttele

Orionin tulos on lähivuosina paineessa kasvupanostusten ja kiristyvän kilpailutilanteen takia. Sijoittajien pitäisi nyt kestää heikkoa tuloskuntoa arviomme mukaan vähintään 1-2 vuotta, jonka jälkeen käynnissä olevien kasvupanostusten hedelmiä voitaisiin alkaa nähdä myös tulosrivillä. Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut ovat 24x ja 23x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 15x. Arvostus on Orionin historiallisen tason yläpuolella ja arvostuskertoimesta riippuen noin 30-60 % kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella. Lähivuosien osinkotuotot ovat 4,1 %:n tasolla, mikä ei mielestämme tarjoa tukea tulos pohjaisen arvostuksen laskupainetta vastaan.



**Petri Kajaani**

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

**Orion** | Kurssi: 34.56

**Myy** | Tavoitehinta: 31.00



## Tieto Q3: tulos oikaistuna ylitti markkinaodotukset

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	367	380	375	372	369	- 377	1 %	1621
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	42,9	50,1	49,6	44,0	34,6	- 47,0	1 %	181
<b>Liikevoitto</b>	40,4	37,8	43,4	38,1	13,4	- 57,3	-13 %	153
<b>Tulos ennen veroja</b>	40,7	21,9	41,2	34,2	11,4	- 47,0	-47 %	147
<b>EPS (oik.)</b>	0,48	0,42	0,51	0,42	0,39	- 0,56	-17 %	1,91
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	3,4 %	3,4 %	2,1 %	1,4 %	0,5 %	- 2,8 %	1,3 %-yks.	1,3 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	11,7 %	13,2 %	13,2 %	11,8 %	9,4 %	- 12,5 %	0 %-yks.	11,2 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Tieto julkaisi tänään aamulla markkinaodotuksia paremman Q3-tuloksen. Liikevaihto kasvoi vertailukaudesta hieman markkinaodotuksia paremmin. Oikaistu liikevoitto ylitti markkinaodotukset ja oli linjassa odotuksiimme. Raportoitua tulosta painoi kuitenkin kertaerät ja valuuttakursseihin liittyvät nettotappiot. Raportissa ei ensisilmäyksellä ollut uutta tietoa liittyen Tiedon ja Evryn yhdistymiseen. Emme odota merkittäviä muutoksia oikaistuihin ennusteisiimme Q3-raportin myötä, raportoidut ennusteet tulevat laskemaan vuodelle 2019.

Tiedon Q3-liikevaihto kasvoi 3,4 % 380 MEUR:oon, kun oma ennusteesimme oli 375 MEUR ja konsensuksen odotus oli 372 MEUR. Paikallisissa valuutoissa kasvu oli 5 % (Q2'19 1 %). Liikevaihdon kasvua tuki suotuisa markkinatilanne ja vertailukautta useampi työpäivien lukumäärä. Toisaalta taas liikevaihdon kasvua hidastivat edelleen valuuttakurssit (4 MEUR).



**Joni Grönqvist**  
 Analytikko  
 +358 40 515 3113  
 joni.gronqvist@inderes.fi

**Tieto** | Kurssi: 25.06  
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 26.00

Kertaeristä oikaistu liikevoitto oli Q3:lla 50,1 MEUR (Q3'18: 42,9 MEUR), mikä oli linjassa meidän (49,6 MEUR) ja yli konsensuksen ennusteen (44,0 MEUR) kanssa. Raportoitua liikevoittoa painoivat odotettua suuremmat kertaluonteiset 12 MEUR:n kulut liittyen uudelleenjärjestelyihin, yritysjärjestelyihin ja PPA-poistoihin, kun oma ennusteemme oli 6,2 MEUR. Tulosta ennen veroja painoi lisäksi odotuksiamme enemmän valuuttakursseihin liittyvät nettotappiot, jotka olivat 6,5 MEUR johtuen lähinnä Norjan kruunuissa olevan valuuttaposition suojaamisesta Tiedon ja EVRYn sulautumissopimukseen liittyen. Osakekohtaisen tulos oikaistuna kertaeristä oli näin ollen linjassa markkinaodotuksiin (tot. 0,42 vs. ennuste 0,42), mutta alle meidän odotusten. Tieto odottaa edelleen saavuttavansa yli 15 MEUR:n bruttosäästöt vuonna 2019 Q2:lla alkaneen tehostamisohjelman ansiosta, josta lähes puolet saavutettiin Q3:lla linjassa odotuksiin. Näkemyksemme mukaan IT-palvelusektorin ja Tiedon uudelleenjärjestelyt ovat jatkuvaa muutosta ja tulevat jatkumaan myös jatkossa.

Tieto toisti odotetusti ohjeistuksensa ja arvioi koko vuoden 2019 oikaistun liikevoiton paranevan vuodesta 2018 (168 MEUR) lisättynä IFRS 16:n vaikutuksella (9 kk:n vaikutus 2,7 MEUR) vertailukelpoisuuden säilyttämiseksi uuden standardin käyttöönoton jälkeen. Odotimme ennen Q3-raporttia oikaistun liikevoiton kasvavan 3 % 181 MEUR:oon, kun konsensusennuste tuloksen kasvulle oli 1 %.

Yhtiö ei kertonut mitään suurempaa uutta liittyen yhtiön yhdistymiseen Norjalaisen IT-palveluyhtiö Evryn kanssa. Tiedon ja EVRYn integraation suunnittelu etenee samanaikaisesti, kun yhtiö odottaa kilpailuviranomaisten päätöksiä. Tavoitteena on saavuttaa noin 75 MEUR:n vuotuiset kustannussynergiat (ei sisällä mahdollisia liikevaihtosynergioita), joista suurin osa yhdistymisen kautta ensimmäisen 12 kk:n aikana yhdistymisen jälkeen.

**Joni Grönqvist**

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Tieto** | Kurssi: 25.06**Lisää** | Tavoitehintaa: 26.00

## Evli: luottamus tulokäännettä kohtaan vahvistui

Tarkistamme Evlin tavoitehinnan 9,5 euroon (aik. 8,5 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Yhtiö palasi Q3:lla odotuksia nopeammin tuloskasvuun ja kokonaisuutena raportti vahvisti luottamustamme yhtiön tuloskasvunäkymiä kohtaan. Kohonneesta arvostustasosta huolimatta terve tuloskasvu yhdessä vahvan osinkotuoton kanssa pitää osakkeen tuotto-odotuksen riittävällä tasolla koholla olevista markkinariskeistä huolimatta.

### Tulosylitys ja ohjeistuksen nosto

Evlin Q3-tulos oli selvästi odotuksiamme parempi. Yhtiön liikevaihto kasvoi 18,0 MEUR:oon (Q2'19e: 17,1 MEUR) ja liikevoitto 5,9 MEUR:oon (Q2'19e: 4,6 MEUR). Liikevaihtoylityksen taustalla oli Varainhoito-segmentin odotettua nopeampi kasvu. Neuvonanto & Yritysasiakkaat -segmentin liikevaihto ylitti myös ennusteemme investointipankin korkeamman liikevaihdon ansiosta. Tulosylitys selittyi ennakoitua korkeammalla liikevaihdolla ja pienillä kertaerillä. EPS ylitti lopulta ennusteemme kahdella sentillä ollen 0,18 euroa (Q3'18: 0,20e). Ennakoitua paremman Q3-tuloksen kruunasi ohjeistuksen nosto. Uuden ohjeistuksen mukaan yhtiö arvioi kuluvaan vuoden liikevoiton säilyvän vertailukauden tasolla tai ylittävän sen (aik. vuoden 2019 tulos selvästi positiivinen).

### Tuote on kunnossa ja myynti vetää hyvin

Evlin uusmyynti jatkoi erittäin vahvaa kehitystään Q3:lla. Yhtiön varainhoidon tuote on tällä hetkellä erinomaisessa kunnossa johtuen vahvasta sijoitustoiminnan track-recordista, hyvästä tuotetarjonnasta ja erittäin kilpailukykyisestä hintatasosta. Tästä kertoo myös yhtiön jo viisi vuotta putkeen saavuttama ykköstitla SFR:n ja Prosperan varainhoitajatutkimuksissa. Yhtiön nettomerkinnot olivat Q3:lla hieman yli 200 MEUR ja hallinnoitavan varallisuuden mix jatkoi parantumistaan vaihtoehtoisten tuotteiden kasvun jatkuessa (AUM Q3'19: +800 MEUR). Uusmyynnin näkymä onkin edelleen erittäin vahva ja sitä tukevat uudet vaihtoehtoisten tuotteiden lanseeraukset tulevien kvartaalien aikana.



**Sauli Vilén**  
Pääanalytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



**Matias Arola**  
Analytikko  
+358 40 935 3632  
matias.arola@inderes.fi

**Evli Pankki** | Kurssi: 8.70  
[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 9.50

### Ennusteissa ei oleellisia muutoksia, tuloskasvu kiihtyy Q4:llä

Ennusteissamme ei ole Q3:n jälkeen tapahtunut oleellisia muutoksia. Evlin tulostrendi kääntyi nousu-uralle hieman ennakoimaamme aiemmin ja odotamme tuloskasvun kiihtyvän Q4:llä. Yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa tuloskasvuun myös ensi vuonna, mikäli markkinatilanne ei oleellisesti heikkene nykyisestä. Tuloskasvunäkymää tukee vahvana jatkuva uusmyynti, rahastojen tuottosidonnaiset palkkiot ja IT-uudistuksen tarjoamat kustannushyödyt.

### Tuotto-odotus edelleen riittävällä tasolla

Evlin osake on noussut edellisen päivityksemme jälkeen hieman yli 10 %. Koska tulosennusteissamme ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia, on kurssinousu mennyt pitkälti yhtiön kertoimiin. Tulospohjaiset P/E-kertoimet ovat vuosille 2019-2020 13x ja 11x ja kertoimissa ei mielestämme ole nousuvaraa. Näin ollen tuotto-odotus nojaa yhä selvemmin tuloskasvuun. Kertoimien noususta huolimatta pidämme Evlin osakkeen tuotto-odotusta edelleen hyvänä, sillä Q3:lla nähty paluu tuloskasvuun ja positiiviset näkymät laskevat osakkeen riskiprofiilia. Ennustamamme tuloskasvu yhdessä korkean sekä turvallisen osinkotuoton kanssa pitää osakkeen tuotto-odotuksen riittävällä tasolla.



**Sauli Vilén**  
Pääanalytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



**Matias Arola**  
Analytikko  
+358 40 935 3632  
matias.arola@inderes.fi

**Evli Pankki** | Kurssi: 8.70  
**Lisää** | Tavoitehinta: 9.50

## Sammon osakkuusyhtiö Nordealta heikko tulos ja odotuksia isompi osingon lasku

Sammon osakkuusyhtiö Nordea (Sammon omistus 19,87 %) julkaisi aamulla Q3-tuloksensa, joka jäi markkinaodotuksista selvästi isojen alaskirjausten vuoksi. Itse tuloksen sijaan päähuomio raportissa kohdistui uusiin taloudellisiin tavoitteisiin sekä osinkopolitiikkaan. Etenkin ensi kevään osinkopäätös oli markkinoille selkeä pettymys ja osinkokäyrässä vauhtia lähdetään hakemaan selvästi odotuksia alempaa. Yhtiön osakekurssi on todennäköisesti paineessa tänään.

Nordean liiketoiminnan tuotot laskivat prosentilla 2085 MEUR:oon ollen linjassa Bloombergin konsensuksen 2102 MEUR:n kanssa. Korkokate 1083 MEUR (+1 %) ja palkkiotuotot 756 MEUR (+2 %) olivat molemmat linjassa markkinaodotusten kanssa. Lainavolyymit (+ 1 %) ja hallinnoitava varallisuus (+2 %) kasvoivat Q3'19:lla maltillisesti edelliskvartaalista, mikä on mielestämme positiivista. Yhtiön operatiiviset kulut olivat 1161 MEUR jääden hieman markkinaodotuksia 1217 MEUR alemmas. Yhtiö kirjasi Q3:lle kertaluontoisia eriä yhteensä lähes 1,3 miljardin euron edestä liittyen IT-järjestelmien alaskirjauksiin, luottotappioiden lisävarauksiin sekä uudelleenjärjestelyihin. Ruman alaskirjauksen seurauksena raportoitu EPS painui tappiolle (Q3'19: -0,08 euroa). Kertaeristä puhdistettu EPS (0,17 euroa) oli linjassa konsensusodotusten kanssa (0,16 euroa).

Nordea julkaisi myös päivitetty taloudelliset tavoitteensa vuodelle 2022. Yhtiö tavoittelee 10 %:n oman pääoman tuottoa ja 50 %:n kulu-/tuotosuhdetta (Q1-Q3'19 oik: 8,4 % ja 56 %). Mielestämme tavoitteet ovat realistiset ja ne helpottavat markkinaa hahmottamaan yhtiön tulevaa potentiaalia. Käytännössä tavoitteet vaativat toteutuakseen merkittäviä kustannussäästöjä. Nordea kertoi myös ensi vuoden kulutavoitteen olevan alle 4,7 miljardia euroa (2018: 5,05 miljardia) ja käytännössä tulemme loppuvuonna näkemään merkittäviä uudelleenjärjestelyjä, joihin Q3-tuloksessa tehtiin jo varauksia. Näkemyksemme mukaan uudet taloudelliset tavoitteet sekä kuluohjeistukset ovat kohtuullisen hyvin linjassa markkinaodotuksien kanssa. Mielestämme on tärkeää, että tuloskäänne ei enää nojaa markkinan elpymiseen, vaan painopiste siirtyy yhä voimakkaammin kulujen puolelle.



**Sauli Vilén**  
Pääanalyytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi

**Sampo** | Kurssi: 36.03  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 41.00

Pääomavaatimusten osalta Nordea pyrkii ylittämään viranomaisten vähimmäisvaatimuksen 1,5-2,0 %:lla (voimassa 1.1.2020), kun aiempi tavoite oli 0,4-1,2 %. Osinkopolitiikan osalta Nordea pyrkii jatkossa jakamaan 60-70 % tuloksestaan osinkoina ja yhtiö arvioi jatkuvasti mahdollisuuksia käyttää osakkeiden takaisinostoja keinona jakaa ylimääräistä pääomaa osakkeenomistajilleen. Vuodelta 2019 yhtiö tavoittelee 0,40 euron osinkoa. Markkina odotti Nordealta 0,485 euron osinkoa ja näin ollen osinko on selkeä pettymys. Omien osakkeiden osto osana voitonjakoa on mielestämme yllättävä ratkaisu, sillä pääomistaja Sampo joutuu käytännössä myymään Nordeaa samaa tahtia kuin Nordea ostaa omia osakkeita (Sampo ei halua ylittää 20 %:n omistusrajaa). Uutta osinkopolitiikkaa voidaan pitää kokonaisuutena pettymyksenä, sillä Nordea luopuu tavoitteestaan kasvattaa osinkoaan vuosittain. Ottaen huomioon, että osingon kanssa lähdetään hakemaan vauhtia selvästi odotuksia alemmaa, olisi tavoite osingon vuotuisesta kasvusta ollut enemmän kuin tarpeen. Uusi osinkopolitiikka tulee kasvattamaan entisestään epävarmuutta Nordean osinkoon liittyen ja näemme markkinan ennusteissa laskupaineita.

Sammon kannalta Nordean tavoitteet ja uudet osinkolinjaukset ovat myrkyä. Nordean osingon lasku aiheuttaa merkittävän loven Sammon vuotuisen osinkovirtaan. Näkemyksemme mukaan Sampo ei kykene tätä lovea paikkaamaan muilla operatiivisilla yksiköillä ja yhtiö joutuu turvautumaan yhä suuremmissa määrin taseeseensa pitääkseen osinkonsa kasvussa. Palaamme Sampoon tarkemmin Q3-ennakkokomentissamme ensi viikolla, mutta on selvää, että myös markkinan Sammon osinkoennusteet tulevat edelleen olemaan paineessa Nordean myötä.



**Sauli Vilén**  
Pääanalyytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi

**Sampo** | Kurssi: 36.03  
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 41.00

## Huhtamäki: hinta rikkoo kipurajat, mutta ajurit alas puuttuvat yhä

Tarkastamme Huhtamäen tavoitehintamme 37,50 euroon (aik. 34,00 euroa) ja toistamme yhtiön vähennäsuosituksemme. Huhtamäen Q3 sujui tuloksellisesti odotustemme mukaisesti ja näkymät ovat suotuisat. Tuloskasvu on osakkeelle vahva ajuri, mutta lähivuosien arvostus on silti mielestämme rikkonut jo kipurajoja. Negatiivisia ajureita osakkeelle ei kuitenkaan ole näköpiirissä, joten emme muokkaa näkemystämme yhtiöstä negatiivisemmaksi nyt.

### Q3 sujui yhtiöltä hyvässä kasvu- ja tuloskasvumoodissa

Huhtamäen Q3-raportti oli tuloksellisesti suurin piirtein odotustemme ja myös konsensusennusteiden mukainen, kun volyyminvetoinen vertailukelpoinen kasvu oli asteen ennusteitamme ripeämpää ja yhtiön kannattavuuden parantamiseen tähtäävät toimet (hinnoittelu ja tehokkuuden parantaminen) purivat yhä hyvin. Vertailukelpoinen kasvu oli hyvällä tasolla 7 %:ssa ja kehittyvillä markkinoilla 8 %:ssa. Kaikki divisioonat ylsivät terveeseen vertailukelpoiseen kasvuun. Siten kysyntäympäristö on suotuisa ja yhä voimakkaammin päättään nostava kestävä kehityksen trendi tukee yhtiötä. Myös kustannusympäristö on kääntymässä Huhtamäelle suotuisaksi, sillä bruttokate-% parani ja kannattavuus (oik. EBIT-%) nousi heikosta Q3'18:sta 1,2 %-yksikköä hyvälle tasolle 8,5 %:iin.



**Antti Viljakainen**  
Analytikko  
+358 44 591 2216  
antti.viljakainen@inderes.fi

**Huhtamäki** | Kurssi: 40.30  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 37.50

## Emme tehneet käytännössä muutoksia lähivuosien ennusteisiimme

Huhtamäki toisti odotetusti kuluvan vuoden abstraktit näkymänsä, joiden mukaan yhtiön liiketoimintaympäristön odotetaan pysyvän vakaana. Muilta osin vähäiset markkinakommentit olivat neutraaleja eivätkä ne indikoineet merkittävästä muutoksista suotuisassa toimintaympäristössä. Lähivuosien ennusteisiimme emme kuitenkaan tehneet konsernitasolla selviä muutoksia lieviä vero- ja vähemmistöennusteiden nousuja lukuun ottamatta. Odotamme Huhtamäen liikevaihdon kasvavan vuonna 2019 9 % ja vuonna 2020 5 %, mitä ajaa pääosin hyvällä tasolla pysyvä ruokapakkausten kysynnän kasvu sekä kuluvan vuoden osalta myös jo tehdyt yrityskaupat ja valuutat. Yhtiön oikaistun liikevoiton kohoavan tänä vuonna 15 % 288 MEUR:oon ja ensi vuonna 9 % 313 MEUR:oon. Tuloskasvua ajaa arviomme mukaan volyymikasvu, tuotemixin ja tehokkuuden jatkuva parantuminen. Lisäksi tietyissä kuluierissä voi olla myös laskuvaraa, mutta osa hyödyistä valunee asiakkaille etenkin ensi vuoteen katsottaessa.

## Arvostus kiristää, mutta tuloskasvumoodin kestäessä osakkeella ei ole ajureita alas

Huhtamäen ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 22x ja 20x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 12x ja 11x. Lähivuosien osinkotuotot ovat reilun 2 %:n tasolla. Emme ole valmiita venyttämään 5 vuoden mediaanien yläpuolella olevia kertoimia ylemmäs, vaikka vallitseva epävarma taloustilanne korostaa defensiivisen Huhtamäen vahvuuksia sijoituskohteena ja Huhtamäki ansaitsee kasvuyhtiön kertoimet. Yhtiön hyvät tuloskasvunäkymät on mielestämme hinnoiteltu kurssiin vähintään täysimääräisesti lyhyellä tähtäimellä (2019e 3 v PEG-kerroin 3x) ja tuotto-odotus jää ohueksi. Näkemystämme tukee yhtiön suhteellinen arvostus, joka on tulospohjaisesti noin 30 %:n preemiolla suhteessa korkealla arvostettuun verokkiryhmään. Kireästä arvostuksesta huolimatta selvät negatiiviset ajurit ovat poissa ja siten osakkeen laskuvara on perusskenaariossa rajallinen.



**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Huhtamäki** | Kurssi: 40.30

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 37.50



## SSAB: ennustelaskut neutralisoivat arvostuksen

SSAB:n eilen raportoimat Q3-luvut olivat odotuksia heikommät, kun kustannuspaine heikensi yhtiön kannattavuutta odotuksia enemmän. Yhtiön lyhyen tähtäimen ohjeistus ja markkinakommentit olivat kokonaisuudessaan odotusiamme vaisummat ja tarkistimme ennusteitamme alaspäin. Osakkeen vuosien 2019 ja 2020 arvostuskertoimet ovat mielestämme kokonaisuutena neutraalit emmekä näe niissä nousuvaraa. Laskemme ennustemuutoksia heijastellen tavoitehintamme 27,0 kruunuun (aik. 28,0 kruunua) ja laskemme suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää).

### Q3-luvut jäivät odotuksista, alitukset tulivat kautta linjan

SSAB ylsi Q3:lla 18,8 miljardin kruunun liikevaihdolla 1,3 miljardin kruunun käyttökatteeseen, mikä vastaa yhtiölle välttävää 7 %:n käyttökatemarginaalia. Operatiivinen käyttökate jäi 8 % alle meidän ennusteen, joka oli linjassa konsensuksen kanssa. Konsernitasolla terästoimitukset ylittivät odotuksemme maltillisesti, mikä tuki liikevaihdon kehitystä. Tulosalituksen taustalla olikin pääasiassa kustannustason odotuksia voimakkaampi nousu, jonka seurauksena tulosalitukset tulivat laajalla rintamalla kaikissa segmenteissä. Etenkin Europelle kvartaali oli hyvin haastava, sillä laskeneiden volyymien lisäksi rautamalmin hinnan nousu painoi segmentin käyttökateasolla tappiolle. Yhtiö kirjasi myydystä liiketoiminnosta 150 MSEKin negatiivisen kertaerän, kun taas rahoituskuluissa ja veroissa ei ollut suurempia yllätyksiä. Siten osakekohtaista tulosta SSAB teki Q3:lla 0,03 kruunua jääden selvästi 0,29 kruunun ennusteestamme.



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

**SSAB** | Kurssi: 25.79

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 27.00

### Näkymissä pehmeyttä, kysyntä etenkin Euroossa jatkuu heikkona

SSAB ohjeisti sen Q4:n toimituksien laskevan Americasissa suhteessa Q3:n tasoon, kun taas Euroossa toimituksien odotetaan olevan samalla tasolla ja vastaavasti Special Steelsissä laskevan hieman. Hintojen yhtiö odottaa laskevan Euroossa ja Americasissa ja laskevan hieman Special Steelsissä. Kustannuspuolella yhtiö odottaa rautamalmin maltillisen hinnan laskun helpottavan Europen marginaalipainetta hieman. Kokonaisuudessaan yhtiön ohjeistus ja markkinakommentit indikoivat odotuksiamme vaisumpaa lyhyen tähtäimen kehitystä ja Q3:n toteuman ja kommenttien pohjalta leikkasimme hieman ennusteitamme toimituksien suhteen. Q4:llä tulostasoa painaa lisäksi huoltotoimenpiteet, kun taas tuotannon alasajo ja henkilöstövähennykset tuovat pientä hellitystä kustannuspaineeseen. Koko vuoden operatiivisen käyttökäteen ennusteemme laski Q3:n toteuman ja ennustetarkistuksien myötä 5 % 7,4 miljardiin kruunuun.

### Ennustelaskut neutralisoivat arvostuskuvan

Ennusteillamme SSAB:n vuoden 2019 P/E-kerroin on 12x ja vastaava EV/EBITDA on 5,2x. Ennustelaskujen jälkeen vuoden 2020 vastaavat kertoimet nousevat tasolle 13x ja 5,5x. Siten absoluuttinen arvostus on mielestämme melko neutraali. Suhteellisesti SSAB arvostetaan vuosien 2019-2020 P/E-kertoimilla linjaan verrokkien kanssa ja EV/EBITDA-kertoimilla 14 %:n alennuksella suhteessa keskeisiin verrokkeihin. Näin ollen suhteellinen arvostus ei indikoi mielestämme riittävää nousuvaraa, kun verrokkien kertoimet ovat neutraalilla tasolla. Osakkeen tasepohjainen arvostus on matala 0,5x, mutta se on mielestämme perusteltavissa suurella Americasiin kohdistuvalla liikearvolla.



**Petri Gostowski**

Analyytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**SSAB** | Kurssi: 25.79

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 27.00

## SSH Q3: rima on viritetty erittäin korkealle Q4:lle

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	3,4	3,6	5,0				-28 %	17,1
Liikevoitto (oik.)	-0,8	-0,2	0,7				-127 %	1,0
EPS (raportoitu)	-0,03	-0,01	0,01				-184 %	0,00
Liikevaihdon kasvu-%	12,6 %	5,7 %	46,6 %				-40,9 %-yks.	-6,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	-22,3 %	-5,1 %	13,7 %				-18,8 %-yks.	5,8 %

Lähde: Inderes

Toistamme SSH:n myy-suosituksen ja 1,1 euron tavoitehinnan. Q3-liikevaihto alitti selvästi odotuksemme ja Q4:llä yhtiön tulee yltää myynnin osalta ennätysuoritukseen, jotta ennallaan säilynyt ohjelmistoliiketoiminnan kasvuoheistus (>10 %) toteutuu. Vaikka yhtiö yltäisi ohjeistukseensa, näyttää osakkeen arvostus silti (2019e EV/S: 3,1x) korkealta suhteessa yhtiön lähivuosien kasvu- ja kannattavuusnäkyymiin. Toimitusjohtajan Q3-tuloshaastattelu on katsottavissa [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: 1.39  
**Myy** | Tavoitehintaa: 1.10

### Q3-liikevaihto jäi selvästi odotuksista, ennallaan säilynyt ohjeistus vaatii erinomaista suoritusta Q4:llä

SSH:n Q3-liikevaihto kasvoi 5,7 % 3,6 MEUR:oon ja jäi selvästi alle 5,0 MEUR:n ennusteemme. Jatkuvat ylläpitotuotot kasvoivat odotetusti noin 4 % 2,3 MEUR:oon, mutta lisenssimyynnin 25 %:n kasvu 1,3 MEUR:oon (Q3'18: 0,7 MEUR) jäi selvästi 2,4 MEUR:n ennusteestamme. Valtaosa lisenssimyynnistä tuli arviomme mukaan UKM-tuotteesta. PrivX:n liikevaihtovaikutus oli vielä vähäinen ja SSH:n kvartaalitason liikevaihdon kehitys on vielä herkkä yksittäisille UKM-kaupoille. Yhtiö toisti ohjeistuksensa (yli 10 %:n kasvu ohjelmistoliiketoiminnassa), mikä vastaa vähintään 17,1 MEUR:n liikevaihtoa tänä vuonna. Ohjeistukseen pääsy vaatii yhtiöltä historian parasta neljännessä ohjelmistoliiketoiminnassa (lv. vähintään 6,9 MEUR), mikä tarkoittaa noin 48 %:n kasvua. Yhtiön mukaan UKM:n loppuvuoden myyntihankekanta on vahva, mutta ohjeistukseen pääseminen edellyttää tiettyjen merkittävien sopimusten toteutumista Q4:n aikana. Tarkistimme vuoden 2019 liikevaihtoennustetta hieman alaspäin ohjeistuksen alalaitaan ja huomautamme, että ohjeistuksen lasku loppuvuodesta näyttää vaisun alkuvuoden jälkeen hyvin todennäköiseltä.

### Liiketulos alitti ennusteemme alhaisemman liikevaihdon vuoksi

Q3-liikevoitto parani vertailukaudesta ja oli -0,2 MEUR (Q3'18: -0,8 MEUR), mutta alitti 0,7 MEUR:n ennusteemme selvästi heijastellen odotuksiamme pienempää liikevaihtoa. SSH:lla on hyvä näkyvyys kustannusrakenteeseensa ja tämä mahdollistaa kasvupanostusten suhteuttamisen liikevaihdon kehityksen mukaan. SSH:n uusiin tuotteisiin nojaava kasvustrategia vaatii arviomme mukaan vielä merkittäviä tuotekehitys- ja myyntipanostuksia ja näistä johtuen odotamme yhtiön kannattavuuden jäävän lähivuosina vielä melko matalalle tasolle (2019e-2021e EBIT-% 5-7 %).



**Atte Riikola**

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



**Mikael Rautanen**

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

**SSH Communications Security** | Kurssi: 1.39  
**Myy** | Tavoitehintaa: 1.10

### Strategia etenee uusien tuotteiden osalta pieni askel kerrallaan, mutta kasvun realisoituminen vie aikaa

Q3-raportin perusteella SSH:n sijoittajatarina on ennallaan. Lyhyellä aikavälillä ohjelmistoliiketoiminnan kasvu on pitkälti UKM:n harteilla ja uusien tuotteiden (PrivX ja NQX) kaupallistamisessa ollaan vielä varhaisessa vaiheessa. PrivX:n osalta yhtiö sai Q3:lla useampia uusia asiakkaita ja kiinnostus tuotetta kohtaan oli yhtiön mukaan kasvussa. Käsityksemme mukaan tyypilliset PrivX-tilaukset ovat vuositasolla joitakin kymmeniä tuhansia euroja, joten suuria asiakkuuksia tarvitaan melko paljon, jotta ne alkavat näkyä yhtiön kasvussa. SSH sai elokuussa EU:lta 2 MEUR:n rahoituksen, jolla kiihdyttää PrivX:n tuotekehitystä. NQX-palomuurin tekninen kehitys etenee yhtiön mukaan hyvin, mutta merkittävämpää liikevaihtoa tuotteelta on odotettavissa aikaisintaan ensi vuoden aikana julkisen sektorin pitkien myyntisykliä vuoksi.

### Osakkeen arvostus on korkea

Odotamme SSH:n liikevaihdon laskevan tänä vuonna patenttisisenssitulojen laskun myötä -6,5 % 17,1 MEUR:oon ja vuosina 2020-2022 kasvavan noin 14 %:n vauhtia. Yhtiötä hinnoitellaan lähivuosien kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään nähden korkeilla EV/Liikevaihto-kertoimilla (2019e-2020e: 3,1x-2,8x). Tulospohjaisista kertoimista ei saada arvostukselle myöskään minkäänlaista tukea lähivuosina. Lyhyellä tähtäimellä myös ilmassa leijuva tulosvaroitusriski antaa mielestämme laskupainetta osakkeelle.



**Atte Riikola**

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



**Mikael Rautanen**

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

**SSH Communications Security** | Kurssi: 1.39  
**Myy** | Tavoitehintaa: 1.10

## Caverion Q3 tiistaina: näytön paikka

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	525		524	512	485	- 524	2144
<b>Käyttökate (oik)</b>	18,5		37,2	36,1	34,9	- 37,2	121
<b>Käyttökate</b>	14,3		36,6	36,0	34,9	- 36,6	115
<b>Liikevoitto</b>	8,1		21,1	19,0	16,7	- 21,1	48,7
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,03		0,11	0,10	0,09	- 0,12	0,24
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-3,8 %		-0,2 %	-2,5 %	-7,6 %	- -0,2 %	-2,7 %
<b>Käyttökate-% (oik)</b>	3,5 %		7,1 %	7,1 %	7,2 %	- 7,1 %	5,7 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Caverion julkistaa Q3-tuloksensa ensi viikon tiistaina 29.10.2019 noin kello 8.00 ja yhtiöllä on edessään näytön paikka tuloskäänteen onnistumisesta. Odotukset tuloskäänteen suhteen ovat markkinoilla suuret, kun yhtiön odotetaan lähes tuplanneen oikaistun käyttökateensa viime vuoteen nähden. Heikon alkuvuoden jälkeen tulosta onkin tultava, jotta yhtiö pääsee kuluvan vuoden ohjeistukseensa. Yhtiön strategian kannattavuuden parannusvaihe on päättynyt ja kasvua on voitu lähteä hakemaan valituilta alueilta, minkä vuoksi näemme liikevaihdon pysyvän vertailukauden tasoilla. Ohjeistuksen kestävyys liittyvästä epävarmuudesta huolimatta pidämme ennusteemme ja näkemyksemme ennallaan Q3-tulokseen mentäessä.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Caverion** | Kurssi: 5.60

**Lisää** | Tavoitehinta: 6.60

Yhtiöltä odotetaan Q3:lta konsensuksen mukaan liikevaihdon laskua (-2,5 %) ja lähes kaksinkertaista oikaistua käyttökatetta (Q3'19e 36,1 MEUR vs Q3'18 18,5 MEUR) vertailukauteen nähden. Olemme ennusteissamme lähellä konsensusta, mutta odotamme yhtiön liikevaihdon olevan hieman paremmalla tasolla. Yhtiö on H1'19:n aikana päättänyt Kuntoon-vaiheensa strategiassaan ja aloittanut Kasvuun-vaiheen useimmissa yksiköissä. Tilauskanta on lisäksi vuodentakaiseen nähden jo korkeammalla. Loppuvuoden Palveluiden kasvavan osuuden ja liikevaihdon kasvun sekä Projekti-liiketoiminnan heikkojen projektien päättymisen jälkeen näemme kannattavuuden parantuvan molemmissa segmenteissä. Käyttökatemarginaalin odotamme konsensuksen tavoin asettuvan 7,1 %:iin (Q3'18: 3,5 %). IFRS 16 tulee nostamaan käyttökatetta arviomme mukaan jo 2 %-yksiköllä, mikä hieman auttaa yhtiön tulosparannustalkoita.

Q3 tulee näyttämään merkkejä siitä, minkälaiseen kuntoon yhtiön tuloskone on saatu ennen kasvuvaiheen alkamista. Yhtiö on ohjeistanut oikaistun käyttökatteen nousevan tänä vuonna yli 120 MEUR:oon (Inderes ennuste: 121 MEUR), joka tarkoittaa ennusteillamme noin 5,7 %:n oikaistua EBITDA-marginaalia. Lisäksi yhtiö on ohjeistanut sanallisesti liiketoimintayksikköjen liikevaihdon kehityksestä. Palvelut-yksikössä liikevaihdon odotetaan nousevan, mutta Projektit-yksikössä laskevan. Ohjeistuksen saavutettavuuteen liittyy omat epävarmuutensa, mutta isoimmat tulosvaroitusriskit merkittävästä ohjeistuksesta jäämisestä ovat mielestämme pienentyneet. Caverionin pitkän aikavälin potentiaalin kannalta tärkeämpää on kuitenkin arvioida yhtiön mahdollisuuksia ylittää vuoden 2020 puolella yli 8 %:n käyttökatemarginaaliin, josta yhtiö antaa lisätietoja tosin vasta muutaman viikon päästä CMD:llä. Näkymien osalta odotamme yhtiön toistavan Palvelu-liiketoiminnan kysynnän pysyvän vahvana, mutta Projekteissa kysynnän kehittyvän vakaammin uudisrakentamisen hidastaessa.

**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

Caverion | Kurssi: 5.60

[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 6.60

## PunaMusta Media Q3 perjantaina: yrityskaupat kiihdyttävät kasvua ja nostavat tulostasoa

Ennustetualukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	21,6		27,3				107
Liikevoitto	0,3		1,0				3,4
Tulos ennen veroja	0,0		0,9				4,0
EPS (raportoitu)	0,02		0,06				0,26
Liikevaihdon kasvu-%	15 %		26 %				23 %
Liikevoitto-%	1,4 %		3,7 %				3,1%

Lähde: Inderes

Paino- ja mediatalo PunaMusta Media julkaisee Q3-katsauksen perjantaina iltapäivällä. Odotamme yhtiön raportoivan Q3:lta voimakkaasta yritystovetoisesta liikevaihdon kasvusta sekä tehostustoimien ja yrityskauppojen myötä parantuneesta kannattavuudesta. Fokus raportissa on yritystojen integraation ja tehostustoimien etenemisessä. Odotamme, että yhtiö toistaa Q3-raportissa liikevaihdon kasvua ja liikevoiton parantumista ennakoivan ohjeistuksen.

Ennustamme PunaMusta Median liikevaihdon kasvaneen Q3:lla 26 % vertailukaudesta 27,3 MEUR:oon. Q2'19:lla liikevaihto oli noin 25 %:n kasvussa. Liiketoimintojen liikevaihdon osalta odotamme lievästi heikentyvää kehitystä Lehtitoimialalle. Painotoimiala-segmentin odotamme jatkavan voimakasta yritystovetoista kasvua (+36 %) viimeisen 12 kk:n aikana toteutettujen useiden yritystojen myötä. Painotoimialan orgaanisen kasvun odotamme kuitenkin jäävän heikossa markkinatilanteessa selvästi negatiiviseksi.



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

**PunaMusta Media** | Kurssi: 6.20  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.90



Ennustemme PunaMusta Median Q3-liikevoitolle on 1,0 MEUR, mikä vastaa 3,7 %:n liikevoittomarginaalia (Q3'18: 1,4 %). H1'19:llä liikevoittomarginaali oli 1,7 %. Ennusteessamme konsernin kannattavuutta nostavat vertailukaudesta ja alkuvuodesta Painotoimialan yritysostot, niistä saatavien synergiaetujen ja tehostustoimien kulusäästöjen asteittainen realisoituminen sekä Lehtitoimialan kustannustehokkuuden kasvu. Arvioimme tuloksen ennen veroja olleen Q3:lla 0,9 MEUR (Q3'18: 0,0 MEUR). Tulokseen ennen veroja vaikuttavat voimakkaasti nettorahoitustuotot, jotka syntyvät PunaMusta Median noin 15 MEUR:n arvoisen arvopaperisalkun arvonmuutoksista ja osinkotuotoista. Odotamme korkokulujen kasvun ja arvioimme mukaan vähäisten arvopaperisalkun arvonmuutosten summana nettorahoitustuottojen olleen -0,1 MEUR Q3:n aikana.

Yhtiö ohjeistaa vuonna 2018 tehtyjen yrityshankintojen ansiosta konsernin liikevaihdon kasvavan vuonna 2019 ja liikevoiton paranevan vuoden 2018 tasosta. Odotamme yhtiön toistavan nämä näkymät Q3-raportilla. Ennustamme liikevaihdon kasvun säilyvän myös Q4:llä vahvalla tasolla pääasiassa heinäkuussa tehdyn Hämeen Kirjapaino -yritysoston ansiosta ja konsernin liikevaihdon kasvavan vuonna 2019 23 % 107 MEUR:oon (2018: 88 MEUR). Liikevoiton kasvun ennakoimme kiihtyvän vuoden loppua kohden mentäessä vuoden 2018 lopulla ja vuonna 2019 toteutettujen tehostustoimien ja yritysostojen ansiosta. Ennustamme liikevoiton nelinkertaistuvan vuoden 2019 aikana 3,4 MEUR:oon (3,1 % liikevaihdesta).



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

**PunaMusta Media** | Kurssi: 6.20  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.90

## Raute Q3 keskiviikkona: kivikovien vertailulukujen lähistölle ei ole mitään asiaa

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus	2019e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	47,9		32,0				144
Liikevoitto	5,6		2,0				9,1
Tulos ennen veroja	5,5		2,0				9,3
EPS (oik.)	1,01		0,36				1,78
Liikevaihdon kasvu-%	29,3 %		-33,2 %				-20,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	11,7 %		6,3 %				6,3 %

Lähde: Inderes

Raute julkistaa keskiviikkona kello 9.00 Q3-numeronsa. Odotamme yhtiöltä kivikovaa vertailulukautta selvästi heikompia Q3-numeroita ja myös tilausten osalta ennusteamme ovat absoluuttisesti alhaalla. Ohjeistuksensa tänä vuonna heikentyvästä tulokunnosta Raute arviomme mukaan toistaa. Säilytämme näkemyksemme Rautesta ennallaan ennen Q3-raporttia. Rauten osake on mielestämme jo varovaisen houkuttelevasti hinnoiteltu (2019e: P/E 13x, EV/EBIT 9x, osinkotuotto noin 6 %), kun huomioidaan jo kotiutetun Venäjän jättitilauksen myötä selvästi parantunut näkyvyys ensi vuoteen.



**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Raute** | Kurssi: 24.20

**Lisää** | Tavoitehinta: 26.00

Ennustamme Rauten liikevaihdon laskeneen Q3:lla 33 % 32,0 MEUR:oon, mikä heijastelee yhtiön viimeisen vuoden aikana selvässä laskussa ollutta laiteprojektien tilauskanta ja erittäin kovaa vertailutasoa. Palveluliikevaihdon arvioimme pysyneen hyvällä tasolla ja lievässä kasvussa. Rauten liikevoiton ennustamme olleen Q2:lla 2,0 MEUR, mikä on niin ikään rajusti ennätysvahvaa vertailukautta alempi taso. Tuloksen ja kannattavuuden laskua ajavat arviomme mukaan etenkin liikevaihdon laskun skaalautuminen kiinteiden kulujen rakenteeseen (ts. negatiivinen tulosvipu) ja pienemmässä skaalassa muutamat haastavat projektit. Rauten kvartaalin lopulla käynnistämien lomautusten emme usko laskeneen henkilöstökuluja juurikaan vielä Q3:lla. Rauten rahoituskulujen odotamme olleen yhtiölle tyyppillisesti nolliissa ja veroasteen normaalilla tasollaan 25 %:ssa. Siten Rauten Q2:n EPS-ennusteemme on vertailukauden tasoa selvästi alempana 0,36 eurossa osakkeelta.

Raute tiedotti Venäjältä tulleesta 58 MEUR:n jättitilauksesta 1.10., joten lähtökohtaisesti arvioimme projektin kirjautuneen tilauskantaan vasta Q4:n puolella. Q3:n aikana yhtiö ei tiedottanut suuremmista kaupoista ja varsinkin laiteprojektien kysynnän ylle liittyy merkittävää epävarmuutta vallitseva yleinen taloustilanne huomioiden. Odotamme palveluiden vakaan kysynnän ja muutaman pienemmän projektin tuoneen Rautelle Q3:lla siedettävän 21 MEUR:n tilausvirran (Q3'18 42 MEUR). Ennusteillamme tilauskanta laskisi, mutta jo kotiutettu Venäjän jättikauppa huomioiden tilauskannan todellinen taso on hyvä ja Rautella on mielestämme jo normaalia parempi näkyvyys ensi vuoteen. Kysynnän osalta emme usko yhtiön viestivän oleellisista muutoksista. Arviomme mukaan epävarmuus on pysynyt kasvussa, mutta toisaalta syväjäässä kysynnän ei mielestämme pitäisi olla. Myös suurempia projekteja Rautella on arviomme mukaan vielä neuvotteluvaiheessa.

Raute on ohjeistanut kuluvalle vuodelle, että yhtiön liikevaihto laskee ja liiketulos heikkenee tänä vuonna viime vuodesta. Raute teki viime vuonna 181 MEUR:n liikevaihdolla 14,8 MEUR:n liiketuloksen. Odotamme Rauten toistavan ohjeistuksensa Q3-raportissa, vaikka ennusteemme ovatkin varsin selvästi yhtiön viime vuoden lukujen alapuolella. Näin ollen edes sanamuotojen tarkastus negatiivisemmaksi ei välttämättä olisi yllätys suhteessa odotuksiin, vaikka emme niihin lähtökohtaisesti odotakaan muutoksia Q3-raportissa.

**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Raute** | Kurssi: 24.20**Lisää** | Tavoitehintaa: 26.00

## Sanoma Q3 perjantaina: odotuksissa vakaata operatiivista tuloskehitystä

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	393		376	383	376	- 389	1283
<b>Liikevoitto (oik.) ilman PPA</b>	93,6		93,1	92,4	90,9	- 93,0	204
<b>Liikevoitto</b>	89,0		83,9	84,6	81,1	- 89,6	183
<b>Tulos ennen veroja</b>	84,0		79,9	79,6	77,6	- 82,4	164
<b>EPS (oik.)</b>	0,42		0,41	0,40	0,38	- 0,42	0,81
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	1,6 %		-4,3 %	-2,5 %	-4,3 %	- -1,0 %	-2,5 %
<b>Liikevoitto-% (oik.) ilman PPA</b>	23,8 %		24,8 %	24,1 %	24,2 %	- 23,9 %	15,9 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Sanoma julkaisee Q3-raportin perjantaina 25.10. Yhtiöltä odotetaan kausiluonteisesti vahvalta Q3:lta vertailukaudesta hieman heikentyvää liikevaihtoa ja vakaata operatiivista liikevoittoa. Heikentyvän liikevaihtokehityksen taustalla vaikuttavat lähinnä yritysjärjestelyt. Odotamme yhtiön toistavan syyskuussa päivitetyn vakaata vertailukelpoisen liikevaihdon kehitystä ja suhteellista kannattavuutta ennakoivan ohjeistuksen. Lisäksi meitä kiinnostavat yhtiön johdon kommentit tulosajureihin, liiketoiminnan kehitysohjelmiin ja trendeihin sekä yritysjärjestelyihin liittyen.



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

**Sanoma** | Kurssi: 10.32  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.00

Odotamme Sanoman liikevaihdon laskeneen Q3:lla noin 4 % 376 MEUR:oon ja operatiivisen liiketuloksen noin 1 %:n 93 MEUR:oon (oik. EBIT-% ilman PPA 24,8 %). Olemme liikevaihtoennusteillamme konsensuksen alalaidassa ja vastaavasti liikevoiton osalta ylälaidassa, mutta absoluuttisesti erot konsensuksen keskiarvoon ovat pieniä. Ennusteessamme Sanoman liikevaihtoa laskee vertailukaudesta lähinnä yritysjärjestelyt (LINDA) ja myyntimixin muutokset. Operatiivisen tuloksen odotamme olevan liikevaihdon laskusta huolimatta vertailukauden tasolla, sillä arvioimme myynnin rakenteen painottuneen kannattavimpiin toimintoihin ja kustannustehokkuuden kasvaneen. Sanoman raportoidun liikevoiton ennustamme kuitenkin laskevan vertailukaudesta noin 5 % 84 MEUR:oon, sillä raportoitua tulosta rasittavat pääasiassa Iddink-liiketoimintojen hankintaan liittyvät kertaerät (enn. -6,5 MEUR). Sanoman oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme säilyvän lähes vakaana 0,41 eurossa (konsensus 0,40 euroa).

Segmenttitasolla ennustamme suurinta muutosta vertailukaudesta Media Netherlandsiin, jonka liikevaihdon odotamme laskeneen yritysjärjestelyiden ja myyntimixin muutosten myötä noin 18 % ja operatiiviseen liikevoiton noin 16 % vertailukaudesta. Media Finlandiin ennustamme lievästi laskevaa liikevaihdon kehitystä (-1 %) ja lievästi vertailukaudesta heikentyvää (-3 %) operatiivista tulosta. Learningin osalta Q3 on kausiluonteisesti vuoden vahvin neljännes. Ennustamme Learningiin Q3:lla vertailukautta noin 3 % korkeampaa liikevaihtoa ja noin 5 % korkeampaa operatiivista liikevoittoa. Iddink-yritysosstolla ei ole vaikutusta vielä Learningin Q3-lukuihin, sillä se liitettiin osaksi Sanomaa Q4:n alussa.

Odotamme Sanoman toistavan Q3-raportilla syyskuussa Iddink-yritysosaston vahvistumisen yhteydessä päivitetyn: 1) vakaata vertailukelpoista liikevaihtoa ja 2) yli 15 %:n tasolle nousevaa operatiivista liikevoittomarginaalia ilman hankintamenojen poistoja (PPA) (2018: 15,7 %) ennakoivan ohjeistuksen. Ennustamme Sanoman vuoden 2019 liikevaihdoksi ennen Q3-raporttia 1283 MEUR. Raportoiduilla luvuilla laskettuna ennakoimme siten noin 2,5 %:n liikevaihdon laskua ja vertailukelpoisin luvuin noin 1 %:n laskua, mikä on linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa. Kannattavuuden osalta olemme edelleen hieman Sanoman ohjeistusta positiivisempia, sillä vaikka odotamme oikaistun liikevoiton ilman PPA-poistoja säilyvän vakaana noin 204 MEUR:ssa (2018: 206 MEUR), ennustamme liikevoitto-%:n ilman PPA-poistoja nousevan 15,9 %:iin (2018: 15,7 %).



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

**Sanoma** | Kurssi: 10.32  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.00

## Sievi Capital Q3 keskiviikkona: huomio syklisten omistusten kehityksessä

Sievi Capitalin Q3-liiketoimintakatsaus julkaistaan keskiviikkona klo 9.00. [iLOQ-omistuksen myynnistä](#) sopimisen myötä raportin fokus on portfolioissa jäljellä olevien kolmen enemmistöomistuksen kehityksessä. Taloustilanteen heikentymisen myötä syklisten KH-Koneiden ja Suvanto Trucksin ennusteisiimme liittyy kasvavaa epävarmuutta, mikä pitää näkemyksemme varovaisena Sievi Capitalin osakkeessa ennen Q3-katsausta. Aiempien liiketoimintakatsausten tapaan yhtiö kommentoinee omistusten kehityksiä vain muutamalla lauseella, joten emme ennusta kvartaalikohtaisia tuloslukuja omistuksille.

Indoor Groupin odotamme Q3:lla jatkavan pientä liikevaihdon kasvuaan. Myös kausiluontoisesti hiljaisemmalla H1:llä nähty käyttökateen lasku (H1'19: 3,0 MEUR vs. H1'18: 3,9 MEUR) pitäisi saada pysähtymään, jotta yhtiö yltää kokovuoden käyttökate-ennusteeseemme 11,5 MEUR (2018: 11,9 MEUR). Indoor Groupin liiketoimintamalli on pääomakevyt ja yhtiö jauhaa tasaista kassavirtaa. Varaston kierron pysyessä hyvänä vahva rahavirta tukee omistuksen arvoa nettovelkojen pienenemisen myötä, vaikka yhtiön velaton arvo ei kasvaisikaan tuloskasvun uupuessa. Katsauskaudella Indoor Group on järjestellyt rahoitustaan ja maksanut Sievi Capitalille 5,4 MEUR:n osakaslainan takaisin, mikä näkyy positiivisena muutoksena Sievi Capitalin nettokassassa, mutta laskee samassa suhteessa Indoor Groupin omistuksen arvoa.



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

**Sievi Capital** | Kurssi: 1.26  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 1.25

KH-Koneiden odotamme Q3:lla jatkavan alkuvuoden tapaan noin 6 %:n liikevaihdon kasvuaan ja käyttökateen olevan lähellä vertailukautta. Yhtiön kannattavuus laski H1:llä 3,0 MEUR:oon (H1'18: 4,2 MEUR) yhtiön etupainotteisesti kasvattaman henkilöstömäärän ja yleisilmeen uudistusten seurauksena. Suvanto Trucksin H1 sujui puolestaan heikosti ja liikevaihto laski 25 % 19,9 MEUR:oon ja käyttökate puolittui 0,8 MEUR:oon. Osin negatiivista kehitystä selitti uusien MAN-kuorma-autojen edustuksesta luopuminen. Syyskuun alussa yhtiö on avannut ensimmäisen liikkeen Ruotsiin, minkä odotamme pehmentävän liikevaihdon laskua Q3:lla ja käyttökateen odotamme pysyvän lähellä vertailukauden tasoa. Raportin yksi oleellinen seurattava asia ovat mahdolliset kommentit KH-koneiden ja Suvanto Trucksin näkymiin liittyen, sillä talouskasvun hidastuessa niihin liittyy kasvavaa epävarmuutta. Verrokkiryhmästä esimerkiksi Volvon maanrakennuskoneiden tilauskanta oli sen viime viikon Q3-raportissa laskenut Euroopassa jo 23 %:lla (Q2: -4 %).

Numeerista informaatiota Q3-katsauksessa on omistusten substanssiarvoihin tehtävät muutokset, jotka kertovat johdon näkemyksestä liittyen sijoitusten arvojen kehitykseen. Tiedossa on iLOQ-sijoitukseen kirjattava 1 MEUR:n positiivinen arvonmuutos ja osakekohtainen substanssi nousi pelkästään tämän seurauksena noin 0,02 eurolla 1,21 euroon (ei vielä huomioi Q4:lle ajoittuvaa iLOQ:in myyntiä). Tämän lisäksi emme odota osakekohtaiseen substanssiin tehtävän merkittäviä muutoksia. Yli 0,03 euron nousu olisi mielestämme jo hyvä suoritus nykyisessä taloussympäristössä, mutta pidämme myös mahdollisena, että substanssi laskee hieman, jos syklisten omistusten näkymät ovat heikentyneet. Yhtiön strategiana on tehdä vuosittain keskimäärin 1-2 uutta enemmistö-sijoitusta listaamattomiin yhtiöihin, joiden koko on noin 5-15 MEUR ja odotamme yhtiön toistavan tämän tahtotilansa. iLOQ-omistuksen myynnin toteutumisen jälkeen (kauppahinta noin 40 MEUR) merkittävä osuus portfoliosta muuttuu käteiseksi. Sievi Capitalin osakkeen kehityksen yksi keskeisimmistä ajureista onkin tulevien sijoitusten onnistuminen.



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

**Sievi Capital** | Kurssi: 1.26  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 1.25

## Wulff-Yhtiöt Q3 ensi torstaina: muuttokulut painavat tulosta

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus	2019e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	13,0		13,4				58,2
Liikevoitto	0,3		0,1				1,8
Tulos ennen veroja	0,3		0,0				1,4
EPS (raportoitu)	0,04		0,00				0,21
Liikevaihdon kasvu-%	6,6 %		2,3 %				4,2 %
Liikevoitto-%	2,0 %		0,6 %				3,1 %

Lähde: Inderes

Suomessa ja muissa pohjoismaissa työpaikkatuotteita ja -palveluita tarjoava Wulff-Yhtiöt julkistaa Q3-tuloksensa ensi torstaina 31.10.2019. Yhtiön tulospöytä on sujunut odotuksiin nähden hieman paremmin alkuvuoden aikana. Q3:n tuloksen odotamme kuitenkin jäävän vertailukaudesta kertaluonteisten muuttokulujen vuoksi. Liikevaihdon odotamme kasvavan hieman vertailukaudesta, mutta alkuvuotta hitaammin. Pidämme 1,85 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme ennallaan ennen Q3-raporttia.



**Olli Koponen**

Analyttikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Wulff** | Kurssi: 1.77

**Lisää** | Tavoitehintaa: 1.85



Ennustamme Wulffin liikevaihdon nousseen Q3:lla noin 2 % vertailukaudesta 13,4 MEUR:oon (Q3'18: 13,0 MEUR). Odotamme liikevaihdon kasvua Mavecom-yrityskaupasta ja yhtiöiden kasvaneen ristiinmyynnin seurauksena. Alkuvuonna kasvua tuoneen messuliiketoiminnan odotamme kuitenkin hieman hiipuvan, sillä isoimmat messut ovat käsityksemme mukaan toteutuneet alkuvuonna. Messujen ajoituksella on iso merkitys, ja ne voi heiluttaa liikevaihtoa ja tulosta myös kvartaalien välissä. Liikevaihdon kasvu tulee pääosin Sopimusasiakas-segmentistä, mutta näemme Asiantuntijamyynnin kasvavan myös hieman.

Odotamme Q3:n liikevoiton olevan vertailukauden alapuolella 0,1 MEUR:ssa (Q3'19: 0,34 MEUR) ja liikevoittomarginaalin laskevan 0,6 %:iin (Q3'18: 2,0 %). Tulosta laskevat ennusteissamme merkittävät pääkonttorin muutosta syntyneet kustannukset. Ilman kuluja yhtiön kannattavuus olisi arviomme mukaan vertailukautta parempaa. Sijoittajien kannattaa tässä tapauksessa seurata, mikä alla oleva operatiivinen kannattavuus on tästä muuttokulusta oikaistuna. Seuraamme itse raportoitua lukua, sillä ei ole varmaa raportoiko tai oikaiseeko yhtiö lukua, jolloin tuloksen vertailtavuus voisi kärsiä. Alla olevaa operatiivista kannattavuutta tukee arviomme mukaan Mavecomin korkeampi kannattavuus, vertailukautta parempi volyymikasvu, parantuva myyntimix sekä tehdyt kustannussäästötoimenpiteet. Pääosin muuttokulun myötä odotamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen laskevan 0,00 euroon (Q3'18: 0,04 euroa).

Ennakoimme Wulffin toistavan kasvavaa vertailukelpoista liikevoittoa ennakoivan ohjeistuksensa vuodelle 2019. Ennen Q3-tulosta odotuksissamme on liikevoittomarginaalin paraneminen 3,1 %:iin (2018: 2,7 %) ja absoluuttisen liikevoiton osalta 1,8 MEUR:oon (2018: 1,5 MEUR). Odottamamme parannus lähivuosina syntyy tehokkaamman organisaation ja paremman tuotemixin lisäksi myös Mavecom-yrityskaupan tuoman pienen marginaalituen ja yhtiön pienentyvien vuokratulujen kautta.

**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Wulff** | Kurssi: 1.77**Lisää** | Tavoitehintaa: 1.85

## Afarak valittaa Finanssivalvonnan määräystä seuraamusmaksusta

Afarak tiedotti eilen valittaneensa Helsingin hallinto-oikeudelle Finanssivalvonnan sille määräystä 1,45 MEUR:n seuraamusmaksusta, joka perustui Fivan mukaan sisäpiiritiedon julkistamiseen ja sisäpiiriluetellon pitämiseen liittyvistä laiminlyönneistä.

Afarak julkaisi tiedotteen sille määrätystä seuraamusmaksusta 24.9. Pehdyttyään Fivan päätökseen, Afarak ei ole samaa mieltä päätöksestä ja määrätystä seuraamismaksusta, mikä perustelee valitusta. Yhtiö tiedottaa prosessiin liittyvistä seuraavista vaiheista aikanaan.

Aiempi kommenttimme koskien seuraamusmaksua on luettavissa [täällä](#).



**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

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	9.52	0.0 %	7.3 %	Vähennä	9.00	-5.5 %	24.3	15.2	16.4	10.0	4.0	0.22	2.3 %	34
Admicom	53.20	-0.4 %	158.3 %	Vähennä	48.00	-9.8 %	49.0	37.2	38.1	28.4	18.2	0.75	1.4 %	257
Ahlstrom-Munksjö	14.16	-0.7 %	16.8 %	Vähennä	14.50	2.4 %	19.1	18.3	13.3	12.3	1.4	0.52	3.7 %	1632
Aktia Bank	8.54	0.1 %	-5.1 %	Vähennä	8.60	0.7 %	11.4	7.9	11.3	9.0	1.0	0.63	7.4 %	589
Alma Media	6.90	0.0 %	24.5 %	Lisää	7.30	5.8 %	13.3	10.0	12.4	7.9	3.3	0.38	5.5 %	567
Apetit	7.74	-0.8 %	-14.0 %	Vähennä	7.90	2.1 %	neg.	71.8	14.7	8.6	0.5	0.40	5.2 %	48
Aspo	8.70	0.0 %	9.3 %	Vähennä	8.10	-6.9 %	13.9	19.5	10.9	14.2	2.2	0.45	5.2 %	273
Aspocomp Group	6.26	-6.8 %	69.2 %	Myy	5.20	-16.9 %	12.9	11.9	14.2	11.8	2.3	0.14	2.2 %	41
Avidly	4.90	0.2 %	-5.0 %	Vähennä	5.00	2.0 %	neg.	neg.	85.3	43.0	1.3	0.00	0.0 %	12
Basware	20.20	0.5 %	-48.9 %	Lisää	23.00	13.9 %	neg.	neg.	neg.	235.4	3.2	0.00	0.0 %	290
Bittium	6.21	-1.0 %	-18.4 %	Lisää	7.50	20.8 %	32.5	30.1	19.7	18.3	2.0	0.15	2.4 %	221
CapMan	1.94	0.0 %	31.8 %	Lisää	2.00	3.1 %	14.1	11.1	9.7	8.0	2.4	0.13	6.7 %	295
Cargotec	28.60	-3.4 %	7.0 %	Vähennä	31.00	8.4 %	10.5	12.1	11.2	9.1	1.2	1.20	4.2 %	1842
Caverion	5.60	-0.9 %	10.0 %	Lisää	6.60	17.9 %	21.5	19.9	13.1	11.2	3.2	0.13	2.3 %	777
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	140.50	0.7 %	35.7 %	Vähennä	130.00	-7.5 %	12.2	20.3	12.2	19.1	1.2	0.88	6.7 %	407
Citycon	9.64	0.1 %	19.4 %	Lisää	9.70	0.6 %	11.8	20.0	11.8	19.8	0.8	0.65	6.7 %	1716
Consti Yhtiöt	4.90	0.4 %	-10.9 %	Vähennä	5.20	6.1 %	13.9	11.8	8.1	7.4	1.3	0.00	0.0 %	37
Cramo	9.50	-1.8 %	-36.3 %	Lisää	10.20	7.4 %	10.2	11.9	8.8	10.6	1.0	0.60	6.3 %	424
Detection Technology	20.90	2.5 %	27.8 %	Vähennä	20.00	-4.3 %	20.5	14.9	17.7	12.6	5.0	0.39	1.9 %	300
Digia	3.66	0.5 %	28.4 %	Vähennä	4.00	9.3 %	12.4	11.6	10.3	9.0	1.8	0.10	2.7 %	98
EAB Group	2.84	0.7 %	1.4 %	Myy	2.00	-29.6 %	neg.	neg.	23.8	20.0	1.9	0.05	1.8 %	39
Efecte	4.70	2.2 %	21.8 %	Lisää	5.20	10.6 %	neg.	neg.	neg.	neg.	14.5	0.00	0.0 %	27
Efore	0.06	-5.2 %	44.7 %	Myy	0.05	-9.1 %	neg.	neg.	54.5	28.1	2.9	0.00	0.0 %	22
Elisa	49.31	-0.1 %	36.7 %	Myy	37.00	-25.0 %	25.6	22.1	24.7	21.1	6.1	1.80	3.7 %	7875
Endomines (SEK)	5.22	-1.1 %	-12.4 %	Vähennä	5.30	1.5 %	neg.	neg.	neg.	227.1	1.2	0.00	0.0 %	417
Enersense International	1.30	0.0 %	-60.0 %	Vähennä	1.65	26.9 %	neg.	neg.	22.1	8.7	1.0	0.00	0.0 %	7

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
eQ	11.15	0.9 %	46.7 %	Lisää	10.00	-10.3 %	20.4	15.3	16.8	12.4	6.8	0.55	4.9 %	431
Etteplan	8.78	0.0 %	10.6 %	Lisää	9.40	7.1 %	12.5	10.7	11.8	9.5	2.8	0.35	4.0 %	219
Evli Pankki	8.70	-0.2 %	19.5 %	Lisää	9.50	9.2 %	12.4	10.6	12.8	9.4	2.7	0.61	7.0 %	206
Exel Composites	4.78	0.4 %	19.5 %	Lisää	5.00	4.6 %	12.1	13.2	10.6	9.7	2.1	0.20	4.2 %	56
F-Secure	2.75	-0.7 %	19.0 %	Lisää	2.90	5.3 %	77.9	57.6	35.7	32.0	6.1	0.00	0.0 %	434
Fellow Finance	3.40	0.9 %	-47.7 %	Vähennä	4.20	23.5 %	46.1	18.6	21.0	16.1	1.7	0.04	1.2 %	24
Finnair	6.12	-1.5 %	-13.7 %	Vähennä	6.40	4.7 %	23.8	13.1	16.4	12.0	0.8	0.20	3.3 %	783
Fiskars	12.38	-0.2 %	-17.7 %	Lisää	13.20	6.6 %	13.9	15.0	13.6	12.5	1.3	0.56	4.5 %	1009
Fondia	7.90	0.3 %	-38.5 %	Vähennä	8.50	7.6 %	25.7	15.1	14.8	8.6	4.5	0.39	4.9 %	31
Fortum	22.03	0.4 %	15.3 %	Vähennä	21.00	-4.7 %	12.8	18.9	15.6	16.7	1.5	1.10	5.0 %	19570
Glaston	1.10	0.0 %	-44.8 %	Lisää	1.30	17.6 %	18.3	neg.	11.9	14.4	1.1	0.04	3.6 %	93
Gofore	7.64	-0.3 %	-9.6 %	Vähennä	7.80	2.1 %	15.5	14.6	12.6	11.1	3.7	0.25	3.3 %	106
Harvia	7.00	0.3 %	30.3 %	Lisää	7.50	7.1 %	14.6	12.9	13.6	11.8	1.9	0.39	5.6 %	130
Heeros	2.22	0.9 %	9.9 %	Vähennä	2.10	-5.4 %	neg.	neg.	440.9	89.1	5.9	0.00	0.0 %	9
Hoivatilat	12.90	0.4 %	63.3 %	Lisää	12.00	-7.0 %	11.4	15.3	9.7	14.5	1.8	0.20	1.6 %	328
Huhtamäki	40.30	6.8 %	48.9 %	Vähennä	37.50	-6.9 %	21.8	17.9	19.8	15.9	3.2	0.92	2.3 %	4190
Incap	18.70	0.8 %	157.6 %	Lisää	20.50	9.6 %	9.1	6.8	8.9	6.0	3.2	0.55	2.9 %	81
Innofactor	0.67	-0.3 %	85.1 %	Lisää	0.68	1.5 %	11.4	61.3	11.7	31.6	1.1	0.00	0.0 %	24
Investors House	6.00	-2.4 %	0.0 %	Vähennä	6.80	13.3 %	18.4	19.1	9.0	12.6	0.8	0.25	4.2 %	35
Kamux	5.94	0.0 %	9.2 %	Osta	6.70	12.8 %	13.4	11.5	11.6	10.0	3.0	0.22	3.7 %	237
Kemira	13.89	1.1 %	41.0 %	Vähennä	13.00	-6.4 %	14.4	13.1	14.4	12.7	1.7	0.53	3.8 %	2118
Kesko	57.04	0.7 %	21.1 %	Vähennä	54.00	-5.3 %	20.8	19.1	19.8	17.4	2.9	2.50	4.4 %	5662
Kesla	5.30	0.0 %	35.9 %	Vähennä	5.20	-1.9 %	7.6	8.0	9.3	10.3	1.3	0.20	3.8 %	17
Kone	54.18	1.4 %	30.1 %	Myy	42.00	-22.5 %	28.5	21.3	26.2	19.3	8.8	1.70	3.1 %	27960
Konecranes	27.11	0.0 %	2.7 %	Vähennä	30.00	10.7 %	12.0	12.5	12.6	10.3	1.6	1.25	4.6 %	2135
LeadDesk	10.40	0.0 %	34.2 %	Vähennä	10.80	3.8 %	48.1	40.4	28.2	23.4	7.6	0.00	0.0 %	49

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
Lehto Group	2.08	0.0 %	-51.1 %	Vähennä	1.90	-8.6 %	neg.	neg.	7.8	12.6	0.9	0.00	0.0 %	121
Loudspring	0.36	0.6 %	7.1 %	Vähennä	0.35	-2.8 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.1	0.00	0.0 %	9
Marimekko	31.70	1.6 %	52.4 %	Lisää	33.00	4.1 %	20.3	15.9	18.5	14.8	6.8	1.20	3.8 %	257
Martela	2.73	-1.4 %	-7.8 %	Vähennä	2.80	2.6 %	neg.	neg.	14.0	10.4	0.7	0.10	3.7 %	11
Metso	32.83	-0.5 %	43.4 %	Vähennä	33.00	0.5 %	16.6	12.3	15.0	10.5	3.2	1.35	4.1 %	4924
Metsä Board	5.93	0.9 %	15.8 %	Vähennä	5.00	-15.7 %	14.4	11.7	14.9	12.8	1.5	0.29	4.9 %	2108
Neo Industrial	1.96	-1.5 %	-3.4 %	Myy	1.80	-8.2 %	359.0	neg.	neg.	24.0	2.0	0.00	0.0 %	11
Neste	31.50	5.8 %	40.3 %	Lisää	34.00	7.9 %	20.7	15.2	18.6	14.5	4.6	0.90	2.9 %	24175
Next Games	0.90	-3.6 %	-15.0 %	Vähennä	0.88	-2.7 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.0	0.00	0.0 %	25
Nixu	12.20	-0.8 %	60.5 %	Lisää	13.00	6.6 %	59.6	42.7	32.3	26.8	5.0	0.00	0.0 %	90
NoHo Partners	10.30	0.5 %	18.9 %	Lisää	10.00	-2.9 %	3.7	21.5	13.3	20.9	1.7	0.40	3.9 %	195
Nokia Corporation	4.72	0.1 %	-6.2 %	Lisää	5.50	16.6 %	19.2	36.9	12.2	10.8	1.9	0.21	4.5 %	26515
Nokian Renkaat	27.00	-4.9 %	0.7 %	Vähennä	27.00	0.0 %	14.8	10.7	14.6	10.6	2.2	1.58	5.9 %	3750
Nurminen Logistics	0.28	0.0 %	12.4 %	Myy	0.25	-10.7 %	neg.	neg.	neg.	neg.	2.0	0.00	0.0 %	12
Oriola	1.98	0.2 %	-0.1 %	Lisää	2.10	6.2 %	16.3	15.2	11.5	9.4	2.0	0.10	5.1 %	358
Orion	34.56	2.3 %	14.1 %	Myy	31.00	-10.3 %	24.2	18.6	22.5	17.4	6.4	1.40	4.1 %	4862
Outokumpu	2.71	0.4 %	-15.1 %	Vähennä	2.60	-4.2 %	neg.	25.1	16.1	14.7	0.4	0.05	1.8 %	1115
Outotec	5.30	-0.0 %	72.3 %	Lisää	6.00	13.3 %	20.5	13.2	13.4	9.2	2.3	0.11	2.1 %	962
Ovaro Kiinteistösjointus	4.13	-0.2 %	-14.0 %	Vähennä	4.00	-3.1 %	neg.	neg.	neg.	438.8	0.5	0.00	0.0 %	39
Panostaja	0.78	-0.5 %	-18.2 %	Vähennä	0.78	-0.5 %	17.4	24.5	27.0	16.3	0.8	0.05	6.4 %	41
Pihlajalinna	10.44	-0.4 %	21.1 %	Lisää	11.00	5.4 %	25.1	41.8	16.2	15.4	2.0	0.15	1.4 %	236
Piippo	3.50	0.0 %	1.7 %	Myy	3.00	-14.3 %	47.5	35.2	16.5	21.6	0.7	0.00	0.0 %	4
Ponsse	28.20	-3.8 %	13.9 %	Vähennä	27.00	-4.3 %	14.3	10.6	12.9	9.4	3.4	0.95	3.4 %	788
Privanet Group	0.75	0.0 %	-5.1 %	Vähennä	0.82	9.3 %	neg.	neg.	11.3	11.9	1.0	0.00	0.0 %	15
PunaMusta Media	6.20	-0.8 %	0.0 %	Vähennä	5.90	-4.8 %	23.9	28.3	14.7	14.0	1.6	0.26	4.2 %	77
Qt Group	14.40	-0.3 %	82.3 %	Lisää	14.00	-2.8 %	347.6	261.0	38.1	31.3	15.7	0.00	0.0 %	349

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
Ramirent	8.75	0.0 %	60.6 %	Pidä	9.00	2.9 %	13.5	14.0	18.0	17.5	3.0	0.46	5.3 %	941
Rapala VMC	2.76	0.0 %	-9.5 %	Vähennä	3.10	12.3 %	15.9	14.3	12.7	11.9	0.7	0.06	2.2 %	105
Raute	24.20	-1.6 %	13.6 %	Lisää	26.00	7.4 %	13.6	9.1	12.8	8.0	2.1	1.45	6.0 %	103
Relais Group	7.45	0.7 %	1.4 %	Osta	9.00	20.8 %	13.2	20.4	10.1	13.2	1.9	0.13	1.7 %	120
Remedy Entertainment	9.60	-2.4 %	43.3 %	Lisää	11.50	19.8 %	13.4	8.3	14.5	8.8	3.9	0.30	3.1 %	115
Revenio Group	20.45	2.0 %	62.8 %	Lisää	21.00	2.7 %	43.1	50.6	32.4	27.2	8.8	0.34	1.7 %	540
Rush Factory Plc	3.50	-0.6 %	7.7 %	Lisää	3.70	5.7 %	9.7	6.1	9.1	5.3	3.7	0.00	0.0 %	8
Sampo	36.03	-0.2 %	-6.2 %	Lisää	41.00	13.8 %	13.9	12.3	12.8	11.5	1.6	2.95	8.2 %	20009
Sanoma	10.32	0.4 %	21.6 %	Lisää	10.00	-3.1 %	12.8	12.8	12.1	11.6	2.6	0.48	4.7 %	1677
Scanfil	4.48	-0.4 %	19.5 %	Lisää	4.50	0.4 %	9.5	9.5	9.2	7.4	1.7	0.15	3.3 %	286
Sievi Capital	1.26	-1.9 %	3.3 %	Vähennä	1.25	-0.8 %	11.2	9.3	10.1	8.9	1.0	0.04	3.2 %	72
Silli Solutions	8.10	0.0 %	0.0 %	Lisää	9.60	18.5 %	12.3	12.8	9.5	8.6	2.6	0.34	4.2 %	56
Silmäasema	6.06	0.7 %	39.3 %	Vähennä	6.20	2.3 %	22.3	18.5	18.0	15.3	1.9	0.13	2.1 %	86
Solteq	1.42	-4.7 %	9.2 %	Vähennä	1.50	5.6 %	12.3	11.4	10.6	10.6	1.1	0.03	2.1 %	27
Sotkamo Silver (SEK)	3.98	0.8 %	2.1 %	Vähennä	3.90	-2.0 %	neg.	neg.	6.2	7.4	2.0	0.00	0.0 %	537
SRV Group	1.29	0.4 %	-23.8 %	Vähennä	1.25	-3.5 %	neg.	neg.	127.6	16.8	0.3	0.00	0.0 %	77
SSAB (SEK)	25.79	0.6 %	3.5 %	Vähennä	27.00	4.7 %	11.5	12.1	12.2	11.5	0.4	1.40	5.4 %	26560
SSH Communications Security	1.39	-3.5 %	-17.3 %	Myy	1.10	-20.9 %	neg.	53.2	neg.	55.9	4.0	0.00	0.0 %	53
Stora Enso	12.00	0.3 %	19.0 %	Lisää	10.50	-12.5 %	13.0	14.1	12.9	11.6	1.4	0.53	4.4 %	9463
Suominen	2.27	-2.6 %	10.7 %	Vähennä	2.25	-0.9 %	64.0	22.6	14.5	10.9	1.0	0.03	1.3 %	130
Taaleri	7.38	1.4 %	3.9 %	Lisää	7.70	4.3 %	12.1	10.0	11.4	9.3	1.6	0.33	4.5 %	213
Talenom	34.90	0.6 %	83.2 %	Lisää	38.00	8.9 %	29.4	23.5	22.2	18.4	9.6	0.71	2.0 %	243
Tallink Grupp	0.94	0.4 %	-7.2 %	Vähennä	1.00	6.2 %	16.9	18.0	16.1	17.8	0.8	0.05	5.3 %	631
Teleste	5.90	0.7 %	12.2 %	Vähennä	5.50	-6.8 %	14.4	40.0	10.4	8.6	1.5	0.20	3.4 %	107
Telia Company (SEK)	43.02	-1.1 %	2.5 %	Vähennä	42.00	-2.4 %	18.5	21.4	18.7	21.2	1.9	2.40	5.6 %	176810
Terveystalo	9.49	1.7 %	18.3 %	Lisää	10.00	5.4 %	21.4	21.6	18.5	17.6	2.3	0.20	2.1 %	1215

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
Tieto	25.06	-0.4 %	6.3 %	Lisää	26.00	3.8 %	13.1	14.0	13.2	13.5	3.8	1.47	5.9 %	1857
Tikkurila	12.54	-0.5 %	4.3 %	Vähennä	13.50	7.7 %	15.6	14.1	15.1	12.1	3.3	0.60	4.8 %	553
Titanium	9.46	0.6 %	32.3 %	Lisää	9.20	-2.7 %	11.0	11.0	11.1	9.5	4.2	0.75	7.9 %	94
United Bankers	8.90	1.1 %	34.8 %	Vähennä	7.50	-15.7 %	17.3	24.7	13.4	15.8	2.9	0.45	5.1 %	91
UPM-Kymmene	28.28	0.2 %	27.7 %	Vähennä	24.00	-15.1 %	14.0	11.1	14.8	11.3	1.5	1.45	5.1 %	15087
Uutechnic Group	0.35	0.0 %	6.1 %	Vähennä	0.38	8.6 %	30.7	22.0	12.2	10.4	1.8	0.00	0.0 %	19
Vaisala	25.85	0.4 %	56.7 %	Vähennä	22.00	-14.9 %	27.3	28.6	24.4	21.6	5.2	0.60	2.3 %	941
Valmet	18.15	0.0 %	1.1 %	Lisää	18.00	-0.8 %	14.0	10.3	13.0	9.2	2.6	0.75	4.1 %	2715
Verkkokauppa.com	3.15	-0.2 %	-23.0 %	Vähennä	3.10	-1.7 %	19.1	11.1	16.2	9.4	4.0	0.20	6.3 %	142
Viafin Service	6.74	-1.5 %	32.2 %	Lisää	7.60	12.8 %	9.4	7.1	12.3	8.5	1.3	0.22	3.3 %	24
Vincit Oyj	5.10	-0.4 %	-0.8 %	Lisää	5.60	9.8 %	20.6	23.5	14.4	14.1	3.3	0.15	2.9 %	61
VMP Group	5.25	-0.9 %	60.1 %	Lisää	5.75	9.5 %	8.1	31.4	6.4	14.1	1.3	0.20	3.8 %	130
Wulff Group	1.77	0.0 %	4.7 %	Lisää	1.85	4.5 %	8.4	10.7	7.8	7.4	1.0	0.11	6.2 %	12
Wärtsilä	10.44	-0.9 %	-24.9 %	Vähennä	10.50	0.6 %	18.7	15.2	14.5	11.7	2.5	0.40	3.8 %	6177
YIT Corporation	5.40	0.0 %	5.8 %	Vähennä	5.10	-5.6 %	11.7	18.5	11.8	20.0	1.1	0.30	5.6 %	1135



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



**2019, 2018,  
2017, 2016,  
2012**

Juha Kinnunen



**2019, 2017,  
2016, 2014**

Mikael Rautanen



**2019, 2018,  
2016, 2012**

Sauli Vilén



**2019, 2018,  
2016, 2015**

Antti Viljakainen



**2019, 2017**

Petri Kajaani



**2018, 2015**

Petri Aho



**2019**

Joni Grönqvist



**2018**

Erkki Vesola



**2017**

Jesse Kinnunen



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 50 549 5512

**Jesse Kinnunen**

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

**Joni Grönqvist**

Analyytikko  
joni.gronqvist@inderes.fi  
+358 40 515 3113

**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

**Matias Arola**

Analyytikko  
matias.arola@inderes.fi  
+358 40 935 3632

**Mikael Rautanen**

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

**Olli Koponen**

Analyytikko  
olli.koponen@inderes.fi  
+358 44 274 9560

**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 44 025 8908