



# Stora Enso Q3: tuloskunto rapautuu odotuksia selvästi jyrkemmällä vauhdilla Q4:llä

29.10.2019

## AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- EU antoi Brexitille kolmen kuukauden lykkäyksen, mutta kahina brittiparlamentissa jatkuu
- Caverion Q3: todella hyvä suoritus pahaan paikkaan
- Digia: arvostus on laskenut houkuttelevaksi ennen tulosta
- Glaston Q3: näyttöjen aika on nyt
- Nokian Renkaat Q3 keskiviikkona: vaikea markkina ja tulosvaroitukset eivät lupaa hyvää
- PunaMusta Media: tuloskäännä realisoitumassa vasta loppuvuonna
- Solteq Q3: raportti oli odotuksia heikompi
- Ahlstrom-Munksjö Q3 keskiviikkona: odotamme tulostrendin kääntyneen kulujen laskun myötä
- Uutechnic Q3 torstaina: odotamme marssivauhdin parantuvan suhteessa alkuvuoteen
- Aktia Q3 keskiviikkona: Varainhoito ja kommentit strategiasta kiinnostavat
- CapMan Q3 torstaina: Palveluliiketoiminnan vahva vire jatkuu
- Cramo Q3 torstaina: vuoden 2019 selkeä tuloslasku jo odotuksissa

## Yhtiöt aamukatsauksessa:

Stora Enso, Caverion, Digia, Glaston, Nokian Renkaat, PunaMusta Media, Solteq, Ahlstrom-Munksjö, Uutechnic, Aktia, Capman, Cramo, Efecte, Fiskars, Metsä Board, Outokumpu, Teleste, Loudspring, Nixu

## Markkinakatsaus

**Kehittyneillä markkinoilla** Euroopassa maanantai oli lievä nousupäivä (Eurostoxx +0,2 %), ja pääindeksit päätyivät nousuun myös USA:ssa (+0,5-1,0 %), jossa S&P 500 rikkoi kaikkien aikojen ennätystason. Positiivinen kauppaneuvotteluja koskeva uutisvirta antoi jälleen laajaa tukea osakkeille, kun USA:n presidentti Donald Trump kertoi kauppasopimuksen Kiinan kanssa olevan edellä aikataulua.

**Aasian markkinoilla** aloitettiin aamu vaihtelevissa tunnelmissa. Japanin Nikkei oli aamukahdeksalta 0,5 % plussalla, mutta Kiinan Shanghai Composite 0,6 % miinuksella. Optimismi tarttui myös Japaniin, mutta Shanghaissa kehitys oli varovaisempaa.

**Valuuttamarkkinoilla** euron kurssi dollaria vastaan tasaantui aamulla 1,109 dollariin. Valuuttamarkkinoilla on edelleen odottavainen tunnelma ennen Federal Reserven huomenna julkistettavaa korkopäätöstä.

**Raaka-ainemarkkinalla** öljyn hinta oli aamulla pienessä laskussa, ja WTI-futuurit liikkuivat 55,69 dollarissa/bbl. Öljymarkkinalla odotellaan tänään julkaistavia USA:n viime viikon varastolukuja, joihin ennustetaan nousupainetta.

## Indeksit

OMXH

**0.33 %**  
9590.7

OMXS

**0.74 %**  
1760.3

DAX

**0.37 %**  
12941.7

EUROSTOXX 600

**0.25 %**  
399.0

S&amp;P 500

**0.56 %**  
3039.4

Nikkei 225

**0.45 %**  
22970.5

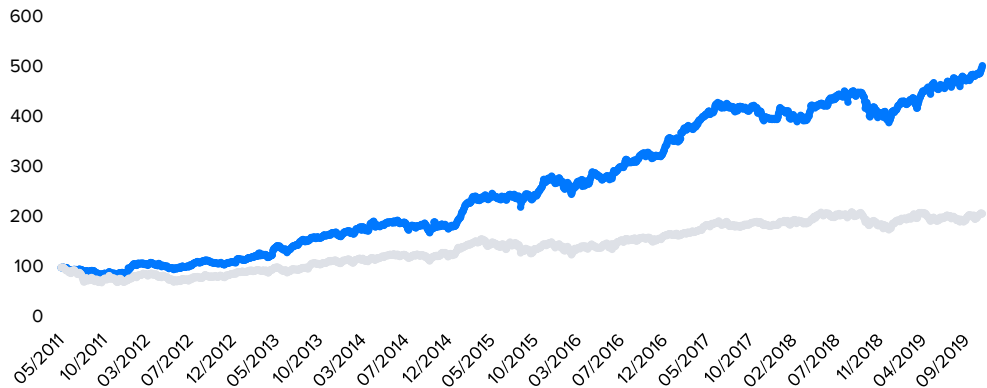
Shanghai

**-0.60 %**  
2962.1

EUR/USD

**-0.07 %**  
1.110

## 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

4%

1 vuosi

24%

3 vuotta

56%

Aloituksesta

403%

## Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

### Näyttöjen aika on nyt

29.10.2019 | Glaston | Lisää

### Tuloskäänne realisoitumassa vasta loppuvuonna

29.10.2019 | PunaMusta Media | Vähennä

### Arvostus on laskenut houkuttelevaksi ennen tulosta

28.10.2019 | Digia | Lisää

### Kurssinousu vaatii selvästi parempaa tulostasoa

28.10.2019 | Oriola | Vähennä

### Tuloskasvua tuli kasvun kustannuksella

28.10.2019 | Verkkokauppa.com | Vähennä

### Edullisesta osakkeesta ei ole syytä luopua

28.10.2019 | Scanfil | Lisää

### Tilaukset ja kannattavuus kasvussa

28.10.2019 | Outotec | Lisää

### Peruskannattavuus jo hyvällä tasolla

28.10.2019 | Metso | Vähennä

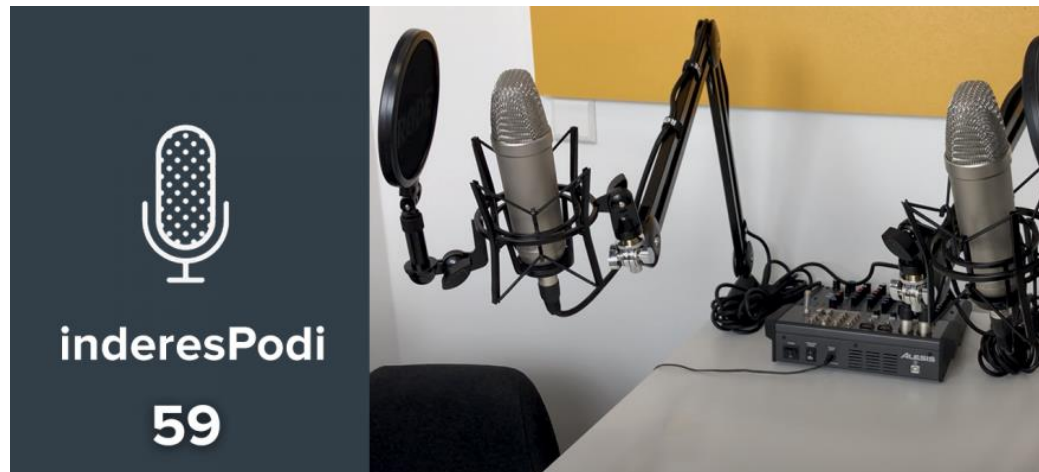
### Tasapainoinen yhdistelmä osinkoa ja tuloskasvua

28.10.2019 | Sanoma | Lisää

### Enemmän uhkia kuin mahdollisuuksia

28.10.2019 | Wärtsilä | Vähennä

## InderesTV



InderesPodi 59: Ruutitynnyri räjähtämässä? Vieraana pääekonomisti Tuomas Malinen (28.10.2019)



Glaston Q3'19: älylasia odottavan aika on pitkä



Onko Wärtsilässä aika olla ahne?

### Seuraa meitä somessa



### Makrotapahtumat, 29.10.2019

**09:00 Saksa: Tuontihinnat (%)** , syys , ennuste (Reuters) - /edellinen -0,6

**09:00 Saksa: Tuontihinnat, YY (%)** , syys , ennuste (Reuters) - /edellinen -2,7

**15:00 USA: CaseShiller-asuntohintaaindeksi MM** , elo , ennuste (Reuters) 0,1 /edellinen 0,0

**16:00 USA: Kuluttajaluottamus** , loka , ennuste (Reuters) 127,0 /edellinen 125,1

**16:00 USA: Vireillä olevat asuntokaupat** , syys , ennuste (Reuters) 1,7 /edellinen 1,6

## EU antoi Brexitille kolmen kuukauden lykkäyksen, mutta kahina brittiparlamentissa jatkuu

EU-maat päättivät antaa Britannialle sen pyytämän lykkäyksen Brexitiin. Lykkäys on kolmen kuukauden pituinen, eli Britannian pitäisi erota EU:sta tammikuun loppuun mennessä. Tähän mennessä Britannian parlamentin pitäisi saada joukkonsa edes jotenkin kokoon. Maanantaina parlamentti hylkäsi esityksen, jonka mukaan Britanniassa olisi järjestetty uudet parlamenttivaalit joulukuussa. Tuntuukin, ettei parlamentille kelpaa enää mikään, tai toiveita on liian monia: yksi puolue tahtoo laajentaa äänestysikärajaa 16-17 -vuotiaisiin, toinen taas haluaa uuden EU-kansanäänestyksen.

Pääministeri Boris Johnsonille alahuoneen kieltäytyminen vaaleista oli tappio. Johnson joutui jo taipumaan pyytäänsä Brexitin lykkäystä EU:lta ja nyt toistamiseen, kun vaaleja ei järjestetä. Seuraavaksi hallitus aikoo yrittää runnoa vaalit läpi pikalain turvin. Britannian parlamentin on päästävä sopuun Brexitin etenemisestä ja ehdoista ennen sen voimaan saattamista.

Ison-Britannian talous on ottanut takapakkia Brexit-sotkun myötä, mutta osakemarkkinalla soutamiseen ja huopaamiseen on suhtauduttu rauhallisesti. Olennaista markkinan kannalta on se, että sopimukseton ero nähdään edelleen epätodennäköisenä vaihtoehtona.



**Marianne Palmu**

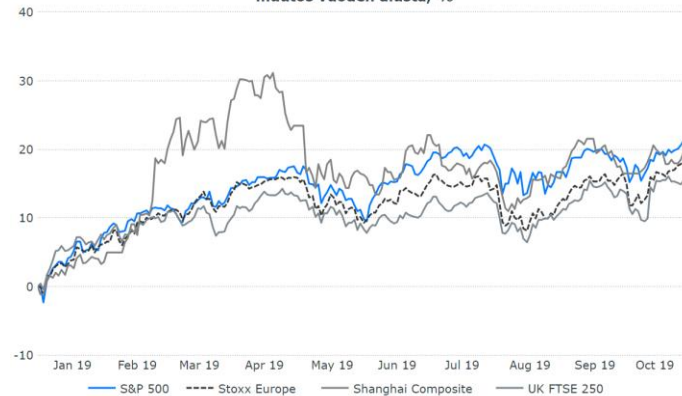
Ekonomisti, Aamukatsauksen

tuottaja

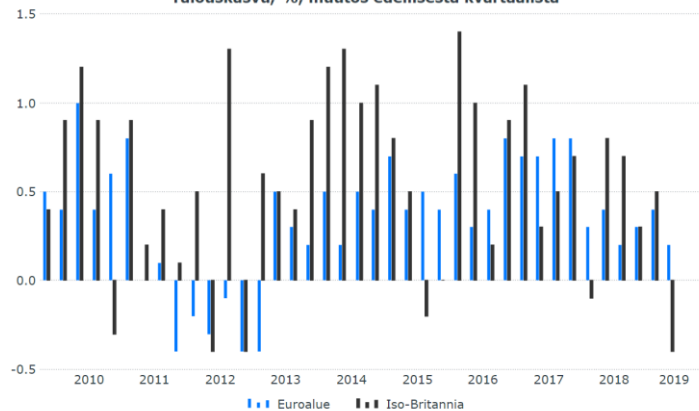
+358 50 339 1521

marianne.palmu@inderes.fi

Osakeindeksit USA:ssa, Euroopassa, Isossa-Britanniassa ja Kiinassa  
muutos vuoden alusta, %



Britannian talous kärsii Brexit-epävarmuudesta  
Taloukasvu, %, muutos edellisestä kvartaalista



**Marianne Palmu**

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

## Stora Enso Q3: tuloskunto rapautuu odotuksia selvästi jyrkemmällä vauhdilla Q4:llä

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>	2585	2402	2481	2510	2445	- 2632	-3 %	10225
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	358	231	231	233	205	- 252	0 %	1062
<b>Liikevoitto</b>	363	170	226	230	200	- 252	-25 %	896
<b>Tulos ennen veroja</b>	306	115	184	184	160	- 207	-38 %	732
<b>EPS (oik.)</b>	0,31	0,13	0,20	0,19	0,19	- 0,21	-35 %	0,91
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	3,0 %	-7,1 %	-4,0 %	-2,9 %	-5,4 %	- 1,8 %	-3,1 %-yks.	-2,5 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	13,8 %	9,6 %	9,3 %	9,3 %	8,4 %	- 9,6 %	0,3 %-yks.	10,4 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Stora Enso julkisti Q3-raporttinsa tänään aamulla. Q3-tulos alitti reippaasti vahvat vertailuluvut ja osui operatiivisen suorituksen osalta suurin piirtein konsensusodotuksiin. Q4:n ohjeistus oli kuitenkin meidän ja konsensuksen odotuksia selvästi heikompi. Säästöohjelmansa tavoitetasoa yhtiö nosti toista kvartaalia peräkkäin. Tämä on kuitenkin laiha lohtu kokonaiskuvan kannalta ja odotamme Stora Ensolle tänään negatiivista kurssireaktiota suhteessa yleiseen markkinakehitykseen etenkin loppuvuoden ohjeistuspettymyksen takia.



**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Stora Enso** | Kurssi: 12.44

**Lisää** | Tavoitehinta: 10.50

Stora Enson liikevaihto laski Q3:lla 7 % 2402 MEUR:oon, mikä alitti meidän ja konsensuksen ennusteet. Liikevaihtoa rokotti etenkin myyntihintojen paine, mutta myös volyymit laskivat. Oikaistua liiketulosta Stora Enso teki Q3:lla 231 MEUR. Yhtiön oikaistu liiketulos osui hyvin meidän ja konsensuksen odotuksiin. Divisioonatasolla Biomaterialsin tulos romahti odotuksiammekin pahemmin sellun hinnan laskun takia, mutta kartonkien hintojen noususta tukea saaneen Consumer Boardin tuloslilytys neutraloi tilanteen konsernitasona. Wood Productsin, Paperin ja Packaging Solutionsin tulokset sen sijaan olivat hintapaineiden ajamana suurin piirtein odotustemme mukaisella laskukäyrällä. Alariveillä Stora Enso kirjasi selvästi odotuksia suuremmat negatiiviset käyvän arvon muutokset ja kertaerät Q3:lle, minkä takia raportoitu liikevoitto jäi jo rajusti ennusteista. Myös rahoituskulut olivat hieman ja verot selvästi ennusteitamme korkeammat. Siten Stora Enson oikaistu EPS jäi selvästi alle kaikkien ennusteiden 0,13 euroon. Positiivista raportissa oli liiketoiminnan rahavirta, joka nousi käyttöpääoman kontrolloinnin ja kausitekijöiden ajamana vahvalle tasolle 488 MEUR:oon (Q3'18: 457 MEUR).

Raportin selvästi negatiivisin osa olivat kuitenkin loppuvuoden näkymät. Stora Enso antoi Q4:lle ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiön oikaistu liikevoitto on Q4:llä 100-180 MEUR. Meidän ja konsensuksen ennusteet Stora Enson Q4:n liikevoitolle olivat ennen Q3-raporttia noin 220 MEUR:n tasolla, joten loppuvuoden ennusteisiin kohdistuu merkittävää laskupainetta ja alustavan arviomme mukaan laskupainetta riittää myös ensi vuodelle. Vuosihuoltojen tulosrasitus on Q4:llä Q3:n ja vertailukauden tasolla. Ohjeistuksen taustat tarkentuvat todennäköisesti päivän konferenssipuhelussa, mutta arviomme mukaan jo hyvin vaatimattomalle tasolle Q4:llä jäävä kannattavuus johtuu hintoihin ja volyymeihin kohdistuvan selvän paineen jatkumisesta. Positiivista oli, että yhtiö on nähnyt Kiinan sellumarkkinalla positiivisia merkkejä, mutta yleisesti yhtiön kommentit taloussuhdanteesta ja toimintaympäristöstä jättivät silti selvästi negatiivisen sävyn.

Stora Enso nosti käynnissä olevan säästöohjelmansa tavoitetta toista kvartaalia peräkkäin ja yhtiö tavoittelee nyt yhteensä 275 MEUR:n säästöjä vuoteen 2021 mennessä (aik. 200 MEUR vuoteen 2020 mennessä). Q3:lla säästöt olivat 40 MEUR. Pidämme säästötavoitetta yhtiön mittakaava ja kulutason alentamisen pitkän ajan track-record huomioiden uskottavana. Laajennus on myös erittäin tarpeellinen yhtiön tulostrendi huomioiden.

**Antti Viljakainen**

Analyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Stora Enso** | Kurssi: 12.44  
**Lisää** | Tavoitehinta: 10.50



## Caverion Q3: todella hyvä suoritus pahaan paikkaan

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	525	508	524	512	485	- 524	-3 %	2144
Käyttökate (oik)	18,5	36,2	37,2	36,1	34,9	- 37,2	-3 %	121
Käyttökate	14,3	35,3	36,6	36,0	34,9	- 36,6	-4 %	115
Liikevoitto	8,1	18,9	21,1	19,0	16,7	- 21,1	-10 %	49
EPS (raportoitu)	0,03	0,08	0,11	0,10	0,09	- 0,12	-30 %	0,24
Liikevaihdon kasvu-%	-3,8 %	-3,3 %	-0,2 %	-2,5 %	-7,6 %	- -0,2 %	-3,1%-yks.	-2,7 %
Käyttökate-% (oik)	3,5 %	7,1 %	7,1 %	7,1 %	7,2 %	- 7,1 %	0 %-yks.	5,7 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Caverion julkisti tänään aamulla markkinoiden odotuksiin nähden hyvinkin linjassa olleen Q3-tuloksen. Tämä oli kuitenkin selkeästi positiivista, sillä yhtiöltä vaadittiin todella hyvää suoritusta ja pelättiin jopa ohjeistuksen laskua. Liikevaihto laski hieman odotuksia enemmän, mutta kannattavuus oli odotuksiin nähden aivan linjassa. Ohjeistus pysyi laskupeloista huolimatta muuttumattomana, mutta projektien näkymät Ruotsin osalta heikkenivät hieman. Q3 oli yhtiölle näytön paikka tuloskäänteen ja kannattavuuden parantamisen suhteen ja siihen nähden suoritus oli selkeä helpotus markkinoille.

Liikevaihto laski noin 3,3 % vertailukaudesta 508 MEUR:oon ollen lähellä markkinoiden ennusteita. Paikallisissa valuutoissa liikevaihto laski noin 2,5 %. Laskeneen liikevaihdon taustalla oli odotetusti Projektit-liiketoiminta, jossa liikevaihto laski paikallisissa valuutoissa noin 13,4 %. Palveluissa liikevaihdon kasvu oli kuitenkin vahvaa ollen noin 7,1% paikallisissa valuutoissa. Divisioonittain kasvuvauhtiin on päästy Itävallassa, Suomessa ja Ruotsissa, mutta muualla liikevaihto laski.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Caverion** | Kurssi: 5.63

**Lisää** | Tavoitehinta: 6.60

Oikaistu käyttökate nousi selvästi 36,2 MEUR:oon ollen markkinoiden odotuksiin nähden linjassa, kun odotukset olivat 35-37 MEUR:n tasolla. Oikaistu käyttökatemarginaali oli odotetusti vertailukautta selvästi parempi 7,1 %:ssa (Q3'18: 3,5 %) osuen markkinoiden ennusteisiin. Palveluissa kannattavuus parantui tavoitteiden mukaisesti useassa divisioonassa, mutta Projektit-liiketoiminnassa on vielä selkeää parannuksen varaa. Raportoitu osakekohtainen tulos oli vertailukauden tason yläpuolella 0,08 eurossa (Q3'18: 0,03 euroa). Operatiivinen kassavirta vahvistui yleensä heikolla kolmannella kvartaalilla noin 3,8 MEUR:oon vertailukauden - 37 MEUR:sta. Kannattavuuden parannustalkoiden yhteydessä laskenut tilauskanta alkaa myös näyttämään positiivisia signaaleja, sillä yhtiön tilauskanta nousi vertailukaudesta jo toista kvartaalia putkeen 1677 MEUR:oon (+ 8 % v/v) kasvaen molemmissa segmenteissä.

Yhtiön ohjeistus kuluvalle vuodelle pysyi hyvän tuloksen ansiosta muuttumattomana. Caverion arvioi, että yhtiön liikevaihto Palveluissa nousee, mutta Projekteissa laskee. Oikaistun käyttökateen osalta yhtiö odottaa sen olevan yli 120 MEUR. Konsensus odotti ennen tulosta noin 119 MEUR:n oikaistua käyttökateä ja siinä voi hyvän Q3-tuloksen jälkeen olla nousupaineita.

Yhtiön markkinakommentit Q3-raportissa olivat pääosin muuttumattomat ja indikoivat vakaan kehityksen jatkuvan. Palveluissa kehityksen odotetaan olevan hyvää ja Projekteissa vakaata lukuun ottamatta Ruotsin markkinaa. Ruotsissa liikekiinteistöarakentaminen osoittaa asuinrakentamisen kanssa hiipumisen merkkejä, mutta samalla infrarakentamisen markkinat tukevat kysyntää. Olemme kuulleet Ruotsin markkinan heikkoudesta jo monilta rakentajilta ja Caverionin jälkisyklisyyden takia sen vaikutukset tulevat viiveellä. Alkuvuoden tappiot aiheuttaneiden vanhojen projektiriskien osalta raportin anti kertoi niiden kehittyneen parempaan suuntaan eikä niillä ollut olennaisia negatiivisia vaikutuksia enää Q3:lla.

**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Caverion** | Kurssi: 5.63**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.60

Caverion myös tiedotti ostaneensa kylmätekniisten ratkaisujen liiketoiminnan Huurre Group Oy:ltä. Kauppahintaa ei julkistettu ja se vaatii vielä Ruotsin kilpailuviranomaisten hyväksynnän toteutuakseen. Ostettavan kokonaisuuden liikevaihto vuonna 2018 oli 48 MEUR, josta 30 MEUR syntyi Ruotsista ja loput Suomesta. Caverionin vuoden 2019 ennusteeseemme nähden kauppa lisäisi yhtiön liikevaihtoa karkeasti 2 %:lla, joten sen vaikutus on kokonaisuuteen nähden pieni.

**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Caverion** | Kurssi: 5.63**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.60

## Digia: arvostus on laskenut houkuttelevaksi ennen tulosta

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	25,2		29,9				132
<b>Liikevoitto</b>	1,5		2,2				10,3
<b>EPS</b>	0,04		0,06				0,29
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	22,6 %		18,8 %				17,6 %
<b>Liikevoitto-%</b>	6,1 %		7,3 %				7,8 %

Lähde: Inderes

Nostamme Digian osakkeen suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) kurssilaskun myötä jälleen houkuttelevaksi muuttuneen arvostuksen vuoksi. Ennallaan olevien ennusteidemme myötä toistamme 4,0 euron tavoitehinnan osakkeelle. Odotamme Digian vahvan kasvun ja kannattavuusparannuksen sarjan jatkuneen jo seitsemättä neljänestä peräkkäin. Osakkeen arvostus on tavoitehinnallamme jälleen selvästi alle verrokkien, mikä yhdessä tuotto-odotuksen kanssa tekee osakkeesta houkuttelevan. Suurin riski etenkin vuosineljänneksellä liittyy edelleen projektinhallintaan.



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

**Digia** | Kurssi: 3.72

**Lisää** | Tavoitehinta: 4.00

### Kurssilaskun myötä osakkeen arvostus on jälleen houkutteleva

Ennallaan olevilla ennusteillamme ja edellisen päivityksen jälkeisen kurssilaskun (7 %) myötä Digian osakkeen arvostus on jälleen muuttunut houkuttelevaksi. Maltillisilla tulosenusteillamme tavoitehintaamme vastaavat P/E-kertoimet vuosille 2019-2020 ovat 14x ja 11x ja keskimäärin 21 % alle verrokkien. Nykyinen 13x P/E-luku (2019e) yhdistettynä lähivuosien ennustettuun noin 15 %:n tuloskasvuun, 3-5 %:n osinkotuottoon ja arvostuskertoimien nousuvaraana tarjoavat jälleen riskeihin nähden houkuttelevan tuotto-odotuksen. Lisäksi yhtiön vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, ja jos uusia yrityskauppoja ei tule ennen kevättä, pidämme ennustamaamme korkeampaa osinkoa mahdollisena.

### Odotamme liikevaihdon kasvun jatkuneen vahvana Q3:lla

Digia julkaisee Q3-liiketoimintakatsauksensa torstaina klo 8.00. Arvioimme Digian liikevaihdon kasvaneen 19 % 29,9 MEUR:oon (Q3'18: 25,2 MEUR) yrityskauppojen ja suotuisan markkinatilanteen vetämänä. Arvioimme Starcut ja Accountor Enterprise Solutions Oy -yrityskauppojen vaikutuksen neljänneksen liikevaihtoon olleen reilut 2 MEUR. Yhtiö onnistui Q2:lla hyvin rekrytoinneissa (+30 henkilöä tai vajaa 3 % henkilöstöstä), mikä tukee myös orgaanisen kasvun jatkumista seuraavan 9 kk:n aikana. Orgaanisen kasvun arvioimme olleen alkuvuoden tasolla noin 9 %:ssa Q3:lla, mikä on maltillinen taso rekrytoinnit huomioiden. Digialla on arviomme mukaan vielä selkeästi varaa parantaa liikevaihtoaan myös käyttöasteiden tehostumisen kautta.

### Ennustamme myös kannattavuuden parantuneen

Ennustamme liikevoiton olleen Q3:lla 2,2 MEUR (Q3'18: 1,5 MEUR). Liikevoitto-%:n ennustamme jatkaneen paranemista 7,3 %:iin vertailukauden 6,1 %:sta. Näkemyksemme mukaan osakkeen tärkein ajuri lyhyellä tähtäimellä on kannattavuuden paraneminen, jossa suurimmat ajurit ovat parantunut projektinhallinta (vähemmän ja pienempiä projektiylityksiä) ja laskutusasteet. Kannattavuuden suurin riski etenkin vuosineljänneksatasolla liittyy edelleen projektinhallintaan.



**Joni Grönqvist**

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

**Digia** | Kurssi: 3.72

**Lisää** | Tavoitehinta: 4.00

### Digialla on edelleen potentiaalia parantaa kannattavuutta

Arvioimme Digian toistavan ohjeistuksensa Q3:lla, mikä odottaa liikevaihdon kasvun ja liikevoiton paranemisen jatkuvan vuodesta 2018. Odotamme ennen Q3-liiketoimintakatsausta Digian liikevaihdon kasvavan 18 % yrityskauppojen (10 %-yksikköä) tukemana ja liikevoiton nousevan 10,3 MEUR:oon (2018: 6,5 MEUR) vastaten 7,8 %:n liikevoittomarginaalia (2018: 6,5 %) vuonna 2019. Arvioimme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset noin 15 %:n vuotuisen tuloskasvuun (2019e tasoon nähden) perustuen hieman IT-markkinaa nopeampaan kasvuun, yrityskauppoihin ja paranevaan tehokkuuteen.



**Joni Grönqvist**

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Digia** | Kurssi: 3.72

**Lisää** | Tavoitehinta: 4.00

## Glaston Q3: näyttöjen aika on nyt

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liikevaihto	23,0	54,5	52,5				4 %		180
Liikevoitto (oik.)	1,1	2,0	2,2				-9 %		7,6
Liikevoitto	0,8	0,0	-0,4				-100 %		0,4
Tulos ennen veroja	0,6	-0,3	-0,3				-5 %		-2,1
EPS (oik.)	0,014	0,015	0,028				-47 %		0,053
EPS (raportoitu)	0,013	-0,015	-0,003				442 %		
Liikevaihdon kasvu-%	-6,1 %	137,0 %	128,3 %				8,7 %-yks.		77,6 %
Liikevoitto-% (oik.)	4,8 %	3,7 %	4,2 %				-0,5 %-yks.		4,2 %

Lähde: Inderes

Glastonin Q3-raportti oli pääpiirteiltään odotustemme mukainen. Myös vuoden 2019 ohjeistuksen uusiminen oli ennustettavissa. Heikentynyt taloustilanne vaikuttaa etenkin Euroopan lämpökäsittelykoneiden markkinaan, mutta eristyslasikoneiden sekä huoltopalvelujen kysyntä jatkuvat hyvinä. Glaston myös kertoi uusista hankkeista Emerging Technologiesissa samalla kun älylasiliinjan isoimmat tekniset haasteet alkavat olla takana. Ennustemuutoksemme ovat kaikkiaan vähäisiä. Glastonin osakkeen arvostus on keskeisillä mittareilla houkutteleva ja uskomme tulevan uutisvirran olevan aiempaa positiivisempaa. Säilytämme osakkeen lisää-suosituksen sekä 1,30 euron tavoitehintamme.



**Erkki Vesola**

Analyttikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Glaston** | Kurssi: 1.10

**Lisää** | Tavoitehintaa: 1.30

### Suunnilleen odotusten mukainen Q3

Glastonin Q3-tilauskertymä kasvoi 3 %:lla vuoden takaisesta ja ylitti hieman odotuksemme. Kertymä oli hyvin kaksijakoinen: Heat Treatment -tuotealueen tilaukset laskivat 28 % kun taas Bystronic Glass Technologiesin tilaukset kasvoivat 34 %. Palvelutilaukset olivat edellisen vuoden tasolla. Q3:n liikevaihto kasvoi vertailukelpoisesti 15 %:lla odotettuumme 11 %:n kasvu. Raportointiyksiköistä Glastonin liikevaihto laski 1 % ja Bystronic glassin nousi 31 %. Kaikkiaan Q3:n tilaus- ja liikevaihtokehitys heijasti Glastonin ja Bystronicin toisiaan tasaavaa syklisyyttä. Konsernin oikaistu liikevoitto oli 2,0 MEUR (marg. 3,7 %) eli kohtuullisen lähellä ennustettamme (2,2 MEUR; 4,2 %). Konsernissa toteutuneet Bystronic-kustannussynergiat olivat Q3:lla 0,4 MEUR ja kvartaalin lopussa synergioiden juokseva vuositaso oli 2,3 MEUR eli yli puolet tavoitelluista 4 MEUR:n kokonaissynergioista.

### Ennustemuutokset pieniä

Vuoden 2019 tulosohjeistuksena säilytettiin vertailukelpoisen pro forma -EBITA:n vähintään vuoden 2018 taso (11,5 MEUR). Tämä merkitsee Q4:llä vähintään 1,9 MEUR:n vertailukelpoista EBITA:a eli selvästi vähemmän kuin Q1-Q3'19:n vastaavat kvartaalikohtaiset luvut. Taustalla on Bystronic glassin odotettu selvä liikevaihdon ja tuloksen lasku Q4:llä projektituloutusten määrän laskiessa. Pidämme konsernin 2019-ohjeistusta uskottavana ja oma ennustemme pro forma -EBITA:ksi on 11,6 MEUR. Vuosien 2020-2021 ennustemme ovat melko muuttumattomat, mutta olemme nostaneet arviotamme vuoden 2020 synergiakertymästä, mikä näkyy liikevoitto-odotuksessamme.



**Erkki Vesola**

Analyytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Glaston** | Kurssi: 1.10

**Lisää** | Tavoitehintaa: 1.30



### Preemio sulanut, myönteisiä ajureita kasautumassa

Osakkeen vuoden 2020 P/E- ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 6-14 % alle verrokkien mediaanin. Arvostuksessa aiemmin ollut kerroinpreemio on kurssilaskun myötä poistunut. Kassavirtamallimme antaa osakkeen arvoksi tällä hetkellä 1,6 euroa, mihin on 45 %:n nousuvara. Arviomme Glastonin osakkeen kokonaistuotoksi vuosina 2020-2021 on korkea 30 % p.a. ja sen realisoituminen tietenkin edellyttää tuloskasvuennusteidemme toteutumista. Vaikka yhtiön markkinanäkymissä on eräitä heikkouksia, on yleiskuva huonoimmillaankin stabiili. Lisäksi osa aiemmista riskeistä (älylasilinjan tekniset haasteet, Bystronicin integroinnin onnistuminen) on jo suureksi osaksi väistymässä. Aiemmin toivomamme positiivinen uutisvirta voi saada lähiaikoina vauhtia yhtiön esittämistä Emerging Technologiesin uusista asiakasavauksista. Älylasin ja sen valmistuslinjojen vahvat kysyntäajurit ovat ennallaan.



**Erkki Vesola**

Analyytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Glaston** | Kurssi: 1.10

**Lisää** | Tavoitehinta: 1.30

## Nokian Renkaat Q3 keskiviikkona: vaikea markkina ja tulosvaroitukset eivät lupaa hyvää

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'18		Q3'19		Q3'19e		Konsensus		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes	Inderes	
<b>Liikevaihto</b>	357		354	355	345	- 363		1596	
<b>Liikevoitto</b>	85,9		72,7	73,1	66,2	- 80,3		320	
<b>Tulos ennen veroja</b>	82,8		70,5	69,6	62,2	- 76,5		347	
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,47		0,41	0,42	0,37	- 0,45		2,90	
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-1,7 %		-0,8 %	-0,5 %	-3,3 %	- 1,7 %		0,0 %	
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	24,1 %		20,5 %	20,6 %	19,2 %	- 22,1 %		20,0 %	

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Nokian Renkaat julkistaa Q3-raporttinsa keskiviikkona noin kello 14.00. Yhtiö on laskenut tänä vuonna ja kaksi kertaa ohjeistustaan ja tuorein tulosvaroitukset tulivat vasta viime viikolla. Koko vuoden haastavana jatkunut auto- ja rengasmarkkinoiden kilpailutilanne sekä tuore tulosvaroitukset eivät lupaa hyvää Q3-numeroille ja odotuksemme ovatkin vertailukauden alapuolella.



**Petri Kajaani**

Analyytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Nokian Renkaat** | Kurssi: 27.33

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 27.00

Odotamme Q3-liikevaihdon laskeneen 0,8 % vertailukaudesta 354 MEUR:oon (konsensus 355 MEUR). Uusien autojen myyntiluvut ovat tänä vuonna olleet kaikilla Nokian Renkaiden suurimmilla toiminta-alueilla (Pohjoismaissa, Keski-Euroopassa ja Venäjällä) joko laskussa tai korkeintaan vertailukauden tasolla. Heikot uusien autojen myyntiluvut ovat heijastuneet rengasmarkkinoihin siten, että volyymien laskun lisäksi myös hinnoitteluympäristö on muuttunut kireäksi, kun jälkiasennusmarkkinoille on alkanut valua ylitarjonnan vuoksi myös ensiasennusmarkkinoille tarkoitettuja alemman hintaluokan renkaita. Yhtiö kertoi viime viikolla annetun tulosvaroituksen yhteydessä, että ohjeistuksen laskun taustalla oli auto- ja rengasmarkkinoiden heikentyminen, jonka yhtiö arvioi jatkuvan.

Odotamme Q3-liikevoiton laskeneen 15 % vertailukaudesta 72,7 MEUR:oon (konsensus 73,1 MEUR). Tämä tarkoittaa selvästi vertailukaudesta laskenutta liikevoittomarginaalia (20,5 % vs. 24,1 %). Rengasmarkkinoiden hitaat kasvunäkymät ja kireä hinnoitteluympäristö iskevät ison loven tulokseen, kun yhtiö joutuu laskevan myyntivolyymin ympäristössä tinkimään todennäköisesti myös myyntihinnoistaan (ja siten myös katteistaan). Heikon markkinatilanteen lisäksi kannattavuutta painaa myös se, että Nokian Renkailla on tänä vuonna käynnissä monia kasvuun liittyviä investointiohjelmiä, jotka aiheuttavat merkittäviä liiketoiminnan kuluja vuoteen 2018 verrattuna. Näitä ovat mm. USA:n uusi tehdas, Espanjan testirata ja Raskaiden Renkaiden lisäkapasiteetin rakentaminen.

Nokian Renkaat alensi viime viikolla jo toiseen kertaan ohjeistustaan tänä vuonna, joten tuore ohjeistus tullaan toistamaan Q3-raportissa. Uusimman ohjeistuksen mukaan liikevaihdon vertailukelpoisilla valuutoilla odotetaan olevan noin vuoden 2018 tasolla (2018: 1596 MEUR) ja liikevoittoprosentin olevan noin 20 %:n tasolla (2018: 23,3 %). Ohjeistus on hyvin täsmällinen, eikä loppuvuodelle ole jätetty kovinkaan paljoa liikkumavaraa liikevaihdon tai liikevoiton osalta. Meidän ennusteemme ovat linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa. Odotamme liikevaihdon pysyvän vertailukauden tasolla 1596 MEUR:ssa ja liikevoiton olevan 320 MEUR (EBIT 20,0 %), mikä tarkoittaa oikaistun liikevoiton noin 14 %:n laskua edellisvuodesta. Liikevoiton laskusta huolimatta Nokian Renkaiden raportoitu osakekohtainen tulos kasvaa ennusteidemme mukaan selvästi edellisvuodesta (2019e: 2,90 euroa vs. 2018 toteutunut 2,15 euroa), sillä yhtiö kirjasi Q1-tulokseensa tulokseensa 150 MEUR:n positiivisen erän liittyen vuosien 2007-2011 verokiistojen päätöksiin.

**Petri Kajaani**

Analyytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Nokian Renkaat** | Kurssi: 27.33**Vähennä** | Tavoitehintaa: 27.00

## PunaMusta Media: tulokäänne realisoitumassa vasta loppuvuonna

Toistamme PunaMusta Median vähennä-suosituksen ja 5,90 euron tavoitehinnan operatiivisesti odotuksia heikkomman Q3-raportin jälkeen. Yhtiö kasvaa voimakkaasti yritysostojen vedolla, mutta ennakoitu kannattavuuskäänne on realisoitumassa vasta loppuvuonna. Uusien tehostustoimien myötä ennustamme PunaMusta Medialle lähivuosina edelleen merkittävää kannattavuusparannusta, mutta painotoimialan vaikean markkinatilanteen ja osakkeen haastavan arvostustason takia emme näe osakekurssissa nousupotentiaalia.

### Q3-raportti ei tarjonnut tulokäänteestä vielääkään konkreettisia merkkejä

PunaMusta Median kasvu ja tulostaso jäivät Q3:lla jälleen selvästi odotuksiamme alemmaksi, kun painotoimialan kasvu oli ennustettua hitaampaa ja tehostustoimien vaikutukset kannattavuuteen antoivat odottaa itseään. Q3-liikevaihto kasvoi painotoimialan yritysostojen vedolla 42 % vertailukaudesta, mutta jäi noin 5 % alle ennustemme. Operatiivisen kannattavuuden osalta trendi kääntyi Q3:lla yllättäen jälleen negatiiviseksi (Q3'19: EBIT -0,1 MEUR vs. Q3'18: 0,3 MEUR), kun sekä lehtitoimialan että painotoimialan liiketulokset heikkenivät odotustemme vastaisesti vertailukaudesta ja tehostustoimien ja yritysostojen vaikutus liikevoittoon jäi Q3:lla riittämättömäksi. Arvopaperisalkun (koko noin 16 MEUR) odotettua positiivisemmat arvomuutokset kuitenkin paikkasivat hieman operatiivista tulospettymystä, joten Q3:n osakekohtainen tulos jäi niukasti positiiviseksi (tot. 0,01 euroa, enn. 0,06 euroa). Q2-raportin valopiikkuna ollut liiketoiminnan rahavirta kääntyi myös Q3:lla negatiiviseksi (-2,0 MEUR), mikä johtui arviomme mukaan kuitenkin pääosin käyttöpääoman kausiluonteisesta kasvusta.



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

**PunaMusta Media** | Kurssi: 6.25  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.90

### Yhtiö toteutti lisää kustannustehostustoimia tulospäänteen vahvistamiseksi

Yhtiö toisti Q3-raportilla yritysostojen myötä kasvavaa liikevaihtoa ja parantuvaa liikevoittoa ennakoivan ohjeistuksen. Laskimme Q3-raportin myötä vuoden 2019 liikevoittoennustetta 13 % ja lähivuosien 8-13 %. Odotamme yritysostojen ja tehostustoimien vedolla yhä voimakasta kasvua ja tulospääntettä loppuvuodelle (Q4'19e: EBIT 5,2 %), kun viime vuonna tehtyjen, vuositason noin 3 MEUR:n kustannussäästöjen vaikutukset tulevat vahvemmin esiin ja hyvin kannattavan Hämeen Kirjapainon tulosvaikutus kasvaa. Myös vuosien 2020-2021 tulostrendi on tehokkuuden kasvun myötä ennustemme mukaan kasvava ja ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan vuoden 2019 0,29 euron tasolta 0,40 euroon vuonna 2021. Yhtiö aloitti Q3:n aikana uusia tehostustoimia painotoimialalla, joiden pitäisi tuoda vuoden 2021 loppuun mennessä 2,5 MEUR:n vuositason lisä säästöt. Yhtiön tuloksen ennustettavuutta heikentää kuitenkin edelleen media- ja painotoimialalla voimakkaana jatkuva rakennemuutos, joka on painanut yhtiön orgaanisen kasvun negatiiviseksi, luonut epäterveen markkinaympäristön ja heikentänyt hinnoitteluvoimaa. Lisäksi arvopaperisalkun arvomuutokset heiluttavat voimakkaasti tulostasoa.

### Osakkeen arvostus on todella haastava, jos tulospäänteen epäonnistuu

PunaMusta Median osake on voimakkaista tuloskasvuodotuksista huolimatta hinnoiteltu haastavasti (P/E 2019-2021e 22x-16x, EV/EBIT 33x-14x). Olettaen PunaMusta Median erittäin epäliikvidin osakkeen arvostustason asettuvan parin vuoden tähtäimellä Alma Median ja Sanoman tasolle, näemme esimerkiksi P/E-kertoimessa noin 30-40 %:n laskuvaran, mikä laimentaa vahvan tuloskasvun vaikutusta osakkeen kokonaistuottoon. Vahvistuvasta kassavirrasta ja vakavaraisesta taseesta johtuen osake tarjoaa kuitenkin ennusteellamme melko vahvaa 4-6 %n osinkotuottoa, joten emme näe osakkeessa nykykurssitasolla merkittävää laskupainetta, olettaen että yhtiön tulostrendi kääntyy ennakoitusti kasvu-uralle loppuvuonna.



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

**PunaMusta Media** | Kurssi: 6.25  
**Vähennä** | Tavoitehintana: 5.90

## Solteq Q3: raportti oli odotuksia heikompi

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>	12,8	13,0	13,7				-5 %		59,3
<b>Liikevoitto</b>	0,5	0,3	0,9				-68 %		4,7
<b>Tulos ennen veroja</b>	0,0	-0,2	0,4				-153 %		2,8
<b>EPS (raportoitu)</b>	-0,01	-0,01	0,02				-159 %		0,12
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	10,3 %	1,2 %	6,4 %				-5,2 %-yks.		4,4 %
<b>Liikevoitto-%</b>	3,8 %	2,2 %	6,5 %				-4,3 %-yks.		7,9 %

Lähde: Inderes

Solteqin aamulla julkistama Q3-raportti oli odotusiamme heikompi. Yhtiön Q3-liikevaihto ja tulos jäi odotuksista osin siirtyneiden tilauksien myötä. Yhtiö investoi edelleen voimakkaasti tuotekehitykseen ja aktivoi suuren osan kyseisistä kuluista taseeseen ja odottaa kulujen olevan aiempaa arviota hieman korkeammat vuonna 2019. Yhtiö toisti odotetusti selvää liikevoiton kasvua arvioivan ohjeistuksensa. Lisäksi Solteq kertoi myös muuttavansa raportointia ensi vuoden aikana, mikä parantaa läpinäkyvyyttä. Odotettua heikompi Q3-raportti luo laskupainetta ennusteisiimme.



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

**Solteq** | Kurssi: 1.41  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 1.50

Solteqin Q3-liikevaihto kasvoi 1 % 13,0 MEUR:oon, mikä oli alle 13,7 MEUR:n ennusteeseemme. Liikevaihto jäi meidän ja yhtiön odotuksista joidenkin asiakashankkeiden käynnistymisen siirryttyä Q4:lle. Merkittävin siirtynyt hanke oli yhtiön omaan ohjelmistoon perustuva Tullin käteismaksujärjestelmä. Yhtiö sanoo siirtymän arvon olleen yli 0,3 MEUR. Ensimmäisen 9 kk:n aikana liikevaihdosta noin neljännnes tuli Suomen ulkopuolelta, mikä indikoi ulkomaisten tytäryhtiöiden liikevaihdon kasvaneen Q3:lla merkittävästi ja taas Suomen toimintojen liikevaihdon laskeneen. Jatkuvien palveluiden osuus liikevaihdosta oli noin kolmannes. Solteqin omat ohjelmistotuotteet ja niihin liittyvät palvelut muodostivat edelleen noin kolmasosan ja digitaaliset palvelut noin kaksi kolmasosaa liikevaihdosta ensimmäisen 9 kk:n aikana.

Q3:n 0,3 MEUR:n liikevoitto jäi sekä vertailukaudesta (Q3'18: 0,5 MEUR) että 0,9 MEUR:n ennusteestamme selvästi. Liikevoittomarginaali laski vertailukaudesta 2,2 %:iin (Q3'18: 3,8 %). Osakekohtainen tulos oli vertailukauden tasolla -0,01 eurossa ja jäi ennusteestamme 3 sentillä Q3:lla.

Solteq investoi edelleen voimakkaasti kasvuun ja aktivoi omien pilvipohjaisten ohjelmistotuotteiden ja -palveluiden kustannuksia 0,9 MEUR:lla taseeseensa (2018: 2,3 MEUR) Q3:n aikana ja ensimmäisen 9 kk:n aikana 3,0 MEUR:lla. Yhtiö nosti T&K-panostusten arviota ja odottaa panostusten kasvavan 3,7 MEUR:oon (aik. 3,5 MEUR) vuoden loppuun mennessä. Yhtiön tuotekehitysaihiot ovat mielenkiintoisia ja luovat osittain kokonaan uutta markkinaa. Niiden odotetaan ajavan kasvua ja kannattavuusparannusta tulevaisuudessa. Näkyvyys uusien tuotteiden kaupalliseen läpimurtoon on kuitenkin edelleen heikko ja seuraavat 6-18 kuukautta tulevat arviomme mukaan olemaan kriittisiä tuotteiden läpimurron kannalta.

Solteq toisti odotetusti ohjeistuksensa ja odottaa kuluvalle vuodelle liiketuloksen kasvavan selvästi vuoden 2018 tasosta (2018: 2,5 MEUR). Ensimmäisen 9kk:n liikevoitto oli 2,4 MEUR (vertailukaudella 1,8 MEUR), mikä ei jätä laajemmin tilaa heikkouden jatkumiselle Q4:llä. Yhtiö kommentoi tilauskertymänsä olleen Q1:n ja Q2:n tavoin Q3:lla selvästi parempi kuin vertailukaudella, minkä tulisi tukea liikevaihdon kasvun kiihtymistä jatkossa.

**Joni Grönqvist**

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Solteq** | Kurssi: 1.41**Vähennä** | Tavoitehinta: 1.50

Solteq kertoi aamulla myös muuttavansa segmenttirakennettaan ja uusi rakenne on jatkossa ohjelmistoliiketoiminta Solteq Software sekä asiantuntijaliiketoiminta Solteq Digital. Solteq-konsernin raportointirakenne muutetaan vuoden 2020 aikana. Rakenteen tulisi ymmäryksemme mukaan parantaa näkyvyyttä liiketoiminnan rakenteeseen ohjelmisto vs. digitaaliset palvelut ja kansainväliset toiminnot vs. kotimaa. Segmenttien pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat Solteq Softwarelle keskimääräinen liikevaihdon 20 %:n kasvu ja EBIT % vähintään 25 % sekä vastaavasti Solteq Digitalilla 5 % kasvu ja 8 % kannattavuus.

**Joni Grönqvist**

Analyytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Solteq** | Kurssi: 1.41**Vähennä** | Tavoitehinta: 1.50



## Ahlstrom-Munksjö Q3 keskiviikkona: odotamme tulostrendin kääntyneen kulujen laskun myötä

Ennustetaluukko MEUR / EUR	Q3'18		Q3'19		Konsensus		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	745		737	737	731	- 746	2971
Käyttökate (oik.)	89,3		96,0	92,6	88,0	- 98,0	340
Liikevoitto	47,2		50,9	49,5	-	- -	144
Tulos ennen veroja	35,4		39,9	40,8	-	- -	98,6
EPS (raportoitu)	0,22		0,25	0,25	-	- -	0,59
Liikevaihdon kasvu-%	37,6 %		-1,1%	-1,1%	-1,9 %	- 0,1%	-0,8 %
Käyttökate-% (oik.)	12,0 %		13,0 %	12,6 %	0,0 %	- 0,0 %	11,4 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Ahlstrom-Munksjö julkistaa Q3-raporttinsa keskiviikkona noin kello 8.30. Odotamme yhtiön tulostrendin kääntyneen kasvuun Q3:lla etenkin kulujen laskun ansiosta. Koko vuoden näkymiä koskevat kommentit Ahlstrom-Munksjö arviomme mukaan toistaa. Emme tee muutoksia näkemykseemme Ahlstrom-Munksjöstä ennen Q3-raporttia, sillä odotuksissa oleva tulostrendin käänne on mielestämme hinnoiteltu osakkeeseen lyhyellä tähtämellä järkevästi (2019-2020e: P/E 19x-14x, EV/EBITDA 9x-7x).



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

**Ahlstrom-Munksjö** | Kurssi: 14.50  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 14.50

Odotamme Ahlstrom-Munksjön liikevaihdon laskeneen Q3:lla konsensuksen tavoin noin prosentin suhteessa vuoden Q3'18:n pro-forma lukuihin. Yhtiön tuotteiden kysyntä on arvioimme mukaan ollut käytännössä kaikissa divisioonissa Q3:lla vahvaa vertailukautta heikompaa talouskasvun hidastumisen takia (ml. varastoeffektit). Myyntihintojen vakaa ja valuuttakurssien lievästi suotuisa kehitys eivät arvioimme mukaan riitä kompensoimaan volyymien liikevaihtoon luomaa painetta täysimääräisesti. Selvää kasvua odotamme divisioonista ainoastaan North America Speciality Solutionsilta USA:n muita alueita hieman paremman kysyntätilanteen ja korkeamman kustannustason takia.

Yhtiön oikaistun käyttökatteen arvioimme olleen Q3:lla 96 MEUR, mikä on hieman yli konsensuksen. Oikaistua kannattavuutta (oik. käyttökatte-%) suhteessa Q3'18 pro forma-lukuihin ajaa arvioimme mukaan kulujen lasku, sillä sellun hinnan pudotuksen pitäisi näkyä Q3:lla jo selvästi. Lisäksi yrityskauppojen synergiat sekä muut tehostustoimet laskevat kuluja. Vaisu volyymikehitys ja investointien ylösajo ovat kuitenkin laimentaneet kulujen laskun luomaa tulostukea ja IFRS 16 -kirjanpidosta oikaistuna (vaikutus noin 4 MEUR/Q positiivinen käyttökatteeseen, vertailulukuja ei oikaistu) odotamme tuloksen kasvaneen vain lievästi. Divisioonista odotamme maltillisia parannuksia tulosmoottori Filtration&Performancelta sekä alhaisista vertailuluvuista ponnistavilta Decorilta ja Specialitiesilta. North America Speciality Solutionsin tulostulon arvioimme pysyneen muita divisioonia korkeamman kulutason takia vakaana, kun taas Industrial Solutionsin tuloksen odotamme heikentyneen kysynnän rauhoittumisen ja kilpailun kiristymisen takia vahvasta vertailukaudesta. Alariveille odotamme yhtiön kirjanneen 3 MEUR:n kertakulut uudelleenjärjestelyistä, kun taas rahoituskulujen ja verojen arvioimme olleen normaaleilla tasoillaan. Q3:n EPS-ennusteemme on siten lievästi vertailukautta ylempänä 0,25 eurossa, mikä on myös konsensusennuste.

Ahlstrom-Munksjö on antanut vuodelle 2019 näkymät, joiden mukaan kysyntä on hidastunut jonkin verran tietyissä tuotesegmenteissä ja asiakkaat ovat pienentäneet varastoja. Yleinen markkinaympäristö on pysynyt epävarmana ja kysyntä on vaihdellut. Yhtiö on odottanut pystyvänsä vahvistamaan oikaistua käyttökatettaan (2018: pro-forma oik. EBITDA 330 MEUR) tänä vuonna, kun yritysjärjestelyiden synergiat ja säästötoimet alkavat vaikuttaa tulokseen. Odotamme Ahlstrom-Munksjön toistavan nämä kommentit. Säästöjen (ja IFRS 16:n) lisäksi yhtiön käyttökatetason tuloskuntoa tukee arvioimme mukaan yhä voimakkaammin raaka-aineiden hintojen lasku, johon odotamme divisioonan hinnoittelun reagoivan selvemmin vasta ensi vuonna. Näkymien toisto on arvioimme mukaan ehdoton minimivaatimus myös markkinoille, sillä ensi vuoden tulokasvuodotukset (konsensus 2020e: oik. EBITDA: kasvu 17 %) alkavat mielestämme olla etenkin yleiseen talousympäristöön suhteutettuna korkealla.

**Antti Viljakainen**

Analytiikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Ahlstrom-Munksjö** | Kurssi: 14.50**Vähennä** | Tavoitehinta: 14.50

## Uutechnic Q3 torstaina: odotamme marssivauhdin parantuvan suhteessa alkuvuoteen

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'18		Q3'19		Q3'19e		Konsensus		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes	Inderes	
<b>Liikevaihto</b>			4,1						16,2
<b>Liikevoitto (oik.)</b>			0,4						0,9
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>									-2,1 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>			8,5 %						5,8 %

Lähde: Inderes

Uutechnic julkaisee Q3:n liiketoimintakatsauksensa torstaina. Relevanteja vertailulukuja Q3:lta ei ole rakennemuutosten (Japrotekin ja AP-telan myynnit) takia saatavilla, mutta arvioimme jatkuvien liiketoimintojen tulostulon parantuneen lievästi suhteessa H1:een. Uusien tilausten odotamme olleen olosuhteisiin nähden kohtuullisella noin liikevaihtoa vastaavalla tasolla. Kommentteja kuluvan vuoden negatiivisista tulostulonäkymistä yhtiö ei arvioimme mukaan muuta Q3-raportissaan. Emme tee muutoksia näkemykseemme Uutechnicin osakkeesta ennen Q3-raporttia. Syyskuussa julkaistu laaja raporttimme Uutechnicistä on edelleen ajankohtainen ja luettavissa vapaasti [täältä](#).



**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Uutechnic** | Kurssi: 0.34

**Vähennä** | Tavoitehinta: 0.38

Odotamme Uutechnin kirjanneen Q3:lle liikevaihtoa 4,1 MEUR yhtiön Q2:n lopun noin 8,5 MEUR:n tilauskannasta. PPA-poistoista oikaistun liikevoiton odotamme olleen noin 0,4 MEUR. Konsernin kannattavuutta rasittavat arviomme mukaan yhä hieman epäedullinen tilausten jakautuminen tehtaille (hyvässä iskussa olevan Suomen tuotannon osuuden pienentyminen ja tehokkuushaasteita kärsivän Saksan tehtaan osuuden kasvu), tietojärjestelmähankkeen ylimääräiset kulut ja hallintokulujen korkea suhteellinen osuus (taustalla yritysmyyntit). Näitä tekijöitä heijastellen odotamme yhtiön tulokunnan heikentyneen selvästi todennäköisesti vahvoista vertailuluvuista, mutta suhteessa H1:een odotamme yhtiöltä maltillista edistystä parantuneen projektitoteutuksen ja tasapainottuneen myynnin rakenteen ansiosta. Tuloslaskelman alarivejä, rahavirtaa tai tasetta Uutechnic ei liiketoimintakatsauksessaan avaa.

Uutechnic ei ole saanut Q3:lla tiedotuskynnyksen ylittäneitä uusia tilauksia. Näin ollen emme odota yhtiöltä ilotulitusta saatujen tilauksien osalta, mutta toisaalta sekoitintilausten yleensä pienehkön kokoluokan takia tiedotteiden puute ei ole poikkeuksellista. Ennustemme Q3:n uusille tilauksille on noin kvartaalin liikevaihdon tasolla 4 MEUR:ssa, mikä riittäisi pitämään tilauskannan vakaana kohtuullisella tasolla noin 8,5 MEUR:ssa. Tämä olisi mielestämme kohtuullinen suoritus yhtiöltä, sillä varsinkin investointivetoisissa loppukäytöissä (pääosa Suomen tuotannosta) talouskasvun heikentyminen on arviomme mukaan rokottanut kysyntää ja kasvattanut asiakkaiden varovaisuutta päätöksenteossa. Tietyissä esimerkiksi elintarviketeollisuuden kaltaisissa vakaammissa loppukäytöissä (tuntuva osa Saksan tuotannosta) kysyntätilanne on arviomme mukaan ollut edelleen suhteellisen hyvä Q3:lla yleistalouden mollivoittoisesta kehityksestä huolimatta. Markkinatilannetta emme kuitenkaan odota yhtiön juurikaan kommentoivan liiketoimintakatsauksessaan.

Uutechnic on ohjeistanut kuluvan vuoden liikevoiton jäävän viime vuodesta heikon Q1:n takia. Odotamme yhtiön toistavan ohjeistuksensa, sillä alkuvuotta ja Q3:ttä rokottaneet tekijät vaikuttavat arviomme mukaan yhtiöön negatiivisesti myös Q4:lla. Huomio Uutechnicissä keskittyykin mielestämme jo rakennejärjestelyiden jälkeen edessä olevaan ja ensi vuonna kunnolla vauhtiin pääsevään orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun vaiheeseen, joihin liittyvistä suunnitelmista odotamme yhtiöltä jo pikkuhiljaa lisätietoja.

**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Uutechnic** | Kurssi: 0.34**Vähennä** | Tavoitehinta: 0.38

## Aktia Q3 keskiviikkona: Varainhoito ja kommentit strategiasta kiinnostavat

Ennustetaluukko MEUR / EUR	Q3'18		Q3'19		Konsensus			2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes	
Korkokate	21,0		20,1	-	-	-	79,0	
Palkkiotuotot (netto)	22,9		24,8	-	-	-	96,6	
Liiketoiminnan tuotot	55,4		51,5	50,9	50,0	51,7	216	
Liiketoiminnan kulut	-31,8		-31,3	-	-	-	-139,4	
Liikevoitto (oik.)	18,6		19,8	19,6	19,0	20,1	64,7	
EPS (oik.)	0,23		0,23	0,21	0,18	0,23	0,74	
EPS (raportoitu)	0,29		0,23	-	-	-	0,89	

Lähde: Inderes & Bloomberg (konsensus)

Aktia julkistaa Q3-raporttinsa huomenna keskiviikkona aamulla noin klo 8.00. Kello 10 alkavan tiedotustilaisuuden webcast-lähetystä voit seurata [täältä](#). Teimme pieniä ennustetarkennuksia ennen Q3-raporttia, mutta ennustemuotoksemme olivat hyvin pieniä. Odotamme yhtiön vertailukelpoisen Q3-liikevoiton nousseen vuodentakaisesta ja vertailukelpoisen osakekohtaisen tuloksen olleen vuodentakaisella tasolla. Päähuomiomme Q3-raportissa tulee keskittymään Varainhoidon näkymiin ja yhtiön johdon mahdollisiin uusiin kommentteihin päivitetystä strategiasta. Emme tee muutoksia osakkeen suositukseemme tai tavoitehintaamme ennen Q3-raporttia.



**Jesse Kinnunen**

Analytikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

**Aktia** | Kurssi: 8.68

**Vähennä** | Tavoitehinta: 8.60

Asuntolainojen marginaalipaineet jatkuivat Suomen Pankin tilastojen perusteella Suomessa Q3'19:n aikana ja odotamme tämän heikentäneen Aktian Q3-korkokatetta. Lisäksi korkokatetta laskee vertailukaudesta aikaisemmin purettujen korkosuojausten pienentyvä vaikutus. Vastaavasti kuitenkin odotamme Aktian lainakannan hieman kasvaneen kaudella ja tämän tukeneen korkokatetta. Varainhoito kehittyi kaudella arviomme mukaan erinomaisesti, sillä olemme arvioineet yhtiön hallinnoitavan varallisuuden (AUM) kasvaneen kesäkuun lopusta pääasiassa UI-Aktia rahastojen vahvan kehityksen myötä noin 5,3 %:lla noin 10,4 miljardiin euroon syyskuun loppuun mennessä (Q2'19: 9,9 miljardia euroa). Tämän seurauksena arvioimme Q3-palkkiotuottojen kasvaneen selvästi vertailukaudesta. Odotamme myös varallisuusarvojen nousun tukeneen Henkivakuutus sijoitustoiminnan tuottoja ja Q3-henkivakuutusneton nousseen vertailukaudesta.

Liiketoiminnan kulujen ennusteeseemme liittyy arviomme mukaan enemmän epävarmuutta. Yhtiö otti yritysten IRB-mallin käyttöön syksyllä ja PSD2-direktiiviä alettiin soveltamaan syyskuussa. Nämä ovat todennäköisesti aiheuttaneet kuluja yhtiölle. Toisaalta Aktian vertailukelpoiset kulut laskivat Q2'19:n aikana noin 8 %:lla. Odotamme Aktian liiketoiminnan kulujen olleen hieman alle vertailukauden tason Q3:lla. Ennusteemme ovat kokonaisuutena hieman Bloombergin konsensuksen keskiarvosatojen yläpuolella.

Aktia ohjeisti Q2'19-raportissa odottavansa 2019 vertailukelpoisen liikevoiton olevan suunnilleen samalla tasolla kuin vuonna 2018 (65,4 MEUR). Odotamme yhtiön toistavan tämän ohjeistuksensa. Päähuomiomme Q3-raportissa tulee keskittymään yhtiön Varainhoidon näkymiin sekä johdon mahdollisiin uusiin kommentteihin viime syyskuussa julkaistusta [strategiapäivityksestä](#) ja mielestämme kunnianhimoisten 2023 taloudellisten tavoitteiden saavuttamisesta. Päivitettyssä strategiassa yhtiö mm. jatkaa toimintansa tehostamista ja hakee kasvua uusista asiakkaista Suomen kasvukeskuksissa. Strategiapäivityksen yhteydessä Aktia kertoi käynnistävänsä huomattavat yhteistoimintaneuvottelut ja arvioimme yhtiön toteuttavan strategiaansa nyt määrätietoisesti.

**Jesse Kinnunen**

Analytikko

+358 50 373 8027

[jesse.kinnunen@inderes.fi](mailto:jesse.kinnunen@inderes.fi)**Aktia** | Kurssi: 8.68**Vähennä** | Tavoitehinta: 8.60

## CapMan Q3 torstaina: Palveluliiketoiminnan vahva vire jatkuu

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	7,0		9,0				50,7
Liikevoitto	4,9		3,8				27,6
Tulos ennen veroja	4,4		3,1				24,8
EPS (oik.)	0,03		0,02				0,14
Liikevaihdon kasvu-%	-25,4 %		28,3 %				51,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	69,3 %		42,4 %				57,1 %

Lähde: Inderes

CapMan julkaisee Q3-tuloksensa torstaina noin kello 8.30. Odotamme yhtiön Q3:n sujuneen kohtuullisesti ja olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä tarkistuksia ennen Q3-tulosta. Torstain raportissa fokuksemme kiinnittyy tuloksen lisäksi varainkeruuhankkeiden etenemiseen sekä yhtiön kommentteihin rahastojen lähestyvään voitonjakoon liittyen.

Ennustamme CapManin liikevaihdon kasvaneen Q3:lla noin 28 % 9,0 MEUR:oon. Odotamme Palveluliiketoiminnan alkuvuoden vahvan kehityksen jatkuneen Q3:lla ja ennustamme segmentin liikevaihdon kasvaneen 2,8 MEUR:oon (Q3'18: 1,4 MEUR). Scalan Q3 on ollut käsityksemme mukaan suhteellisen hiljainen ja odotamme siltä vertailukauden tasoista liikevaihtoa. Scalan vertailukauden tasoista liikevaihtoa paikkaa kuitenkin CaPSin terve orgaaninen kasvu ja Q1:llä toteutettu JAM-yrityskauppa.



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



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

**Capman** | Kurssi: 1.93  
**Lisää** | Tavoitehinta: 2.00

Hallinnointiliiketoiminnan liikevaihdon ennustamme kasvaneen Q3:lla noin 10 % 6,1 MEUR:oon. Hallinnointiliiketoiminnan kasvua tukee Buyout 11 -rahasto, joka alkoi tuottamaan yhtiölle hallinnointipalkkioita Q3:lta alkaen. Katsauskaudelle ei ole osunut käsityksemme mukaan voitonjako-osuustuottoja ja näin ollen Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus perustuu puhtaasti jatkuviin tuottoihin. Odotamme Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuvan liikevoittomarginaalin parantuneen 13,2 %:iin vertailukauden 11,8 %:sta (~5 % ilman positiivista kertaerää infran kuluihin liittyen).

Odotamme CapManin liikevoiton laskeneen selvästi vertailukaudesta 4,2 MEUR:oon (Q3'18: 4,9 MEUR) johtuen voitonjako-osuustuottojen puuttumisesta ja vertailukautta selvästi matalammista sijoitustuotoista (Q3'19e: 2,3 MEUR vs. Q3'18: 3,9 MEUR). Sijoitustuottoja rasittaa edelleen yhtiön poikkeuksellisen suuri käteispaino pääoman odottaessa sitoutumista sen omiin rahastoihin. Tuloslaskelman alimpien rivien ei pitäisi sisältää yllätyksiä ja odotamme osakekohtaisen tuloksen (EPS) laskeneen vertailukaudesta sentillä 0,02 euroon.

CapManin uutisvirta on ollut syksyn aikana rahastojen irtaantumisten ja käynnissä olevien varainkeruuhankkeiden osalta yllättävän hiljainen. Q3-raportissa huomioimme kiinnittyä tuloksen lisäksi varainkeruuhankkeiden etenemiseen sekä yhtiön kommentteihin rahastojen voitonjakoon liittyen. CapMan ei ole raportoinut Nordic Real Estate 1 -rahaston osalta Q3:n aikana uusista irtautumisista, mikä kasvattaa todennäköisyyttä sille, että rahaston voitonjako siirtyy Q4'19:sta ensi vuoteen. Huomautamme, että näkemyksemme rahaston voitonjakopotentialista ei ole muuttunut ja arvioimme sen luovan merkittävän voitonjako-osuustuoton (13,6 MEUR) CapManille H2'19-2020 aikana. Olemme kommentoineet NRE 1 -rahaston voitonjaon mahdollista siirtymistä tarkemmin syyskuussa julkaisemassamme [yhtiöpäivityksessä](#). CapMan totesi Q2-raportin yhteydessä varainkeruun jatkuvan vilkkaana ja yhtiö kertoi keräävänsä pääomia Buyout- Infra- ja Real Estate -rahastoihin. Yhtiö ei ole tiedottanut Q3:n aikana rahastojen sulkemisista ja odotammekin yhtiöltä kommentteja myös varainkeruuhankkeiden etenemisestä.



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



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

**Capman** | Kurssi: 1.93  
[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 2.00



## Cramo Q3 torstaina: vuoden 2019 selkeä tuloslasku jo odotuksissa

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	160		154	155			622
<b>EBITA (oik.)</b>	31,8		23,7	25,0			71,6
<b>Liikevoitto</b>	30,8		22,7	24,0			68,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	27,9		19,1	20,6			54,0
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,53		0,34	0,38			0,94
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-16,9 %		-3,6 %	-2,9 %			-1,6 %
<b>EBITA-%</b>	19,9 %		14,8 %	0,0 %			10,9 %

Lähde: Inderes & Bloomberg (konsensus)

Cramo julkistaa Q3-tuloksensa torstaina noin kello 9.00. Yhtiön tuloksen odotetaan tänä vuonna ja myös Q3:lla laskevan. Yhtiön CMD:llä antama vuoden 2020 ohjeistus laittaa tämän vuoden tuloskehityksen pienelle merkitykselle, mutta seuraamme raportista tarkasti enteitä ensi vuoden ohjeistukseen pääsystä. Tähän liittyen yhtiön näkymät ja markkinakomentit ovat keskiössä. Emme tee muutoksia lisää-suosituksemme tai 10,2 euron tavoitehintaamme ennen tulosta.



**Olli Koponen**

Analyttikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Cramo** | Kurssi: 9.52

**Lisää** | Tavoitehinta: 10.20

Ennustamme Cramon liikevaihdon laskeneen Q3:lla 4 % vertailukaudesta 154 MEUR:oon (Q3'18: 160 MEUR). Odotamme liikevaihdon laskua etenkin Skandinavia-segmentistä, missä Ruotsin suurten projektien päätyminen ja uusien käynnistymisen jarruttaa vielä kehitystä. Odotamme kuitenkin lupailtujen teollisuuden projektien käynnistyvän vuoden 2019 toisella puoliskolla tukien vuoden 2020 suoritusta. Odotamme Q3:n EBITA:n laskeneen noin 25 %:lla vertailukaudesta 23,7 MEUR:oon (Q3'18: 31,8 MEUR). Kannattavuus on heikentynyt Q3:lla arviomme mukaan jokaisessa segmentissä, kun hintakilpailu painaa Suomea ja Ruotsin heikkous näkyy Skandinavia-segmentissä.

Ennakoimme Cramon toistavan ohjeistuksensa kuluvalle vuodelle. Yhtiö odottaa vuoden 2019 vertailukelpoisen EBITA:n laskevan vuodesta 2018 (2018: 94,8 MEUR). Ennustamme EBITA:n laskevan noin 72 MEUR:oon vastaten noin 24 %:n tulospuodotusta. EBITA-marginaali tippuu viime vuoden noin 15 %:sta ennusteillamme tänä vuonna noin 11,5 %:iin, kun yhtiön EBITA-% on yli syklin ollut noin 13 %. Tämän vuoden ennusteisiin liittyy mielestämme riski odotuksia isommasta tuloslaskusta, sillä yhtiö on käynnistänyt isoja toimenpiteitä kustannustehokkuuden parantamiseen. Näiden kuluvaikutus tulee vuoden 2019 toisella vuosipuoliskolla olemaan noin 4 MEUR negatiivinen. Näiden toimenpiteiden pitäisi kuitenkin nostaa vuoden 2020 tulosta noin 10-12 MEUR:illa, joka on edellytyksenä myös vuoden 2020 ohjeistuksessa. Yhtiö ohjeistaa vuodelle 2020 vertailukelpoisen EBITA:n olevan yli 75 MEUR, joten yhtiön tulos lähtisi jälleen nousuun yhden hieman heikomman vuoden jälkeen. Ennusteisiin liittyy kuitenkin vielä syklisiä riskiä ja markkinan käänteet tulevat liittymään vuoden 2020 ohjeistuksen luottoon. Tämän vuoksi seuraamme raportissa eritoten kommentteja yhtiön näkymistä ja markkinakehityksestä.

**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Cramo** | Kurssi: 9.52**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.20

## Efecte Q3 keskiviikkona: SaaS-kasvu ja kv-panostusten eteneminen jälleen keskiössä

Ennustetaulukko	Q3'18		Q3'19		Q3'19e		Konsensus		2019e
	MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes	
Liikevaihto		2,8		3,2					14,0
SaaS liikevaihto		1,5		1,8					7,0
Käyttökate		-0,3		-0,2					-1,2
Liikevoitto		-0,4		-0,2					-1,6
EPS (raportoitu)		-0,06		-0,04					-0,27
Liikevaihdon kasvu-%		19 %		11 %					14 %
Liikevoitto-%		-13 %		-8 %					-12 %

Lähde: Inderes

SaaS-ohjelmistoyhtiö Efecte julkaisee Q3-liiketoimintakatsauksen keskiviikkona. Fokuksemme katsauksessa on erityisesti SaaS-liikevaihdon kasvunopeudessa ja kansainvälisten liiketoimintojen kasvupanostusten etenemisessä. Ennakoimme, että yhtiön yli 20 %:n SaaS-liikevaihdon kasvua ja parantuvaa kannattavuutta indikoivaan ohjeistukseen ei ole luvassa muutoksia.



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

**Efecte** | Kurssi: 4.67

**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.20

Raportin numeroissa päähuomiomme kohteena on liikevaihdon kasvu, ja sen sisällä erityisesti SaaS-liikevaihdon kasvunopeus. Ennustamme Efecten liikevaihdon kasvaneen Q3:lla kokonaisuutena 11 % vertailukaudesta 3,2 MEUR:oon ja tammi-syyskuussa +14 % 10,0 MEUR:oon. Odotamme arvonmuodostuksen kannalta keskeisten SaaS-tuottojen kasvaneen Q3:lla noin 19 % ja tammi-syyskuussa +23 %. SaaS-tuottojen kasvuvauhtia hidastaa lyhyellä tähtäimellä Q3:n aikana tapahtuneen kahden suurehkon SaaS-asiakkuuden samanaikainen päättymisen. Ennustamme SaaS-liiketoimintaa tukevan Palvelut-liiketoiminnan puolestaan kasvaneen Q3:lla noin +15 % ja tammi-syyskuussa +14 %. Enää noin 10 % liikevaihdesta muodostavien ei-strategisten muiden tuottojen (kertalisenssit ja tuki ja ylläpito) odotamme säilyneen Q3:lla suunnilleen vertailukauden tasolla.

Odotamme Efecten käyttökattteen ja liiketuloksen olleen kansainvälisen liiketoiminnan kasvuun tehdyistä voimakkaista ja etupainotteisista kasvupanostuksista johtuen (rekrytoinnit ja markkinointi) edelleen negatiivisia Q3:lla ja tammi-syyskuussa, mutta tappion pienentyneen edelleen vertailukaudesta. Ennustamme käyttökatteelle Q3:lla on noin -0,15 MEUR (-5 % liikevaihdesta) ja tammi-syyskuussa -0,9 MEUR (-9 % liikevaihdesta). Liiketuloksen ennustamme parantuvan Q3:lla -0,25 MEUR:oon vertailukauden -0,3 MEUR:n tasolta ja olleen tammi-syyskuussa noin -1,2 MEUR (-9 % liikevaihdesta).

Yhtiö ohjeistaa vuodelle 2019 yli 20 %:n SaaS-liikevaihdon kasvua ja parantuvaa kannattavuuskehitystä. Odotamme yhtiön toistavan nämä näkymät Q3-liiketoimintakatsauksessa. Ennustamme tällä hetkellä SaaS-liikevaihdon kasvuun hidastuvan hieman alle yhtiön tavoitetason vuoden jälkipuoliskolla, mutta kasvavan koko vuoden 2019 aikana yhtiön tavoitetason mukaisesti noin 22 % 7,0 MEUR:oon. Käyttökattteen ennustamme parantuvan -1,3 MEUR:oon vertailukauden -2,0 MEUR:n tasolta. Ennakoimaamme tappion pienentymistä ajaa vertailukaudesta liikevaihdon kasvu, kustannustehokkuuden parantuminen sekä pienentyvät kertaluonteiset kustannukset.

Efecten arvonmuodostuksen kannalta tärkein strateginen painopistealue on kansainvälisen liiketoiminnan kasvattaminen, ja odotammekin yhtiön toistavan alkuvuonna annetut kommentit positiivista kysyntänäkymistä ja vahvasta kasvusta Saksan osalta. Lisäksi meitä kiinnostaa mahdolliset kommentit Ruotsin ja Tanskan liiketoimintojen kehityksestä, sillä näiden liiketoimintojen kehitys on ollut viime vuoden ajan vaisua ja yhtiö kertoi H1'19-raportin yhteydessä positiivisista merkeistä Skandinavian alueella.



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

**Efecte** | Kurssi: 4.67

**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.20

Suosituksemme ja tavoitehintamme Efecten osakkeelle ovat ennallaan lisää-tasolla ja 5,20 eurossa. Tarkemmat perustelut näkemyksellemme ja tavoitehinnallemme on luettavissa lokakuun alussa yhtiöstä julkaisemastamme [laajasta raportista](#).

**Petri Aho**

Analyttikko

+358 50 340 2986

petri.aho@inderes.fi

**Efecte** | Kurssi: 4.67**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.20

## Fiskars Q3 torstaina: tuore tulosvaroitus laskee odotukset matalalle

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus	2019e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	256		239				1080
Vertailukelpoinen EBITA	27,0		22,4				104,3
Liikevoitto (oik.)	23,6		17,0				87,2
Liikevoitto	23,3		14,0				72,8
EPS (oik.)	0,34		0,15				0,89
EPS (raportoitu)	0,34		0,11				0,71
Liikevaihdon kasvu-%	-5,3 %		-6,6 %				-3,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	9,2 %		7,1 %				8,1 %

Lähde: Inderes

Fiskars julkistaa Q3-raporttinsa torstaina noin klo 8.30. Yhtiö alensi lokakuussa liikevaihto-ohjeistustaan vuodelle 2019, minkä taustalla oli Functional-segmentin odotettua heikompi Q3-myynti. Haastavan alkuvuoden ja toukokuussa lasketun EBITA-ohjeistuksen jälkeen loppuvuoden odotuksemme olivat jo valmiiksi matalalla tasolla, mutta laskimme lokakuun liikevaihtovaroituksen jälkeen Q3-ennustemme vielä alemmas. Odotamme Q3-raportin jäävän vertailukauden alapuolelle sekä liikevaihdon että tuloksen osalta.



**Petri Kajaani**

Analyttikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Fiskars** | Kurssi: 12.22

**Lisää** | Tavoitehintaa: 13.20

Odotamme Q3-liikevaihdon laskeneen 7 % 239 MEUR:oon (Q3'18: 256 MEUR). Liikevaihdon laskun taustalla on koko alkuvuoden ollut Living-segmentti, missä etenkin English & Crystal Living -liiketoiminnan myyntikanavien ja tuoteportfolion karsiminen, asiakkaiden täydet varastot ja heikot markkinaolosuhteet ovat vaikuttaneet myyntiin negatiivisesti. Functional-segmentti on alkuvuonna pitänyt konsernin liikevaihtoa ja tuloskuntoa yllä, mutta lokakuussa annetun liikevaihtovaroituksen jälkeen myös siltä näyttää pudonneen hyvä vauhti pois Q3:lla. Ennustimme jo valmiiksi, että Living-segmentin liikevaihto jatkaa laskuaan Q3:lla, mutta lokakuun liikevaihtovaroituksen jälkeen laskimme myös Functional-segmentin Q3-ennusteemme vertailukauden alapuolelle. Yhtiö kommentoi lokakuussa, että Functional-segmentin kastelukategorian myynti ei parantunut heikon H1:n jälkeen, Outdoor-liiketoiminnan liikevaihto laski edellisvuoden tasolta, lähinnä julkishallinnon kanavassa ja tärkeän kouluunpaluusesongin myynti ei yltänyt odotuksiin.

Odotamme Q3 vertailukelpoisen EBITA:n laskeneen 22,4 MEUR:oon (Q3'18: 27,0 MEUR). Isoin ajuri tämän taustalla on laskeva liikevaihto. Alkuvuonna yhtiön bruttomarginaali on myös ollut laskussa, mitä on selitetty asiakas- ja tuotemixin muutoksilla, joten myös näillä voi olla Q3:lla kannattavuutta heikentävä vaikutus. Lisäksi yhtiö on kertonut alkuvuonna USA:n asettamien tullien (Kiinasta tuoduille tavaroille) vaikuttavan kannattavuuteen negatiivisesti. Living-segmentissä on tällä hetkellä käynnissä laaja kolmivuotinen uudelleenjärjestelyohjelma, mistä aiheutuvien kertaluonteisten kulujen odotamme myös rasittavan raportoitua liikevoittoa Q3:lla. Odotamme myös raportoidun osakekohtaisen tuloksen jääneen selvästi vertailukauden alapuolelle (0,11 euroa vs. 0,34 euroa), sillä vertailukauden osakekohtaiseen tulokseen sisältyi Q3:lla saadut 7,5 MEUR:n osingot Wärtsilästä. Fiskars jakoi Wärtsilä-omistuksensa tänä keväänä ylimääräisenä osinkona osakkeenomistajilleen, minkä jälkeen yhtiö ei enää kirjaa tulokseensa keväällä ja syksyllä saatuja osinkoja Wärtsilästä, jotka olivat vuositasolla yhteensä noin 15 MEUR.

Odotamme yhtiön toistavan lokakuussa lasketun ohjeistuksen, jonka mukaan Fiskars odottaa sekä vertailukelpoisen liikevaihdon että vertailukelpoisen EBITA:n jäävän alle edellisvuoden tason. Fiskarsin liikevaihto vuonna 2018 oli 1118,5 MEUR ja vertailukelpoinen EBITA oli 121,7 MEUR (EBITA 10,9 %). Meidän ennusteemme vuoden 2019 liikevaihdolle ennen Q3-raporttia on 1080 MEUR (liikevaihto -3,5 %) ja vertailukelpoiselle EBITA:lle 104,3 MEUR (EBITA 9,7 %).

**Petri Kajaani**

Analytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Fiskars** | Kurssi: 12.22**Lisää** | Tavoitehintaa: 13.20

## Metsä Board Q3 torstaina: tulos on tiedossa, näkymät ja markkinakommentit avainrooleissa

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	475		489	483	469	- 516	1932
Liikevoitto (oik.)	63,7		42,0	39,2	32,8	- 42,5	186
Liikevoitto	63,7		42,0	39,1	32,0	- 42,5	201
EPS (oik.)	0,16		0,09	0,09	0,07	- 0,10	0,41
Liikevaihdon kasvu-%	-0,7 %		2,8 %	1,7 %	-1,3 %	- 8,6 %	-0,6 %
Liikevoitto-% (oik.)	13,4 %		8,6 %	8,1 %	7,0 %	- 8,2 %	9,6 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Metsä Board julkistaa Q3-raporttinsa torstaina noin kello 12.00. Raportin tärkein operatiivinen luku eli kvartaalin operatiivinen liikevoitto (Q3'19: oik. EBIT 42 MEUR) on tiedossa yhtiön lokakuun alun positiivisen tulosvaroituksen ansiosta. Näin ollen kurssireaktion ratkaisevat Q4:n ohjeistus ja kommentit markkinatilanteesta. Markkinaodotuksissa on vakaan tulokunnan jatkuminen Q4:llä. Metsä Boardin osakekurssi on ollut viime viikkoina rajussa nousussa (+50 % Q2-raportin julkistamispäivän päätöksestä), mitä on mielestämme ajanut etenkin arvostuskertoimien nousu (konsensuksen ennustemuutokset vuosille 2020 ja 2021 pieniä). Osakkeen nykyarvostus (2019e: P/E 15x, EV/EBITDA 8x, P/B 1,6x) alkaa mielestämme olla jo haastava, kun huomioidaan makrotalouden ja toimialan epävarmat näkymät. Siten emme tee muutoksia negatiiviseen näkemyksemme yhtiöstä ennen raporttia.



**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Metsä Board** | Kurssi: 6.00

**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.00



Ennustamme Metsä Boardin liikevaihdon kasvaneen Q3:lla 3 % 489 MEUR:oon, mikä ylittää konsensuksen lievästi. Arvioimme kasvun muodostuneen vertailukautta korkeammista kartonkivolyymeistä, kun taas hintakomponentin vaikutuksen odotamme olleen melko neutraali. Metsä Board kertoi lokakuun alun positiivisessa tulosvaroituksessaan, että Q3:n oikaistu liikevoitto on 42 MEUR. Tuloksen selvää laskua suhteessa vertailukauteen ajaa sellun hinnan lasku, joka pitää etenkin osakkuusyhtiötuloksen (Metsä Fibre) rajussa paineessa. Kartonkiliiketoiminnan kehityksen arvioimme olleen lievästi nousujohteista, sillä volyymikasvu, valuutat ja taivekartonkien alkuvuoden hintojen korotukset riittävät arvioimme mukaan kompensoimaan lainerien maltilliset hintapaineet. Alemmilla riveillä odotamme yhtiön rahoituskulujen olleen normaaleilla tasoillaan ja veroasteen selvässä nousussa (taustalla Metsä Fibren tulososuuden pienentyminen ja vertailukauden poikkeuksellisen alhaiset verot). Näin ollen Q3:n EPS:n ennusteemme on tuntuvasti vertailukautta alempana 0,09 eurossa.

Odotamme Metsä Boardin ohjeistavan Q4:lle jokseenkin Q3:n tasolla olevaa oikaistua liikevoittoa. Konsensuksen perusteella markkinaodotukset ovat samalla tasolla. Q4 (joulukuu) on kartonkiliiketoiminnassa kausiluonteisesti hiljaisempi ja arvioimme sellun keskihinnan pysyvän paineessa myös Q4:llä. Toisaalta valuutat, pienenevä vuosihuoltojen tulosrasitus ja puun hinnan lievä lasku kompensoivat negatiivisia ajureita. Lisäksi Q4:llä pakkaa voivat sekoittaa ylimääräisten päästöoikeuksien myynnistä tulevat tuotot, jotka kirjataan oikaistuun tulokseen. Päästöoikeuksien hintojen nousun ansiosta myyntien luoma tulostuki voi olla merkittävä. Mahdollisten myyntituottojen ansiosta näemme Q4:ssä myös tietyn positiivisen yllätyksen mahdollisuuden, vaikka muuten epävarmuus onkin varsin korkealla.

Lisäksi kiinnitämme raportissa huomiota etenkin Metsä Boardin kommentteihin luultavasti käyntiin päässeistä taivekartonkien ensi vuoden vuosisopimusten hintaneuvotteluista. Olemme odottaneet hintojen pysyvän melko vakaina ensi vuonna, mikä olisi mielestämme yhtiöltä kohtuullinen suoritus hidastuvassa talousympäristössä (ml. kilpailun kiristyminen ja kulutason lasku). Selkeä hintojen muutos jompaankumpaan suuntaan sen sijaan loisi muutospaineita meidän ja todennäköisesti myös konsensuksen ensi vuoden ennusteisiin ja toimisi siten ajurina Metsä Boardin osakekurssille.

**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Metsä Board** | Kurssi: 6.00**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.00

## Outokumpu Q3 torstaina: tuloskuopan syvyyteen haetaan näkyvyyttä

Ennustetaluukko MEUR / EUR	Q3'18		Q3'19		Q3'19e		Konsensus		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes	Inderes	
<b>Liikevaihto</b>	1733		1501	1540	1370	- 1840		6435	
<b>Käyttökate (oik.)</b>	128		65,0	49,8	34	- 67		271	
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	75		8,1	-7,2	-19	- 15		43,9	
<b>Tulos ennen veroja</b>	36		-10,0	-21,1	-38,7	- 57		30,1	
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,07		-0,05	-0,04	-0,10	- 0,12		-0,02	
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	16,5 %		-13,4 %	-11,1 %	-20,9 %	- 6,2 %		-6,4 %	
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	4,4 %		0,5 %	-0,5 %	-1,4 %	- 0,8 %		0,7 %	

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Outokumpu julkaisee Q3-raporttinsa torstaina noin kello 9.00. Odotukset ovat matalalla, kun yhtiön tulostason odotetaan laskeneen selvästi vertailukauden tasolta erittäin haastavaa markkinaa heijastellen. Raportissa huomiomme tulee kohdistumaan etenkin Americas-segmentin kehitykseen sekä yhtiön lyhyen tähtäimen markkinakommentteihin Europan hyvin haastavan markkinatilanteen suhteen.



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

**Outokumpu** | Kurssi: 2.68  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 2.60

Odotamme Outokummulta Q3'19:lta 1501 MEUR:n liikevaihdolla 65 MEUR:n oikaistua käyttökattetta. Olemme operatiivisen tuloksen ennusteellamme hajanaisen konsensuksen ylälaidalla, kun konsensus odottaa 50 MEUR:n oikaistua käyttökattetta. Tulosodotukset ovat hyvin matalalla tasolla, minkä taustalla on Europen hyvin heikko markkinatilanne kausiluonteisesti hiljaisemmalla Q3:lla ja odotukset Americasin yhä jatkuvista tulosaasteista. Arviomme mukaan Europen Q3 on ollut tavanomaista heikompi kysynnän suhteen, minkä negatiivista tulosvaikutusta voimistavat matalat markkinahinnat. Lisäksi yhtiöllä oli johdannaisten kautta nettona lyhyeksi myytyinä nikkeliä Q2:n lopussa, mikä nikkelin hinnan voimakkaan nousun takia heijastuu yhtiön tulokseen sitä heikentävästi. Ferrokromi-segmentissä odotukset ovat niin ikään matalalla sopimushinnan oltua edelleen paineessa ja kvartaalille osuneiden huoltotöiden kasvattaessa kustannuksia. Olemme siirtäneet Saksan kiinteistömyynnistä odotetun 68 MEUR:n kertaerän Q3:lta Q4:lle, sillä transaktio ei ole vielä vahvistunut. Heikkoa operatiivista tulosta heijastellen osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on -0,05 eurossa, kun konsensuksen vastaava ennuste on -0,04 euroa.

Outokumpu ohjeistaa totuttuun tapaan vain Q4:n näkymiä, jotka ovat konsensuksen oikaistun käyttökattteen osalta noin Q3:n ennusteemme tasolla. Siten ohjeistuksen sanamuotojen tulisi indikoida vähintään tätä tasoa täyttääkseen odotukset. Epävarmuuden pitää kuitenkin koholla heikentynyt kysyntä sekä yhä paineessa olleet markkinahinnat, joihin ei saada muutosta loppuvuonna. Lisäksi ferrokromin sopimushinta asettui matalalle 1,02 \$/lb tasolle Q4:lle ja segmentin kulurakennetta nostaa hieman ylimääräiset kustannukset huoltotöistä. Siten muuten vahvassa iskukunnossa olevasta Ferrochrome-segmentistä ei saada tulostukea myöskään Q4:llä. Lyhyen tähtäimen ohjeistuksen lisäksi mielenkiintomme kohdistuu Americasin käänteen etenemiseen ja mahdollisiin kommentteihin segmentin uudistetun myyntiorganisaation toimista ja aikaansaannoksista. Kassavirran kehitys on myös huomiomme kohteena raportissa, sillä Outokumpu tavoittelee 150 MEUR:n käyttöpääoman vähennystä koko vuodelta ja Q3'19:n loppu on tärkeä tarkistuspiste tämän tavoitteen osalta.



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

**Outokumpu** | Kurssi: 2.68  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 2.60

## Teleste Q3 torstaina: raportista haetaan näkyvyyttä loppuvuoden tulosparannukselle

Ennustetaulukko	Q3'18		Q3'19		Q3'19e		Konsensus		2019e
	MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes	
Liikevaihto		59,4		62,9					250
Käyttökate		4,5		5,5					12,2
Liikevoitto (oik.)		3,2		3,3					10,5
Liikevoitto		3,2		3,3					3,2
EPS (raportoitu)		0,13		0,13					0,01
Liikevaihdon kasvu-%		5,6 %		5,9 %					-0,3 %
Liikevoitto-% (oik.)		5,4 %		5,2 %					4,2 %

Lähde: Inderes

Teleste raportoi Q3-tuloksensa torstaina klo 8.30. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvaneen informaatioteknisten vahvan tilauskannan tukemana ja liiketuloksen pysyneen suunnilleen vertailukauden tasolla. Raportissa erityisen mielenkiinnon kohteena ovat jälleen markkinanäkymät, sillä tilaajaverkkotuotteissa tuleva teknologiamurros varjostaa edelleen lyhyen aikavälin kysyntänäkymää ja loppuvuoden tulosparannusta. Siihen nähden osakkeen arvostus (2019e-2020e oik. P/E 14x-10x) näyttää neutraalilta.



**Atte Riikola**

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



**Mikael Rautanen**

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

**Teleste** | Kurssi: 5.98

**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.50

Odotamme Telesten Q3-liikevaihdon kasvaneen noin 6 % 62,9 MEUR:oon Video and Broadband Solutions (VBS) -segmentin vetämänä. VBS-segmentin tilauskanta (76,2 MEUR) oli Q2:n lopussa yhtiön historian korkeimmalla tasolla. Raideliikenteen informaatiotarkkaisuun painottuvasta tilauskannasta noin 50 % toimitetaan tänä vuonna, mikä tukee loppuvuoden kasvua. Odotamme näin ollen VBS-segmentin liikevaihdon kasvaneen 16 % 37,3 MEUR:oon (Q3'18: 32,2 MEUR), vaikka tilaajaverkkolaitteiden lyhyen aikavälin kysyntänäköymää varjostaa edelleen hajautetun verkkoarkkitehtuurin teknologiamurros. Palveluliiketoiminnan eli Network Services -segmentin (NS) liikevaihdon odotamme laskeneen 6 % 25,5 MEUR:oon (Q3'18: 27,2 MEUR). Teleste ohjeistaa palveluliiketoiminnan liikevaihdon laskevan vuonna 2019 Saksassa viime vuonna päättyneen suuren toimitusprojektin vuoksi.

Ennustamme Telesten Q3-liikevoiton pysyneen suunnilleen vertailukauden tasolla ja olleen 3,3 MEUR (Q3'18: 3,2 MEUR). Kuluva vuoden ennusteessamme tuloskasvupaineet on ladattu Q4:lle (EBIT: 3,6 MEUR, tuloskasvu +62 %). Odotamme VBS-segmentin Q3-liikevoiton heikentyneen hieman vertailukaudesta ja olleen 2,6 MEUR (Q3'18: 2,7 MEUR), mikä vastaa 7 %:n liikevoittomarginaalia. Palveluliiketoiminnan odotamme puolestaan parantaneen aavistuksen vertailukaudesta ja liikevoiton olleen 0,6 MEUR (Q3'18: 0,5 MEUR), mikä tarkoittaa 2,5 %:n liikevoittomarginaalia. Palveluliiketoiminnan tämän vuoden tuloskehitys (EBIT-% Q1: -3,9 % ja Q2: 3,1 %) on ollut vaihtelevaa ja Teleste jatkaa edelleen sen operatiivisen toiminnan tehostamista ja fokuoittumista korkeamman lisäarvon palveluihin. Osakekohtaisen tuloksen odotamme pysyneen vertailukauden tasolla 0,13 eurossa.

Teleste ohjeistaa liikevaihtonsa pysyvän vuoden 2018 tasolla (250,3 MEUR) ja oikaistun liikevoiton kasvavan edellisvuodesta (2018: 9,7 MEUR). Odotamme yhtiön toistavan näkymänsä Q3-raportissa. Koko vuoden ennusteemme on linjassa ohjeistuksen kanssa ja odotamme vuoden 2019 liikevaihdon olevan 250 MEUR ja oikaistun liikevoiton 10,5 MEUR. Näkymien pohjalla on oletus, että VBS-segmentissä tilaajaverkkotuotteiden liikevaihtoa tukee loppuvuodesta hajautetun arkkitehtuurin tuotteiden myynnin käynnistyminen. Telesten kommentit markkinatilanteen kehityksestä ovatkin jälleen erityisen mielenkiinnon kohteena Q3-raportissa.

**Atte Riikola**

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

**Mikael Rautanen**

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

**Teleste** | Kurssi: 5.98

**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.50

## Enersizen osakeanti merkittiin lähes täyteen

Loudspringin listattu salkkuyhtiö Enersize kertoi eilen sen lokakuussa käynnissä olleen [merkintäannin](#) tulokset. Anti merkittiin lopulta 90,4 prosenttisesti ja yhtiö keräsi siinä 42,5 MSEK uutta pääomaa sijoittajilta. Tehtaiden paineilmajärjestelmien energiatehokkuuden parantamiseen keskittyvän Enersizen keräämät varat ovat huomattavat yhtiön kokoon nähden ja ne tarjoavat aiempaa paremmat resurssit yhtiölle sen uudistuneen SaaS-ohjelmistomyynnin ylösajoon sekä tuotekehitykseen. Aiemmat listautumisen yhteydessä vuonna 2017 kerätyt pääomat (28 MSEK) yhtiö hukkasivat vanhan projektiluonteisen liiketoimintamallinsa hitaaseen asiakaskonversioon. Enersizen arvon tulevan kehityksen kannalta on kriittistä, että nyt kerätyt rahat onnistutaan käyttämään tuottavasti ja tilauksia tehtailta alkaa tulla historiallisia näyttöjä rivakammin.

Annin myötä Enersizen osakemäärä nousi merkittävästi eli 65,4 miljoonalla osakkeella 101 miljoonaan osakkeeseen. Loudspringin aiempi omistus Enersizessä on ollut 28,7 % ja odotamme Loudspringin kertovan torstain Q3-katsauksessaan, miten sen omistusosuus on kehittynyt. Odotuksissamme on, että yhtiö on käyttänyt merkintäoikeutensa täysimääräisesti, jolloin omistusosuus hieman kasvaa. Aiempi tulosennakkokommenttimme Loudspringin torstain Q3-katsauksesta on luettavissa [täältä](#).



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

**Loudspring** | Kurssi: 0.36  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 0.35

## Nixu avasi uuden toimiston Alankomaissa

Nixu tiedotti maanantaina, että se on avannut uuden toimipisteen Haagin Security Delta (HSD) -kampuksella laajentaakseen toimintaansa Alankomaissa. Uuden toimipisteen avaaminen tukee Nixun kasvustrategiaa ja pyrkimystä markkinaläsnäolon vahvistamiseksi Benelux-maissa. Nixulla on Hollannissa jo vuonna 2016 avattu toimisto Amsterdamissa.

HSD on kyberturvallisuusalan keskittymä, joka koostuu yrityksistä, viranomaisista ja tutkimuslaitoksista, jotka työskentelevät yhdessä kyberturvallisuuden kehittämiseksi. Nixun mukaan yhtiön liittyminen osaksi HSD-ekosysteemiä on ennen kaikkea osoitus alan toimijoiden yhteistyön merkityksestä, mutta se auttaa myös saavuttamaan seuraavan tason kyberturvakeskusteluissa ja -toimenpiteissä.

Kansainvälinen laajentuminen on keskeinen osa Nixun kasvustrategiaa, jota olemme käsitelleet tarkemmin tuoreessa Nixun laajassa [analyysiraportissa](#). Nixu tavoittelee vuosina 2020-2024 vuosittain 15-25 %:n orgaanista kasvua ja lisäksi yritysostojen arvioidaan tuovan keskimäärin 10 %:n vuotuisen kasvun strategiakaudella.



**Atte Riikola**

Analytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Nixu** | Kurssi: 12.20

**Lisää** | Tavoitehintaa: 13.00

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	9.24	-2.3 %	4.2 %	Vähennä	9.00	-2.6 %	23.5	14.6	15.9	9.6	3.9	0.22	2.4 %	33
Admicom	50.40	-2.7 %	144.7 %	Vähennä	48.00	-4.8 %	46.4	35.1	36.1	26.8	17.2	0.75	1.5 %	243
Ahlstrom-Munksjö	14.50	0.0 %	19.6 %	Vähennä	14.50	0.0 %	19.5	18.6	13.7	12.4	1.4	0.52	3.6 %	1671
Aktia Bank	8.68	-1.4 %	-3.6 %	Vähennä	8.60	-0.9 %	11.6	8.0	11.5	9.2	1.0	0.63	7.3 %	599
Alma Media	6.92	0.0 %	24.9 %	Lisää	7.30	5.5 %	13.3	10.0	12.5	8.0	3.3	0.38	5.5 %	568
Apetit	7.78	-0.3 %	-13.6 %	Vähennä	7.90	1.5 %	neg.	72.3	14.8	8.7	0.5	0.40	5.1 %	48
Aspo	8.80	1.1 %	10.6 %	Vähennä	8.10	-8.0 %	14.1	19.6	11.0	14.3	2.3	0.45	5.1 %	276
Aspocomp Group	6.18	3.7 %	67.0 %	Myy	5.20	-15.9 %	12.8	11.7	14.0	11.7	2.3	0.14	2.3 %	41
Avidly	4.87	0.0 %	-5.6 %	Vähennä	5.00	2.7 %	neg.	neg.	84.8	42.8	1.3	0.00	0.0 %	12
Basware	21.00	2.2 %	-46.8 %	Lisää	23.00	9.5 %	neg.	neg.	neg.	243.3	3.4	0.00	0.0 %	302
Bittium	6.00	-2.0 %	-21.2 %	Lisää	7.50	25.0 %	31.4	29.1	19.1	17.7	1.9	0.15	2.5 %	214
CapMan	1.93	-1.0 %	31.1 %	Lisää	2.00	3.6 %	14.0	11.1	9.7	8.0	2.4	0.13	6.7 %	293
Cargotec	31.38	6.1 %	17.4 %	Vähennä	31.00	-1.2 %	11.5	13.0	12.3	9.8	1.4	1.20	3.8 %	2021
Caverion	5.63	1.8 %	10.6 %	Lisää	6.60	17.2 %	21.6	20.0	13.2	11.2	3.2	0.13	2.3 %	782
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	139.50	0.0 %	34.8 %	Vähennä	130.00	-6.8 %	12.1	20.1	12.1	19.0	1.2	0.88	6.8 %	402
Citycon	9.34	0.0 %	15.6 %	Vähennä	9.70	3.9 %	11.6	20.1	11.3	19.7	0.8	0.65	7.0 %	1661
Consti Yhtiöt	5.12	-0.8 %	-6.9 %	Vähennä	5.20	1.6 %	14.9	12.6	8.5	8.1	1.3	0.00	0.0 %	39
Cramo	9.52	-2.2 %	-36.2 %	Lisää	10.20	7.1 %	10.2	11.9	8.8	10.6	1.0	0.60	6.3 %	425
Detection Technology	22.50	5.1 %	37.6 %	Lisää	23.00	2.2 %	22.7	16.5	19.2	13.7	5.4	0.38	1.7 %	323
Digia	3.72	-1.6 %	30.5 %	Lisää	4.00	7.5 %	12.6	11.7	10.5	9.1	1.8	0.10	2.7 %	99
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	4.67	-2.5 %	21.0 %	Lisää	5.20	11.3 %	neg.	neg.	neg.	neg.	14.4	0.00	0.0 %	27
Efore	0.05	-3.6 %	39.5 %	Myy	0.05	-5.7 %	neg.	neg.	52.5	27.4	2.8	0.00	0.0 %	22
Elisa	48.74	0.1 %	35.1 %	Myy	37.00	-24.1 %	25.3	21.9	24.4	20.9	6.1	1.80	3.7 %	7784
Endomines (SEK)	5.50	2.2 %	-7.7 %	Vähennä	5.30	-3.6 %	neg.	neg.	neg.	237.2	1.3	0.00	0.0 %	439
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	11.75	0.0 %	54.6 %	Vähennä	11.00	-6.4 %	21.1	15.9	16.5	12.2	7.1	0.60	5.1 %	452
Etteplan	8.94	0.0 %	12.6 %	Lisää	9.40	5.1 %	12.7	10.9	12.0	9.6	2.9	0.35	3.9 %	223
Evli Pankki	8.78	1.4 %	20.6 %	Lisää	9.50	8.2 %	12.5	10.7	12.9	9.5	2.7	0.61	6.9 %	207
Exel Composites	4.97	2.9 %	24.2 %	Lisää	5.00	0.6 %	12.6	13.5	11.0	10.0	2.2	0.20	4.0 %	59
F-Secure	2.80	2.2 %	21.0 %	Lisää	2.90	3.6 %	79.2	58.5	36.3	32.5	6.2	0.00	0.0 %	441
Fellow Finance	3.22	-0.3 %	-50.5 %	Vähennä	4.20	30.4 %	43.7	18.0	19.9	15.6	1.6	0.04	1.2 %	23
Finnair	5.84	0.2 %	-17.6 %	Vähennä	6.40	9.6 %	22.7	12.8	15.7	11.8	0.8	0.20	3.4 %	748
Fiskars	12.22	-1.3 %	-18.7 %	Lisää	13.20	8.0 %	13.7	14.8	13.4	12.3	1.3	0.56	4.6 %	996
Fondia	7.86	0.8 %	-38.8 %	Vähennä	8.50	8.1 %	25.6	15.0	14.8	8.6	4.5	0.39	5.0 %	30
Fortum	21.59	0.6 %	13.0 %	Vähennä	21.00	-2.7 %	12.3	18.8	14.8	15.8	1.5	1.10	5.1 %	19179
Glaston	1.10	0.0 %	-45.0 %	Lisää	1.30	18.2 %	20.9	329.4	11.5	14.6	1.2	0.02	1.8 %	92
Gofore	7.60	0.0 %	-10.1 %	Vähennä	7.80	2.6 %	15.4	14.5	12.5	11.0	3.7	0.25	3.3 %	106
Harvia	7.10	0.9 %	32.2 %	Lisää	7.50	5.6 %	14.8	13.1	13.8	11.9	1.9	0.39	5.5 %	132
Heeros	2.20	1.9 %	8.9 %	Vähennä	2.10	-4.5 %	neg.	neg.	436.9	88.5	5.8	0.00	0.0 %	9
Hoivatilat	12.80	-0.8 %	62.0 %	Lisää	12.00	-6.3 %	11.3	15.2	9.6	14.4	1.7	0.20	1.6 %	325
Huhtamäki	41.88	0.0 %	54.7 %	Vähennä	37.50	-10.5 %	22.7	18.5	20.6	16.5	3.3	0.92	2.2 %	4355
Incap	20.70	7.0 %	185.1 %	Lisää	20.50	-1.0 %	10.1	7.5	9.8	6.6	3.5	0.55	2.7 %	90
Innofactor	0.69	0.0 %	90.6 %	Lisää	0.68	-1.4 %	11.8	62.3	12.0	32.1	1.2	0.00	0.0 %	24
Investors House	6.25	0.8 %	4.2 %	Vähennä	6.80	8.8 %	19.2	19.5	9.3	12.8	0.8	0.25	4.0 %	37
Kamux	5.98	1.7 %	9.9 %	Osta	6.70	12.0 %	13.5	11.6	11.7	10.1	3.0	0.22	3.7 %	239
Kemira	14.45	0.1 %	46.7 %	Vähennä	14.50	0.3 %	14.4	12.8	14.0	12.2	1.8	0.56	3.9 %	2203
Kesko	60.08	1.8 %	27.6 %	Vähennä	57.00	-5.1 %	20.8	19.8	19.9	18.0	3.0	2.50	4.2 %	5959
Kesla	5.20	-1.0 %	33.3 %	Vähennä	5.20	0.0 %	7.4	7.9	9.1	10.2	1.2	0.20	3.8 %	17
Kone	56.86	0.9 %	36.6 %	Myy	42.00	-26.1 %	30.0	22.4	27.5	20.4	9.3	1.70	3.0 %	29343
Konecranes	27.90	4.0 %	5.7 %	Vähennä	26.50	-5.0 %	12.1	16.2	13.1	11.0	1.7	1.25	4.5 %	2197
LeadDesk	10.40	-1.9 %	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	3.5 %	-51.1 %	Vähennä	1.90	-8.7 %	neg.	neg.	7.8	12.6	0.9	0.00	0.0 %	121
Loudspring	0.36	-0.8 %	6.0 %	Vähennä	0.35	-1.7 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.0	0.00	0.0 %	9
Marimekko	32.40	0.3 %	55.8 %	Lisää	33.00	1.9 %	20.8	16.2	18.9	15.1	7.0	1.20	3.7 %	263
Martela	2.75	0.0 %	-7.1 %	Vähennä	2.80	1.8 %	neg.	neg.	14.1	10.4	0.7	0.10	3.6 %	11
Metso	34.28	0.1 %	49.7 %	Vähennä	34.50	0.6 %	14.7	12.1	14.9	10.7	3.3	1.40	4.1 %	5142
Metsä Board	6.00	-0.3 %	17.1 %	Vähennä	5.00	-16.6 %	14.6	11.9	15.1	12.9	1.5	0.29	4.8 %	2131
Neo Industrial	1.95	-1.0 %	-3.9 %	Myy	1.80	-7.7 %	357.2	neg.	neg.	23.9	1.9	0.00	0.0 %	11
Neste	32.80	0.5 %	46.1 %	Lisää	34.00	3.7 %	21.6	15.9	19.3	15.1	4.8	0.90	2.7 %	25173
Next Games	0.87	-4.2 %	-18.6 %	Vähennä	0.88	1.6 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.0	0.00	0.0 %	24
Nixu	12.20	0.0 %	60.5 %	Lisää	13.00	6.6 %	59.6	42.7	32.3	26.8	5.0	0.00	0.0 %	90
NoHo Partners	10.60	0.0 %	22.4 %	Lisää	10.00	-5.7 %	3.8	21.7	13.7	21.1	1.8	0.40	3.8 %	201
Nokia Corporation	3.29	-4.7 %	-34.5 %	Vähennä	3.60	9.3 %	15.1	29.3	11.8	12.0	1.3	0.18	5.5 %	18506
Nokian Renkaat	27.33	1.3 %	1.9 %	Vähennä	27.00	-1.2 %	15.0	10.8	14.7	10.8	2.3	1.58	5.8 %	3796
Nurminen Logistics	0.29	-1.4 %	15.7 %	Myy	0.25	-13.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	2.0	0.00	0.0 %	12
Oriola	2.06	-0.7 %	4.0 %	Vähennä	2.10	1.9 %	17.8	16.3	12.5	10.2	2.1	0.09	4.4 %	373
Orion	39.91	2.2 %	31.8 %	Myy	31.00	-22.3 %	27.9	21.5	26.0	20.1	7.4	1.40	3.5 %	5615
Outokumpu	2.68	-0.6 %	-16.2 %	Vähennä	2.60	-2.8 %	neg.	24.9	15.9	14.6	0.4	0.05	1.9 %	1100
Outotec	5.95	5.1 %	93.6 %	Lisää	6.00	0.8 %	26.6	16.0	15.3	10.1	2.7	0.11	1.8 %	1081
Ovaro Kiinteistösjointus	4.09	-0.2 %	-14.8 %	Vähennä	4.00	-2.2 %	neg.	neg.	neg.	437.1	0.5	0.00	0.0 %	38
Panostaja	0.79	0.0 %	-17.7 %	Vähennä	0.78	-1.0 %	17.4	24.5	27.1	16.4	0.8	0.05	6.3 %	41
Pihlajalinna	10.46	0.2 %	21.3 %	Lisää	11.00	5.2 %	25.1	41.9	16.2	15.4	2.0	0.15	1.4 %	236
Piippo	3.40	-9.6 %	-1.2 %	Myy	3.00	-11.8 %	46.1	34.8	16.1	21.4	0.6	0.00	0.0 %	4
Ponsse	28.10	0.5 %	13.5 %	Vähennä	27.00	-3.9 %	14.3	10.6	12.9	9.4	3.3	0.95	3.4 %	785
Privanet Group	0.75	3.3 %	-5.1 %	Vähennä	0.82	9.3 %	neg.	neg.	11.3	11.9	1.0	0.00	0.0 %	15
PunaMusta Media	6.25	0.8 %	0.8 %	Vähennä	5.90	-5.6 %	21.5	39.5	16.1	15.4	1.6	0.25	4.0 %	78
Qt Group	15.10	4.1 %	91.1 %	Lisää	14.00	-7.3 %	364.5	274.1	40.0	32.9	16.5	0.00	0.0 %	366

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	8.76	-0.1 %	60.6 %	Pidä	9.00	2.8 %	13.5	14.0	18.0	17.5	3.0	0.46	5.3 %	941
Rapala VMC	2.79	1.1 %	-8.5 %	Vähennä	3.10	11.1 %	16.1	14.4	12.9	12.0	0.7	0.06	2.2 %	106
Raute	24.20	-0.8 %	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	10.00	2.7 %	49.3 %	Lisää	11.50	15.0 %	14.0	8.8	15.1	9.2	4.1	0.30	3.0 %	120
Revenio Group	24.45	5.6 %	94.7 %	Lisää	24.50	0.2 %	48.4	54.6	36.0	29.9	10.3	0.34	1.4 %	645
Rush Factory Plc	3.38	-4.0 %	4.0 %	Lisää	3.70	9.5 %	9.4	5.9	8.8	5.1	3.6	0.00	0.0 %	7
Sampo	36.34	0.9 %	-5.4 %	Lisää	37.00	1.8 %	16.9	14.6	13.4	11.8	1.7	2.20	6.1 %	20181
Sanoma	9.53	-6.2 %	12.3 %	Lisää	10.70	12.3 %	12.1	12.2	11.1	11.1	2.4	0.50	5.2 %	1547
Scanfil	4.36	-0.9 %	16.3 %	Lisää	4.75	8.9 %	9.3	9.0	9.0	7.4	1.7	0.15	3.4 %	279
Sievi Capital	1.25	-0.8 %	2.5 %	Vähennä	1.25	0.0 %	11.1	9.2	10.0	8.8	1.0	0.04	3.2 %	72
Silli Solutions	7.94	0.0 %	-2.0 %	Lisää	9.60	20.9 %	12.1	12.6	9.3	8.5	2.6	0.34	4.3 %	55
Silmäasema	6.06	0.0 %	39.3 %	Vähennä	6.20	2.3 %	22.3	18.5	18.0	15.3	1.9	0.13	2.1 %	86
Solteq	1.41	-6.0 %	8.5 %	Vähennä	1.50	6.4 %	12.2	11.4	10.5	10.5	1.1	0.03	2.1 %	27
Sotkamo Silver (SEK)	4.18	2.1 %	7.3 %	Vähennä	3.90	-6.8 %	neg.	neg.	6.5	7.7	2.1	0.00	0.0 %	564
SRV Group	1.29	1.2 %	-24.1 %	Vähennä	1.25	-3.1 %	neg.	neg.	127.1	16.8	0.3	0.00	0.0 %	76
SSAB (SEK)	25.47	1.4 %	2.2 %	Vähennä	27.00	6.0 %	11.3	12.0	12.7	12.0	0.4	1.40	5.5 %	26231
SSH Communications Security	1.34	0.4 %	-19.9 %	Myy	1.10	-18.2 %	neg.	51.5	neg.	54.1	3.9	0.00	0.0 %	52
Stora Enso	12.44	1.5 %	23.3 %	Lisää	10.50	-15.6 %	13.5	14.5	13.3	11.9	1.4	0.53	4.3 %	9806
Suominen	2.37	0.0 %	15.6 %	Vähennä	2.25	-5.1 %	66.8	23.2	15.2	11.3	1.0	0.03	1.3 %	136
Taaleri	7.28	-0.8 %	2.5 %	Lisää	7.70	5.8 %	12.0	9.8	11.3	9.2	1.6	0.33	4.5 %	210
Talenom	35.50	1.1 %	86.4 %	Lisää	38.00	7.0 %	29.9	23.8	22.6	18.7	9.8	0.71	2.0 %	247
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	5.98	0.0 %	13.7 %	Vähennä	5.50	-8.0 %	14.6	40.4	10.5	8.7	1.5	0.20	3.3 %	108
Telia Company (SEK)	43.38	-0.5 %	3.3 %	Vähennä	42.00	-3.2 %	18.6	21.5	18.8	21.3	1.9	2.40	5.5 %	178289
Terveystalo	9.67	1.3 %	20.5 %	Lisää	10.00	3.4 %	21.9	21.9	18.9	17.8	2.3	0.20	2.1 %	1238

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	25.60	-0.3 %	8.6 %	Vähennä	26.00	1.6 %	13.8	16.1	13.4	13.8	4.0	1.47	5.7 %	1897
Tikkurila	12.84	0.6 %	6.8 %	Vähennä	13.50	5.1 %	16.0	14.4	15.5	12.4	3.4	0.60	4.7 %	566
Titanium	9.34	2.0 %	30.6 %	Lisää	9.20	-1.5 %	10.9	10.8	10.9	9.4	4.1	0.75	8.0 %	93
United Bankers	9.00	0.0 %	36.4 %	Vähennä	7.50	-16.7 %	17.5	25.0	13.6	16.0	3.0	0.45	5.0 %	92
UPM-Kymmene	30.30	1.9 %	36.8 %	Myy	27.00	-10.9 %	15.0	12.2	16.2	12.6	1.6	1.45	4.8 %	16165
Uutechnic Group	0.34	0.0 %	3.6 %	Vähennä	0.38	11.1 %	30.0	21.5	11.9	10.1	1.8	0.00	0.0 %	19
Vaisala	27.15	2.5 %	64.5 %	Lisää	28.00	3.1 %	25.6	26.5	23.5	20.5	5.4	0.60	2.2 %	989
Valmet	20.70	2.8 %	15.3 %	Lisää	21.00	1.4 %	15.7	11.2	14.7	10.0	3.0	0.75	3.6 %	3097
Verkkokauppa.com	3.25	-1.2 %	-20.9 %	Vähennä	3.20	-1.4 %	16.7	9.9	15.4	9.4	3.9	0.20	6.2 %	146
Viafin Service	6.76	-0.6 %	32.5 %	Lisää	7.60	12.4 %	9.5	7.1	12.4	8.6	1.3	0.22	3.3 %	24
Vincit Oyj	5.14	-0.8 %	0.0 %	Lisää	5.60	8.9 %	20.8	23.7	14.5	14.2	3.3	0.15	2.9 %	61
VMP Group	5.10	0.0 %	55.5 %	Lisää	5.75	12.7 %	7.9	30.7	6.2	13.8	1.2	0.20	3.9 %	126
Wulff Group	1.89	6.8 %	11.8 %	Lisää	1.85	-2.1 %	9.0	11.1	8.3	7.7	1.1	0.11	5.8 %	13
Wärtsilä	9.51	2.6 %	-31.6 %	Vähennä	9.00	-5.4 %	11.6	15.0	17.3	12.4	2.4	0.30	3.2 %	5627
YIT Corporation	5.40	-0.2 %	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