



# Metsä Board Q3: kurssinousun jatkuminen vaatisi jo tuloskasvua

01.11.2019

## AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Missä mennään maailmantaloudessa? Katsaus talousindikaattoreihin
- YIT Q3: tulos odotuksiin, ohjeistusta päivitettiin
- Outokumpu Q3: vastatuuli jatkuu yhä voimakkaana
- Cramo Q3: tulos ja näkymät positiivisella puolella
- SRV Yhtiöt: tulevaisuus valoisampi, mutta niin kovin kaukana
- Terveystalo Q3: kysynnän ja tarjonnan kohtaaminen parantui jälleen
- Uutechnic Q3: vaikea talvi voi tarjota vielä paremman ostopaikan
- Digia: tuloskasvunäkymät edelleen hyvät
- Teleste: odotamme teknologiasyklin piristymistä
- CapMan: aika vetää happea
- Next Games Q3: seuraavien pelien julkaisussa täytyy onnistua
- Etteplan Q3: hyvää kehitystä Q3:lla, mutta epävarmuus pysyy

## Yhtiöt aamukatsauksessa:

Metsä Board, YIT, Outokumpu, Cramo, SRV Yhtiöt, Terveystalo, Uutechnic, Digia, Teleste, Capman, Next Games, Etteplan, Fiskars, Wulff, Sampo, UPM, Stora Enso, Ahlstrom-Munksjö, EAB Group, Exel Composites, Taaleri, LeadDesk

## Markkinakatsaus

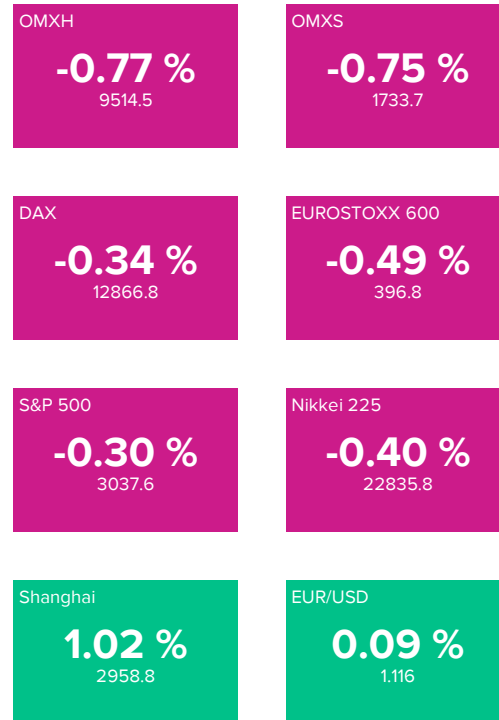
**Kehittyneillä markkinoilla** Euroopassa torstai oli laskupäivä (Eurostoxx -0,5 %), ja pääindeksit sulkiivat 0,1-0,5 %:n laskuun myös USA:ssa. Eilinen uutisvirta USA:n ja Kiinan välisen kauppasovun suhteen kääntyi jälleen negatiiviseksi, kun Kiinan edustajat kertoivat Bloombergille epäilevänsä, että pysyvää kauppasopimusta saadaan aikaan USA:n kanssa.

**Aasian markkinoilla** aloitettiin aamu vaihtelevissa tunnelmissa. Japanin Nikkei oli aamukahdeksalta 0,3 % miinuksella, mutta Kiinan Shanghai Composite 1,1 % plussalla. Teollisuuden aktiviteetti jatkoi aamulla julkaistujen lukujen mukaan laskuaan Japanissa, Taiwanissa ja Etelä-Koreassa, mutta yllättäen Caixin-ostopäällikköindeksi nousi Kiinassa lokakuussa nopeimmin kahteen vuoteen.

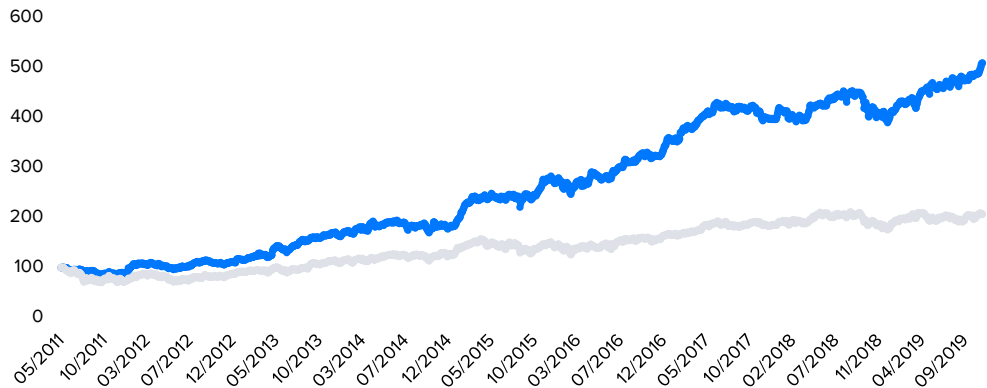
**Valuuttamarkkinoilla** euron kurssi dollaria vastaan tasaantui aamulla 1,116 dollariin. Valuuttamarkkinoilla siirryttiin odottaviin tunnelmiin ennen tänään iltapäivällä julkaistavia USA:n työllisyyslukuja, joista odotetaan laskua edelliseen kuukauteen.

**Raaka-ainemarkkinalla** öljyn hinta oli aamulla pienessä nousussa, ja WTI-futuurit liikkuivat 54,36 dollarissa/bbl (+0,3 %). Koko viikon osalta öljyn hinta on kuitenkin yli 4 %:n laskussa mm. nousseiden tuotantotasojen vuoksi. Esimerkiksi eilen EIA raportoi USA:n öljyntuotannon kasvaneen ennätyskorkealle elokuussa.

## 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

**6%**

1 vuosi

**24%**

3 vuotta

**57%**

Aloituksesta

**409%**

### Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

**Kurssinousun jatkuminen vaatisi jo tuloskasvua**

01.11.2019 | Metsä Board | Vähennä

**Odotamme teknologiasyklin piristymistä**

01.11.2019 | Teleste | Vähennä

**Tuloskasvunäkymät edelleen hyvät**

01.11.2019 | Digia | Lisää

**Aika vetää happea**

01.11.2019 | Capman | Vähennä

**Hyvää kehitystä Q3:lla, mutta epävarmuus pysyy**

01.11.2019 | Etteplan | Lisää

**Palaamme varovaiselle kannalle Q3-pettymyksen takia**

01.11.2019 | Fiskars | Vähennä

**Tulos ja näkymät positiivisella puolella**

01.11.2019 | Cramo | Lisää

**Tulevaisuus valoisampi, mutta niin kovin kaukana**

01.11.2019 | SRV Yhtiöt | Vähennä

**Lähivuosien tuloskasvunäkymät ovat kirkastuneet**

31.10.2019 | Aktia | Lisää

**Käännetuuli jatkoj myötäistä puhallustaan**

31.10.2019 | Exel Composites | Lisää

## InderesTV



SRV Q3'19: seuraavaksi oma tontti kuntoon



Etteplan Q3'19: orgaaninen kasvu kiihtyi



Digia Q3'19: liikevaihdon kasvu jatkui, kannattavuudessa hieman pehmyyttä

## Seuraa meitä somessa



Facebook  
> 20t seuraajaa



YouTube



Twitter



Inderes  
Sijoitusfoorumi

## Makrotapahtumat, 1.11.2019

**14:30 USA: Maatalouden ulkopuoliset työpaikat** loka , ennuste (Reuters) 105 000 /edellinen 136 000

**14:30 USA: Yksityiset työpaikat** loka , ennuste (Reuters) 108 000 /edellinen 114 000

**14:30 USA: Työttömyysaste (%)** loka , ennuste (Reuters) 3,6 /edellinen 3,5

**14:30 USA: Keskimääräiset tulot, MM (%)** loka , ennuste (Reuters) 0,3 /edellinen 0,0

**14:30 USA: Keskimääräiset tulot, YY (%)** loka , ennuste (Reuters) 3,0 /edellinen 2,9

**14:30 USA: Keskimääräinen työviikko, tuntia** loka , ennuste (Reuters) 34,4 /edellinen 34,4

**16:00 USA: Rakennuskustannukset MM (%)** syys , ennuste (Reuters) 0,3 /edellinen 0,1

**16:00 USA: Teollisuuden ISM-indeksi** loka , ennuste (Reuters) 48,4 /edellinen 47,8

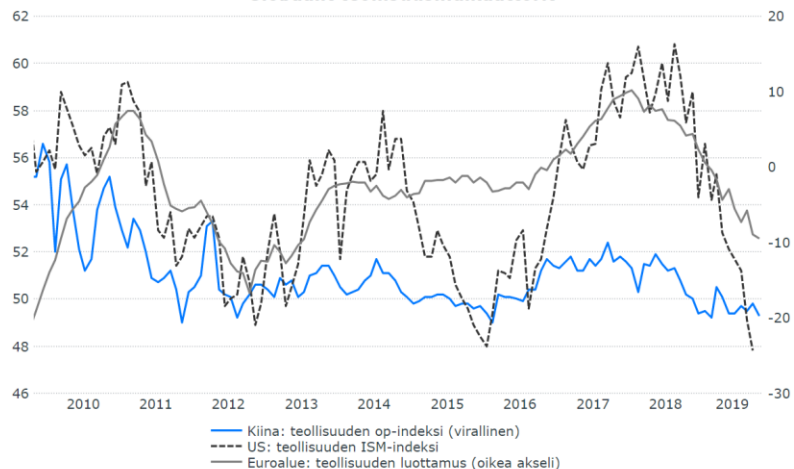
## Missä mennään maailmantaloudessa? Katsaus talousindikaattoreihin

Maailmantalouden kasvunäkymät ovat vahvasti jakaantuneet: palvelualat kasvavat vaikkakin hidastuvalla vauhdilla ja teollisuus supistuu. Tämä ei ole vain euroalueen tai USA:n ongelma, vaan on nähtävillä myös Aasiassa, esimerkiksi Kiinassa. Yhdessä tämä merkitsee hidastuvaa kasvua, mikä sekin on yleinen trendi. Teemme jälleen nopean katsauksen sijoittajan tärkeimpiin talousindikaattoreihin, joiden taustaa on selitetty [täällä](#). Lisää ajantasaisia makroindeksejä on puolestaan löydettävissä Inderesin [makrosivuilla](#).

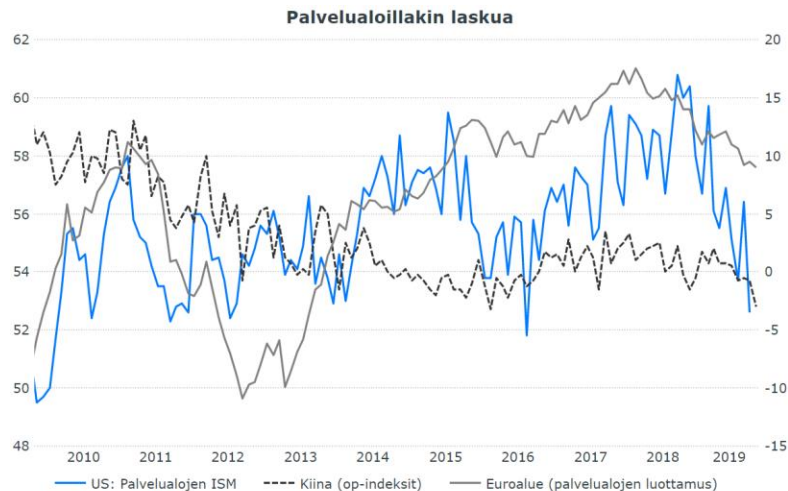


**Marianne Palmu**  
Ekonomisti, Aamukatsauksen tuottaja  
+358 50 339 1521  
marianne.palmu@inderes.fi

Globaalit teollisuusindikaattorit



Source: Refinitiv Datastream



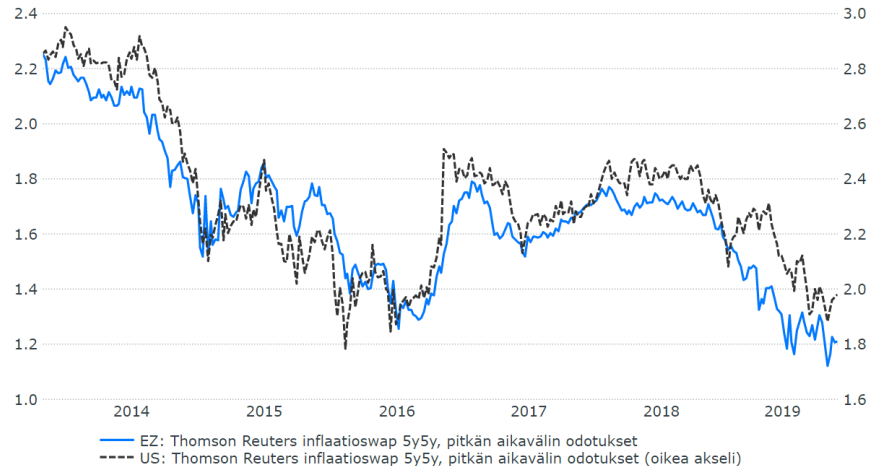
Teollisuuden alamäki jatkui tässäkin kuussa, mutta on sentään näyttänyt hieman tasaantumisen merkkejä. Tilausvirta on kuitenkin yleisesti pysynyt laskussa, mikä ei lupaa kovin rohkaisevaa näkömää tuleville kuukausille.

Vahva kuluttajakysyntä on tukenut palvelualojen kasvua, joka on edelleen pysynyt positiivisena heikentyneestä kasvusta huolimatta. Kehityksen suunta on kuitenkin huolestuttava ja pelkona on, että teollisuuden flunssa tarttuu myös palveluihin.

**Marianne Palmu**

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

## Euroalueen ja USA:n inflaatio-odotukset



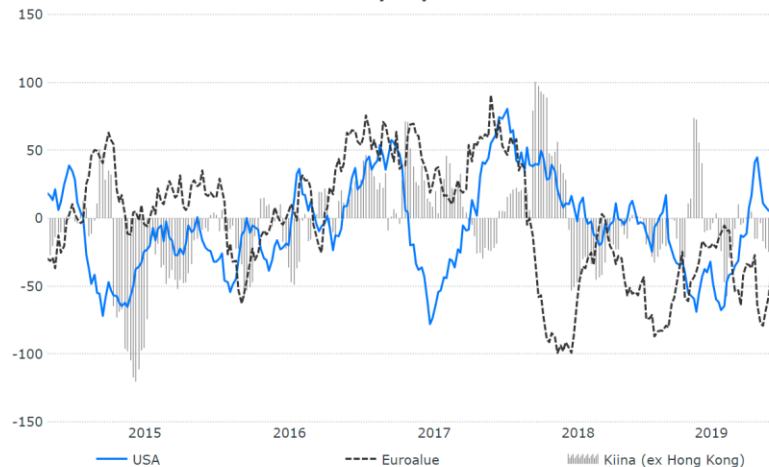
Source: Refinitiv Datastream

Keskuspankkien ei ole tarvinnut huolehtia inflaatiosta aikoihin, ja vaikka pitkän aikavälin inflaatio-odotuksissa on ollut pientä kasvu, ovat ne edelleen hyvin vaimaita. Tilaa tämän perusteella riittää siis elvyttävälle rahapolitiikalle, jossa tullaan todennäköisesti hakemaan vielä uusia pohjia.

**Marianne Palmu**

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

## Talouden yllätysindeksit



Source: Refinitiv Datastream

**Marianne Palmu**

Ekonomisti, Aamukatsauksen

tuottaja

+358 50 339 1521

marianne.palmu@inderes.fi

Talouden yllätysindekseistä näkee, mikä talous on ollut maailmantalouden vahva lenkki viime kuukaudet. USA:n talousluvut ovat aiheuttaneet suhteessa eniten positiivisia yllätyksiä, kun taas euroalue ja nyttemmin myös Kiina ovat aiheuttaneet lähinnä pettymyksiä (negatiiviset yllätysindeksit).



## Metsä Board Q3: kurssinousun jatkuminen vaatisi jo tuloskasvua

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes	
<b>Liikevaihto</b>	475	489	489	483	469	- 516	0 %		1933
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	63,7	42,5	42,0	39,2	32,8	- 42,5	1 %		188
<b>Liikevoitto</b>	63,7	42,5	42,0	39,1	32,0	- 42,5	1 %		185
<b>EPS (oik.)</b>	0,16	0,09	0,09	0,09	0,07	- 0,10	0 %		0,41
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-0,7 %	3,0 %	2,8 %	1,7 %	-1,3 %	- 8,6 %	0,1 %-yks.		-0,6 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	13,4 %	8,7 %	8,6 %	8,1 %	7,0 %	- 8,2 %	0,1 %-yks.		9,7 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Metsä Boardin Q3-raportti ei sisältänyt lokakuun positiivisen tulosvaroituksen jäljiltä valtavia yllätyksiä. Teimme raportin jälkeen vain pientä positiivista hienosäätöä yhtiön lähivuosien ennusteisiimme. Tarkastamme muutoksia ja metsäsektorin arvostusten nousua heijastellen Metsä Boardin tavoitehintamme 5,70 euroon (aik. 5,00 euroa), Säilytämme silti osakkeen suosituksemme vähennä-tasolla, sillä viime viikkojen kurssiralli (lähes +50 % kolmessa kuukaudessa) on purkanut tehokkaasti osakkeen aliarvostusta emmekä näe arvostuksessa enää nousuvaraa ilman tuloskasvua, jotka sektorin ja yleistalouden uutisvirta eivät kuitenkaan mielestämme vielä tue.



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

**Metsä Board** | Kurssi: 5.93  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 5.70

### Q3:n isot linjat olivat jo tiedossa ja huomio oli tällä kertaa yksityiskohdissa

Metsä Boardin liikevaihto nousi Q3:lla 3 %:n 489 MEUR:oon, mikä osui ennusteeseemme ja ylitti konsensuksen odotukset lievästi. Myyntiä tuki kartonkivolyymien käänne kasvuun ja kartonkivolyymit olivatkin Q3:lla korkeimmalla tasollaan sitten Q2'18:n. Etenkin lainareiden alkuvuodesta sakannut kysyntä elpyi hyvin Q3:lla, mikä oli yksi tulosvaroituksen keskeinen syy. Yhtiön oikaistu liikevoitto oli Q3:lla 42,5 MEUR; mikä oli käytännössä tiedossa tulosvaroituksen takia. Osakkuusyhtiö Metsä Fibrestä kirjattu tulososuus (Q3'19: - 83 %) sakkasi odotuksiamme pahemmin Q3:lla havusellun hinnan laskun takia, mutta kartonkiliiketoiminnan suoritus oli Q3:lla hyvä. Liikevoittoa tosin tuki Q3:lla selvästi H1:n tasosta laskeneet poistot, joten käyttökateen kehitys oli suhteessa liikevoittoa heikompaa. Alariveillä rahoituskulut ja verot olivat odotustemme mukaiset. Näin ollen Metsä Boardin Q3:n oikaistu EPS osui meidän sekä konsensuksen ennusteisiin ja oli 0,09 euroa.

### Loppuvuosi menee vaalentoa, vuositason tulosparannusajurit puuttuvat myös ensi vuodelta

Metsä Board ohjeisti vertailukelpoisen liiketuloksensa olevan Q4:llä suunnilleen Q3:n tasolla. Kartonkitoimituksia rokottaa kausiluonteisesti hiljainen joulukuu, mutta tämä ei ollut uutinen. Kartonkien hintanäkymät ovat vakaat, mutta sellun hintaan kohdistuu yhä painetta Euroopassa ja Kiinassakin läpi menneet korotukset ovat pieniä. Tukea tulos saa kuitenkin selvästi laskevista huoltokuluista ja maltillisesti myös valuutoista. Kustannustason yhtiön odottaa pysyvän vakaana. Loppuvuoden ajureissa ei ollut suuria yllätyksiä ja tilanne näyttää jokseenkin samansuuntaiselta myös ensi vuodelle, vaikka Kiinan sellumarkkinoilta on kuultu viime aikoina myös positiivisia merkkejä, Teimme vain lievää hienosäätöä Metsä Boardin Q4:n ja lähivuosien ennusteisiimme. Odotamme pahimman olevan yhtiön tuloksen osalta osuvan H2:lla ja vuosien 2019-2021 oikaistun liikevoiton ennusteemme pysyivät vakaana kohtuullisella tasolla 190-200 MEUR:ssa. Ennusteemme perustuvat lievään volyymikasvuun, sellun hinnan maltilliseen elpymiseen vuonna 2020, vakaisiin kartonkien hintoihin ja lievästi laskevaan kulutasoon. Pääriskejä ennusteidemme kannalta ovat globaali talous, kilpailun kiristyminen ja valuutat.'



**Antti Viljakainen**

Analytiikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Metsä Board** | Kurssi: 5.93

**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.70

**Tuotto-odotus on ohut, kun osinko ei saa taustatukea kertoimien nousuvarasta tai tuloskasvusta.**

Metsä Boardin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat kohonneet nyt tasolle 14x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet noin 8x. Tulosarvostus on mielestämme yhtiölle hyväksyttävissä haarukoissa. Arvostus on myös neutraali verrokkeihin nähden. Järkevällä tasolla olevien kertoimien ja vakaiden tuotosodotusten takia osakkeen tuotto-odotus jää arviomme mukaan 12 kuukauden tähtäimellä 5 %:n osinkotuoton varaan. Tämä ei mielestämme puolla ostoja syklisessä osakkeessa. Metsä Boardin tasepohjainen P/B 1,5x on näkemyksemme mukaan kohtuullinen yhtiön pääoman pitkän aikavälin tuottopotentiaalin valossa (vrt. Metsä Boardin taloudellinen tavoite yli 12 %:n ROCE-%), mutta vallitseva epävarma toimintaympäristö ja osakekurssilta arvostuksen nousun myötä hävinneet tukitasot eivät puolla vahvaa nojaamista pitkän ajan potentiaaliin (emme odota yhtiön saavuttavan tuottotavoitettaan 2019-2021).

**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Metsä Board** | Kurssi: 5.93**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.70

## YIT Q3: tulos odotuksiin, ohjeistusta päivitettiin

Ennusteta ulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	734	808	645	667	644	- 720	25 %	3246
Liikevoitto (oik.)	31,4	25,7	26,0	25,7	13,7	- 32,0	-1%	181
Tulos ennen veroja	20,7	7,4	15,0	16,9	9,5	- 24,0	-51%	68,1
EPS (raportoitu)	0,09	0,05	0,06	0,08	0,03	- 0,18	-10 %	0,16
Liikevaihdon kasvu-%	-30,6 %	10,0 %	-12,2 %	-9,2 %	-12,3 %	- -2,0 %	22,2 %-yks.	1,4 %
Liikevoitto-% (oik.)	4,3 %	3,2 %	4,0 %	3,9 %	2,1 %	- 4,4 %	-0,8 %-yks.	5,6 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

YIT julkaisi tänään aamulla odotuksia hieman paremman Q3-tuloksen. Liikevaihto nousi vertailukaudesta ollen selvästi yli markkinoiden ennusteiden. Oikaistu liikevoitto oli kuitenkin markkinoiden ennusteiden tasolla ja näin marginaali jäi ennusteista. Ohjeistusta yhtiö päivitti liikevaihdon osalta ylöspäin, mutta oikaistun liikevoiton osalta ylärajaa laskettiin jälleen. Lyhyen aikavälin näkymissä yhtiö viesti odotetusti, että vuoden viimeinen neljännes tulee olemaan edellisvuotta parempi. Huolestuttavana asiana raportista nousivat esiin Toimitilasegmentin projektiongelmien, positiivisena asiana taas Infran pitkään odotettu kannattavuusparannus.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

YIT | Kurssi: 5.38

Vähennä | Tavoitehinta: 5.10

YIT:n Q3-liikevaihto nousi vertailukauden tasolta 808 MEUR:oon ollen selvästi markkinoiden 667 MEUR:n ennusteen yläpuolella (Q3'18: 734 MEUR). Liikevaihtoon vaikutti negatiivisesti vain Asuminen Venäjä. Asuminen Suomen vähäisiä asuntovalmistumisia paikkasivat CEE-maiden nousseet valmistumiset ja liikevaihto nousi 3 % noin 252 MEUR:oon vertailukauden 244 MEUR:sta. Asuminen Venäjän liikevaihto laski 6 % noin 52,7 MEUR:oon (Q3'18: 55,9 MEUR) pääosin toimintojen alasajojen seurauksena. Infra- ja Toimitilat-segmentissä liikevaihto oli molemmissa selkeästi nousussa vertailukaudesta. Infran liikevaihto kasvoi vahvasti 16 % ja Toimitilojen noin 19 % vertailukaudesta.

Q3:n oikaistu liikevoitto heikkeni 25,7 MEUR:oon vertailukauden 31,4 MEUR:sta ollen markkinoiden odotuksiin nähden linjassa (ennuste: 25,7 MEUR). Oikaistu liikevoittomarginaali heikkeni kuitenkin 3,2 %:iin vertailukauden 4,3 %:sta (ennuste: 3,9 %). Kannattavuutta laski Asuminen Suomen pienempi valmistumisten määrä. Segmentin oikaistu liikevoitto jäi 14 MEUR:oon (Q3'18: 23,9 MEUR) ja liikevoittomarginaali tippui vertailukauden 9,8 %:sta noin 5,6 %:iin. Asuminen Venäjän tappiot kuitenkin kääntyivät noin 0,3 MEUR plussalle vertailukauden -7,3 MEUR:sta. Toimitiloissa oikaistu liikevoitto heikkeni oleellisesti tappiolle -6,9 MEUR:oon vertailukauden 8,7 MEUR:sta muutaman heikkokatteisen projektin ja Triplan kauppakeskuksen kirimiskustannusten vuoksi, ja tästä vuodesta on näillä näkymin tulossa segmentille vertailukautta heikompi. Aikaisemmin alisuorittaneessa Infrassa kannattavuus parani odotetusti ja oikaistu liikevoitto nousi 11,5 MEUR:oon (oik. EBIT-%: 4,6 %) vertailukauden 5,9 MEUR:sta.

YIT päivitti ohjeistuksensa vuodelle 2019 ja nosti liikevaihdon tavoitettaan. Oikaistun liikevoiton arvio taas laski yläpäästä. Yhtiö arvioi nyt, että jatkuvien toimintojen liikevaihdon olevan välillä +6%–+2% (aik. +5%– -3 %) verrattuna 2018 liikevaihtoon (2018: noin 3201 MEUR). Kannattavuuden osalta yhtiö odottaa jatkuvien toimintojen oikaistun liikevoiton olevan nyt 160-185 MEUR (aik. 160-200 MEUR ja 2018: 132 MEUR). Ohjeistusta nostettiin jo toisen kerran liikevaihdon päästä, mutta laskettiin myös toistamiseen liikevoiton osalta. Haarukka on kuitenkin vielä hyvin linjassa markkinoiden ennusteeseen (oik. EBIT 2019e: noin 170 MEUR).

**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

YIT | Kurssi: 5.38

Vähennä | Tavoitehinta: 5.10

## CapMan: aika vetää happea

Nostamme CapManin tavoitehintamme ennustemuutoksia heijastellen 2,10 euroon (aik. 2,0 euroa), mutta laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää). CapMan jatkoi Q3:lla alkuvuonna nähtyä vahvaa suorittamistaan ja Q3-tulos ylitti ennusteemme selvästi. Yhtiön näkymät ovat edelleen vahvat, mutta näkemyksemme mukaan ensi vuoden voimakas tulosparannus on hinnoiteltu osakkeeseen tältä erää ja täysimääräisesti. Lyhyen aikavälin tuotto-/riskisuhde on painunut neutraaliksi ja emme pidä lisäostoja perusteltuina lyhyellä aikavälillä.

### Strategia alkaa kantaa hedelmää

CapMan raportoi eilen selvästi odotuksiamme paremman Q3-tuloksen. Yhtiön liikevaihto jatkoi hieman odotuksiamme (Q3'19e: 9,0 MEUR) ripeämpää kasvua 9,7 MEUR:oon. Liikevaihtoylitys tuli puhtaasti voitonjako-osuustuotoista (0,7 MEUR) ja muilta osin liikevaihtokehitys oli linjassa odotuksiamme Palveluliiketoiminnan jatkaessa alkuvuonna nähtyä vahvaa kasvuaan ja Hallinnointiliiketoiminnan hallinnointipalkkioiden käännettyä odotetusti kasvuun uusien tuotteiden ansiosta. CapManin Q3-liikevoitto kasvoi Q3:lla 5,5 MEUR:oon, mikä ylitti kirkkaasti 3,8 MEUR:n ennusteemme. Odotuksia paremman tuloksen taustalla olivat ennusteitamme korkeammat sijoitustuotot sekä hallinnointiliiketoiminnan selvästi ennakoimaamme parempi kannattavuus. Osakekohtainen tulos oli lopulta 0,03 euroa ylittäen ennusteemme 26 %:lla.

### Lähivuosien näkymät erittäin vahvat

CapManin lähivuosien näkymät ovat edelleen erittäin vahvat, emmekä ole tehneet Q3-tuloksen jäljiltä oleellisia ennustemuutoksia. Odotamme yhtiöltä lähivuosina voimakasta tuloskasvua ja ennustamme CapManin oikaistun liikevoiton sekä osakekohtaisen tuloksen kasvavan vuosina 2019-2022 noin 30 %:n ja 26 %:n vuosivauhtia (CAGR-%). CapManin osinko tulee ennusteissamme pysymään lähivuosina tukevalla kasvutrendillä yhtiön jatkaessa vuolasta osingonmaksuaan. Olemme käsitelleet ennusteitamme tarkemmin kesällä julkaistussa ja edelleen ajankohtaisessa [laajassa analyysissä](#).



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



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

**Capman** | Kurssi: 2.06  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 2.10

### Ensi vuoden voimakas tulosparannus hinnoiteltu osakkeeseen täysimääräisesti

CapManin arvostusta voidaan pitää sekä toteutuneella tuloksella että kuluvan vuoden ennusteilla (oikaistu P/E 2018: 27x ja oikaistu P/E 2019e: 21x) varsin haastavana. Vuodelle 2020 ennustamamme voimakkaan tuloskasvun myötä P/E-kerroin laskee noin 10x tasolle, mikä on matala sekä absoluuttisesti että suhteessa CapManin keskeisiin verrokkeihin. Vuoden 2020 tulosennustemme pitää sisällään kuitenkin merkittävät voitonjako-osuustuotot (12,6 MEUR), joiden määrään ja tarkkaan ajoitukseen liittyy merkittävää epävarmuutta. CapManin voitonjako-osuustuotoista oikaistu vuoden 2020 P/E-kerroin (17,6x) on selvästi yli yhtiön keskeisten verrokkien. Nykyisellä arvostustasolla osakkeen tuotto-odotus rajoittuu mielestämme osinkoon, emmekä pidä sitä sijoittajalle riittävänä korvauksena lähivuosien voimakkaisiin tuloskasvuennusteisiin liittyvä epävarmuus huomioiden. CapManin tuotto-odotus on mielestämme keskipitkällä aikajänteellä edelleen varsin hyvällä tasolla ja yhtiö kuuluu mielestämme sen tekemät strategiset valinnat ja tuotetarjonta (keskittyminen vaihtoehtoiisiin omaisuusluokkiin) huomioiden sektorinsa voittajiin.



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



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

**Capman** | Kurssi: 2.06

**Vähennä** | Tavoitehinta: 2.10

## Outokumpu Q3: vastatuuli jatkuu yhä voimakkaana

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>	1733	1590	1501	1540	1370	- 1840	6 %	6446
<b>Käyttökate (oik.)</b>	128	45	65	50	34	- 67	-31 %	238
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	75	-13	8,1	-7,2	-19	- 15	-260 %	8,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	36	-30	-10,0	-21,1	-38,7	- 57		-3,2
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,07	-0,06	-0,05	-0,04	-0,10	- 0,12		-0,06
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	16,5 %	-8,3 %	-13,4 %	-11,1 %	-20,9 %	- 6,2 %	5,1 %-yks.	-6,2 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	4,4 %	-0,8 %	0,5 %	-0,5 %	-1,4 %	- 0,8 %	-1,4 %-yks.	0,1 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Outokumpu julkisti eilen Q3-raporttinsa, joka jäi konsensuksen ja meidän odotuksista. Lyhyen tähtäimen tulostulokset säilyivät heikkoina, kun Euroopassa korkealla tasolla oleva tuonti painaa markkinaa ja yhtiön haasteisiin Yhdysvalloissa ei ole näköpiirissä nopeaa ratkaisua. Tarkistimme lyhyen tähtäimen ennusteitamme alaspäin, mutta merkittävää laskuvaraa emme osakkeessa enää näe kokonaiskuvasta huomioiden. Siten toistamme 2,60 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme.



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

**Outokumpu** | Kurssi: 2.54  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 2.60



### Q3-luvut jäivät matalalle tasolle painuneista odotuksista

Outokumpu ylsi Q3:lla 1590 MEUR:n liikevaihdolla 45 MEUR:n oikaistuun käyttökatteeseen, joka jäi konsensuksen 50 MEUR:n ennusteesta ja meidän 65 MEUR:n ennusteesta selvästi. Segmenttitasolla ainoastaan Ferrochrome ylsi positiiviseen liiketulokseen ja konsernitason tulosta kohensi epätavanomainen 13 MEUR:n liikevoitto Muut-segmentissä, minkä taustalla oli poikkeukselliset johdannais- ja päästöoikeuksien myyntivoitot. Varasto- ja metallijohdannaistappioista yhtiö kirjasi 31 MEUR:n tappiot Q3:lle, mitkä entisestään rumensi laskeneen kysynnän seurauksena heikentynyttä tulokuntoa. Alemmille riveille yhtiö kirjasi hieman positiiviset verot, kun taas rahoituskulut olivat noin odotuksiemme mukaisella tasolla. Tämä tasoitti hieman osakekohtaisen tuloksen ennusteemme (-0,05 euroa) alitusta ja raportoi EPS oli lopulta -0,06 euroa.

### Markkinanäkymä yhä heikko, ennusteissa painetta alaspäin

Outokumpu ohjeisti sen Q4:n oikaistun käyttökatteen olevan Q3:n tasolla, mikä oli pettymys suhteessa meidän ja konsensuksen odotuksiin ennen Q3-raporttia. Outokumpu odottaa myös kokonaistoimituksien olevan Q4:llä matalammat kuin Q3:lla. Tarkistimme Q4:n ennusteitamme Americasissa alaspäin toimituksien osalta, kun taas muissa segmenteissä ennustemuutokset jäivät suhteellisin pieniksi. Vuoden 2019 oikaistun käyttökatteen ennusteemme laski päivityksen yhteydessä 238 MEUR:oon (aik. 271 MEUR). Vuoden 2020 tulostulokset ovat edelleen heikot keskeisten indikaattorien osoittaessa yhä heikkoa kysyntäkuvaa, mikä arviomme mukaan pitää hintatasot myös paineessa. Tulostrendin käänne edellyttäisi kysyntänäkymän käännettä, mille toistaiseksi on vaikea nähdä ajureita. Mahdolliset EU komission toimet voivat tukea markkinahintoja Euroopassa, mutta tämän vaikutus on näkemyksemme mukaan isolta osin myös riippuvainen kysyntäkuvasta. Näkemyksemme mukaan tämän varaan nojaaminen olisi nykyisen kysyntänäkymän pohjalta liian optimistista.



**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Outokumpu** | Kurssi: 2.54

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 2.60

### Osake ei saa tukea tulospohjaisesta arvostuksesta

Outokummun osake ei saa tukea lyhyen tähtäimen tulospohjaisesta arvostuksesta, kun vuosien 2019 ja 2020 EV/EBITDA-kertoimet ovat 10x ja 7x, mitkä ovat selvästi yli perustellun tason. Suhteellisesti Outokumpu arvostetaan myös vastaavilla kertoimilla yli verrokkien, mikä ei ole mielestämme perusteltua. Siten osakkeen nousuvara nojaa tulosodotuksien nousuun, mille on ainakin toistaiseksi vaikea nähdä vahvoja ajureita. Osakkeen arvostus pidemmän aikavälin keskimääräiseen tulostasoon on kuitenkin melko neutraali ja osakkeen laskuvaraa rajaa myös matala 0,4x P/B-kerroin. Tulospöytä näkymän vahvistuessa vipu ylöspäin nykyiseltä arvostustasolta voi olla voimakas, mutta mielestämme tämän varaan laskeminen olisi kuitenkin tässä vaiheessa liian toiveikasta.



**Petri Gostowski**

Analyttikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Outokumpu** | Kurssi: 2.54

**Vähennä** | Tavoitehinta: 2.60

## Cramo Q3: tulos ja näkymät positiivisella puolella

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erutus (%)
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
<b>MEUR / EUR</b>							
<b>Liikevaihto</b>	160	154	154	155			0 %
<b>EBITA (oik.)</b>	31,8	26,5	23,7	25,0			12 %
<b>Liikevoitto</b>	30,8	23,9	22,7	24,0			5 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	27,9	19,9	19,1	20,6			4 %
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,53	0,34	0,34	0,38			1 %
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-	-3,2 %	-3,6 %	-2,9 %			0,4 %-yks.
<b>EBITA-%</b>	19,9 %	17,2 %	14,8 %	16,1 %			2,4 %-yks.

Lähde: Inderes & Bloomberg (konsensus)

Toistamme Cramon lisää-suosituksen pitäen tavoitehintamme ennallaan 10,2 eurossa. Cramon eilinen tulos oli odotuksiin nähden hieman parempi eikä aiheuttanut merkittäviä muutoksia ennusteissamme. Yhtiön markkinat ovat keskellä suhdannekäännettä, mutta yhtiön näkymien osalta tilanne näyttää vakaantuvan yhtiölle tärkeässä Ruotsin markkinassa. Ohjeistukset vuosille 2019 ja 2020 pysyivät odotetusti ennallaan tukien maltillista syklin käännettä. Epävarmuus markkinan kehityksestä on koholla, mutta houkutteleva tulos pohjainen arvostus, yli syklin katsova käypä arvo, alhainen tasearvostus ja vahva osinko tarjoaa osakkeelle mielestämme riittävän tuotto-odotuksen.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Cramo** | Kurssi: 9.50

**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.20

### Q3-liikevaihto osui odotuksiimme, tulos hieman parempi

Yhtiön liikevaihto laski noin 3 % 154,4 MEUR:oon ollen markkinoiden odottamaan noin 155 MEUR:n liikevaihtoon nähden linjassa. Liikevaihdon laskuun vaikutti etenkin Skandinavia-segmentti, kun se Keski-Euroopassa nousi ja Suomi ja Itä-Euroopassa pysyi lähes vertailukauden tasolla. Kannattavuuden osalta oikaistu EBITA laski 16,3 % 26,5 MEUR:oon. Vertailukelpoinen EBITA-marginaali tippui vertailukauden 19,9 %:sta 17,2 %:iin laskeneiden volyymien myötä. Alkuvuonna vertailukautta pienempi määrä isompia teollisuusprojekteja etenkin Ruotsissa vaikutti yhtiön tulokseen heikentävästi, mutta nyt tilanne on loppusyksystä kehittynyt parempaan suuntaan. Kustannussäästöohjelma etenee suunnitellusti ja jo seuraavan kvartaalin voi odottaa tuovan osan 10-12 MEUR:n projektoiduista vuosisäästöistä.

### Ennusteet nousivat muutamilla prosenteilla

Ennustemme pysyivät pääosin ennallaan nousten muutamilla prosenteilla lähivuosille. Odotamme vuoden 2019 liikevaihdon laskevan 1 %:lla noin 623 MEUR:oon (aik. 622 MEUR) ja EBITA:n laskevan 76 MEUR:oon vuoden 2018 noin 95 MEUR:sta. Liikevaihtoa tukee vielä tänä vuonna Keski-Euroopan yrityskauppa ja KBS Infran projektit, mutta tärkeimmissä Skandinavian (-6 %) ja Suomen ja Itä-Euroopan (-2 %) segmenteissä näemme jo hidastumista. Luottamuksemme yhtiön tulostasoon ensi vuodelle parani hieman yhtiön Ruotsin kommenttien perusteella, kun yhtiön kahden suurprojektin vaikutukset alkavat Ruotsissa näkymään vuoden viimeisellä neljänneksellä, mutta toden teolla vuonna 2020. Vuonna 2020 näemme yhtiön yltävän ohjeistukseensa noin 10 MEUR:n kustannussäästöillä ja noin 65 MEUR:n normaalilla operatiivisella suorituksella oikaistun EBITA-ennustemme ollessa noin 79 MEUR:ssa.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Cramo** | Kurssi: 9.50

**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.20

### Arvostus houkuttelee

Yhtiö nojaa melko pitkälti tällä hetkellä vuoden 2020 ohjeistukseensa ja todennäköisyys sen saavuttamiseksi otti pienen nykyksen ylöspäin tuloksen yhteydessä. Yhtiön oikaistut tuloskertoimet ensi vuoteen ovat (20e P/E: 9x, EV/EBIT 10, EV/EBITDA: 4x) hyvinkin maltilliset ja myös alle yhtiölle yli syklin hyväksytystä tasosta (EV/EBITDA: 5,5x ja EV/EBIT: 12x). Myös laskelmiemme mukainen käypä arvo osakkeelle on nykyistä korkeammalla eikä suhteellisesta arvostuksestakaan voida löytää merkkejä yliarvostuksesta. Tasearvostus (P/B 19e: 1,0x) on historiaan nähden alhainen (1,4x) ja lähivuosina yhtiön osinkotuotto nousee yli 6 %:iin tulostason pysyessä lähellä ennusteitamme. Lyhyellä aikavälillä riskit osakkeessa tulostason tai yleisen markkinakehityksen suhteen ovat koholla, mutta mielestämme 12 kuukauden aikavälillä tuotto-odotus riittää positiiviseen suositukseen.



**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Cramo** | Kurssi: 9.50

**Lisää** | Tavoitehinta: 10.20

## SRV Yhtiöt: tulevaisuus valoisampi, mutta niin kovin kaukana

Toistamme SRV:n vähennä-suosituksen pitäen tavoitehintamme 1,25 eurossa yhtiön eilen julkistaman Q3-tuloksen jälkeen. Tappiovuoden jälkeen odotuksissa ollut kannattavuusparannus hautautuu tänä vuonna uusien ongelmien alle ja kunnollista tulosparannusta saadaan odottaa pitkälle vuoteen 2021. Tulosparannuksen siirtyminen, projektiongelmien jatkumisen uhka sekä heikentyvä markkina nostaa lähivuosien riskit korkealle tasolle ja tukea saa hakea kaukaa epävarmasta tulevaisuudesta. Luottamuksemme osien summan perusskenaarioon vahvistui kuitenkin selkeän tulevaisuuden suunnitelman myötä rajaten isompaa laskuvaraa.

### Tulos hieman odotuksia heikompi

SRV julkisti eilen aamulla odotusimme nähden tulokseltaan hieman heikomman Q3-raportin. Liikevaihto oli ennusteitamme parempi, mutta kannattavuus jäi ennusteistamme odotuksia suurempien tappioiden vuoksi. Yhtiö toisti odotetusti juuri ennen Q3-tulosta päivitetyn ohjeistuksensa ja ilmoitti ennen tulosta tervehdyttämishjelmasta. SRV:n liikevaihto nousi noin 9 % vertailukaudesta 227 MEUR:oon ollen meidän 218 MEUR:n ennustettamme hieman parempi (Q3'18: 208 MEUR). Liikevaihdon nousu tuli Rakentamisen liiketoiminnoista, sillä Sijoittamisen liikevaihto oli odotetusti hyvin pientä. Q3:n operatiivinen (oikaistu) liikevoitto oli heikko -7 MEUR (Q3'18: -3,1 MEUR) ollen -5,3 MEUR:n ennustettamme alhaisempi. Tuloksen heikkouteen vaikutti Venäjän omistusten ei-kassavirtavaikutteiset alaskirjaukset sekä heikkoihin projekteihin tehdyt kateheikennykset. Omien laskelmiemme mukaan projektien kateheikennykset lisääntyivät Q2:n lopusta noin 3 MEUR:lla, kun taas yhtiö kommentoi Venäjän arvonalennusten olleen noin 3,5 MEUR.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**SRV Yhtiöt** | Kurssi: 1.31

**Vähennä** | Tavoitehinta: 1.25

## Ennusteet laskivat näkymien vuoksi

Laskimme tulosennusteitamme lähivuosille Q3-tuloksen jälkeen selvästi. Yhtiön näkymien perusteella vuonna 2020 ei tulla saamaan vielä merkittävää tulosparannusta ja vuoden 2021 operatiivinen liikevoitto pyritään nostamaan vuoden 2017 noin 27 MEUR:n tasolle. Odotamme vuoden 2019 liikevaihdon olevan 1049 MEUR (aik. 1019 MEUR) ja operatiivisen liikevoiton olevan nyt -10,8 MEUR (aik. -6,8 MEUR). Osakekohtaisen tuloksen odotamme olevan tappiolla -0,50 eurossa (aik. -0,40 euroa). Nostimme hieman liikevaihdon ennusteitamme Rakentaminen-segmentissä, mutta laskimme kannattavuuden ennusteitamme odotuksia suurempien tappioiden myötä. Vuosille 2020 ja 2021 ennusteemme kannattavuuden suhteen laskivat selkeästi yhtiön viestiessä näkymänsä. Liikevaihdon ennusteemme nousivat hieman asuntojen valmistumisten ja tilauskannan vahvan tason myötä.

## Arvostus haastava

Osake hinnoitellaan kuluvalle vuodelle tulos pohjaisesti negatiivisesti ja hyvin haastavasti myös lähivuosina (20-21e EV/EBIT (oik.): 18x ja P/E (oik.): neg. tai 23x). Osinkoa yhtiö ei jaa näkemyksemme mukaan lähivuosina lainkaan ja hybridilainalla oikaistu P/B-lukukaan (P/B (oik.): 0,5x) ei taseeseen liittyvien riskien ja oman pääoman tuottokehityksen myötä anna tukea. Myös osien summa laskelmamme arvot laskivat, mutta luottamuksemme perusskenaarioon vahvistui kuitenkin selkeän tulevaisuuden suunnitelman myötä rajaten isompaa laskuvaraa toistaiseksi.



**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**SRV Yhtiöt** | Kurssi: 1.31

**Vähennä** | Tavoitehinta: 1.25

## Terveystalo Q3: kysynnän ja tarjonnan kohtaaminen parantui jälleen

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	160	234	228	229	1028
<b>Käyttökate (oikaistu)</b>	20,1	39,8	36,7	36,1	176
<b>EBITA (oikaistu)</b>	14,7	24,0	24,3	21,1	117
<b>Liikevoitto (raportoitu)</b>	17,3	16,1	14,6	13,5	84,4
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,13	0,08	0,06	0,06	0,43
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	3,2 %	46,0 %	42,0 %	42,5 %	38,0 %
<b>EBITA-% (oik.)</b>	9,2 %	10,3 %	10,7 %	9,2 %	11,3 %

Lähde: Inderes &  
Terveystalo (konsensus)

Tarkistamme tavoitehintamme 10,5 euroon (aik. 10,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksen. Yhtiö teki Q3:lla jälleen vahvan suorituksen ylittäen myös odotuksemme. Tulosylitys oli seurausta etenkin yksityisen puolen erinomaisesta orgaanisesta kasvusta. Poliittiset riskit ja taloustilanteen heikentyminen luovat epävarmuutta, mutta mielestämme tasaisesti tulostaan parantavan Terveystalon nykyinen osakekurssi tarjoaa edelleen lievästi positiivisen tuotto/riskisuhteen. Keväällä julkaistu seurannan aloitus –raporttimme löytyy [täältä](#).



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

**Terveystalo** | Kurssi: 9.97  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.50



## Orgaaninen kasvu oli viime kvartaalien tapaan vahvaa

Terveystalon liikevaihto kasvoi Q3:lla 234 MEUR:oon (+46 %) ylittäen selvästi 228 MEUR:n ennusteesemme. Kasvusta pääosa oli peräisin Attendo-terveyspalveluiden yritystostosta, mutta erityisesti yritysasiakkaiden myynnin kasvu 10 % sekä yksityisasiakkaiden myynnin kasvu 21 % (ilman Attendon vaikutusta kasvu noin 9-10 %) ylitti odotuksemme. Yritysasiakkaissa yhtiö onnistui jälleen generoimaan lisämyyntiä ennaltaehkäisevien palveluiden lisääntyneen tarjonnan kautta ja myös vakuutusyhtiö myynti kehittyi hyvin. Yksityisasiakkaissa oleellista oli se, että olemassa olevaan kysyntään kyettiin vastaamaan vertailukautta selvästi paremmin ohjaamalla asiakkaita myös suoraan muille ammattilaisille kuin hoitoketjun pullonkaulana toimiville lääkäreille. Myös lääkärin työaika on tehostunut etälääkärivastaanottojen kasvun kautta ja digipalvelut ovat lisänneet asiakasuskollisuutta. Julkisasiakkaissa myynti kasvoi 286 % (ilman Attendon vaikutusta n. 12 %) ja vaikka isojen ulkoistusten markkina on jäässä, saadaan kasvua aikaan pienemmällä kokonaisuuksilla. Oikaistu EBITA-% nousi vahvasti 10,3 %:iin (Q3'18: 9,2 %) kulujen skaalautuessa sekä Attendo-synergioiden alkaessa tukea kannattavuutta. Myös raportoitu osakekohtainen tulos 0,08 euroa ylitti ennusteesemme 0,06 euroa.

## Nostimme jälleen hieman ennusteitamme

Odotamme yhtiön jatkavan vahvaa täydentävien yritystosten tukemaa kasvuaan. Myös operatiivinen kannattavuusparannus etenee tehostamistoimien ja kulujen skaalautumisen myötä kohti taloudellisia tavoitteita. Nostimme ennusteitamme marginaalisesti ja odotamme 2019e liikevaihdon kasvavan nyt 1031 MEUR:oon (aik. 1021 MEUR). 2019 EBITA-marginaali on ennusteessamme 11,4 % (aik. 11,2 %) ja oikaistu EPS 0,47 euroa (aik 0,44 euroa). Ennusteissamme 2020 liikevaihto kasvaa 5 % 1083 MEUR:oon, EBITA-% nousee 11,9 %:iin läpitulevien Attendo-synergioiden tukemana ja EPS nousee 0,52 euroon (aik. 0,51 euroa).



**Olli Vilppo**

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

**Terveystalo** | Kurssi: 9.97  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.50

### Tuotto/riski suhde on edelleen lievästi positiivinen

Ennusteillamme Terveystalon 2019 ja 2020 P/E-luvut ovat 21x ja 19x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet 10,6x ja 9,3x ja ne ovat jo absoluuttisesti hieman koholla vahvan kurssinousun jälkeen. Toisaalta yhtiötä hinnoitellaan verrokkiryhmän tasolla, vaikka mielestämme yhtiö ansaitsisi preemion sen vahvasta markkina- asemasta ja selkeistä kilpailueduista johtuen. Terveystalolla on paljon yrityskauppoihin liittyviä kassavirtaan vaikuttamattomia PPA-poistoja ja niistä oikaistuna P/E luvut laskevat maltilliselle tasolle (17x ja 15x). Sijoittajan tuotto-odotus koostuu odottamastamme noin 13 % tuloskasvusta ja 2 % osinkotuotosta, mutta kertoimissa näemme pientä laskuvaraa, mikä laskee tuotto-odotusta hieman. Keskeisin riski korkeiden kertoimien kestävyydelle on Terveystalon tuloskasvun kulmakertoimen suuruudessa, etenkin jos poliitikot tai taloustilanteen heikentyminen heittävät kapuloita rattaisiin. Jatkuva hyvä operatiivinen performanssi on kuitenkin vahvistanut luottamustamme yhtiöön ja kokonaisuutena tuotto/riski suhde on arviomme mukaan nykykursilla edelleen lievästi positiivinen.



**Olli Vilppo**

Analyytikko

+358 40 761 9380

olli.vilppo@inderes.fi

**Terveystalo** | Kurssi: 9.97

**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.50

## Uutechnic Q3: vaikea talvi voi tarjota vielä paremman ostopaikan

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	5,1	4,9	4,1				20 %	16,2
Liikevoitto (oik.)	0,9	0,7	0,4				112 %	0,9
Liikevaihdon kasvu-%	0,0 %	-2,8 %	-19,0 %				16,2 %-yks.	-2,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	17,8 %	15,1 %	8,5 %				6,5 %-yks.	5,8 %

Lähde: Inderes

Uutechnicin Q3-raportin kokonaiskuva jäi pettymyksen puolelle erinomaisesta kannattavuudesta huolimatta, sillä tilaukset olivat alhaiset ja myös tilauskanta painui matalaksi. Heikkenevää markkinaa heijastellen leikkasimme yhtiön lyhyen ajan ennusteitamme hieman, mutta käsityksemme Uutechnicin pitkän ajan potentiaalista on ennallaan ja Q3 oli tässä suhteessa jopa rohkaiseva merkki. Ennusteileikkauksia heijastellen tarkastamme yhtiön tavoitehintamme 0,36 euroon (aik. 0,38 euroa) ja toistamme yhtiön vähennäsuosituksemme. Arviomme mukaan osakkeeseen voi haastavan talven aikana päästä vielä nykyistä paremmalla riskikorjatulla tuotto-odotuksella. Syyskuussa julkaistu laaja raporttimme Uutechnicistä on yhä ajankohtainen ja luettavissa [täältä](#).



**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Uutechnic** | Kurssi: 0.34

**Vähennä** | Tavoitehintana: 0.36

### Q3 oli jälleen rohkaiseva osoitus konsernin korkeasta kannattavuuspotentiaalista

Uutechnicin jatkuvat toiminnot (sekoitinliiketoiminta) tekivät Q3:lla 4,9 MEUR:n liikevaihdolla 0,7 MEUR:n liikevoiton. Liikevaihto ja tulos heikkenivät sinänsä odotetusti väkivahvasta vertailukaudesta, mutta pudotukset olivat silti selvästi odotuksiamme loivempia. Uutechnicin kannattavuus (oik. liikevoitto-%) oli Q3:lla erinomaisella 15 %:n tasolla, mitä selitti näkemyksemme mukaan tilauskannan ajoituksesta johtunut korkea työkuorma sekä sen osuminen tehokkaaseen Suomen yksikköön. Hallintokulujen suhteellisesti kasvanut osuus (taustalla yritysmyyntit) ja jatkuneen tietojärjestelmä uudistuksen kulut rokotivat kannattavuutta arviomme mukaan yhä hieman suhteessa viime vuoteen. Tuloslaskelman alempia rivejä Uutechnicin varsin suppea liiketoimintakatsaus ei avaa.

### Tilaukanta on alhainen eikä markkinatilanne näytä muutenkaan hyvältä

Myyntin osalta Uutechnicin Q3 oli sen sijaan heikko, sillä uudet tilaukset putosivat Q3:lla viime vuodesta 34 % 2,9 MEUR:oon. Ennusteemme oli noin 4 MEUR:n tasolla. Vaisun tilausvirran ja ennusteitamme korkeamman Q3:n liikevaihdon takia yhtiön tilaukanta putosi 9 % vertailukautta alemmas 6,5 MEUR:oon. Taso on mielestämme jo alhainen eikä kysyntään liittyvä epävarmuus on yleistä taloustilannetta heijastellen yhä korkealla. Ongelma on kysyntä ja asiakkaiden päätöksenteon jarruttelu, kun taas tarjouskilpailuissa yhtiön on arviomme mukaan pärjännyt hyvin. Kuluvan vuoden ohjeistuksensa heikkenevästä tuloskunnosta Uutechnic piti odotetusti ennallaan, mutta Q4:n toimitusten yhtiö kertoi painottuvan H1:n tavoin Saksan yksikköön. Tämän ja ohentuneen tilauskannan takia eväitä hyvän tuloskunnan säilyttämiseen ei mielestämme lyhyellä tähtäimellä ole. Siten Q4:n ennustelaskut neutraloivat Q3:n ylityksen ja tarkastimme myös ensi vuoden ennusteitamme hieman alaspäin heikkenemään päin olevaa markkinanäkymää heijastellen. Odotamme kuitenkin yhtiöltä ensi vuonna vakaalla liikevaihdolla tulosparannusta, kun tietyt kulurasitteet laskevat ja toiminta Saksassa tehostuu. Näkemykseemme Uutechnicin tulospotentiaalista raportti ei vaikuttanut, mutta sen saavuttamiseksi yhtiön pitäisi saada orgaaninen kasvu käyntiin (tai tehdä arvoa luovia yrityskauppoja) sekä onnistua tehostamaan tuottavuus Saksassa lähemmäs Suomen tasoa.



**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Uutechnic** | Kurssi: 0.34

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 0.36

### Lyhyen tähtäimen arvostuskuva ei houkuta kantamaan riskejä

Uutechnicin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 28x ja 13x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 20x ja 11x. Kuluvaan vuoden kertoimet ovat korkeat emmekä pidä vielä ensi vuoden kertoimia alhaisina selvistä tulosparannusodotuksista huolimatta. EV/S 1,2x (2019e) ei aseta rimaa enää pilviin pitkällä tähtäimellä, mutta kokonaiskuva puoltaa mielestämme yhä paremman lyhyen tähtäimen riskikorjatun tuotto-odotuksen käyttämistä. Myös suhteellisesti osakkeen arvostus on vuoden tähtäimellä yhä preemiolla eikä DCF-mallin indikoiman potentiaalin nopea realisoituminen näytä vallitsevien markkinariskien takia todennäköiseltä.



**Antti Viljakainen**

Analyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Uutechnic** | Kurssi: 0.34

**Vähennä** | Tavoitehinta: 0.36

## Digia: tuloskasvunäkymät edelleen hyvät

Toistamme Digian lisää-suosituksen ja 4,0 euron tavoitehinnan hieman odotuksia pehmeämmästä Q3:sta huolimatta. Digian Q3-liikevaihto kasvoi vahvasti ja oli linjassa odotuksiin, mutta kannattavuus jäi vertailukauden tasolle yrityskaupan integraation painamana. Odotamme yhtiön palaavan kannattavuusparannuspolulle loppuvuoden aikana. Näemme edelleen Digialla potentiaalia hyvään tuloskasvuun ja yhtiön palvelutarjooma ja strategia istuvat IT-markkinan trendeihin hyvin. Lähes ennallaan olevilla ennusteillamme osakkeen arvostus (2020e P/E 10x) on edelleen selvästi alle sektorin tasojen ja osake on houkuttelevasti hinnoiteltu.

### Kannattavuus jäi odotuksista Q3:lla yrityskaupan integraation painamana

Digian Q3-liikevaihto kasvoi 17 % vertailukaudesta ja oli 29,5 MEUR. Liikevaihto kasvoi organisesti 7 %, mikä on markkinatilanteen kontekstissa edelleen hyvä vauhti. Yhtiö kasvoi kaikilla viidellä palvelualueella. Liikevoitto oli Q3:lla 1,8 MEUR tai 6,1 % liikevaihdosta (Q3'18: 6,1 %) ja jäi 2,2 MEUR:n ennusteestamme. Kannattavuutta painoi Accountorin yrityskaupan mittava integraatio, joka yhtiön mukaan eteni ripeästi neljänneksen aikana. Digian toimitusjohtajan videohaastattelu on katsottavissa [tästä](#).

### Positiivinen kehitys jatkuu

Digian liikevaihdon vahva kasvu ja tulosparannusten putki on jatkunut nyt 7 neljännestä, vaikka kannattavuus jäi Q3:lla vertailukauden tasolle. Accountor Enterprise Solutionsin integraation negatiivisen vaikutuksen pitäisi pienentyä Q4:llä ja pienten kulusynergioiden alkaa realisoitua tämän jälkeen. Integraatio vaikutti lähes 400 henkilöön, mikä sitoi työntekijöitä laskuttavasta työstä ja painoi laskutusasteita. Ensi vuonna epäorganisen kasvun lisäksi yhtiön eri osaamisten hyvä kysyntä, laskutusasteiden nousu ja orgaaninen rekrytointi tukee kasvun ja kannattavuuden positiivisen kehityksen jatkumista.



**Joni Grönqvist**

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



**Mikael Rautanen**

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

**Digia** | Kurssi: 3.82

**Lisää** | Tavoitehintaa: 4.00

## Hyvää tulokasvua liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden kautta

Ennustemme laskee hienoisesti kuluvalle vuodelle Q3:n myötä, mutta muutoin ennustemme ovat ennallaan. Odotamme 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. Yhtiö saavuttaa näin ollen näkemyksemme mukaan helposti ohjeistuksensa, joka odottaa liikevaihdon kasvun ja liikevoiton paranemisen jatkuvan vuodesta 2018. Arviomme mukaan yhtiöllä on myös lähivuosina edellytykset hyvään noin 15 %:n vuotuiseseen tulokasvuun (2019e tasoon nähden) perustuen hieman IT-markkinaa nopeampaan kasvuun, yrityskauppoihin ja paranevaan tehokkuuteen (EBIT % 2019e 7,6 % ja 2021e 8,9 %).

## Tuotto-odotus edelleen houkutteleva

Digian profiili on muuntautumassa käännytyhtiöstä vähitellen tulokasvuyhtiöksi, mikä tukee arvostusta. Nykyinen 14x P/E-luku (2019e) yhdistettynä lähivuosien ennustettuun yli 15 %:n tulokasvuun, 3-5 %:n osinkotuottoon ja arvostuskertoimien nousuvaraan tarjoavat edelleen riskeihin nähden houkuttelevan tuotto-odotuksen. Tavoitehinnallamme vastaavat P/E-kertoimet vuosille 2019-2020 ovat 15x ja 11x tai 7 % 22 % alle verrokkien, mikä on myös riittävä positiivisen näkemyksen toistamiseen. Lisäksi yhtiön vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen osinkoon tai kasvun kiihdyttämiseen yrityskaupoin.



**Joni Grönqvist**

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



**Mikael Rautanen**

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

**Digia** | Kurssi: 3.82

**Lisää** | Tavoitehintaa: 4.00

## Teleste: odotamme teknologiasyklin piristymistä

Toistamme Telesten vähennä-suosituksen ja 5,5 euron tavoitehinnan ennusteisiin osuneen Q3-tuloksen jälkeen. Yhtiön maltillinen tulosparannus näyttää toteutuvan tänä vuonna informaatoratkaisujen vahvan tilauskannan tukemana. Palveluliiketoiminnan tuloskehitys on kuitenkin edelleen vaatimatonta ja tilaajaverkkotuotteiden teknologiamurros pitää näkyvyyden heikkona. Tähän nähden osakkeen arvostus (2019e-2020e oik. P/E 14x-11x) näyttää neutraalilta. Arviomme mukaan Teleste on yhtiönä palveluliiketoimintaa lukuun ottamatta hyvässä kunnossa, mutta tilaajaverkkotuotteiden markkinoilta tarvittaisiin nyt pientä vetoapua, jotta osake muuttuisi houkuttelevaksi. Oikea ajoitus on todennäköisesti silloin, kun näkyvyys syklin käännteeseen paranee. Yhtiön toimitusjohtajan Q3-tuloshaastattelu on katsottavissa [täältä](#).

### Q3-tulos osui odotuksiimme

Telesten Q3-liikevaihto kasvoi prosentin 60,1 MEUR:oon (ennusteemme 62,9 MEUR). Liikevoitto oli vertailukauden tasolla 3,2 MEUR:ssa ja osui odotuksiimme. Teleste toisti odotetusti näkymänsä ja odottaa liikevaihtonsa pysyvän vuoden 2018 tasolla (250,3 MEUR) ja oikaistun liiketuloksen kasvavan edellisvuodesta 2018 (9,7 MEUR). Ohjeistukseen yltäminen vaatii yhtiöltä hyvää suoritusta kaikilla liiketoiminta-alueilla Q4:llä, joten tulosvaroitusriski on korkeahko. Teimme Q3-raportin pohjalta vain lieviä negatiivisia tarkistuksia ennusteisiimme.



**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: 5.82

**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.50



### Palveluliiketoiminnan kannattavuus vaatii edelleen toimenpiteitä

Palveluliiketoiminnan eli Network Service (NS) -segmentin liikevaihto laski odotetusti 6 % 25,5 MEUR:oon Saksassa viime vuoden lopussa päättyneen projektin takia. Yhtiöllä on edelleen haasteita palveluliiketoiminnan kannattavuuden suhteen (Q3'19: EBIT-% 0,9 %), eikä kaikkia kehitystavoitteita saavutettu Q3:n aikana. Teleste jatkaa edelleen palveluliiketoiminnan operatiivisen toiminnan kehittämistä ja pyrkii fokuoitumaan korkeamman lisäarvon palveluihin. Ennustamme tehostamistoimien heijastuvan ensi vuonna kannattavuusparannuksena (2020e EBIT-% 2,3 %), johon liittyy vielä epävarmuutta segmentin pitkään jatkuneen heikon historiallisen suorittamisen takia.

### Tilaaajaverkkotuotteissa markkinasyklin vetoapua saadaan vielä odottaa

VBS-segmentin liikevaihto kasvoi 8 % 34,6 MEUR:oon, kun videovalvonta- ja informaatoratkaisujen vahvaa tilauskantaa toimitettiin onnistuneesti. Segmentin kannattavuus (EBIT-% 8,7 %) oli myös tämän ansiosta hyvällä tasolla. Tilaaajaverkkolaitteissa markkinan kysyntätilanne on erittäin heikko ja liikevaihto laski, mutta marginaalit ovat käsityksemme mukaan vahvoja. Telesten kannalta tärkeän hajautetun arkkitehtuurin investointien käynnistyminen näyttää jälleen lykkääntyneen hieman kauemmas, mikä pitää näkyvyyden heikkona. Tuoreimman arvion mukaan käyttöönottoprojektit alkavat ensi vuoden aikana vauhdittuen toisella vuosipuoliskolla.



**Atte Riikola**

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



**Mikael Rautanen**

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

**Teleste** | Kurssi: 5.82

**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.50

### Kyttäämme edelleen oikeaa ajoitusta hypätä Telesten osakkeen kyytiin

Telesten vuosien 2019-2020e oikaistut P/E-kertoimet ovat 14x ja 11x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 13x ja 9x. Arvostus näyttää neutraalilta huomioiden tulokasvunäkymä ja siihen liittyvä epävarmuus. Tilajaverkkotuotteita rasittava teknologiasykli on ensi vuodesta alkaen kääntymässä asteittain suotuisemmaksi hajautetun verkkoarkkitehtuurin käyttöönoton myötä. Näkyvyys markkinakäänteeseen ja Telesten onnistumiseen uudessa teknologiasukupolvessa on yhä rajallinen ja loppuvuotta varjostaa tulosvaroitusriski, minkä takia ajoitus Telesten ostoille ei ole vielä optimaalinen. Hajautettu verkkoarkkitehtuuri sekä USA:n laajentuminen voivat tarjota Telestelle pitkäaikaisen tuloskasvuveturin vuodesta 2020 eteenpäin, mutta ensin tarvitaan parempaa näkyvyyttä.



**Atte Riikola**

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



**Mikael Rautanen**

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

**Teleste** | Kurssi: 5.82

**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.50

## Next Games Q3: seuraavien pelien julkaisussa täytyy onnistua

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>	13,4	7,8	8,1				-4 %	36,3
<b>Oikaistu liiketulos*</b>	-9,2	-1,2	-0,1				1471 %	-2,2
<b>Liikevoitto</b>	-10,3	-2,1	-1,2				82 %	-6,1
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	110,4 %	-41,9 %	-39,6 %				-2,2 %-yks.	2,9 %
<b>Liikevoitto-%</b>	-77,0 %	-20,7 %	-14,3 %				-6,4 %-yks.	-16,7 %

Lähde: Inderes

\*Liiketulos oikaistuna IFRS2 -o sakaiperusteisilla maksuilla sekä poistoilla (IFRS16-poistoja ei oikaistu)

Next Gamesin aamuinen Q3-raportti oli liikevaihdon osalta lähes linjassa ennustemme kanssa, mutta tuloskehitys jäi alle odotustemme. Alustavasti iso kuva yhtiön suhteen on Q3-raportin jälkeen ennallaan. Yhtiön täytyy onnistua seuraavaksi putkessa olevien pelien julkaisuissa tai muuten yhtiön osakeannin myötä vahvistunut kassatilanne alkaa heikentyä melko nopeasti. Näkyvyys tulevien pelijulkaisujen menestyksen suhteen on heikko ja osakkeen riskitaso säilyy erittäin korkeana.

Next Gamesin Q3-liikevaihto laski vertailukaudesta 42 % 7,8 MEUR:oon ja edellisestä neljänneksestä 17 % (Q2'19: 9,4 MEUR). Liikevaihto oli pitkälti linjassa 8,1 MEUR:n ennustemme kanssa. Yhtiön molempien live-pelien liikevaihto laski pääasiallisesti päivittäisten pelaajien lukumäärän laskun seurauksena heijastellen vertailukautta (Our World julkaistiin Q3'18) ja edellisneljänneistä pienempiä käyttäjähankintapanostuksia. Our Worldin bruttomyynti Q3:lla oli 4,5 MEUR (Q2'19: 5,2 MEUR) ja No Man's Land (NML) -pelin 3,4 MEUR (Q2'19: 3,8 MEUR).



**Atte Riikola**

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

**Next Games** | Kurssi: 0.89

**Vähennä** | Tavoitehinta: 0.88

Our Worldin osalta yhtiö keskittyi edelleen pelin käyttäjämäärien pysyvyyden optimointiin. Pelin monetisaatio (Q3'19 ARPAU: 0,36 EUR) on edelleen hyvällä tasolla ja jos retentio-ongelmat saadaan korjattua, saattaa yhtiö skaalata käyttäjähankintapanostuksia ylöspäin pelin osalta. Yhtiön mukaan Our Worldiin julkaisun yhteydessä tehdyt 9,6 MEUR:n markkinointipanostukset maksoivat itsensä takaisin lopulta 390 päivässä suunnitellun 120 sijasta, mikä kuvastaa pelin julkaisun epäonnistumisen mittakaavaa. Yhtiön mukaan Our World on itsenäisenä projektina ollut kannattava Q4'18 lähtien.

Q3-liikevoitto parani odotetusti merkittävästi Our Worldin julkaisupanostusten rasittamasta vertailukaudesta ja oli -2,1 MEUR (Q3'18: -10,3 MEUR). Liikevoitto jäi kuitenkin alle -1,2 MEUR:n ennusteemme. Oikaistu liiketulos oli -1,2 MEUR, mikä niin ikään alitti -0,1 MEUR:n ennusteemme. Yhtiön mukaan kulutaso pysyi kvartaalin ajan odotetulla tasolla ja arvioimme käyttäjähankintapanostusten olleen hieman odotuksiamme korkeammalla tasolla Q3:n aikana, mikä selittää tulosalitusta.

Next Games on alkuvuoden vakauttanut liiketoimintaansa ja vahvisti rahoitusasemaansa lokakuussa toteutetulla 8 MEUR:n merkintäoikeusannilla. Annin jälkeen (22.10.) yhtiön kassavarat olivat 10,3 MEUR, jonka lisäksi yhtiöllä on käytettävissä 3 MEUR:n tililiimiitti. Nykyinen kassatilanne mahdollistaa tulevien Blade Runner Nexus ja Stranger Things -pelien julkaisun, mutta liikkumavara epäonnistumisten varalle on silti hyvin rajallinen. Blade Runner on yhä koemarkkinointivaiheessa ja pelin toiminnallisuuksia viimeistellään ja testataan tällä hetkellä. Stranger Things -peli on etenemässä esituotannon loppuvaiheeseen ja peli ollaan julkaisemassa vuoden 2020 aikana. Arvioimme julkaisun ajoittuvan aivan loppuvuoteen.

**Atte Riikola**

Analyytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Next Games** | Kurssi: 0.89**Vähennä** | Tavoitehinta: 0.88

## Etteplan Q3: hyvää kehitystä Q3:lla, mutta epävarmuus pysyy

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	52,6	61,5	61,1	60,0			1 %	265,1
Liikevoitto (oik.)	4,4	4,9	4,9	5,0			0 %	23,2
EPS (oik.)	0,13	0,16	0,14	0,15			8 %	0,71
Liikevaihdon kasvu-%	11,6 %	17,0 %	16,2 %	14,1 %			0,8 %-yks.	12,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	8,3 %	8,0 %	8,0 %	8,3 %		-	-0,1 %-yks.	8,7 %

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Hyvä Q3-tulos ylitti ennustemme ja Etteplan toisti ohjeistuksensa, mutta markkinakommentit olivat odotetusti muuttuneet astetta varovaisemmiksi. Emme ole tehneet suuria ennustemuutoksia, koska ennustemme huomioivat jo kysynnän kasvun selkeän hidastumisen. Etteplanin arvostustaso on kohtuullinen ja osake on aliarvostettu suhteessa verrokkeihin, mutta nousuvara jää mielestämme kuitenkin suhteellisen ohueksi. Riski/tuotto-suhteella kyseessä on mielestämme rajatapaus, mutta toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 9,8 euroon (aik. 9,4 euroa) yhtiön vahvan omistaja-arvon luontiin liittyvän track-recordin ansiosta. Katso yhtiön toimitusjohtajan tulosaastattelu [täältä](#).



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

**Etteplan** | Kurssi: 9.34  
**Lisää** | Tavoitehinta: 9.80

## Hyvä orgaaninen kasvu tuki Q3-tulosta

Q3-liikevaihto kasvoi 17,0 % yhteensä 61,5 MEUR:n tasolle. Yritystojen liikevaihtokontribuutio oli suunnilleen odottamallamme tasolla, mutta yhtiö pystyi lisäksi kiihdyttämään orgaanisen kasvun 5,1 %:n tasolle (vertailukelpoisin valuutoin +5,8 %). Huomioiden markkinakasvun heikentyminen tämä oli hyvä suoritus ja ylitti odotuksemme. Kertaeristä oikaistu EBITA, joka kuvaa mielestämme parhaiten operatiivista kehitystä, kasvoi Q3:lla 5,8 MEUR:oon (+14,4 %). Tämä tarkoittaa noin 9,4 %:n oikaistua EBITA-marginaalia (Q3'18: 9,6 %). Q3-tulos sisälsi nettona 0,8 MEUR positiivisia kertaeriä, joiden tukemana kannattavuus ylitti yhtiön 10 %:n taloudellisen tavoitteen. Operatiivisesti Q3-tulos oli kuitenkin pääosin odotuksiemme mukainen, mutta orgaaninen kasvu ylitti odotuksemme.

## Näkymät ensi vuoteen ovat vielä sumuiset

Etteplan toisti odotetusti ohjeistuksensa vuodelle 2019, mutta markkinanäkymät olivat muuttuneet varovaisimmiksi. Q2-raportin markkinakommenteissa yhtiö kertoi vielä toimintaympäristön kehittyvän edelleen pääasiassa positiivisesti, mutta nyt kommentti oli poistettu. Muuten kommentit indikoivat markkinakysynnän kasvun hidastumista. Tämä ei ollut yllätys ja olemme ennakoineet markkinakasvun hidastuvan lähelle nolaa, joten ennustemuotoksemme jäivät minimaalisiksi. Odotamme Etteplanilta ensi vuonna edelleen merkittävää 10,7 %:n liikevaihdon kasvua, mutta tästä leijonanosa tulee yritysostoista. Kannattavuudessa näemme paineita Suunnittelupalveluissa, joka on näkemyksemme mukaan syklisin palvelualue. Vastaavasti ennustamme muiden palvelualueiden pystyvän parantamaan niiden kannattavuustasojen ollessa tällä hetkellä alle potentiaalini. Varsinainen tulokasvu (ennuste +5 %) jää kuitenkin yritysostojen harteille. Markkinatilanteen kehitykseen liittyy poikkeuksellisen paljon epävarmuutta, mikä heijastuu sekä tulokasvuodotuksiimme että osakkeen riskeihin. Markkinakasvun kääntyminen negatiiviseksi aiheuttaisi painetta sekä liikevaihtoon että kannattavuuteen, koska hinnoitteluvoima on erityisesti resurssivuokrauksessa rajallinen.



**Juha Kinnunen**

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

**Etteplan** | Kurssi: 9.34

**Lisää** | Tavoitehinta: 9.80

### Arvostustaso on kohtuullinen, mutta suhteessa riskeihin nousuvara on rajallinen

Etteplanin 2020e P/E on noin 12,5x ja EV/EBITDA noin 7x. Näistä P/E-luvussa emme näe oleellista nousuvaraa (neutraalitaso nykytilanteessa noin 13x), mutta tulosta painavat yritysostoihin liittyvät aineettomat poistot. Toisaalta EV/EBITDA-kerroin tarjoisi yli 10 %:n nousupotentiaalin, koska mielestämme neutraalitaso on suunnilleen 8x. Lisäksi Etteplan on noin 20 % aliarvostettu suhteessa varsin hyvään verrokkiryhmään, mutta erotus pienenee selvästi vuoden 2020-kertoimilla (noin 10 %). Mielestämme Etteplan olisi normaalisti perusteltua arvottaa suunnilleen verrokkiryhmän tasolle, mutta verrokkeihin on vaikea nojata mielestämme korkealta kuulostavien tulokasvuodotuksien takia. Lisäksi sijoittajien tuotto-odotusta parantaa Etteplanin noin 4 %:n osinkotuotto. Mielestämme Etteplan on hieman aliarvostettu, mutta näkemämme nousuvara jää ohueksi. Vallitsevan korkean epävarmuuden takia Etteplan on rajatapaus, mutta yhtiön vahva track-record omistaja-arvon luonnissa kääntää näkemyksemme vielä varovaisen positiiviseksi.



**Juha Kinnunen**

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

**Etteplan** | Kurssi: 9.34

**Lisää** | Tavoitehinta: 9.80

## Fiskars: palaamme varovaiselle kannalle Q3-pettymyksen takia

Fiskarsin Q3-tulosalitus oli vertailukauteen ja ennusteisiimme nähden poikkeuksellisen raju. Kaksi ohjeistuksen laskua saman vuoden aikana ja erittäin heikko Q3-tulos kertovat siitä, että yhtiö toimii nyt nopeasti muuttuvassa ja vaikeasti ennakoitavissa markkinassa. Laskimme vuosien 2019-2020 tulosennusteitamme keskimäärin 10 %:lla, minkä takia laskemme tavoitehintamme 12,0 euroon (aik. 13,2 euroa). Koemme parhaaksi odottaa positiivisen tuloskäänteen merkkejä sivusta ja laskemme tästä johtuen suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää).

### Liikevaihdon kasvattaminen näyttää edelleen olevan yhtiölle iso haaste

Q3-liikevaihto laski 2,8 % ja oli 249 MEUR (Inderes ennuste 239 MEUR). Liikevaihto laski Functional-segmentissä (-3,6 %) erityisesti Amerikassa tärkeän koulunaloitusesongin heikon myynnin, kastelukategorian väisuna jatkuneen kysyntätilanteen ja Outdoor-liiketoiminnan tilausten vähenemisen takia (varsinkin julkisen sektorin puolella). Living-segmentin liikevaihdon laskuun (-1,8 %) vaikutti mm. Suomessa järjestettyjen kampanjoiden ajoitus sekä yhtiön strateginen valinta vähentää outlet-kanavien myyntiä kannattavuuden parantamiseksi.

### Tulosalitus oli poikkeuksellisen raju ja se liittyi etenkin Functional-segmentin Amerikan toimintaan

Vertailukelpoinen EBITA laski Q3:lla peräti 50 % ja oli 13,4 MEUR (Inderes ennuste 22,4 MEUR). Tulosalitus oli sekä vertailukauteen että ennusteeseemme nähden raju, vaikka toukokuussa annetun EBITA-varoituksen ja lokakuussa annetun liikevaihtovaroituksen jälkeen odotukset olivat matalalla. Heikko tulos johtui täysin Functional-segmentistä, jonka vertailukelpoinen EBITA laski 6,3 MEUR:oon (Q3'18: 19,1 MEUR). Segmentin tulosta laskivat pienet volyymit, USA:n asettamat tullitariffit, varastotasojen kasvuun liittyvät kustannukset ja logistiikkakustannusten nousu. Living-segmentti oli raportin valopilkku, sillä pitkän heikon jakson jälkeen segmentin EBITA parani 9,5 MEUR:oon (Q3'18: 8,8 MEUR), minkä taustalla oli pitkään vaikeuksissa painineen English & Crystal Living-segmentin tehostamistoimet.



**Petri Kajaani**

Analyytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Fiskars** | Kurssi: 12.00

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 12.00



### Yhtiö toisti lokakuussa alennetun ohjeistuksen ja laskimme 2019-2020 ennusteitamme noin 10 %:lla

Ohjeistuksen mukaan vertailukelpoisen liikevaihdon ja vertailukelpoisen EBITA:n odotetaan jäävän alle vuoden 2018 tason (liikevaihto 1118 MEUR ja EBITA 122 MEUR). Nostimme 2019-liikevaihtoennustettamme 1 %:lla 1089 MEUR:oon, mutta laskimme vertailukelpoista EBITA-ennustettamme 9 %:lla 95 MEUR:oon (aik. 104 MEUR). H1'19-tuloskehitys on ollut heikkoa ja katseet keskittyvät nyt tärkeään joulumyyntisesonkiin, missä yhtiöllä on vertailukautena vastassa historiansa paras kvartaalitulostulos (Q4'18). Suurimpana huolena Q3-raportissa nostamme esiin nopeasti pudonneen Functional-segmentin kannattavuuden. Näin yllättävän pudotuksen taustalla on yleensä myös jotain syvempiä syitä, joita ei korjata parissa kvartaalissa ja tämä horjuttaa luottamustamme segmentin viime vuosina nähdyin tulosparannuksen kestävydestä. Functional-segmenttiin tehtyjen lähivuosien ennusteidemme laskun takia Fiskarsin vuoden 2020 tulosennusteemme laski myös 10 %:lla. Odotamme vertailukelpoisen EBITA-marginaalin olevan 2020-2021 aikana 10 %:n tasolla, mikä on selvästi yhtiön oman pitkän aikavälin tavoitteen (EBITA 12 %) alapuolella.

### Laskeneet tulosennusteet ja noussut riskitaso painavat osakkeen arvostusta

Päivitettyjen ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 14x ja osinkotuotot 4,5 % ja 4,7 %. Raportoitua tulosta painavat Living-segmentin uudelleenjärjestelyohjelmasta (2019-2021) syntyvät 40 MEUR:n kulut, minkä takia raportoidut P/E-luvut ovat 19x ja 17x. Noussut epävarmuus lähivuosien tulokuntoa kohtaan painaa nyt mielestämme hyväksytyä arvostusta ja koemme parhaaksi odottaa positiivisen käänteen merkkejä sivusta.



**Petri Kajaani**

Analyytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Fiskars** | Kurssi: 12.00

**Vähennä** | Tavoitehinta: 12.00

## Wulff Yhtiöt Q3: tulos hyvä, liikevaihto jäi odotuksista

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erutus (%)	2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
MEUR / EUR								
Liikevaihto	13,0	12,0	13,4				-10 %	58,2
Liikevoitto (oik.)	0,3	0,2	0,1				142 %	1,6
Liikevoitto	0,3	0,1	0,1				21 %	1,8
Tulos ennen veroja	0,3	-0,1	0,0				1282 %	1,4
EPS (raportoitu)	0,04	-0,01	0,00				961 %	0,21
Liikevaihdon kasvu-%	6,6 %	-8,0 %	2,3 %				-10,4 %-yks.	3,4 %
Liikevoitto-%	2,0 %	1,7 %	0,6 %				1 %-yks.	2,8 %

Lähde: Inderes

Wulff Yhtiöt julkisti eilen Q3-tuloksensa, joka oli odotuksiin nähden hieman parempi tulospuolella, vaikka liikevaihto jäikin odotuksista. Yhtiölle tärkeämpi tuloskäännös näyttäisi etenevän kuitenkin oikeaan suuntaan. Tulokseen vaikutti huomattavasti pääkonttorin muutosta aiheutuneet kulut ja näistä oikaistuna käyttökate olisi ylittänyt vertailukauden tason. Tulemme päivittämään näkemyksemme yhtiöstä maanantaina.

Alkuvuoden hyvän suorituksen jälkeen Q3-tulos oli osin hieman vertailukautta heikompi. Tämä johtui noin 0,2 MEUR:n pääkonttorin muutosta johtuneista kustannuksista. Ilman näitä yhtiön tulos olisi käyttökateella mitattuna ylittänyt vertailukauden tason. Liikevoittoa kuitenkin laski vertailukaudesta lisääntyneet poistot yhtiön ostamista kiinteistöistä. Tämä tulee pitkällä aikavälillä näkymään kustannussäästöinä alarivillä.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Wulff** | Kurssi: 1.80

**Lisää** | Tavoitehintaa: 1.85

Messuliiketoiminnan hiljaisempi kausi aiheutti kuitenkin liikevaihdon jäämisen ennusteista. Wulffin Q3 liikevaihto laski vertailukaudesta 7,8 % noin 12 MEUR:oon, kun olimme odottaneet noin 13,4 MEUR:n ja 2 %:n kasvua vertailukauteen nähden (Q2'18: 13,7 MEUR). Liikevoitto laski odotetusti noin 0,1 MEUR:oon (ennuste: 0,1 MEUR) ja liikevoittomarginaali laski 0,5 %:iin vertailukauden 2,0 %:sta messujen vähäisemmän määrän ja muuttokustannusten vuoksi. Myyntikate-% tosin nousi hieman 34,2 %:iin viime vuoden 33,0 %:sta kertoen alla olevan tuoteportfolion pienestä parantumisesta. Oikaistu osakekohtainen tulos oli 0,01 euroa jääden vertailukaudesta (Q3'18: 0,04 euroa). Yhtiö piti myös kuluven vuoden ohjeistuksensa ennallaan, missä se odottaa vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan vuodesta 2018 (2018: 1,5 MEUR).

Segmentteittäin katsottuna yhtiölle tärkeämpi Sopimusasiakas-segmentti suoritui kvartaalista vertailukautta heikommin alhaisen messumyynnin vuoksi. Liikevaihto laski 9,4 % noin 10,1 MEUR:oon ja liikevoittomarginaali asettui alhaiselle tasolle 1,1 %:iin jääden vertailukauden 2,1 %:sta. Olimme odottaneet messujen vähentymistä loppuvuonna, mutta vaikutus oli odotuksiamme suurempi. Myös muuttokustannukset alensivat yhtiön segmenttiin kuuluvaa kannattavuutta. Asiantuntijamyynnissä kehitys oli sen sijaan tasaisempaa. Liikevaihto nousi noin 1 %:lla 1,9 MEUR:oon, mutta liikevoittomarginaali jäi myös alhaiselle noin 0,5 %:n tasolle laskien selvästi vertailukauden 5,6 %:sta. Syynä heikkouteen oli kysynnän kohdistuminen vertailukautta matalamman katetason tuotteisiin. Myös segmentin logistiikkapalvelujen ja varaston muutto Suomessa aiheutti kertaluontoisia kustannuksia kvartaalille.

**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Wulff** | Kurssi: 1.80**Lisää** | Tavoitehintaa: 1.85

## Sampo Q3 keskiviikkona: osinkodraama huomion keskipisteenä

Ennustetaulukko	Q3'18		Q3'19		Konsensus		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>MEUR / EUR</b>							
<b>Tulos ennen veroja</b>	493		99	101	56	- 137	1561
<b>If</b>	211		231	226	211	- 243	900
<b>Mandatum</b>	72		61	60	33	- 73	253
<b>Nordea</b>	139		-74	-74	-75	- -73	293
<b>Holdings</b>	6		-159	-157	-179	- -133	-123
<b>Topdanmark</b>	65		40	45	32	- 67	233
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,70		0,07	0,04	-0,01	- 0,12	2,13

Lähde: Inderes & Vara (konsensus)

Sampo julkistaa Q3-tuloksensa keskiviikkona 09.30-10.00. Sammon tulos jää poikkeuksellisen heikoksi johtuen Nordean surkeasta tuloksesta sekä Sammon Nordea-osakkeiden jakoon liittyvästä alaskirjauksesta. Operatiivisesti tulos on kuitenkin vahva If:n jatkaessa voittokulkuaan. Iltapäivän konferenssipuhelusta tulee jälleen hyvin mielenkiintoinen, kun yhtiö joutuu perustelevaan markkinoille takinkääntöään omaan osinkopolitiikkaansa liittyen. Viime viikolla päivittämämme analyysi Sammosta on luettavissa [ohaisesta linkistä](#).



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

**Sampo** | Kurssi: 36.74  
**Lisää** | Tavoitehinta: 37.00

Ennustamme Sammon tuloksen ennen veroja olevan 99 MEUR, konsensuksen odottaessa 101 MEUR:n tulosta. Tulos laskee merkittävästi vertailukauden 493 MEUR:sta, kun Nordean tulos painui tappiolliseksi [isojen alaskirjauksien](#) johdosta. Lisäksi Sampo teki Nordea-osingonjaon yhteydessä Q3:lle 155 MEUR:n alaskirjauksen, kun jaettavien osakkeiden kurssi alitti niiden tasearvon (näkyvät Holdings-segmentissä). Ennustamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen jäävän lopulta vain 0,07 euroon (konsensus 0,04 euroa).

If tulee jälleen tekemään erinomaisen tuloksen ja ennustamme tuloksen kasvavan vertailukauden 211 MEUR:sta 231 MEUR:oon (konsensus: 226 MEUR). Markkinatilanne Pohjoismaiden vakuutusmarkkinoilla vaikuttaa kilpailijoiden raporttien perusteella olevan edelleen poikkeuksellisen seesteinen, kun toimijat keskittyvät suojelemaan vakuutus teknisiä kannattavuuksiaan matalien korkojen painaessa sijoitustuottoja. Ennustamme If:n jatkaneen alkuvuoden vahvaa kasvuaan Q3:lla (Q3'19e: +4 %) markkinatilanteen ja vahvan kilpailuasemansa ansiosta. Vakuutus tekninen tulos tulee säilymään erinomaisena ja ennustamme yhdistetyn kulusuhteen olevan 84,6 % (Q3'18: 85,8 %). Mandatumin osalta odotamme tuloksen olevan hyvä, mutta laskevan hieman vertailukauden poikkeuksellisen hyvältä tasolta. Nordean ja Topdanmarkin tulokset ovat jo valmiiksi tiedossa.

Sammon Nordea-omistus laski katsauskaudella alle 20 %:iin ja samalla Sampo sai Finanssivalvonnan hyväksynnän rahoitus- ja vakuutusryhmittymän lakkaamisesta. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että jatkossa Sammon vakavaraisuutta lasketaan vain Solvenssi II -sääntöjen mukaisesti. Arviomme mukaan yhtiön solvenssisuhde tulee Q3:n lopussa olemaan hieman yli 170 %.

Päivän pääfokus tulee jälleen keskittymään iltapäivän konferenssipuheluun. Sampo joutui viime viikolla tekemään itselleen harvinaisen takinkäännon omaan osinkopolitiikkaansa liittyen, kun yhtiö kertoi laskevansa osinkoaan ensi keväänä. Osinkodraaman lisäksi Sammon parantunut vakavaraisuusasema tulee todennäköisesti olemaan keskustelun aiheena, sillä parantunut vakavaraisuus sekä aiempaa maltillisempi osingonjakosuhte kasvattavat Sammon liikkumavaraa yritysjärjestelykentällä.



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

**Sampo** | Kurssi: 36.74  
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 37.00

## Suzano onnistui laskemaan selluvarastojaan Q3:lla, mutta ongelmaa ei ole vielä ratkaistu

Maailman suurin selluyhtiö brasilialainen Suzano julkisti Q3-raporttinsa eilen New Yorkin kaupankäynnin sulkeutumisen jälkeen. Suzanon liikevaihto laski Q3:lla 33 % 6,6 miljardiin Brasilian realiin. Myyntiä rokotti luonnollisesti rajusti lyhytkuitusellun hinnan lasku, mutta myös sellumyynnin volyyymi putosi 12 % vertailukaudesta. Q2:sta volyyymi sellumyynnin volyyymi kohosi 15 % tietyiltä osin elpynyttä kysyntää heijastellen. Yhtiön oikaistu käyttökate putosi 56 % noin 2,4 miljardiin Brasilian realiin, mikä johtui liikevaihdon laskusta ja myös yhtiön tuotannon rajoitusten takia nousseesta tuotannon käteiskustannuksesta. Suzanon nettotulos putosi selvästi tappiolle Q3:lla, mihin vaikuttivat kuitenkin oleellisesti myös Brasilian realin heikentymisen aiheuttamat ei-kassavaikutteiset kurssierot. Kokonaisuutena Suzanon Q3-numerot olivat hieman Bloombergin konsensusodotuksia heikompia.

Jopa tulosta enemmän raportissa kuitenkin seurattiin Suzanon varastojen kehitystä, sillä tuntuva osa sellun globaalista varasto-ongelmasta keskittyy alkuvuodesta kaupallisessa strategiassaan epäonnistuneelle Suzanolle. Suzano on myös lähes ainoa merkittävässä mittakaavassa tuotantoaan rajoittanut suuri sellupeluri. Suzanon varastot laskivat Q3:lla 450 000 tonnilla, mikä vastaa arviomme mukaan karkeasti kolmannesta yhtiön ylimääräisen varaston määrästä. Pudotus on merkittävä, mutta varasto-ongelman ratkaisussa on silti runsaasti työtä jäljellä, kuten myös viime aikojen markkinadata on osoittanut. Arviomme mukaan Suzano on myynyt tämän erän isoina blokkeina kiinalaisille asiakkaille. Kauppaa on käyty luonnollisesti alennuksella ja varaston alentaminen on arviomme mukaan painanut osaltaan lyhytkuitusellun markkinahintaa Q3:lla. Varastotason alentamiseen kohdistuneista markkinaodotuksista ei ole tarkempaa tietoa.



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

**UPM** | Kurssi: 29.14

**Myy** | Tavoitehintaa: 27.00

Näkymiä Suzano ei raportissa juuri kommentoinut eikä yhtiön kysyntä/tarjonta-analyysi sisältänyt mielestämme suuria yllätyksiä suhteessa muiden pelureiden kommentteihin. Yhtiö kuitenkin poisti ”sellumarkkinan tilanteeseen” vedoten kuluvan vuoden tuotanto-ohjeistuksensa (aik. 2019 tuotanto 9,0-9,4 miljoonaa tonnia sellua, mikä vastaa noin 1,5 miljoonan tonnin tuotannon rajoitusta suhteessa yhtiön kapasiteettiin). Suzanon kuluvan sellun vuoden tuotanto on toistaiseksi ollut 6,4 miljoonaa tonnia, joten suhteessa kapasiteettiin alkuperäinen tuotannon rajoitustavoite alkaa olla kasassa. Toisaalta yhtiöllä ei ole Q4:llä suunniteltuja vuosihuoltoseisokkeja ja myös Q1:lle osuu vain Suzanon yhdessä Stora Enson kanssa omistaman Veracellin vuosihuolto. Siten pidämme mahdollisena, että Suzanon tuotanto on kiihtymään päin. Tämä voi lisätä sellumarkkinalle lyhyellä tähtämellä tarjontaa jossain määrin talven aikana (suhteessa kesään), vaikka koko vuoden osalta Suzanon tuotanto voikin jäädä edellisen tuotanto-ohjeistuksen alarajan alapuolelle.

Alustavan arviomme mukaan Suzanon Q3-raportti ei aiheuttanut merkittäviä yllätyksiä sellumarkkinan tilannekuvaan, jota värittävät nyt etenkin loppukesän ja syksyn aikana Kiinassa piristynyt kysyntä ja toisaalta edelleen korkeat varastot sekä edelleen ainakin Kiinan ulkopuolella Q4:llä jatkuvat hintapaineet. Raporttia ja päivän konferenssi puhelua on kuitenkin vielä pureksittava ennen tarkempien johtopäätösten tekemistä. Sellun kysyntä ja hinta ovat merkittäviä tulosajureita UPM:lle, Metsä Boardille, Stora Ensolle, joiden sellutaseet ovat selvästi ylijäämäisiä. Lisäksi sellu on ylivoimaisesti suurin pala Ahlstrom-Munksjön raaka-ainelaskussa ja yhtiön sellutase on selvästi alijäämäinen. Siten sellun hinnalla on tuntuva vaikutus myös Ahlstrom-Munksjön liiketoimintadynamiikkaan.

**Antti Viljakainen**

Analyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**UPM** | Kurssi: 29.14**Myy** | Tavoitehintaa: 27.00

## EAB:n Vuokratuottorahasto jatkaa kasvuaan

EAB kertoi torstaina, että sen erikoissijoitusrahasto Elite Alfred Berg Vuokratuotto ostaa YIT:ltä 120 asuntoa pääkaupunkiseudulta 28 MEUR:lla. Hankinta on rahastolle merkittävä, sillä Q2'19:n lopussa rahaston koko (GAV) oli 70 MEUR. Arviomme mukaan rahaston myynti on jatkunut hyvänä syksyn aikana ja oma pääoma on arviomme mukaan kasvanut yli 60 MEUR:oon Q3:lla.

Vuokratuottorahasto on EAB:lle tärkeä tuote ja kasvun myötä se alkaa hiljalleen näkyä yhtiön numeroissa. Olemme käsitelleet EAB:n pääomarahastoihin nojaavaa strategiaa tarkemmin kesällä julkaistussa [laajassa raportissa](#).



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

**EAB Group** | Kurssi: 2.82  
**Myy** | Tavoitehintaa: 2.00



## Vierailu Exelin Joensuun tuotantolaitoksella: tehokkuuden ja räätälöintiasteen tasapainottelua

Vierailimme eilen Exelin Joensuun tuotantolaitoksella. Joensuun tuotantolaitos on Mäntyharjun yksikön ohella toinen yhtiön Suomessa sijaitsevista yksiköistä. Tehdas on perustettu vuonna 1980 ja se on Exelin suurin tuotantoyksikkö. Yksikkö on erikoistunut etenkin korkealaatuisten putkien valmistukseen, joita käytetään varsin laajasti erilaisissa teollisissa lopputuotteissa kuten esimerkiksi mittauslaitteissa ja teleskoopeissa. Komposiittiputkien lisäksi Joensuussa valmistetaan muun muassa osia paperi- ja tekstiilikoneisiin, lentokenttien valomastoja sekä antennien suojaprofileja.

Yhtiön Joensuun tuotantolaitoksella on yhteensä 38 tuotantolinjaa. Linjat jakautuvat karkeasti noin puoliiksi pultruusio- ja pullwinding-teknologioiden kesken. Yksittäisen tuotantolinjan elinkaari on varsin pitkä, sillä osa yksikön nykyisistä linjoista on ollut pienin modernisoinnin toiminnassa 1980-luvulta lähtien. Tätä heijastellen yhtiön operatiivinen investointitarve on varsin matala, vaikka tiettyjä jatkuvaluonteisia kunnossapito- ja parannusinvestointeja tuotantolinjat luonnollisesti vaativatkin. Kokonaisuudessaan tehtaan tuoteportfolio on hyvin laaja ja asiakkaat tulevat useilta eri teollisuuden aloilta. Exelin tuoteportfolioille tyypilliseen tapaan lähes koko Joensuun tuotanto on asiakaskohtaisesti räätälöityä. Tehtaalla on myös jonkin verran räätälöimättömien tuotteiden kuten maanpuolustuksessa ja siivousvälineissä hyödynnettävien putkien tuotantoa, mutta arviomme mukaan näiden osuus koko tuotannon arvosta ei ole erityisen suuri.



**Joonas Korkiakoski**

Analyytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi



**Antti Viljakainen**

Analyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Exel Composites** | Kurssi: 4.90  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.30

Tuoteportfolion korkea räätälöintiaste luo yhtiölle arviomme mukaan tiettyä hinnoitteluvoimaa sekä parantaa asiakaspysyvyyttä, mitä heijastellen yhtiön pitkäkestoisimmat asiakassuhteet voivat olla selvästi yli kymmenvuotisia. Laajaa tuoteportfoliota ja korkeaa räätälöintiastetta peilaten Joensuun tuotantolaitoksen ja koko Exelin tuotanto on kuitenkin varsin monimuotoista, mikä voi vaikeuttaa tuotantotehokkuuden optimointia. Tuloksenteon kannalta onkin kriittistä, että yhtiö onnistuu asemoitumaan riittävän volyymin ja katemarginaalin tuotesegmentteihin, mutta samalla pitämään tuotannon riittävän yksinkertaisena tehokkuuden turvaamiseksi. Arviomme mukaan osin juuri tämän yhtiön ratkaisemiseksi sekä kasvun vauhdittamiseksi yhtiö on panostanut strategisten painopistealueidensa mukaisesti keskisegmentin. Tyypillisiä keskisegmentin tuotesovelluksia ovat esimerkiksi tuulivoimalan siipien vahvikkeet.

Exelin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 12x ja 10x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 6x. Yhtiön arvostus on mielestämme jo kuluvan vuoden kertoimilla houkutteleva, sillä kertoimet ovat selvästi yhtiön keskipitkän aikavälin mediaanien alapuolella. Ensi vuoden kertoimilla yhtiön arvostus on edullinen, joskin näkyvyys ensi vuoteen on toistaiseksi hyvin rajallinen. Tämä puoltaa tiettyä varovaisuutta pidemmälle eteenpäin katsovissa kertoimissa. Näemme silti nykyisen arvostuskuvan riittävän houkuttelevan ja siten näemme, että yhtiöön liittyviä pääriskejä (meneillään olevan kannattavuuskäänteen kestävyys ja makrotalouden epävarmuustekijät) on perusteltua kantaa.

**Joonas Korkiakoski**

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

**Antti Viljakainen**

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

**Exel Composites** | Kurssi: 4.90

**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.30

## Taalerin Varainhoidolle uusi vetäjä talon ulkopuolelta

Taaleri Varainhoidon uudeksi vetäjäksi on nimitetty Perttu Purhonen. Purhonen tulee Taalerille Nordelta, jossa hän on vetänyt yksityistä omaisuudenhoitoa sekä pohjoismaista Family Office-liiketoimintoa. Hän aloittaa tehtävässään 1.12.2019. Nykyinen toimitusjohtaja Karri Haaparinne palaa entisiin tehtäviinsä keskittyen jatkossa Taalerin omiin sijoituksiin sekä portfolio- ja kanssajoihtuksiin. Hän jatkaa myös Taaleri Oyj:n toimitusjohtajan sijaisena ja johtoryhmän jäsenenä.

Suhtaudumme positiivisesti siihen, että uusi Varainhoidon vetäjä tulee talon ulkopuolelta. Taalerin Varainhoitoliiketoiminta on kärsinyt kroonisista kannattavuushaasteista jo vuosia ja mielestämme yhtiö tarvitsee uusia näkökulmia ja ideoita kannattavuutensa parantamiseksi. Suhteessa liiketoiminnan volyyymiin sekä hallinnoitavan varallisuuden laatuun on Varainhoidon tulos ollut selvästi sen potentiaalin alapuolella ja liian riippuvainen kertatuotoista. Näkemyksemme mukaan Taalerin Varainhoidolla on merkittävää tulosparannuspotentiaalia paremman kuluhallinnan ja kasvavien palkkiotuottojen myötä. Tämän tulisikin olla uuden vetäjän ehdoton ykkösprioriteetti.

Jatkuvien pettymysten seurauksena Taalerin Varainhoitoliiketoiminnan arvo on painunut erittäin alhaiseksi, ja tämä on heijastunut myös yhtiön kurssiin. Olemme avanneet Taalerin arvostusta tarkemmin elokuussa julkaistussa [H2-raportissamme](#).



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

**Taaleri** | Kurssi: 7.20

**Lisää** | Tavoitehintaa: 7.70

## LeadDeskin tytäryhtiön myynti Fonectalle sai sinetin

LeadDesk tiedotti eilen, että yritysjärjestely, jossa LeadDesk myy enemmistön suoramarkkinointikohderyhmiä tarjoavasta liiketoiminnasta, eli tytäryhtiö Leadventure Oy:stä, on saatu päätökseen. LeadDesk jää järjestelyn jälkeen muodostuvaan uuteen yhtiöön 15 %:n osakkaaksi ja saa osana järjestelyitä 1,1 miljoonaa euroa nettokäteisvaroja kasvustrategian toteutukseen sekä pienehkön Fonectan suoramarkkinointikohderyhmäpalveluihin kuuluneen tekstiviesti-liiketoiminnan.

LeadCloud-palvelua tarjoava Leadventure oli LeadDeskin ydinliiketoiminnasta irrallinen hyvin itsenäinen liiketoiminta, minkä valossa järjestely on looginen. Leadventure Oy:n liikevaihto vuonna 2018 oli noin 1,9 MEUR, mikä vastasi noin 17 % LeadDeskin liikevaihdosta.

Julkaisemme lähimpänä raportin, jossa päivitämme LeadDeskin ennusteet ja näkemyksemme osakkeesta yrityskaupan jälkeen.



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

**LeadDesk** | Kurssi: 10.30  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 10.80

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	9.64	2.6 %	8.7 %	Vähennä	9.00	-6.6 %	24.6	15.5	16.6	10.2	4.1	0.22	2.3 %	34
Admicom	51.40	-1.2 %	149.5 %	Vähennä	48.00	-6.6 %	47.3	35.8	36.8	27.3	17.6	0.75	1.5 %	248
Ahlstrom-Munksjö	13.44	0.4 %	10.9 %	Lisää	14.50	7.9 %	24.1	20.9	14.6	12.1	1.4	0.52	3.9 %	1549
Aktia Bank	8.73	-0.8 %	-3.0 %	Lisää	9.20	5.4 %	11.9	8.5	11.0	8.8	1.0	0.63	7.2 %	603
Alma Media	7.08	1.4 %	27.8 %	Lisää	7.30	3.1 %	13.6	10.2	12.8	8.1	3.4	0.38	5.4 %	581
Apetit	7.78	1.0 %	-13.6 %	Vähennä	7.90	1.5 %	neg.	72.3	14.8	8.7	0.5	0.40	5.1 %	48
Aspo	8.20	-0.2 %	3.0 %	Myy	7.80	-4.9 %	15.6	21.6	13.9	17.5	2.2	0.45	5.5 %	257
Aspocomp Group	5.70	1.8 %	54.1 %	Vähennä	5.50	-3.5 %	11.9	10.8	12.1	10.7	2.1	0.14	2.5 %	38
Avidly	4.75	-1.7 %	-7.9 %	Vähennä	5.00	5.3 %	neg.	neg.	82.7	41.9	1.3	0.00	0.0 %	11
Basware	20.10	1.3 %	-49.1 %	Lisää	23.00	14.4 %	neg.	neg.	neg.	234.5	3.2	0.00	0.0 %	289
Bittium	6.06	1.3 %	-20.4 %	Lisää	7.50	23.8 %	31.7	29.4	19.3	17.9	1.9	0.15	2.5 %	216
CapMan	2.06	5.0 %	39.6 %	Vähennä	2.10	2.2 %	20.6	15.9	10.3	8.8	2.7	0.13	6.3 %	312
Cargotec	31.40	-0.4 %	17.5 %	Vähennä	31.00	-1.3 %	11.5	13.0	12.3	9.8	1.4	1.20	3.8 %	2022
Caverion	6.70	0.0 %	31.6 %	Lisää	7.20	7.5 %	24.9	22.8	13.9	11.7	3.8	0.13	1.9 %	930
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	138.00	-1.1 %	33.3 %	Vähennä	130.00	-5.8 %	12.0	20.1	12.0	18.9	1.2	0.88	6.9 %	399
Citycon	9.39	-0.3 %	16.3 %	Vähennä	9.70	3.3 %	11.7	20.1	11.4	19.7	0.8	0.65	6.9 %	1671
Consti Yhtiöt	5.20	1.6 %	-5.5 %	Vähennä	5.20	0.0 %	15.1	12.8	8.7	8.2	1.4	0.00	0.0 %	39
Cramo	9.50	0.8 %	-36.3 %	Lisää	10.20	7.4 %	9.3	11.9	8.5	10.2	1.1	0.60	6.3 %	424
Detection Technology	25.90	4.9 %	58.4 %	Lisää	23.00	-11.2 %	26.1	19.1	22.1	16.0	6.2	0.38	1.5 %	372
Digia	3.82	-3.5 %	34.0 %	Lisää	4.00	4.7 %	14.4	13.1	10.3	9.5	1.9	0.10	2.6 %	102
EAB Group	2.82	1.4 %	0.7 %	Myy	2.00	-29.1 %	neg.	neg.	23.6	19.9	1.9	0.05	1.8 %	39
Efecte	4.80	-2.4 %	24.4 %	Lisää	5.20	8.3 %	neg.	neg.	neg.	neg.	13.6	0.00	0.0 %	28
Efore	0.05	0.0 %	36.8 %	Myy	0.05	-3.8 %	neg.	neg.	51.5	27.0	2.7	0.00	0.0 %	21
Elisa	48.97	0.3 %	35.7 %	Myy	37.00	-24.4 %	25.4	22.0	24.5	21.0	6.1	1.80	3.7 %	7821
Endomines (SEK)	5.36	0.4 %	-10.1 %	Vähennä	5.30	-1.1 %	neg.	neg.	neg.	232.1	1.3	0.00	0.0 %	428
Enersense International	1.40	0.0 %	-56.9 %	Vähennä	1.65	17.9 %	neg.	neg.	23.8	9.4	1.1	0.00	0.0 %	8

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	11.30	1.3 %	48.7 %	Vähennä	11.00	-2.7 %	20.3	15.2	15.9	11.7	6.9	0.60	5.3 %	435
Etteplan	9.34	-0.6 %	17.6 %	Lisää	9.80	4.9 %	13.1	11.7	12.5	10.7	3.1	0.37	4.0 %	233
Evli Pankki	8.54	-1.6 %	17.3 %	Lisää	9.50	11.2 %	12.2	10.4	12.6	9.2	2.7	0.61	7.1 %	202
Exel Composites	4.90	0.4 %	22.5 %	Lisää	5.30	8.2 %	11.8	12.9	10.1	9.2	2.1	0.20	4.1 %	58
F-Secure	2.86	0.4 %	23.5 %	Lisää	3.00	4.9 %	84.8	52.6	37.2	33.6	6.4	0.00	0.0 %	451
Fellow Finance	3.20	0.0 %	-50.8 %	Vähennä	4.20	31.3 %	43.4	17.9	19.8	15.5	1.6	0.04	1.3 %	22
Finnair	5.85	0.6 %	-17.4 %	Vähennä	6.40	9.4 %	22.8	12.8	15.7	11.8	0.8	0.20	3.4 %	749
Fiskars	12.00	-2.8 %	-20.2 %	Vähennä	12.00	0.0 %	14.3	16.9	14.4	13.5	1.3	0.54	4.5 %	978
Fondia	8.06	2.5 %	-37.3 %	Vähennä	8.50	5.5 %	26.2	15.4	15.1	8.8	4.6	0.39	4.8 %	31
Fortum	21.89	0.1 %	14.6 %	Vähennä	21.00	-4.1 %	12.4	19.0	15.0	16.0	1.5	1.10	5.0 %	19446
Glaston	1.10	-1.3 %	-45.0 %	Lisää	1.30	18.2 %	20.9	329.4	11.5	14.6	1.2	0.02	1.8 %	92
Gofore	7.42	-0.8 %	-12.2 %	Vähennä	7.80	5.1 %	15.0	14.2	12.2	10.7	3.6	0.25	3.4 %	103
Harvia	7.42	0.3 %	38.1 %	Lisää	7.50	1.1 %	15.5	13.6	14.4	12.4	2.0	0.39	5.3 %	138
Heeros	2.20	0.0 %	8.9 %	Vähennä	2.10	-4.5 %	neg.	neg.	436.9	88.5	5.8	0.00	0.0 %	9
Hoivatilat	12.85	1.2 %	62.7 %	Lisää	12.00	-6.6 %	11.3	15.2	9.7	14.5	1.8	0.20	1.6 %	326
Huhtamäki	41.50	-1.0 %	53.3 %	Vähennä	37.50	-9.6 %	22.5	18.4	20.4	16.3	3.3	0.92	2.2 %	4315
Incap	20.60	0.0 %	183.7 %	Lisää	20.50	-0.5 %	10.1	7.5	9.8	6.6	3.5	0.55	2.7 %	90
Innofactor	0.75	0.0 %	107.2 %	Lisää	0.80	6.7 %	11.5	51.3	11.1	24.8	1.3	0.00	0.0 %	27
Investors House	6.25	0.0 %	4.2 %	Vähennä	6.80	8.8 %	19.2	19.5	9.3	12.8	0.8	0.25	4.0 %	37
Kamux	6.06	1.0 %	11.4 %	Osta	6.70	10.6 %	13.6	11.7	11.9	10.2	3.0	0.22	3.6 %	242
Kemira	14.55	-1.1 %	47.7 %	Vähennä	14.50	-0.3 %	14.5	12.9	14.1	12.3	1.8	0.56	3.8 %	2219
Kesko	59.68	-0.5 %	26.7 %	Vähennä	57.00	-4.5 %	20.7	19.7	19.8	18.0	3.0	2.50	4.2 %	5920
Kesla	5.10	0.0 %	30.8 %	Vähennä	5.20	2.0 %	7.3	7.8	8.9	10.0	1.2	0.20	3.9 %	17
Kone	57.04	-1.0 %	37.0 %	Myy	42.00	-26.4 %	30.1	22.5	27.6	20.4	9.3	1.70	3.0 %	29436
Konecranes	27.65	-1.3 %	4.8 %	Vähennä	26.50	-4.2 %	12.0	16.1	13.0	10.9	1.7	1.25	4.5 %	2177
LeadDesk	10.30	0.0 %	32.9 %	Vähennä	10.80	4.9 %	47.7	40.0	28.0	23.2	7.5	0.00	0.0 %	48

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	2.03	0.0 %	-52.1 %	Vähennä	1.90	-6.6 %	neg.	neg.	7.6	12.5	0.9	0.00	0.0 %	118
Loudspring	0.32	-7.2 %	-3.9 %	Vähennä	0.35	8.4 %	neg.	neg.	neg.	neg.	0.9	0.00	0.0 %	8
Marimekko	32.10	0.3 %	54.3 %	Lisää	33.00	2.8 %	20.6	16.1	18.8	15.0	6.9	1.20	3.7 %	260
Martela	2.74	0.4 %	-7.4 %	Vähennä	2.80	2.2 %	neg.	neg.	14.0	10.4	0.7	0.10	3.6 %	11
Metso	33.88	-3.4 %	47.9 %	Vähennä	34.50	1.8 %	14.5	11.9	14.7	10.6	3.3	1.40	4.1 %	5082
Metsä Board	5.93	-1.2 %	15.9 %	Vähennä	5.70	-4.0 %	14.3	12.8	14.4	12.5	1.5	0.29	4.9 %	2110
Neo Industrial	1.99	1.8 %	-2.2 %	Myy	1.80	-9.3 %	363.6	neg.	neg.	24.1	2.0	0.00	0.0 %	11
Neste	32.36	-1.8 %	44.1 %	Lisää	34.00	5.1 %	21.3	15.7	19.1	14.9	4.8	0.90	2.8 %	24835
Next Games	0.89	0.2 %	-16.4 %	Vähennä	0.88	-1.1 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.0	0.00	0.0 %	24
Nixu	12.50	1.2 %	64.5 %	Lisää	13.00	4.0 %	61.1	43.6	33.1	27.4	5.1	0.00	0.0 %	92
NoHo Partners	10.40	-2.8 %	20.1 %	Lisää	10.00	-3.8 %	3.7	21.6	13.4	21.0	1.7	0.40	3.8 %	197
Nokia Corporation	3.29	1.6 %	-34.5 %	Vähennä	3.60	9.3 %	15.1	29.3	11.8	12.0	1.3	0.18	5.5 %	18512
Nokian Renkaat	25.60	-0.7 %	-4.5 %	Vähennä	25.00	-2.3 %	14.3	10.2	14.5	10.5	2.1	1.58	6.2 %	3556
Nurminen Logistics	0.28	-1.4 %	12.4 %	Myy	0.25	-10.7 %	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	39.74	-2.1 %	31.2 %	Myy	31.00	-22.0 %	27.8	21.4	25.9	20.0	7.3	1.40	3.5 %	5591
Outokumpu	2.54	-1.0 %	-20.5 %	Vähennä	2.60	2.4 %	neg.	38.3	21.5	18.7	0.4	0.05	2.0 %	1044
Outotec	5.77	-3.4 %	87.6 %	Lisää	6.00	4.0 %	25.8	15.5	14.8	9.9	2.7	0.11	1.9 %	1048
Ovaro Kiinteistösijoitus	4.11	-0.2 %	-14.4 %	Vähennä	4.00	-2.7 %	neg.	neg.	neg.	437.9	0.5	0.00	0.0 %	39
Panostaja	0.78	0.0 %	-18.2 %	Vähennä	0.78	-0.5 %	17.4	24.5	27.0	16.3	0.8	0.05	6.4 %	41
Pihlajalinna	10.66	1.9 %	23.7 %	Lisää	11.00	3.2 %	25.6	42.4	16.6	15.6	2.0	0.15	1.4 %	241
Piippo	3.40	-2.3 %	-1.2 %	Myy	3.00	-11.8 %	46.1	34.8	16.1	21.4	0.6	0.00	0.0 %	4
Ponsse	27.95	-0.2 %	12.9 %	Vähennä	27.00	-3.4 %	14.2	10.5	12.8	9.3	3.3	0.95	3.4 %	781
Privanet Group	0.78	8.7 %	-1.5 %	Vähennä	0.82	5.4 %	neg.	neg.	11.7	12.4	1.0	0.00	0.0 %	15
PunaMusta Media	6.15	0.0 %	-0.8 %	Vähennä	5.90	-4.1 %	21.2	39.0	15.9	15.1	1.6	0.25	4.1 %	76
Qt Group	15.30	1.3 %	93.7 %	Lisää	14.00	-8.5 %	369.3	277.8	40.5	33.4	16.7	0.00	0.0 %	371

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	8.74	-0.3 %	60.4 %	Pidä	9.00	3.0 %	13.4	14.0	17.9	17.5	3.0	0.46	5.3 %	940
Rapala VMC	2.77	-1.1 %	-9.2 %	Vähennä	3.10	11.9 %	15.9	14.3	12.8	11.9	0.7	0.06	2.2 %	106
Raute	23.50	-1.3 %	10.3 %	Lisää	26.00	10.6 %	12.4	8.3	12.7	7.9	2.1	1.45	6.2 %	100
Relais Group	7.40	0.0 %	0.7 %	Osta	9.00	21.6 %	13.1	20.3	10.1	13.1	1.8	0.13	1.8 %	119
Remedy Entertainment	9.88	-0.2 %	47.5 %	Lisää	11.50	16.4 %	13.8	8.7	15.0	9.1	4.0	0.30	3.0 %	119
Revenio Group	26.45	4.8 %	110.6 %	Lisää	24.50	-7.4 %	52.4	59.0	38.9	32.4	11.2	0.34	1.3 %	698
Rush Factory Plc	3.50	3.6 %	7.7 %	Lisää	3.70	5.7 %	9.7	6.1	9.1	5.3	3.7	0.00	0.0 %	8
Sampo	36.74	-0.5 %	-4.3 %	Lisää	37.00	0.7 %	17.2	14.8	13.4	11.9	1.7	2.20	6.0 %	20403
Sanoma	9.37	-1.8 %	10.4 %	Lisää	10.70	14.2 %	11.9	12.1	10.9	11.0	2.3	0.50	5.3 %	1522
Scanfil	4.34	0.9 %	15.7 %	Lisää	4.75	9.4 %	9.2	9.0	8.9	7.3	1.7	0.15	3.5 %	277
Sievi Capital	1.20	-2.8 %	-2.0 %	Vähennä	1.25	4.6 %	5.3	4.1	9.6	7.8	0.9	0.04	3.3 %	69
Silli Solutions	7.90	0.0 %	-2.5 %	Lisää	9.60	21.5 %	12.0	12.5	9.2	8.4	2.6	0.34	4.3 %	55
Silmäasema	6.04	0.0 %	38.9 %	Vähennä	6.20	2.6 %	22.2	18.5	17.9	15.3	1.9	0.13	2.2 %	86
Solteq	1.41	0.7 %	8.5 %	Vähennä	1.45	2.8 %	13.8	12.3	10.9	10.8	1.1	0.03	2.1 %	27
Sotkamo Silver (SEK)	4.15	0.5 %	6.4 %	Vähennä	3.90	-6.0 %	neg.	neg.	6.4	7.6	2.0	0.00	0.0 %	560
SRV Group	1.31	1.6 %	-22.9 %	Vähennä	1.25	-4.6 %	neg.	neg.	neg.	21.1	0.3	0.00	0.0 %	78
SSAB (SEK)	24.26	-2.6 %	-2.6 %	Vähennä	27.00	11.3 %	10.8	11.6	12.1	11.6	0.4	1.40	5.8 %	24984
SSH Communications Security	1.25	-2.3 %	-25.6 %	Myy	1.10	-12.0 %	neg.	47.8	neg.	50.3	3.6	0.00	0.0 %	48
Stora Enso	11.63	-3.9 %	15.3 %	Vähennä	11.50	-1.1 %	14.5	15.7	13.1	12.1	1.4	0.50	4.3 %	9167
Suominen	2.37	6.8 %	15.6 %	Vähennä	2.25	-5.1 %	66.8	23.2	15.2	11.3	1.0	0.03	1.3 %	136
Taaleri	7.20	-0.8 %	1.4 %	Lisää	7.70	6.9 %	11.8	9.7	11.1	9.1	1.6	0.33	4.6 %	208
Talenom	35.30	0.3 %	85.3 %	Lisää	38.00	7.6 %	29.7	23.7	22.5	18.6	9.7	0.71	2.0 %	246
Tallink Grupp	0.94	-0.2 %	-7.6 %	Vähennä	1.00	6.6 %	16.8	18.0	16.0	17.8	0.8	0.05	5.3 %	628
Teleste	5.82	-2.7 %	10.6 %	Vähennä	5.50	-5.5 %	14.2	45.8	10.8	9.3	1.4	0.20	3.4 %	105
Telia Company (SEK)	42.45	0.1 %	1.1 %	Vähennä	42.00	-1.1 %	18.2	21.2	18.4	21.0	1.9	2.40	5.7 %	174467
Terveystalo	9.97	2.5 %	24.2 %	Lisää	10.50	5.3 %	21.2	21.7	19.0	17.8	2.4	0.20	2.0 %	1276



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	25.50	-0.2 %	8.1 %	Vähennä	26.00	2.0 %	13.7	16.0	13.4	13.7	4.0	1.47	5.8 %	1889
Tikkurila	14.30	2.3 %	19.0 %	Lisää	14.50	1.4 %	17.2	15.3	16.5	13.0	3.7	0.60	4.2 %	630
Titanium	9.08	-1.3 %	27.0 %	Vähennä	9.20	1.3 %	11.9	12.6	10.5	9.1	4.2	0.75	8.3 %	92
United Bankers	9.00	3.4 %	36.4 %	Vähennä	7.50	-16.7 %	17.5	25.0	13.6	16.0	3.0	0.45	5.0 %	92
UPM-Kymmene	29.14	-2.7 %	31.6 %	Myy	27.00	-7.3 %	14.4	11.8	15.6	12.1	1.5	1.45	5.0 %	15546
Uutechnic Group	0.34	5.0 %	2.4 %	Vähennä	0.36	6.5 %	29.6	21.3	13.3	11.3	1.8	0.00	0.0 %	19
Vaisala	26.85	1.9 %	62.7 %	Lisää	28.00	4.3 %	25.3	26.2	23.3	20.3	5.3	0.60	2.2 %	978
Valmet	20.04	-5.3 %	11.6 %	Lisää	21.00	4.8 %	15.2	10.8	14.3	9.7	2.9	0.75	3.7 %	2998
Verkkokauppa.com	3.15	0.5 %	-23.3 %	Vähennä	3.20	1.7 %	16.2	9.5	14.9	9.1	3.8	0.20	6.4 %	141
Viafin Service	6.78	0.0 %	32.9 %	Lisää	7.60	12.1 %	9.5	7.1	12.4	8.6	1.4	0.22	3.2 %	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	5.20	1.0 %	58.5 %	Lisää	5.75	10.6 %	8.0	31.2	6.4	14.0	1.2	0.20	3.8 %	129
Wulff Group	1.80	-1.1 %	6.5 %	Lisää	1.85	2.8 %	8.5	10.8	7.9	7.5	1.0	0.11	6.1 %	12
Wärtsilä	9.46	-0.4 %	-31.9 %	Vähennä	9.00	-4.9 %	11.6	15.0	17.2	12.4	2.3	0.30	3.2 %	5598
YIT Corporation	5.38	0.7 %	5.4 %	Vähennä	5.10	-5.2 %	11.7	18.5	11.8	20.0	1.1	0.30	5.6 %	1131



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