



# Kamux Q3: kasvupotentiaalin pintaa on vasta raapaistu

11.11.2019

## AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Kauppasotasoppa kiehuu jälleen
- Boels ostaa Cramon
- Harvia Q3: hyvistä löylyistä kannattaa edelleen nauttia
- Silmäasema: tulosparannus eteni odotustemme tahdissa
- Cibus Q3 perjantaina: odotamme hieman vertailukautta vahvempaa tulosta
- Ovaro Q3 torstaina: saneerauksen eteneminen ja näkymät kiinnostavat
- Hoivatilojen julkisen käteisostotarjouksen tarjousaika alkaa tänään
- Kotimaisilla sijoitusrahastoilla vaatimattomat nettomerkinnot lokakuussa
- Viafin Servicen suurissa omistajissa muutoksia
- Gofore kasvoi linjassa odotuksiin lokakuussa

## Yhtiöt aamukatsauksessa:

Kamux, Cramo, Harvia, Silmäasema, Cibus Nordic Real Estate, Ovaro Kiinteistösijoitus, Hoivatilat, Aktia, EAB Group, eQ, Evli Pankki, Taaleri, United Bankers, Viafin Service, Gofore

## Markkinakatsaus

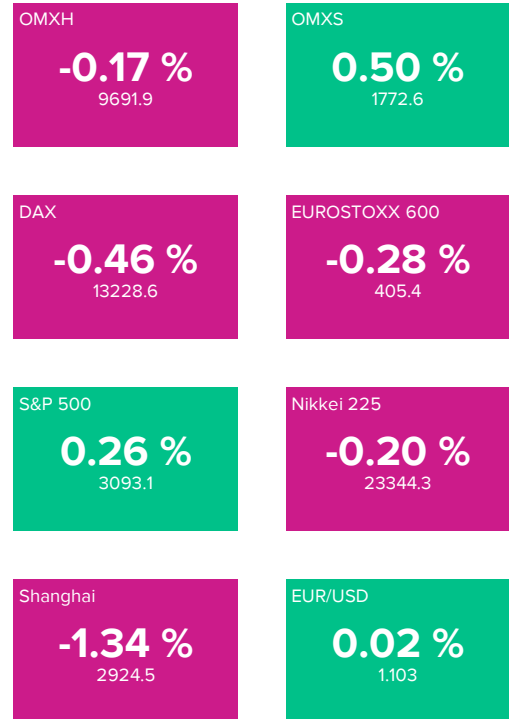
**Kehittyneillä markkinoilla** Euroopassa viiden päivä indeksinousu kääntyi perjantaina laskuksi (Eurostoxx -0,3 %), mutta USA:ssa pääindekseissä jatkui pitkälti positiivinen vire. Dow Jones sulki lähtötasoillaan, mutta S&P 500 0,3 % ja Nasdaq 0,5 % plussalla. Kaikki kolme pääindeksiä rikkoivat jälleen ennätyksiä päätöstasoillaan siitäkkin huolimatta, että Donald Trump kiisti sopineensa Kiinan kanssa huhutuista tuontitullien poistoista.

**Aasian markkinoilla** aloitettiin aamu laskutunnelmissa. Japanin Nikkei oli 0,2 % ja Kiinan Shanghai Composite 1,2 % miinuksella. Hong Kongin uudet väkivaltaisuuDET painoivat laajemminkin osakkeita ja Japanissa investointihalukkuutta heijastelevat konetilaukset tippuivat yllättäen syyskuussa.

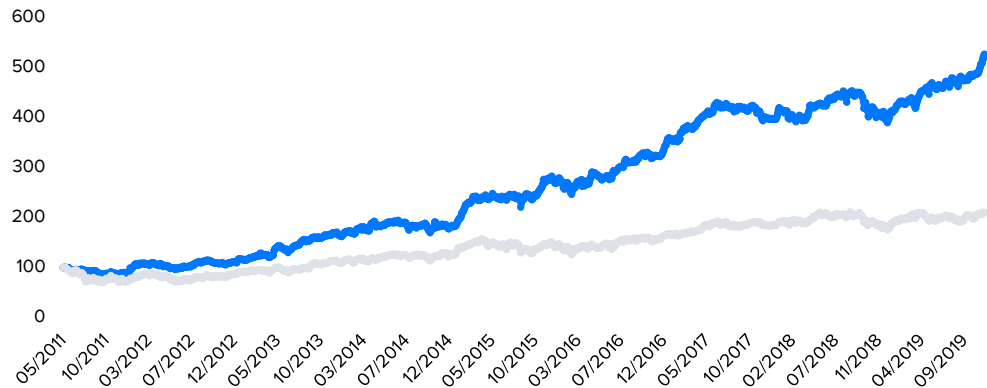
**Valuuttamarkkinoilla** euron kurssi dollaria vastaan tasaantui aamulla 1,102 dollariin. Valuuttamarkkinalla tarkkaillaan nyt tulevia käännteitä USA:n ja Kiinan kauppaneuvotteluihin liittyvässä uutisvirrassa.

**Raaka-ainemarkkinalla** öljyn hinta oli aamulla laskussa, ja WTI-futuurit liikkuivat 56,77 dollarissa/bbl (-0,8 %). Epävarmuus USA:n ja Kiinan välisestä kauppasovusta ja kasvu öljyvarastoissa painoivat öljyn hintaa.

## 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

8%

1 vuosi

26%

3 vuotta

63%

Aloituksesta

427%

### Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

**Tulosparannus eteni odotustemme tahdissa**  
11.11.2019 | Silmäasema | Vähennä

**Kasvupotentiaalin pintaa on vasta raapaistu**  
10.11.2019 | Kamux | Osta

**Hyvistä löylyistä kannattaa edelleen nauttia**  
08.11.2019 | Harvia | Lisää

**Fridayssa ylösajo etenee kompuroiden**  
08.11.2019 | Endomines | Vähennä

**Lupauksiin vielä hyvin vaikea uskoa**  
08.11.2019 | Lehto | Vähennä

**Loistotulos tärkeällä kvartaalilla**  
08.11.2019 | Tallink | Lisää

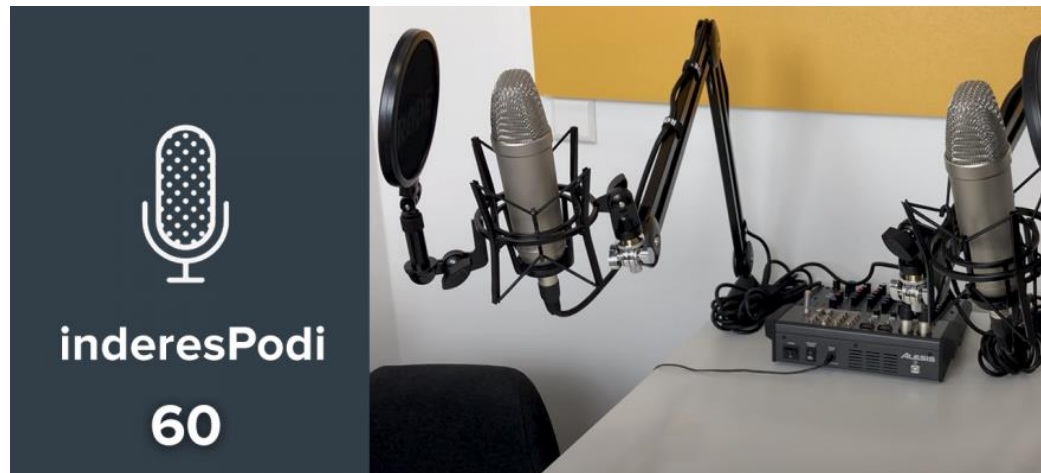
**Kannattavuuden kääntäminen vie tuskallisen kauan**  
07.11.2019 | Appetit | Vähennä

**Käänteen kestävyys pitää vielä todistaa**  
07.11.2019 | Martela | Vähennä

**Sävellaji odotettua matalampi**  
07.11.2019 | Incap | Vähennä

**Tulosjuna ei näytä pysähtymisen merkkejä**  
06.11.2019 | Marimekko | Lisää

## InderesTV



inderesPodi 60: Sijoittaminen ja treidaaminen, vieraana ammattisijoittaja Mikko Mäkinen



Fodelia yhtiöesittelyn webcast ma 11.11.2019 klo 18.00–20.00



Silmäasema Q3'19: myynnin kasvu jatkui vahvana

### Seuraa meitä somessa



### Makrotapahtumat, 11.11.2019

## Kauppasotasoppa kiehuu jälleen

Indeksit	päätös	muutos 1 vko
OMX Helsinki	9691,9	1,3 %
Eurostoxx 600	405,4	1,5 %
S&P500	3093,1	0,9 %

Viime viikko oli USA:n ja Euroopan osakemarkkinalla lopulta nousuviikko, vaikka indeksinousu katkesikin perjantaina. Soppa USA:n ja Kiinan kauppaneuvotteluista alkoi kuumeta taas kovalla vauhdilla loppuviikolla ja vei osakemarkkinaa osaltaan ensin ylös ja sitten alas.

Markkinalla janotaan uutisia Kiinan ja USA:n kauppasovun etenemisestä. Huhuja neuvottelujen liikkeistä on liikkeellä paljon ja osa niistä saa aikaan markkinareaktioita, vaikka neuvottelujen etenemisen takeltelemisen, konkretian puute ja lukuisat takapakit ovat osoittaneet, että nimiä vaaditaan papereihin ennen kuin kauppasopu on totta. Huhut lähtivät liikkeelle myös viime viikolla, ensin hyvässä ja sitten pahassa. Ensin uutisoitiin, että USA:n ja Kiinan presidenttitason tapaamista ollaan siirtämässä marraskuulta joulukuulle, mikä oli takapakki markkinaodotuksiin. Sitten Kiinan kauppaministeriö uutisoi, että ”ensimmäisen asteen” kauppasopimuksen yhteydessä oltaisiin sopimassa olemassa olevien tuontitullien poistosta, mikä oli selvä positiivinen signaali. Loppuviikosta uutinen todettiin perättömäksi aina presidentti Trumpia myöten. Tunnelmissa palattiin siis lähtöpisteeseen: USA:n ja Kiinan sopimusneuvottelut ovat edelleen vaiheessa ja epäselvää on sekin, päästäänkö allekirjoitusvaiheeseen joulukuussa. Joka tapauksessa vaihteleva kyyti markkinoilla varmasti jatkuu aina siihen asti, että jonkinlaista konkretiaa saadaan mukaan keskusteluihin.



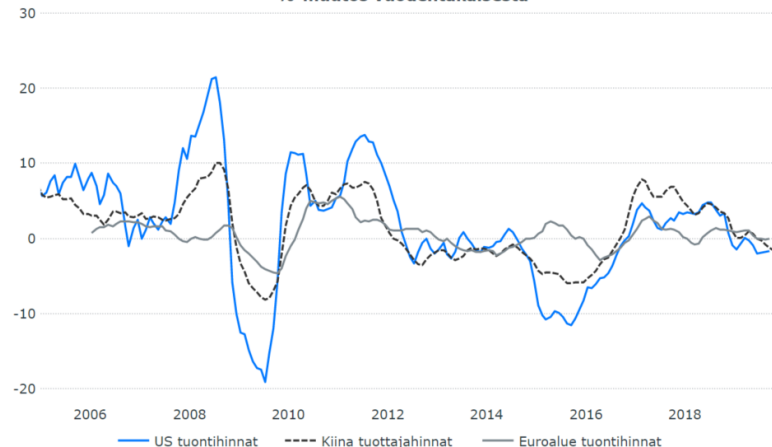
**Marianne Palmu**  
Ekonomisti, Aamukatsauksen  
tuottaja  
+358 50 339 1521  
marianne.palmu@inderes.fi

## Kiinan tuottajahinnat jatkoivat laskuaan

Kiinassa tuottajahintojen lasku kiihtyi lokakuussa kovimmilleen kolmeen vuoteen ollen 1,6 % vuodentakaisesta. Tuottajahintojen lasku heijastelee yritysten heikompaa hinnoitteluvoimaa ja heikentää tulospainetta ”maailman tehtaassa”. Lisäksi Kiinan tuottajahintojen lasku vähentää tuontihintapainetta länsimaissa. Kiinalaisyriyten tilannetta on heikentänyt paitsi ulkomaankaupan rajoitteet, myös maan hidastuva talouskasvu.

Tuottaja- ja kuluttajahinnoissa suunta viime kuukausina on eriytynyt, sillä kuluttajahinnoissa nousua oli lokakuussa 3,8 %. Nousu jatkuu kuitenkin pitkälti ruuan hinnan noususta, sillä sianlihan hinnan nousu (johtuen afrikkalaisen sikaruton leviämisestä) on jo kaksinkertaistunut vuodentakaisesta ja tärkeänä raaka-aineena nostanut ruuan hintaa yleisestikin. Kiina on yhä enemmän tuontilihan varassa, ja lihan hintaan ei ole näkyvissä nopeaa laskua, mikä lisää painetta kiinalaiskuluttajan suuntaan, sillä noussut ruuan hinta on pois muusta kulutuksesta.

US ja EZ tuontihinnat ja Kiina tuottajahinnat  
%-muutos vuodentakaisesta



Source: Refinitiv Datastream



### Marianne Palmu

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

Kiina: sianlihan hinta (%-muutos vuodentakaisesta)



Source: Refinitiv Datastream

**Marianne Palmu**

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

## Kamux Q3: kasvupotentiaalin pintaa on vasta raapaistu

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	140	183	168				9 %	639
Liikevoitto	6,6	8,6	7,5				14 %	25,3
Tulos ennen veroja	7,7	8,4	7,3				14 %	23,6
EPS (raportoitu)	0,16	0,16	0,15				12 %	0,46
Liikevaihdon kasvu-%	14,5 %	30,6 %	20,1 %				10,5 %-yks.	21,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	4,7 %	4,7 %	4,5 %				0,2 %-yks.	4,0 %

Lähde: Inderes

Kamuxin Q3 ylitti odotuksemme selvästi sekä liikevaihdon että tuloksen osalta. Yhtiö jatkoi alkuvuoden tavoin vahvaa kaksinumeroista liikevaihdon ja liikevoiton kasvua, mutta tällä kertaa kone jauhoi selvästi alkuvuotta kovemmillä kierroksilla (liikevaihto +31 % ja liikevoitto +30 %). Kamux jatkaa oman tehokkaan toimintamallinsa systemaattista toteuttamista ja arviomme mukaan olemme nähneet vasta pintaraapaisun siitä, mihin kasvutarina voi pitkässä juoksussa viedä. Toistamme osta-suosituksemme ja nostamme positiivisten ennustemuutosten johdosta tavoitehintamme 8,2 euroon (aik. 6,7).



**Petri Kajaani**

Analyttikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Kamux** | Kurssi: 7.10

**Osta** | Tavoitehintaa: 8.20



### Liikevaihto kasvoi 31 % ja Kamux jatkoi markkinaosuuden voittamista kaikissa toimintamaissaan

Q3-liikevaihto kasvoi 31 % ja oli 183 MEUR (ennuste 168 MEUR). Kasvu oli kovaa kaikilla markkinoilla (Suomi +25 %, Ruotsi +55 % ja Saksa +75 %) ja Kamux jatkoi markkinaosuutensa kasvattamista. Kasvua ajoi pääosin uusien autoliikkeiden määrän kasvu. Liikkeitä oli Q3'19 lopussa 70 (Suomi 48, Ruotsi 16 ja Saksa 6), mikä oli 20 % enemmän kuin vertailukaudella. Liikevaihdon merkittävä ylitys ennusteisiimme nähden johtui siitä, että odotimme vertailukelpoisten liikkeiden myynnin kasvun pysyvän nollassa, mutta se kasvoi todella vahvasti (+10%). Kamux kertoi elokuun Q2-raportissa ladanneen varastot täyteen autoja valmistautuessa parhaaseen myyntisesonkiin. Varastonhallinta ja myynnin johtaminen onnistuivatkin erinomaisesti Q3:lla ja Kamux teki kaikkien aikojen suurimman liikevaihdon ja vahvimman kasvun pörssihistoriansa aikana.

### Liikevoitto kasvoi 30 % ja kassavirta oli erittäin vahvaa

Liikevoitto kasvoi 30 % 8,6 MEUR:oon ja ylitti ennustemme (7,5 MEUR). Tämä johtui odotuksia paremmasta liikevaihdosta ja liikevoittomarginaalista. Odotimme Saksan ja Ruotsin nopeasti kasvavien (ja Suomea heikommin kannattavampien) toimintojen painavan marginaalin vertailukauden alle 4,5 %:iin (Q3'18: 4,7 %), mutta Suomen vahva kannattava kasvu pysyi kompensoimaan tämän ja marginaali pysyi vertailukauden tasolla. Liiketoiminnasta kertynyt nettorahavirta oli todella vahva 19,4 MEUR (Q3'18: 5,5 MEUR). Tämä johtui hyvästä myynnin onnistumisesta ja yhtiöltä vapautui käyttöpääomaa 10 MEUR.



**Petri Kajaani**

Analyytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Kamux** | Kurssi: 7.10

**Osta** | Tavoitehinta: 8.20

## Nostimme lähivuosien EPS-ennusteitamme 5-8 %, pitkän aikavälin kasvutarinassa on vasta raapaistu pintaa

Kamux ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä, mutta yhtiöllä on keskipitkän aikavälin 2019-2022 tavoitteet. Näitä ovat 1) liikevaihdon kasvu yli 10 % vuodessa, 2) EBIT-marginaali vähintään 4 % ja osinko vähintään 30 % tilikauden voitosta. Nostimme lähivuosien EPS-ennusteitamme 5-8 %, sillä Q3-luvut ja tiedotustilaisuuden kommentit olivat odotuksiamme positiivisempia. Automarkkina on myös alkanut vakautua syksyllä 2018 alkaneesta pitkästä vaikeasta jaksosta, minkä pitäisi tarjota tukea. Arvioimme yhtiön jatkavan edellisvuosien tavoin tehokkaan toimintamallinsa systemaattista toteuttamista eli 2-4 uuden liikkeen avaamista kaikkiin toimintamaihin. Tämä tarjoaa korkeaa kaksinumeroista (mutta hidastuvaa) liikevaihdon kasvua. Odotamme EBIT-marginaalin laskevan 2020-2021 aikana 3,9 %:iin (2019e:4,0 %) Ruotsin ja Saksan kasvaessa Suomea nopeammin. Suuruuden ekonomian tuomat edut (kattavampi verkosto ja valikoima, IT-järjestelmien ja hallinnon skaalautuvuus, paremmat ehdot 3. osapuolten integroiduista palveluista yms.) puoltavat sitä, että Kamux pystyy jatkossakin vahvistamaan asemiaan hyvin pirstaleisella 100 miljardin euron kohdemarkkinalla (Suomi, Ruotsi ja Saksa) ja tästä johtuen koemme, että olemme nähneet vasta pintaraapaisun siitä, mihin Kamuxin kasvutarina voi pitkässä juoksussa viedä.

## Arvioimme osakkeesta olevan odotettavissa 15-20 %:n vuotuista kokonaistuottoa

Ennusteidemme mukainen 2019-2022 vuotuinen EPS-kasvu on 16 % (EPS 2022e: 0,72 euroa). Odotamme osakkeen vuotuisen kokonaistuoton olevan 15-20 %, mikä koostuu ennustamastamme 16 %:n tuloskasvusta ja 3-4 %:n osinkotuotosta. Mielestämme tulospohjainen arvostus on viimeaikaisen kurssinousun takia noussut lähemmäs yhtiön kasvuprofiilin ansaitsemaa tasoa (P/E'19: 15x ja EV/EBITDA 10x), emmekä nojaa tavoitehinnassamme enää kertoimien nousuun.



**Petri Kajaani**

Analytiikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Kamux** | Kurssi: 7.10

**Osta** | Tavoitehinta: 8.20

## Boels ostaa Cramon

Boels julkistaa Cramon hallituksen suositteleman julkisen käteisostotarjouksen kaikista Cramon osakkeista. Uutinen ei tullut yllätyksenä, sillä Cramo tiedotti viime viikolla käyvänsä pitkällä olevia keskusteluja mahdollisesta tarjouksesta. Hinta on aikaisemman tiedotteen mukainen 13,25 euroa per osake ja ostotarjouksen odotetaan alkavan arviolta 25.11.2019. Cramon hallitus ja suurimmat omistajat tukevat ostotarjouksen hyväksymistä, mikä lisää kaupan toteutumisen todennäköisyyttä aikaisempaan nähden. Kuten aikaisemmin [totesimme](#), pidämme hintaa kohtuullisena yhtiön nykytilanne, suhdannekuva ja Ramirent-kaupan hintataso huomioiden, mutta pitkän aikavälin potentiaaliin nähden kauppahinta ei päätä huimaa.

Boels Topholding B.V. ja Cramo Oyj ovat allekirjoittaneet yhdistymissopimuksen, jonka mukaisesti Boels tekee vapaaehtoisen hallituksen suositteleman julkisen käteisostotarjouksen kaikista Cramon osakkeista. Ostotarjouksessa Cramon osakkeenomistajille tarjotaan 13,25 euron käteisvastike jokaista osaketta kohden, jolloin ostotarjouksen mukainen Cramon osakkeiden yhteenlaskettu arvo on noin 592 MEUR. Hinta on sama mitä Cramo viesti aikaisemmin viime viikon tiedotteessaan mahdollisesta ostotarjouksesta. Cramon hallitus on yksimielisesti päättänyt suositella Cramon osakkeenomistajille ostotarjouksen hyväksymistä. Lisäksi yhtiön suurimmat omistajat sekä toimitusjohtaja edustaen noin 18,9 % Cramon osakkeista ovat peruuttamattomasti hyväksyneet ostotarjouksen. Tämä vahvistaa kaupan toteutumisen todennäköisyyksiä entisestään.

Ostotarjouksen toteuttaminen on ehdollinen tietyille tavanomaisille edellytyksille mukaan lukien muun muassa asianomaisten kilpailuviranomaisten, hyväksynnöille ja sille, että Tarjouksentekijä saa haltuunsa yli 90 prosenttia Cramon ulkona olevista osakkeista ja äänistä täysi laimennusvaikutus huomioiden.



**Olli Koponen**

Analyttikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Cramo** | Kurssi: 12.64

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 13.25

## Harvia Q3: hyvistä löylyistä kannattaa edelleen nauttia

Ennustetaulukko	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		Erotus (%)		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
MEUR / EUR									
Liikevaihto	14,0	17,1	15,8				8 %		71,8
Liikevoitto (oik.)	2,3	2,9	2,8				6 %		13,1
Liikevoitto	2,3	2,9	2,8				4 %		12,8
Tulos ennen veroja	2,1	2,7	2,5				11 %		11,7
EPS (raportoitu)	0,09	0,11	0,11				8 %		0,49
Liikevaihdon kasvu-%	6,1 %	22,3 %	13,0 %				9,3 %-yks.		16,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	16,7 %	17,2 %	17,5 %				-0,4 %-yks.		18,2 %

Lähde: Inderes

Harvian Q3-raportti ylitti odotuksemme ja tiedotustilaisuuden kommentit olivat muutenkin selvästi positiivisia. Nostimme lähivuosien EPS-ennusteitamme noin 5-9 %, minkä takia nostamme tavoitehintamme 9,0 euroon (aik. 7,5 euroa). Hyvät tuloskasvunäkymät, kohtuullinen arvostus ja vakaasti kasvava osinko saavat meidät toistamaan lisää-suosituksemme.



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

**Harvia** | Kurssi: 8.50  
[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 9.00

### Liikevaihto kasvoi 22 % vertailukaudesta pääosin Almost Heaven Saunas -yritysoston ansiosta

Q3-liikevaihto kasvoi 22 % ja oli 17,1 MEUR (Inderes ennuste 15,8 MEUR). Kasvu tuli pääosin vuoden 2018 lopussa tehdystä AHS-yrityskaupasta, minkä johdosta Pohjois-Amerikan liikevaihto kasvoi 253 %. Tämä näkyi myös Sauna-tuoteryhmän 75 %:n kasvuna. Kasvu oli vahvaa myös orgaanisesti ja sitä tuli kaikista tuoteryhmistä, erityisesti saunoista, kiukaista ja höyrygeneraattoreista. Hieman vaisun Q2-liikevaihdon jälkeen Harvian myynti pääsi Q3:lla taas vauhtiin lähes kaikilla maantieteellisillä alueilla (Suomi +11 %, Venäjä +25 %, Muu Eurooppa + 14 %). Harvia jatkoi haastajana kovaa vauhtia myös Pohjoismaissa (+23 %), missä yhtiö on saanut avattua etenkin Ruotsissa uusia asiakkuuksia ja jakelukanavia.

### Tuloskasvu on pysynyt ostettujen yritysten heikosta kannattavuudesta huolimatta hyvällä tasolla

Oikaistu liikevoitto kasvoi 25 % 2,9 MEUR:oon (EBIT 17,2 %) ja ylitti meidän ennustemme (2,8 MEUR). Tuloskasvun taustalla olivat liikevaihdon kasvun lisäksi mm. tuottavuuden jatkuva parantaminen, tehokkaampi raaka-ainehankinta ja keskiostoksen arvon nostaminen. Viime vuoden lopussa ostetun AHS:n liikevaihto oli 8 MEUR ja EBITDA negatiivinen. Harvia on alkuvuonna onnistunut integroimaan yhtiön todella vakuuttavasti ja kääntämään tuloksen jo positiiviseksi. Harvian mukaan AHS voi päästä 10 %:n liikevoittotasolle ja tavoitteen kanssa ollaan nyt hieman yli puolen välin.



**Petri Kajaani**

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

**Harvia** | Kurssi: 8.50

**Lisää** | Tavoitehintaa: 9.00

## Nostimme lähivuosien EPS-ennusteitamme 5-9 %

Harvia ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä. Yhtiö on asettanut tavoitteeksi keskimäärin yli 5 %:n vuotuisen liikevaihdon kasvun ja 20 %:n oikaistun liikevoittomarginaalin. Ennakoitua positiivisemmän Q3-raportin ja tiedotustilaisuuden johdosta 2019-2021 liikevaihtoennusteemme nousivat noin 3 % ja EPS-ennusteemme nousivat 5-9 %. Odotamme vuosien 2020-2021 aikana liikevaihdon kasvavan noin 4 %:n vuotuista tahtia ja liikevoittomarginaalin paranevan nykyiseltä 18 %:n tasolta 19 %:n tasolle (2021e). Yhtiö on tänä vuonna puhunut tiedotustilaisuuksissa poikkeuksellisen suoraan siitä, että ostokohteita etsitään aktiivisesti täydentämään orgaanista kasvua. Tämä vahvistaa käsitystämme Harvian tavoitteesta toimia pitkällä aikavälillä sauna- ja spa-markkinan konsolidoijan roolissa. Ennusteemme eivät ota huomioon potentiaalisia yritysostoja, mutta yhtiön antamat näytöt jo tehdyistä yritysostoista ja niiden integroinnista ovat erittäin vakuuttavia ja pidämme tätä hyvänä jokerikorttina Harvialle tulevaisuuden omistaja-arvon luomisessa. Ilman yritysostojakin näemme Harvialla hyvät mahdollisuudet kasvattaa liikevaihtoa uusien maantieteellisten alueiden, jakelukanavien ja innovatiivisten tuotelanseerausten kautta. Viime vuosina tehdyissä yritysostoissa (Sentiotec ja AHS) on vielä runsaasti kannattavuuden parantamismahdollisuuksia ja yhtiön mukaan tuotantolaitosten tehokkuudessa ollaan vielä kaukana täydellisyydestä.

## Osakkeen arvostus on edelleen kohtuullinen voimakkaasta kurssinoususta huolimatta

Ennusteidemme mukaiset 2019 ja 2020 P/E-luvut ovat 17x ja 15x. Vastaavien vuosien EV/EBIT-kertoimet ovat 14x ja 13x. Arvostus on yhtiön parhaan markkina-asemaan, hyviin kasvunäkymiin ja toimialan parhaaseen kannattavuuteen nähden edelleen kohtuullinen (ja linjassa verrokkeihin), vaikka alkuvuoden kurssinousu on perustunut pitkälti arvostuskertoimien nousuun. Ennusteidemme mukaiset osinkotuotot ovat lähivuosille 4,7 % ja 5,1 %, mikä ovat mielestämme nykyisessä markkinatilanteessa houkuttelevat ottaen huomioon Harvian pitkän aikavälin hyvät tulos- ja osingonkasvunäkymät.



**Petri Kajaani**

Analyytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Harvia** | Kurssi: 8.50

**Lisää** | Tavoitehinta: 9.00

## Silmäasema: tulosparannus eteni odotustemme tahdissa

Silmäaseman Q3-myynti ylitti selvästi ennusteemme ja yhtiön liikevoitto osui odotuksiimme jatkaen jo neljättä kvartaalia jatkunutta tulosparannusten sarjaa. Olemme aikaistaneet ennusteitamme Silmäklinikoiden tuloskäänteen etenemisen osalta ja arvioimme Silmäaseman käyvistä arvosta on lievästi nousut. Pidämme kuitenkin edelleen todennäköisimpänä skenaariona, että yhtiö poistuu pörssistä Coronarian ostotarjouksen määrittämällä 6,0 euron osakekohtaisella hinnalla, mistä syystä emme näe spekulointia korkeammalla tarjouksella edelleenkään tuotto-odotukseltaan positiivisena. Tarkistammekin tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 6,2 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme.

### **Myyntin erinomainen kasvu oli yllätys, mutta oikaistu liiketulos oli linjassa odotuksiimme**

Kokonaisuutena Silmäaseman liikevaihto kasvoi 10 % 29,5 MEUR:oon (ennuste 27,4 MEUR) ja oikaistu liikevoitto oli 1,4 MEUR osuen ennusteeseemme. Raportoitu osakekohtainen tulos oli 0,01 euroa/osake (ennuste 0,04 euroa) johtuen kertaluontoisista eristä. Segmenttitasolla raportin positiivisesta yllätyksestä vastasi Silmäklinikat, jonka myynti kasvoi 6,2 %:lla 7,5 MEUR:oon, kun olimme odottaneet 2,4 %:n laskua ja sen liiketulos 0,0 MEUR ylitti myös -0,3 MEUR:n ennusteemme. Myös Optisen vähittäiskaupan liikevaihdon 11 %:n kasvu 22,0 MEUR:oon ylitti selvästi 20,5 MEUR:n ennusteemme, mutta uusien kasvuaikahoiden mukana oli tullut myös odotuksiamme enemmän kustannuksia ja segmentin oikaistu liikevoitto 1,3 MEUR jäi hieman 1,7 MEUR:n ennusteestamme.



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



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

**Silmäasema** | Kurssi: 6.00  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 6.00

## Luottamuksemme lähivuosien tuloskasvunäkymään on vahvistunut

Olemme nostaneet hieman Optisen kaupan liikevaihtoennusteitamme, mutta nostaneet vastaavasti myös kuluennusteitamme. Silmäklinikoiden osalta arviomme tuloskäänteestä on nopeutunut hyvän Q3-kehityksen perusteella ja ennustamamme tulosparannus lepää siten leveämmillä hartiilla. Lähivuosien liikevaihtoennusteemme nousivat noin 3 %:lla ja odotamme 2019-liikevaihdon kasvavan 130 MEUR:oon (aik. 126 MEUR) sekä 2020e 132 MEUR:oon (aik. 128 MEUR). 2019e ennusteemme liikevoitoksi nousi 7,7 MEUR:oon (aik. 7,4 MEUR) ja 2020e 9,1 MEUR:oon (aik. 8,8 MEUR).

## Arviomme Silmäaseman käyvästä arvosta itsenäisenä yhtiönä nousi 5,6 eurosta 5,8 euroon

Silmäaseman oikaistut P/E-kertoimet 2019e 20x ja 2020 17x ovat mielestämme enää lievästi koholla, sillä ennustamamme voimakas tulosparannus 2018-2021 (18 % CAGR) tukee yhtiölle hyväksyttäviiä kertoimia. DCF-laskelmamme indikoima arvo (5,8 euroa/osake) kuvaa mielestämme parhaiten Silmäaseman käypää arvoa itsenäisenä yhtiönä. Ostotarjouksen tehneelle Coronarialle Silmäaseman arvo on laskelmiemme mukaan huomattavasti korkeampi johtuen yhdistymisessä saavutettavista selkeistä kustannussynergioista. Ostotarjous rajaa osakkeen lyhyen aikavälin laskuvaraa, mutta samalla nousuvara nojaa edelleen spekulatiiviseen oletukseen siitä, että Coronaria korottaisi tarjoustaan yhdeksän kuukauden jälkeen tarjousajan päättymisestä. Mielestämme tämän skenaarion todennäköisyys on laskenut selvästi, sillä 1) Coronaria on jo saanut 89,5 % Silmäasemasta itselleen ollen hyvin lähellä jo kriittistä 90 %:n rajaa sekä 2) jäljellä oleva omistus on erittäin hajautunut, eikä jäljellä ole enää isoja/isoja omistajia, jotka voisivat yksin/yhteistuumiin estää ostotarjouksen läpimenoa 6,0 eurolla/osake.



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



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

**Silmäasema** | Kurssi: 6.00  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 6.00



## Cibus Q3 perjantaina: odotamme hieman vertailukautta vahvempaa tulosta

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Bruttovuokratuotto	12,6		12,9	-	-	-	51,0
Nettovuokratuotto	12,1		12,2	-	-	-	47,9
EBITDA	11,1		11,0	11,6	11,4	12,0	43,7
Tulos ennen veroja	7,3		7,5	9,4	7,7	12,0	29,6
EPS (oik.)	0,21		0,22	0,22	0,21	0,22	1,04
Bruttovuokrien kasvu-%	-		2,8 %				-

Lähde: Inderes & Bloomberg (konsensus)

Tukholman pörssiin listattu Cibus Nordic Real Estate julkistaa Q3-raporttinsa ensi perjantaina. Huomioimme Q3-raportissa tulee keskittymään johdon kommentteihin yhtiön kasvunäkymistä ja käynnissä olevasta organisaatiomuutoksesta. Teimme pieniä ennustetarkennuksia, mutta emme tee muutoksia osakkeen aikaisempaan suositukseemme tai tavoitehintaamme ennen Q3-raporttia. Aikaisemmin huhtikuussa julkistamamme edelleen ajankohtainen laaja analyysiraporttimme yhtiöstä on ladattavissa maksutta [täältä](#).



**Jesse Kinnunen**

Analytikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

**Cibus Nordic Real Estate** | Kurssi: 140.00

**Vähennä** | Tavoitehinta: 130.00

Cibuksen liiketoiminnan kassavirrat ovat suhteellisen hyvin ennustettavia ja yhtiö raportoi seuraavan 12 kuukauden tuottokyvyn Q2'19-raportissaan, johon ennustemme pitkälti pohjaavat. Teimme pieniä ennustetarkennuksia ennen Q3-raporttia. Odotamme yhtiölle muodostuneen joitain kaksinkertaisia hallinnon kuluja kaudella, sillä Cibuksen hallinnointisopimus Pareton kanssa päättyy marraskuun lopussa, ja yhtiö jatkoi Q3-kaudella oman organisaationsa rakentamista. Yhtiö mm. vuokrasi omat toimistot Tukholmasta ja Helsingistä Q2'19:n aikana. Nostimme Q3'19:n hallinnon kulujen ennustettamme noin 1,0 MEUR:sta noin 1,2 MEUR:oon. Tämän lisäksi laskimme hieman Q3'19-vuokrausasteen ennustettamme. Yhtiön vuokrausaste laski tilapäisesti Q2'19:n aikana yksittäisen kiinteistön vuokralaisvaihtuvuuteen liittyen ja arvelemme nyt tämän vaikuttaneen myös Q3'19:n aikana vuokrausasteeseen heikentävästi. Emme odota muutoksia Q3'19-kaudella yhtiön omistamien kiinteistöjen tuottovaatimuksiin emmekä odota yhtiölle muodostuvan merkittäviä positiivisia käyvän arvon muutoksia kaudella. Ennustemme ovat kokonaisuutena hieman varovaisempia, kuin mitä yhtiön Q2'19-raportissa esitetty 12 kuukauden tuottokyky indikoi ja ennustemme ovat myös Bloombergin konsensusennusteiden alapuolella.

Cibuksella ei ole ollut virallista tulosohjeistusta vuodelle 2019 emmekä odota yhtiön nytkään antavan numeerista ohjeistusta kuluvalle vuodelle Q3-raportissa. Yhtiö kertoi Q2-raportissa suunnittelevansa noin 50 MEUR:n edestä kiinteistöhankintoja vuosittain ja lähivuodet. Kesäkuuhun mennessä Cibus oli sopinut noin 45 MEUR:n hankinnoista vuodelle 2019 ja arvioimme yhtiön pyrkivän tekemään hankintoja vielä 5 MEUR:n edestä loppuvuonna. Kesäkuussa yhtiö kertoi jälleenrahoittaneensa sen viimeisen seniorilainansa ja tämän myötä näihin hankintoihin vaadittu rahoitus on käytännössä turvattu. Näiden hankintojen ja lainojen jälleenrahoituksen myötä yhtiön on arvioimme mukaan mahdollista ylittää sen tavoittelemaan 5 %:n vuotuisen osingon kasvuun kuluvana vuonna ja ensi vuonna.

Päähuomiomme Q3-raportissa tulee keskittymään johdon kommentteihin yhtiön tulevasta suunnasta ja kasvunäkymistä. Kiinnostuksemme kohteena ovat yhtiön tulevat kiinteistöhankinnat ja käynnissä oleva organisaatiomuutos. Nykyinen Cibuksen hallintorakenne on väliaikainen ja yhtiö on kertonut, että sen oma organisaatiorakenne voitaisiin saada valmiiksi jo tämän vuoden aikana. Oman organisaation myötä yhtiön hallintorakenne yksinkertaistuisi ja kulurakenne muuttuisi skaalautuvammaksi. Pidämme myös mahdollisena, että omalla organisaatiolla hallinnon kuluja voitaisiin saada laskettua nykyisestä.



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

**Cibus Nordic Real Estate** | Kurssi: 140.00  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 130.00

Cibuksen osake arvostetaan tällä hetkellä noin 15 % yli Q2'19 osakekohtaisen nettovarallisuuden (EPRA NAV), mikä on lähellä pohjoismaisista kiinteistösijoitusyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän tämänhetkistä keskimääräistä arvostustasoa mutta yli yhtiön historiallisen arvostustason (noin -6 % alennus NAV:iin). Arvostustaso on mielestämme hieman korkeahko huomioiden aikaisemmat omat 2020-2022 noin 9 %:n ROE-%:n ennustemme. Mielestämme nykyistä merkittävästi korkeampi arvostustaso vaatisi taakseen paremman näkyvyyden yhtiön lähivuosien kasvunäkymiin.

**Jesse Kinnunen**

Analyttikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

**Cibus Nordic Real Estate** | Kurssi: 140.00**Vähennä** | Tavoitehinta: 130.00

## Ovaro Q3 torstaina: saneerauksen eteneminen ja näkymät kiinnostavat

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'18	Q3'19	Q3'19e	Q3'19e	Konsensus		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	3,17		2,77				11,19
Nettotuotot	1,80		1,55				6,23
Arvonmuutokset	-1,15		-0,42				-4,45
Liikevoitto	-0,15		0,66				-0,60
Oper. tulos EPRA	0,33		0,29				0,79
EPS (EPRA)	0,03		0,03				0,08
EPS (raportoitu)	-0,50		0,00				-0,30
Liikevaihdon kasvu-%	-5,2 %		-12,6 %				-12,7 %

Lähde: Inderes

Ovaro Kiinteistösijoitus julkaisee Q3-raporttinsa ensi torstaina arviolta klo 08.30. Olemme hieman tarkistaneet Q3-ennusteitamme ennen Q3-raportin julkaisua ja odotamme Q3-operatiivisen tuloksen laskeneen vertailukaudesta ja raportoidun tuloksen olleen nollassa. Odotamme yhtiön toistavan aikaisemman 2019 ohjeistuksensa ja päähuomiomme Q3-raportissa tulee keskittymään uuteen toimitusjohtajaan sekä käynnissä olevan saneerauksen etenemiseen ja näkymiin. Emme tee muutoksia osakkeen suositukseemme tai tavoitehintaamme ennen Q3-raporttia.



**Jesse Kinnunen**

Analyttikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

**Ovaro Kiinteistösijoitus** | Kurssi: 4.10

**Vähennä** | Tavoitehinta: 4.00

Ovaro ei tule aikaisemman ilmoituksensa mukaisesti teettämään ulkopuolista kiinteistöportfolion arvonmäärittystä syyskuun lopulle eli käyvän arvon muutokset kaudella muodostuvat ajanmukaistamisinvestoinneista sekä realisoituneista myyntitappioista ja -voitoista sekä myynnin transaktiokuluista. Ovaro myi Q3'19-kaudella asuntoja noin 5,9 MEUR:n edestä ja odotamme näiden myyntien tapahtuneen keskimäärin 4,5 % alle tasearvojen, minkä lisäksi odotamme yhtiön kirjanneen keskimäärin 2,5 %:n transaktiokulut myynneistä. Nämä tasot ovat lähellä Q4'18-Q2'19 arvioimaamme myyntien toteutuneita tasoja. Näiden perusteella odotamme Q3'19 käyvän arvon muutosten olleen noin -0,4 MEUR ja raportoidun Q3-tuloksen olleen nollassa.

Ovaro julkaisi vuoden toisen negatiivisen tulosvaroituksen elokuussa ja laski 2019 ohjeistustaan. Syyt ohjeistuksen laskulle olivat ydintoiminnan vuokrausasteen ennakoitua heikompi kehitys ja saneerausculut. Odotamme saneerauskuluja aiheutuneen myös Q3'19-kaudelle, minkä lisäksi odotamme asuntojen pintaremontoinneista aiheuttaneen ylimääräisiä kuluja kaudelle. Näiden lisäksi odotamme kaudelle aiheutuneen kuluja toimitusjohtajavaihdoksesta sekä HPJ:n operatiivisesta johtamisesta. Ovaro tiedotti heinäkuussa, että toimitusjohtaja Kari Sainio jää omasta aloitteestaan pois yhtiön palveluksesta ja Q2-raportin julkistamisen yhteydessä yhtiö kertoi, että HPJ Petri Roininen ryhtyi 8.8.2019 alkaen johtamaan myös operatiivisesti tietyjä toimia yhtiössä. Lokakuussa Ovaro tiedotti hallituksen nimittäneen uudeksi toimitusjohtajaksi Marko Huttusen 1.2.2020 alkaen.

Ovaron saneerauksessa yksi keskeisin tunnusluku on yhtiön ns. Ydintoiminta-salkun vuokrausaste, joka oli lokakuun lopussa 87,9 % (syyskuu: 87,8 %, elokuu 89,0 % ja joulukuu 2018 83,8 %). Vuokrausasteen nousu on ollut hidasta ja taso on edelleen absoluuttisesti matala. Johdon kaikki kommentit vuokraustoiminnasta sekä Q2-tiedotustilaisuudessa kerrotut asuntojen mahdolliset pintaremontoinnit kiinnostavat meitä Q3-raportissa. Myös mahdolliset kommentit Ovaron kalliiden lainojen uudelleenrahoitusedellytyksistä ovat kiinnostuksemme kohteena.

Elokuun tulosvaroituksessa annetun ja Q2'19-raportissa toistetun ohjeistuksen mukaan Ovaro arvioi vuoden 2019 operatiivisen tuloksen (EPRA-tulos) olevan alhaisempi kuin vuonna 2018. Odotamme yhtiön toistavan tämän ohjeistuksen Q3-raportissa.

**Jesse Kinnunen**

Analytikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

**Ovaro Kiinteistösijoitus** | Kurssi: 4.10**Vähennä** | Tavoitehinta: 4.00

## Hoivatiilojen julkisen käteisostotarjouksen tarjousaika alkaa tänään

Hoivatilat tiedotti perjantaina, että Finanssivalvonta on hyväksynyt Hoivatiilojen viime viikolla julkaistua ostotarjousta koskevan tarjousasiakirjan. Tarjousasiakirja on ladattavissa [täältä](#). Tarjousaika alkaa 11.11.2019 klo 9.00 ja päättyy 2.12.2019 klo 16.00 ellei tarjousaikaa jatketa. Ostotarjouksen alustava tulos ilmoitetaan arviolta ensimmäisenä tarjousajan päättymistä seuraavana pankkipäivänä eli 3.12. Osakkeiden kauppa toteutetaan niiden osalta, jotka ovat hyväksyneet tarjouksen arviolta neljäntenä tarjousajan päättymistä seuraavana pankkipäivänä.

Belgialainen pörssilistattu hoivakiinteistöyhtiö Aedifica teki julkisen vapaaehtoisen ostotarjouksen viime viikon maanantaina kaikista Hoivatiilojen osakkeista. Tarjousvastike on 14,75 euroa käteistä per osake, mikä heijastaa noin 375 MEUR:n osakekannan arvoa Hoivatiiloille. Tarjouksen edellytys on mm se, että Aedifica saa omistukseensa enemmän kuin 90 % Hoivatiilojen ulkona olevista osakkeista. Tämän jälkeen tarjouksentekijän aikomuksena on aloittaa osakeyhtiölain mukainen lunastusmenettely jäljellä olevista osakkeista ja Hoivatilat tulee tämän jälkeen hakemaan osakkeidensa poistamista Helsingin pörssilistalta. Tarjous ei arviomme mukaan sisältänyt muita tavallisesta poikkeavia ehtoa eikä tarjous ole ehdollinen esimerkiksi rahoituksen keräämiselle.

Hoivatiilojen hallitus suosittelee yksimielisesti ostotarjouksen hyväksymistä. Merkittävät osakkeenomistajat 2Care Capital Ab, Timo Pekkarinen, Kusinkapital Ab, Lunacon Oy ja Paul Hartwall (suoraan sekä sijoitusyhtiönsä 3K Capital Oy:n kautta omistamiensa osakkeiden osalta) sekä johdon osakkeenomistajat Jussi Karjula (toimitusjohtaja), Tommi Aarnio (talusjohtaja), Riikka Säkkinen (viestintäpäällikkö), Juhana Saarni (kiinteistöjohtaja) ja Riku Patokoski (varatoimitusjohtaja ja Etelä-Suomen aluejohtaja) ovat sitoutuneet peruuttamattomasti hyväksymään ostotarjouksen, paitsi jos kolmas osapuoli julkistaa kilpailevan tarjouksen kaikista osakkeista ja tarjoaa vähintään 16,00 euroa per osake ja lisäksi täyttää tietyt muut edellytykset. Nämä osakkeenomistajat edustavat yhteensä noin 22,5 % kaikista Hoivatiilojen ulkona olevista osakkeista.



**Jesse Kinnunen**  
Analytikko  
+358 50 373 8027  
jesse.kinnunen@inderes.fi

Ostotarjouksen ehtojen mukaisesti pätevästi tehty ostotarjouksen hyväksyminen voidaan peruuttaa milloin tahansa tarjousajan kuluessa tai, jos tarjousaikaa on jatkettu, jatkettun tarjousajan kuluessa, kunnes tarjouksentekijä on ilmoittanut kaikkien toteuttamisedellytysten täyttyneen tai että tarjouksentekijä on luopunut oikeudestaan vedota niihin, julistaen siten ostotarjouksen ehdottomaksi. Tällaisen ilmoituksen jälkeen jo annettua ostotarjouksen hyväksymistä ei ole enää mahdollista peruuttaa, paitsi mikäli kolmas taho julkistaa kilpailevan julkisen ostotarjouksen osakkeista ennen osakkeiden myynnin toteuttamista

Useimmat suomalaiset tilinhoitajayhteisöt lähettävät asiakkainaan oleville Euroclear Finland Oy:n ylläpitämään Hoivatilojen osakasluetteloon merkityille osakkeenomistajille ilmoituksen ostotarjouksesta sekä siihen liittyvät menettelyohjeet ja hyväksymislomakkeen. Niiden Hoivatilojen osakkeenomistajien, jotka eivät saa tilinhoitajaltaan menettelyohjeita tai hyväksymislomaketta, tulee ottaa ensisijaisesti yhteyttä tilinhoitajaansa.

Olemme kommentoineet ostotarjousta [täällä](#). Mielestämme tarjousvastike 14,75 euroa per osake on kohtuullinen ja Hoivatilojen omistajien on järkevintä odottaa rauhassa ostotarjousprosessin etenemistä ja hyväksyä tarjous tarjousajan aikana. Näin omistajat säilyttävät myös option mahdolliseen toiseen tarjoukseen. Pidämme kilpailevaa tarjousta mahdollisena.

**Jesse Kinnunen**

Analytikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

## Kotimaisilla sijoitusrahastoilla vaatimattomat nettomerkinnät lokakuussa

Suomen Sijoitustutkimuksen julkaiseman rahastoraportin mukaan kotimaiset sijoitusrahastot keräsivät lokakuussa vaatimattomat 1,3 MEUR:n nettomerkinnät. Omaisuusarvojen kohoamisen myötä kotimaisten sijoitusrahastojen pääomat nousivat lokakuussa kuitenkin noin 121,4 miljardiin euroon (9/2019: 120,8 miljardia euroa). Sijoittajat olivat markkinatilanteen suhteen lokakuussa yhä edelleen varovaisella kannalla ja pääomat jatkoivat ohjautumistaan osakerahastoista (nettomerkinnät -448 MEUR) pitkän koron rahastoihin (nettomerkinnät 357 MEUR) ja yhdistelmärahastoihin (nettomerkinnät 100 MEUR). Riskinottohalukkuuden puutetta kuvaa se, että suomalaisista osakerahastoista on viimeisen 12 kuukauden aikana vedetty pääomia pois kumulatiivisesti noin 5,2 miljardin euron edestä.

Vaihtoehtoisten rahastojen (mm. kiinteistö- ja metsärahastot) kysyntä säilyi lokakuussa kohtuullisena ja rahastot keräsivät lokakuussa 26 MEUR:n nettomerkinnät. Luku ei pidä sisällään ky-muotoisia rahastoja (ns. pääomarahastot) ja arviomme mukaan niidenkin myynti on jatkunut muiden vaihtoehtoistuotteiden tapaan hyvänä. Vaihtoehtoiset sijoitusrahastot ovat tyypillisesti auki kvartaaleittain ja suurimmat merkinnät nähdään yleensä kvartaalien lopussa.



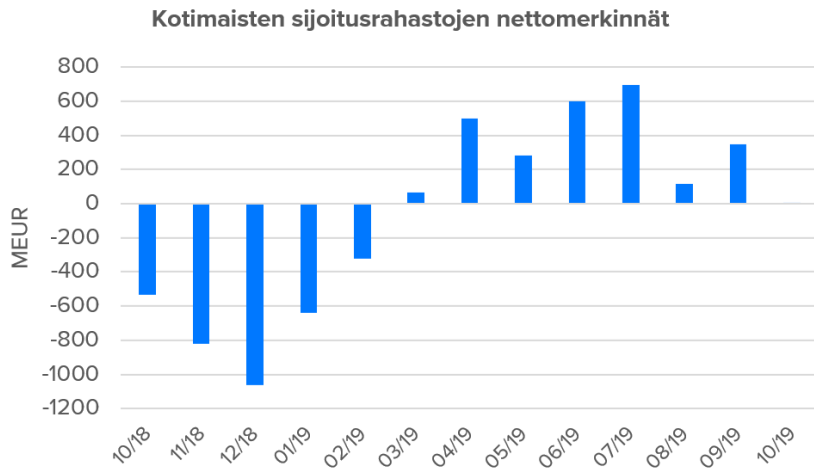
**Sauli Vilén**  
Pääanalytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



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

**Aktia** | Kurssi: 9.27  
**Lisää** | Tavoitehinta: 9.20





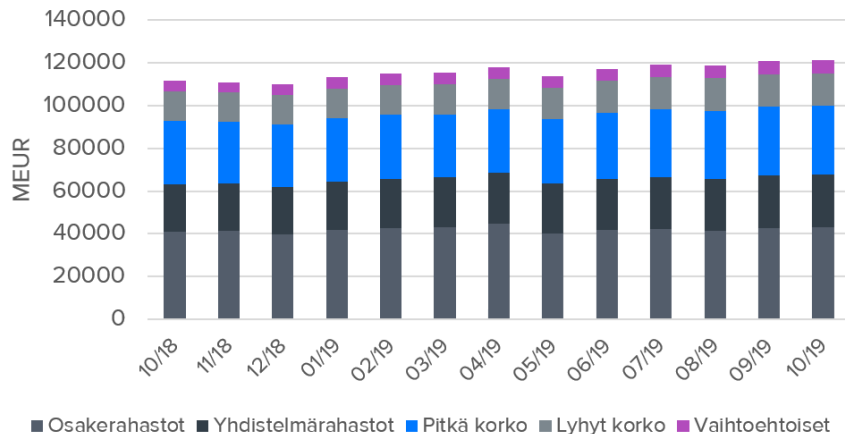
**Sauli Vilén**  
Pääanalytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



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

**Aktia** | Kurssi: 9.27  
**Lisää** | Tavoitehinta: 9.20

## Kotimaisten sijoitusrahastojen pääomat



Seuraamistamme yhtiöistä uusmyynti sujui lokakuussa kohtuullisesti Aktialla, eQ:lla ja UB:lla, mutta käsityksemme mukaan valtaosa nettomerkinnoistä kohdistui kuitenkin näiden kolmen yhtiön kohdalla matalan palkkiotason korkorahastoihin. Sijoittajien on hyvä huomata, että sijoitusrahastopääomien merkitys vaihtelee yhtiöittäin merkittävästi. Esimerkiksi Evlillä tai EAB:lla sijoitusrahastot edustavat merkittävää osaa koko yhtiön palkkiotuloista, kun taas Taalerilla sijoitusrahastojen osuus palkkioista on noin 15 %.



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



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

**Aktia** | Kurssi: 9.27  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 9.20

Yhtiö	Rahastopääoma 10/19 (MEUR)	Nettomerkinnot 10/19 (MEUR)	Huomiot	Vaikutus
Aktia	5287	73	Nettomerkinnot kohdistuivat pääasiassa matalakatteisiin korkorahastoihin	Lievästi positiivista
EAB	468	-20	Merkittävät lunastukset yhdestä hyväkatteisesta osakerahastosta	Lievästi negatiivista
eQ	3032	42	Nettomerkinnot kohdistuivat pääasiassa matalakatteisiin korkorahastoihin	Neutraali
Evli	9253	7	Ei erityisiä huomioita	Neutraali
Taaleri	1004	9	Ei erityisiä huomioita	Neutraali
United Bankers	1250	18	Nettomerkinnot kohdistuivat pääasiassa matalakatteisiin korkorahastoihin	Neutraali



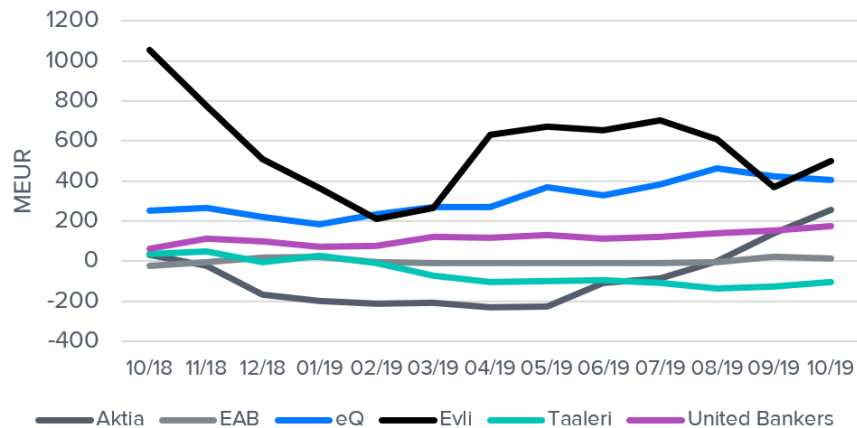
**Sauli Vilén**  
Pääanalytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



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

**Aktia** | Kurssi: 9.27  
**Lisää** | Tavoitehinta: 9.20

## Nettomerkinnät (rullaava 12 kk)

**Sauli Vilén**

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

**Matias Arola**

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

**Aktia** | Kurssi: 9.27

**Lisää** | Tavoitehinta: 9.20

## Viafin Servicen suurissa omistajissa muutoksia

Viafin Service ilmoitti viime viikolla, että yhtiö omistusrakenne on muuttunut olennaisesti, kun yhtiön perustajien ja avainhenkilöiden omistama Viafin Oy, jakoi noin puolet omistamistaan Viafin Servicen osakkeistaan omille osakkeenomistajille. Näin Viafin Oy:n omistusosuus laskee noin 60 %:sta noin 30 %:iin ja omistajarakenne muuttuu, ja yksittäinen oikeushenkilö ei omista yli 50 % Viafin Servicen osakkeista. Viafin Servicen omistajarakenne on aikaisemmin aiheuttanut hämmennystä, kun avainhenkilöiden omistamalla Viafin Oy:lla on ollut iso osuus yhtiön osakkeista. Tällä halutaan parantaa yhtiön omistarakenteen läpinäkyvyyttä, mutta osakkeen fundamentteihin tai näkemykseemme tällä ei ole vaikutusta.

Viafin Servicen omistus on kuitenkin edelleen hyvin keskittynyttä ja top 10 omistaa noin 67 % yhtiön osakkeista, mutta aikaisemmin vastaava luku oli yli 80 %. Toimivan johdon, hallituksen ja muiden avainhenkilöiden omistama Viafin Oy omistaa nyt yhtiöstä noin 30 %. Loppujen 10 suurimman joukkoon kuuluu lukuisia ankkurisijoittajia ja muita instituutioita sekä myös johdon ja avainhenkilöiden omistamia yrityksiä. Karkea arviomme vapaasti vaihdettavien osakkeiden osuudesta on noin 40 % ottaen huomioon suurimpiin omistajiin kuuluvien instituutioiden sijoitustyyli ja avainhenkilöiden iso osuus.



**Olli Koponen**

Analyttikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Viafin Service** | Kurssi: 6.76

**Lisää** | Tavoitehinta: 7.60

## Gofore kasvoi linjassa odotuksiin lokakuussa

	Tot 2018	Tot 1/19	Tot 2/19	Tot 3/19	Tot 4/19	Tot 5/19	Tot 6/19	Tot 7/19	Tot 8/19	Tot 9/19	Tot 10/19	Enn 11/19	Enn 12/19	Enn 2019
<b>Liikevaihto</b>	<b>50,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,1</b>	<b>2,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>	<b>64,6</b>
muutos, %	49 %	27 %	39 %	46 %	38 %	40 %	23 %	0 %	15 %	24 %	22 %	16 %	32 %	28 %
Henkilöstömäärä	495	504	538	544	552	558	559	562	562	578	580	586	589	589
<b>Kokonaiskapasiteetti, FTE2</b>	<b>460</b>	<b>469</b>	<b>487</b>	<b>500</b>	<b>504</b>	<b>515</b>	<b>525</b>	<b>535</b>	<b>521</b>	<b>532</b>	<b>537</b>	<b>543</b>	<b>546</b>	<b>546</b>
Alihankinta, FTE3	50	52	61	66	57	60	59	18	56	55	54	56	58	58
Työpäiviä	252	22	20	21	20	21	19	23	22	21	23	21	18	251
muutos, %	0,0	0 %	0 %	0 %	0 %	-5 %	-5 %	5 %	-4 %	5 %	0 %	-5 %	6 %	0,0
Liikevaihto per FTE, kk		11,1	10,9	12,2	11,0	12,1	9,7	4,1	10,2	11,1	12,3	11,4	9,2	
Liikevaihto/henkilö/työpäivä, kk		0,45	0,48	0,51	0,49	0,52	0,46	0,17	0,42	0,48	0,49	0,49	0,46	
muutos, % v/v		-6 %	2 %	7 %	3 %	11 %	1 %	-27 %	-4 %	0 %	5 %	4 %	5 %	
Henkilöstökasvu, kk	121	9	34	6	8	6	1	3	0	16	2	6	3	94
<b>Kokonais FTE, kasvu kk</b>	<b>114</b>	<b>9</b>	<b>18</b>	<b>13</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>-14</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>86</b>
Alihankinta FTE, kasvu kk	8	2	9	5	-9	3	-1	-41	38	-1	-1	2	2	8
Alihankinnan osuus, %		9,4 %	10,2 %	10,8 %	9,4 %	9,7 %	9,5 %	3,1 %	9,1 %	8,7 %	8,5 %	8,7 %	9,0 %	
Lähde: Gofore ja Inderes														

Gofore tiedotti perjantaina sen lokakuun liikevaihdon kasvaneen 6,6 MEUR:oon, mikä vastaa 22 %:n kasvua vertailukaudesta. Liikevaihto kasvoi linjassa odotuksiimme. Yhtiö kommentoi kovan asiakaskysynnän jatkuneen lokakuussa ja liikevaihdon kasvaneen linjassa odotuksiin. Lisäksi yhtiö kommentoi lähiaikojen näkyvien olevan valoisat. Työpäiviä oli lokakuussa 23 (10/18: 23), eli yhtä monta kuin vertailukaudella.

Goforessa yhtiön oman henkilöstömäärän ja kokonaiskapasiteetin kasvu indikoivat parhaiten tulevaa kasvua. Goforen henkilöstön lukumäärä oli 580 lokakuun lopussa, kokonaiskapasiteetti oli 537 (nousua 5 edellisluukaudesta) ja alihankinta pysyi edellisten kuukausien tasolla ollen 54 (55 syyskuussa). Goforen henkilöstömäärän ja kokonaiskapasiteetin kehitys jäi hienoisesti odotuksistamme lokakuussa.



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

**Gofore** | Kurssi: 7.66  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 7.80

Gofore ohjeistaa vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan 64-67 MEUR:oon vastaten 26-32 %:n kasvua vuonna 2019. Yhtiön kasvua tukevat rekrytoinnit, yrityskaupat ja hyvä tilauskanta. Odotettua hieman heikompien lokakuun rekrytointien myötä ensi vuoden ennustemme laski noin 1 %:n. Odotamme Goforen liikevaihdon kasvavan vuonna 2019 28 % 64,6 MEUR:oon. Lisäksi odotamme EBITA-%:n olevan viime vuoden tasolla 13,2 %:ssa (2018: 13,4 %) vuonna 2019.

Gofore on edelleen yksi sektorinsa nopeimmin kasvavia (>10 %) ja parhaiten kannattavia (EBITA 13-14 %) yhtiötä. Yhtiö ei kuitenkaan ole immuuni kuuman markkinatilanteen tasaantumiselle ja on tänä vuonna saanut pari kolhua siipeensä. Ennusteillamme liikearvopoistoista oikaistut P/E- ja EV/EBIT-kertoimet vuodelle 2019 ovat 16x ja 12x ja keskimäärin 1% alle verrokkien. Vuoden 2020e vastaavat kertoimet ovat 13x ja 9x ja keskimäärin 19 % alle verrokkien. Hieman heikomman näkyvyyden ja pienen kannattavuusparannusodotuksen takia emme vielä ole valmiita tukeutumaan ensi vuoden kertoimiin. Korkeamman arvostuksen hyväksyminen vaatisi paremman kannattavuuden ja näkyvyyden.

**Joni Grönqvist**

Analyytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Gofore** | Kurssi: 7.66**Vähennä** | Tavoitehinta: 7.80

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	10.55	0.0 %	18.9 %	Vähennä	9.00	-14.7 %	26.9	17.3	18.1	11.4	4.4	0.22	2.1 %	37
Admicom	53.40	0.4 %	159.2 %	Vähennä	48.00	-10.1 %	49.2	37.3	38.3	28.5	18.2	0.75	1.4 %	258
Ahlstrom-Munksjö	13.48	0.0 %	11.2 %	Lisää	14.50	7.6 %	24.2	21.0	14.6	12.1	1.4	0.52	3.9 %	1554
Aktia Bank	9.27	1.4 %	3.0 %	Lisää	9.20	-0.8 %	12.7	9.1	11.6	9.3	1.1	0.63	6.8 %	640
Alma Media	7.78	-0.3 %	40.4 %	Lisää	7.30	-6.2 %	15.0	11.2	14.0	8.9	3.7	0.38	4.9 %	639
Apetit	7.80	-0.8 %	-13.3 %	Vähennä	7.50	-3.8 %	neg.	neg.	16.8	14.8	0.5	0.40	5.1 %	48
Aspo	8.14	0.0 %	2.3 %	Myy	7.80	-4.2 %	15.5	21.5	13.8	17.4	2.1	0.45	5.5 %	255
Aspocomp Group	5.58	-0.4 %	50.8 %	Vähennä	5.75	3.0 %	10.1	10.5	10.2	10.2	2.0	0.14	2.5 %	37
Avidly	4.79	-2.0 %	-7.2 %	Vähennä	5.00	4.4 %	neg.	neg.	83.4	42.2	1.3	0.00	0.0 %	11
Basware	22.50	1.8 %	-43.0 %	Lisää	23.00	2.2 %	neg.	neg.	neg.	258.0	3.6	0.00	0.0 %	324
Bittium	6.15	2.2 %	-19.2 %	Lisää	7.50	22.0 %	32.2	29.8	19.5	18.1	2.0	0.15	2.4 %	219
CapMan	2.02	0.2 %	37.2 %	Vähennä	2.10	4.0 %	20.3	15.7	10.2	8.7	2.6	0.13	6.4 %	307
Cargotec	32.62	-0.2 %	22.1 %	Vähennä	31.00	-5.0 %	12.0	13.4	12.8	10.1	1.4	1.20	3.7 %	2101
Caverion	7.02	-0.4 %	37.9 %	Lisää	7.20	2.6 %	26.1	23.7	14.6	12.2	4.0	0.13	1.9 %	975
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	140.00	1.1 %	35.3 %	Vähennä	130.00	-7.1 %	12.2	20.2	12.2	19.1	1.2	0.88	6.7 %	406
Citycon	9.45	0.7 %	17.0 %	Vähennä	9.70	2.7 %	11.8	20.2	11.5	19.8	0.8	0.65	6.9 %	1681
Consti Yhtiöt	5.90	7.3 %	7.3 %	Vähennä	5.20	-11.9 %	17.2	13.8	9.8	9.0	1.5	0.00	0.0 %	45
Cramo	12.64	-0.5 %	-15.3 %	Vähennä	13.25	4.8 %	12.4	14.0	11.4	12.1	1.4	0.60	4.7 %	564
Detection Technology	27.70	-0.7 %	69.4 %	Lisää	23.00	-17.0 %	27.9	20.6	23.6	17.2	6.6	0.38	1.4 %	398
Digia	3.87	1.3 %	35.8 %	Lisää	4.00	3.4 %	14.6	13.3	10.5	9.6	1.9	0.10	2.6 %	103
EAB Group	2.74	-3.5 %	-2.1 %	Myy	2.00	-27.0 %	neg.	neg.	22.9	19.4	1.9	0.05	1.8 %	37
Efecte	5.14	-2.3 %	33.2 %	Lisää	5.20	1.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	14.6	0.00	0.0 %	30
Efore	0.05	1.9 %	42.1 %	Myy	0.05	-7.4 %	neg.	neg.	53.5	27.8	2.8	0.00	0.0 %	22
Elisa	48.75	0.9 %	35.1 %	Myy	37.00	-24.1 %	25.3	21.9	24.4	20.9	6.1	1.80	3.7 %	7786
Endomines (SEK)	5.12	0.8 %	-14.1 %	Vähennä	5.00	-2.3 %	neg.	neg.	neg.	31.3	1.3	0.00	0.0 %	409
Enersense International	1.20	-3.2 %	-63.1 %	Vähennä	1.65	37.5 %	neg.	neg.	20.4	8.0	0.9	0.00	0.0 %	7



ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2019	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 19	EV/EBIT 19	P/E 20	EV/EBIT 20	P/B 19	Osinko 19e	Tuotto-%	MCAP
eQ	12.00	0.8 %	57.9 %	Vähennä	11.00	-8.3 %	21.6	16.2	16.9	12.5	7.3	0.60	5.0 %	462
Etteplan	9.60	-1.4 %	20.9 %	Lisää	9.80	2.1 %	13.5	12.0	12.9	10.9	3.2	0.37	3.9 %	239
Evli Pankki	8.80	1.1 %	20.9 %	Lisää	9.50	8.0 %	12.5	10.7	12.9	9.5	2.7	0.61	6.9 %	208
Exel Composites	4.95	-1.0 %	23.8 %	Lisää	5.30	7.1 %	11.9	13.0	10.2	9.3	2.2	0.20	4.0 %	58
F-Secure	3.03	-0.7 %	30.9 %	Lisää	3.00	-1.0 %	89.9	55.7	39.4	35.6	6.8	0.00	0.0 %	477
Fellow Finance	3.66	2.2 %	-43.7 %	Lisää	3.50	-4.4 %	49.4	19.5	25.0	17.8	1.8	0.04	1.1 %	26
Finnair	6.03	-2.0 %	-15.0 %	Vähennä	6.40	6.2 %	23.5	13.0	16.2	12.0	0.8	0.20	3.3 %	772
Fiskars	11.96	1.0 %	-20.5 %	Vähennä	12.00	0.3 %	14.3	16.9	14.3	13.5	1.3	0.54	4.5 %	975
Fondia	8.50	-0.9 %	-33.9 %	Vähennä	8.50	0.0 %	27.6	16.5	16.0	9.5	4.9	0.39	4.6 %	33
Fortum	21.18	1.0 %	10.9 %	Vähennä	21.00	-0.8 %	12.0	18.4	14.5	15.5	1.5	1.10	5.2 %	18815
Glaston	1.10	0.9 %	-44.8 %	Lisää	1.30	17.6 %	21.0	330.6	11.6	14.6	1.2	0.02	1.8 %	93
Gofore	7.66	4.4 %	-9.3 %	Vähennä	7.80	1.8 %	15.5	14.7	12.7	11.2	3.7	0.25	3.3 %	107
Harvia	8.50	7.3 %	58.2 %	Lisää	9.00	5.9 %	16.7	14.7	15.2	13.0	2.3	0.40	4.7 %	158
Heeros	2.16	0.9 %	6.9 %	Vähennä	2.10	-2.8 %	neg.	neg.	429.0	87.1	5.7	0.00	0.0 %	9
Huhtamäki	40.85	-1.3 %	50.9 %	Vähennä	37.50	-8.2 %	22.1	18.1	20.0	16.1	3.2	0.92	2.3 %	4247
Incap	17.25	0.9 %	137.6 %	Vähennä	18.50	7.2 %	9.7	7.3	9.2	6.5	3.1	0.55	3.2 %	75
Innofactor	0.77	-0.3 %	112.2 %	Lisää	0.80	4.2 %	11.8	52.0	11.3	25.2	1.3	0.00	0.0 %	27
Investors House	6.20	0.0 %	3.3 %	Vähennä	6.80	9.7 %	19.0	19.4	9.3	12.8	0.8	0.25	4.0 %	37
Kamux	7.10	10.9 %	30.5 %	Osta	8.20	15.5 %	15.3	12.9	13.1	11.1	3.5	0.22	3.1 %	284
Kemira	14.85	0.2 %	50.8 %	Vähennä	14.50	-2.4 %	14.8	13.1	14.3	12.5	1.8	0.56	3.8 %	2264
Kesko	61.44	0.2 %	30.4 %	Vähennä	57.00	-7.2 %	21.3	20.1	20.4	18.3	3.0	2.50	4.1 %	6094
Kesla	5.25	1.0 %	34.6 %	Vähennä	5.20	-1.0 %	7.5	8.0	9.2	10.2	1.2	0.20	3.8 %	17
Kone	56.80	-1.3 %	36.4 %	Myy	42.00	-26.1 %	29.9	22.4	27.5	20.3	9.3	1.70	3.0 %	29312
Konecranes	30.45	0.9 %	15.4 %	Vähennä	26.50	-13.0 %	13.2	17.4	14.3	11.8	1.9	1.25	4.1 %	2398
LeadDesk	11.10	0.9 %	43.2 %	Lisää	10.80	-2.7 %	43.7	35.7	37.1	32.1	6.4	0.00	0.0 %	52
Lehto Group	2.20	6.4 %	-48.2 %	Vähennä	2.00	-9.1 %	neg.	neg.	10.1	16.0	1.1	0.00	0.0 %	128

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2019	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 19	EV/EBIT 19	P/E 20	EV/EBIT 20	P/B 19	Osinko 19e	Tuotto-%	MCAP
Loudspring	0.34	-3.1 %	2.4 %	Vähennä	0.34	-1.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.1	0.00	0.0 %	9
Marimekko	37.70	-0.5 %	81.3 %	Lisää	40.00	6.1 %	23.3	18.6	21.0	16.9	8.0	1.30	3.4 %	306
Martela	3.33	-1.2 %	12.5 %	Vähennä	3.30	-0.9 %	neg.	neg.	10.3	8.1	0.9	0.10	3.0 %	13
Metso	35.24	-0.6 %	53.9 %	Vähennä	34.50	-2.1 %	15.1	12.4	15.3	11.0	3.4	1.40	4.0 %	5286
Metsä Board	6.47	0.2 %	26.4 %	Vähennä	5.70	-11.9 %	15.6	13.9	15.7	13.5	1.7	0.29	4.5 %	2300
Neo Industrial	1.92	0.0 %	-5.4 %	Myy	1.80	-6.2 %	351.7	neg.	neg.	23.8	1.9	0.00	0.0 %	11
Neste	31.69	-1.3 %	41.1 %	Lisää	34.00	7.3 %	20.9	15.3	18.7	14.6	4.7	0.90	2.8 %	24321
Next Games	0.82	1.5 %	-22.7 %	Vähennä	0.82	-0.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.0	0.00	0.0 %	22
Nixu	12.75	-1.9 %	67.8 %	Lisää	13.00	2.0 %	62.3	44.4	33.8	27.9	5.2	0.00	0.0 %	94
NoHo Partners	10.35	-1.0 %	19.5 %	Lisää	10.00	-3.4 %	3.7	21.5	13.4	20.9	1.7	0.40	3.9 %	196
Nokia Corporation	3.23	-0.6 %	-35.9 %	Vähennä	3.60	11.6 %	14.8	28.6	11.6	11.7	1.2	0.18	5.6 %	18130
Nokian Renkaat	27.40	0.7 %	2.2 %	Vähennä	25.00	-8.8 %	15.3	11.0	15.5	11.3	2.3	1.58	5.8 %	3806
Nurminen Logistics	0.29	6.7 %	14.9 %	Myy	0.25	-12.6 %	neg.	neg.	neg.	neg.	2.0	0.00	0.0 %	12
Oriola	2.13	2.4 %	7.3 %	Vähennä	2.10	-1.2 %	18.4	16.7	12.9	10.5	2.1	0.09	4.2 %	385
Orion	40.66	1.0 %	34.3 %	Myy	31.00	-23.8 %	28.4	21.9	26.5	20.5	7.5	1.40	3.4 %	5720
Outokumpu	2.88	0.3 %	-9.9 %	Vähennä	2.60	-9.7 %	neg.	40.5	24.4	19.7	0.4	0.05	1.7 %	1183
Outotec	6.07	-1.7 %	97.3 %	Lisää	6.00	-1.1 %	27.1	16.2	15.6	10.3	2.8	0.11	1.8 %	1102
Ovaro Kiinteistösijoitus	4.10	0.0 %	-14.6 %	Vähennä	4.00	-2.4 %	neg.	neg.	neg.	437.5	0.5	0.00	0.0 %	38
Panostaja	0.82	2.7 %	-14.2 %	Vähennä	0.78	-5.1 %	18.2	24.9	28.3	16.6	0.8	0.05	6.1 %	43
Pihlajalinna	15.34	0.3 %	78.0 %	Vähennä	16.00	4.3 %	26.9	36.1	21.7	18.2	2.8	0.15	1.0 %	346
Piippo	3.40	0.0 %	-1.2 %	Myy	3.00	-11.8 %	46.1	34.8	16.1	21.4	0.6	0.00	0.0 %	4
Ponsse	27.55	-1.1 %	11.3 %	Vähennä	27.00	-2.0 %	14.0	10.4	12.6	9.2	3.3	0.95	3.4 %	770
Privanet Group	0.75	-0.8 %	-5.6 %	Vähennä	0.82	9.9 %	neg.	neg.	11.2	11.8	1.0	0.00	0.0 %	14
PunaMusta Media	6.15	0.8 %	-0.8 %	Vähennä	5.90	-4.1 %	21.2	39.0	15.9	15.1	1.6	0.25	4.1 %	76
Qt Group	18.10	-1.6 %	129.1 %	Lisää	18.00	-0.6 %	3019.7	704.7	47.5	39.7	20.6	0.00	0.0 %	439
Ramirent	8.79	0.2 %	61.3 %	Pidä	9.00	2.4 %	13.5	14.1	18.1	17.6	3.0	0.46	5.2 %	945

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2019	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 19	EV/EBIT 19	P/E 20	EV/EBIT 20	P/B 19	Osinko 19e	Tuotto-%	MCAP
Rapala VMC	2.95	1.0 %	-3.3 %	Vähennä	3.10	5.1 %	16.3	14.8	13.5	12.3	0.8	0.06	2.0 %	112
Raute	24.50	-0.4 %	15.0 %	Lisää	26.00	6.1 %	12.9	8.7	13.2	8.3	2.1	1.45	5.9 %	104
Relais Group	7.75	2.6 %	5.4 %	Osta	9.00	16.1 %	13.7	21.0	10.6	13.7	1.9	0.13	1.7 %	125
Remedy Entertainment	10.00	-2.9 %	49.3 %	Lisää	11.50	15.0 %	14.0	8.8	15.1	9.2	4.1	0.30	3.0 %	120
Revenio Group	26.50	-0.4 %	111.0 %	Lisää	24.50	-7.5 %	52.5	59.1	39.0	32.4	11.2	0.34	1.3 %	699
Rush Factory Plc	3.38	0.0 %	4.0 %	Vähennä	3.40	0.6 %	10.8	6.8	8.9	5.3	3.8	0.00	0.0 %	7
Sampo	37.37	0.8 %	-2.7 %	Lisää	38.00	1.7 %	18.3	15.2	13.5	11.9	1.7	2.20	5.9 %	20753
Sanoma	9.73	2.4 %	14.7 %	Lisää	10.70	10.0 %	12.4	12.4	11.4	11.3	2.4	0.50	5.1 %	1581
Scanfil	4.48	-0.4 %	19.5 %	Lisää	4.75	6.0 %	9.5	9.2	9.2	7.5	1.7	0.15	3.3 %	286
Sievi Capital	1.21	-0.4 %	-1.2 %	Vähennä	1.25	3.7 %	5.4	4.2	9.7	7.8	0.9	0.04	3.3 %	69
Silli Solutions	8.80	1.1 %	8.6 %	Lisää	9.60	9.1 %	13.4	13.9	10.3	9.4	2.9	0.34	3.9 %	61
Silmäasema	6.00	-1.0 %	37.9 %	Vähennä	6.00	0.0 %	19.5	20.0	17.0	14.6	1.9	0.13	2.2 %	85
Solteq	1.43	-1.4 %	10.0 %	Vähennä	1.45	1.4 %	14.0	12.4	11.1	10.9	1.2	0.03	2.1 %	27
Sotkamo Silver (SEK)	4.20	1.9 %	7.7 %	Vähennä	3.90	-7.1 %	neg.	neg.	6.5	7.7	2.1	0.00	0.0 %	566
SRV Group	1.49	2.8 %	-12.4 %	Vähennä	1.25	-16.1 %	neg.	neg.	neg.	21.6	0.4	0.00	0.0 %	88
SSAB (SEK)	26.75	1.0 %	7.3 %	Vähennä	27.00	0.9 %	11.9	12.4	13.4	12.4	0.5	1.40	5.2 %	27549
SSH Communications Security	1.29	0.0 %	-22.9 %	Myy	1.10	-15.1 %	neg.	49.5	neg.	52.1	3.8	0.00	0.0 %	50
Stora Enso	12.70	0.2 %	25.9 %	Vähennä	11.50	-9.4 %	15.9	16.8	14.3	12.9	1.5	0.50	3.9 %	10011
Suominen	2.40	3.4 %	17.1 %	Vähennä	2.25	-6.2 %	67.7	23.4	15.4	11.4	1.0	0.03	1.3 %	137
Taaleri	7.46	0.8 %	5.1 %	Lisää	7.70	3.2 %	12.3	10.1	11.5	9.4	1.6	0.33	4.4 %	215
Talenom	37.00	0.0 %	94.2 %	Lisää	38.00	2.7 %	31.2	24.8	23.6	19.4	10.2	0.71	1.9 %	257
Tallink Grupp	0.97	0.0 %	-4.6 %	Lisää	1.05	8.5 %	14.5	17.2	16.3	18.2	0.8	0.05	5.2 %	648
Teleste	5.88	1.4 %	11.8 %	Vähennä	5.50	-6.5 %	14.3	46.2	10.9	9.4	1.5	0.20	3.4 %	106
Telia Company (SEK)	42.41	0.5 %	1.0 %	Vähennä	42.00	-1.0 %	18.2	21.2	18.4	21.0	1.9	2.40	5.7 %	174302
Terveystalo	10.56	1.1 %	31.6 %	Lisää	10.50	-0.6 %	22.5	22.6	20.1	18.6	2.5	0.20	1.9 %	1352
Tieto	26.10	-0.4 %	10.7 %	Vähennä	26.00	-0.4 %	14.1	16.3	13.7	14.0	4.1	1.47	5.6 %	1934

## ETUSIVU

## MARKKINAT

## SIJOITUSIDEAT

## INDERES.FI

## MAKRO

## YHTIÖT

## TUNNUSLUVUT

Yhtiö	Kurssi	Muutos	2019	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 19	EV/EBIT 19	P/E 20	EV/EBIT 20	P/B 19	Osinko 19e	Tuotto-%	MCAP
Tikkurila	13.48	-3.2 %	12.1 %	Lisää	14.50	7.6 %	16.2	14.5	15.5	12.3	3.5	0.60	4.5 %	594
Titanium	9.52	-1.4 %	33.1 %	Vähennä	9.20	-3.4 %	12.5	13.2	11.0	9.6	4.5	0.75	7.9 %	96
United Bankers	8.90	-1.1 %	34.8 %	Vähennä	7.50	-15.7 %	17.3	24.7	13.4	15.8	2.9	0.45	5.1 %	91
UPM-Kymmene	30.75	-0.3 %	38.8 %	Myy	27.00	-12.2 %	15.2	12.4	16.4	12.7	1.6	1.45	4.7 %	16405
Uutechnic Group	0.32	-1.8 %	-2.4 %	Vähennä	0.36	11.8 %	28.2	20.3	12.6	10.7	1.7	0.00	0.0 %	18
Vaisala	25.90	-0.4 %	57.0 %	Lisää	28.00	8.1 %	24.4	25.3	22.4	19.5	5.1	0.60	2.3 %	943
Valmet	21.38	0.1 %	19.1 %	Lisää	21.00	-1.8 %	16.3	11.6	15.2	10.4	3.1	0.75	3.5 %	3198
Verkkokauppa.com	3.29	3.6 %	-19.8 %	Vähennä	3.20	-2.7 %	16.9	10.0	15.6	9.6	4.0	0.20	6.1 %	148
Viafin Service	6.76	0.0 %	32.5 %	Lisää	7.60	12.4 %	9.5	7.1	12.4	8.6	1.3	0.22	3.3 %	24
Vincit Oyj	5.38	-1.1 %	4.7 %	Lisää	5.60	4.1 %	21.7	24.8	15.2	14.9	3.4	0.15	2.8 %	64
VMP Group	5.60	2.8 %	70.7 %	Lisää	5.75	2.7 %	8.6	33.0	6.8	14.9	1.3	0.20	3.6 %	139
Wulff Group	1.84	3.4 %	8.9 %	Vähennä	1.85	0.5 %	10.0	12.3	9.8	9.0	1.0	0.11	6.0 %	12
Wärtsilä	9.70	-1.2 %	-30.2 %	Vähennä	9.00	-7.2 %	11.9	15.3	17.7	12.7	2.4	0.30	3.1 %	5738
YIT Corporation	5.85	-1.5 %	14.6 %	Vähennä	5.30	-9.4 %	13.5	22.4	13.3	22.8	1.2	0.30	5.1 %	1229



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja sijoittamista. 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 50 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 120 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 25 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