



Nokia: Kyteviä tulipaloja tuntuu vielä riittävän

07.02.2020

AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Makrotalouden alkuvuosi: ennusteet liitoon V-tyyllillä?
- Sampo Q4: Nordea osoittaa elonmerkkejä
- Fortum Q4: Kassavirtaprofiili houkuttelee
- YIT Q4: Odotusten mukaisesti hyvä tulos, ohjeistus suurin piirtein linjassa
- Konecranes Q4: Nurkat puhtaksi, vaikka juhliin on vielä aikaa
- Sanoma Q4: Tuloskehitys, osinko ja näkyvät pitkälti odotuksien mukaisia
- Martela Q4: 2020-ohjeistus odotettu, uudet tilaukset ja nollaosinko lieviä pettymyksiä
- Digia Q4: Yhtiö tavoittelee hyvän suorittamisen jatkumista myös uudella strategiakaudella
- Oriola Q4: selvä pettymys odotuksiin nähden
- United Bankers: Tulosvaroitus vahvisti loppuvuoden sujuneen erittäin hyvin
- Consti Q4: Kannattavuuskäänne toteutui, vaikka sen mittakaava jäi aavistuksen odotuksista
- Citycon Q4: Tuotto-odotus on edelleen osingon varassa

Yhtiöt aamukatsauksessa:

Nokia, Sampo, Fortum, YIT, Konecranes, Sanoma, Martela, Digia, Oriola, United Bankers, Consti Yhtiöt, Citycon, SRV Yhtiöt, eQ, Outotec, Kesla, Vincit, Fiskars, Kemira, Metsä Board, Terveystalo, Raute, Verkkokauppacom, Avidly, Cargotec, Nokian Renkaat, Sievi Capital, Relais Group

Markkinakatsaus

Kehittyneillä markkinoilla Euroopassa torstai oli nousupäivä (Eurostoxx +0,5 %) ja pääindeksit sulkiivat 0,3-0,7 % plussalla. Euroopassa pankkien tulokset ja Kiinan lupaus puolittaa tuontituloja osalle USA:n tuonnista antoivat laajaa tukea osakkeille.

Aasian markkinoilla aloitettiin aamu laskutunnelmissa. Japanin Nikkei oli aamulla 0,2 % ja Kiinan Shanghai Composite 0,4 % miinuksella. Koronavirushuolet katkaisivat indeksien nousukiidon. Viikon aikana kuolonuhrien määrä on kaksinkertaistunut ja noussut jo yli 600:n.

Valuuttamarkkinoilla euron kurssi dollaria vastaan tasaantui aamulla 1,098 dollariin.

Raaka-ainemarkkinalla öljyn hinta oli aamulla puolen prosentin nousussa, kun Venäjä antoi tukensa OPECin suunnitelluille tuotannonleikkauksille.

Indeksit

OMXH

1.12 %
10521.8

OMXS

0.25 %
1851.9

DAX

0.72 %
13574.8

EUROSTOXX 600

0.44 %
425.5

S&P 500

0.33 %
3345.8

Nikkei 225

-0.17 %
23833.7

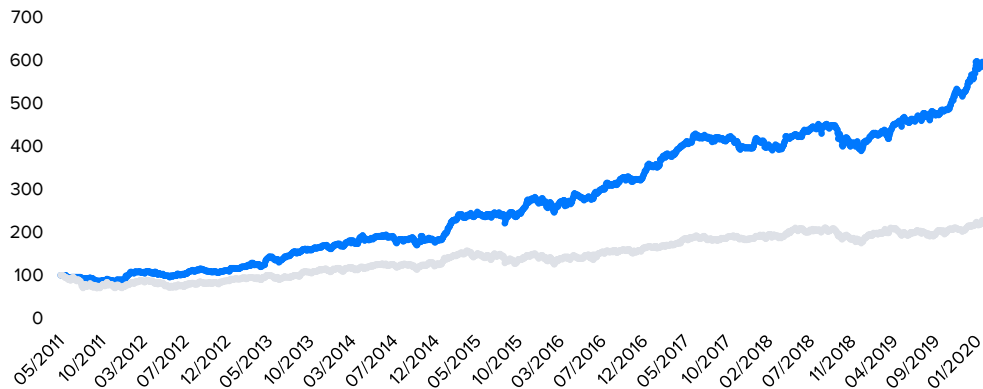
Shanghai

-0.44 %
2853.8

EUR/USD

0.00 %
1.098

Inderes mallisalkku



Inderes analyysitiimin mallisalkku, joka sijoittaa oikeaa rahaa. Salkun tukijalkana ovat laadukkaita, kestäviä kilpailuetuja omaavat ja omistaja-arvoa luovat yhtiöt. Poimimme salkkuun myös lyhyen tähtäimen ideoita, kun houkuttelevia vaihtoehtoja on tarjolla.

1kk

7%

1 vuosi

38%

3 vuotta

68%

Aloituksesta

498%

Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

Kaikki muu kunnossa paitsi hinta

07.02.2020 | eQ | Vähennä

Tuloskunnossa rajua heiluntaa

07.02.2020 | Vincerit | Lisää

Kyteviä tulipaloja tuntuu vielä riittävän

07.02.2020 | Nokia | Vähennä

Joka kuuseen kurkottaa...

07.02.2020 | Kesla | Vähennä

Nurkat puhtaisiksi, vaikka juhliin on vielä aikaa

07.02.2020 | Konecranes | Vähennä

Isoilla toimenpiteillä perusta kuntoon

07.02.2020 | SRV Yhtiöt | Vähennä

Uudelleenjärjestelyohjelmat painavat tuloskuntoa

06.02.2020 | Fiskars | Vähennä

Kassavirtaprofiili houkuttelee

06.02.2020 | Fortum | Lisää

Tuotto-odotus on edelleen osingon varassa

06.02.2020 | Citycon | Vähennä

Tulosvaroitus vahvasti loppuvuoden sujuneen erittäin hyvin

06.02.2020 | United Bankers | Vähennä

InderesTV



Sampo Q4'19: Vakaata menoa ja uusi osinkopolitiikka (eng)



Fortum Q4'19: odotukset ylittyivät erityisesti Generationsin kannattavuuden ansiosta



SRV Q4'19: Merkittäviä järjestelyjä luvassa

Seuraa meitä somessa



Facebook
> 20t seuraajaa



YouTube



Twitter



Inderes
Sijoitusfoorumi

Makrotapahtumat, 7.2.2020

15:30 USA: Maatalouden ulkopuoliset työpaikat , tammi , ennuste (Reuters) 156 000 /edellinen 145 000

15:30 USA: Yksityiset työpaikat , tammi , ennuste (Reuters) 150 000 /edellinen 139 000

15:30 USA: Työttömyysaste (%) , tammi , ennuste (Reuters) 3,5 /edellinen 3,5

15:30 USA: Keskimääräiset tulot, MM (%) , tammi , ennuste (Reuters) 0,3 /edellinen 0,1

15:30 USA: Keskimääräiset tulot, YY (%) , tammi , ennuste (Reuters) 3,0 /edellinen 2,9

15:30 USA: Keskimääräinen työviikko, tuntia , tammi , ennuste (Reuters) 34,4 /edellinen 34,3

17:00 USA: Tukkuvarastot MM (%) , joulukuu , ennuste (Reuters) 0,1 /edellinen -0,1

22:00 USA: Kulutusluotot, \$, joulukuu , ennuste (Reuters) 13 800 000 000 /edellinen 12 510 000 000

Makrotalouden alkuvuosi: ennusteet liitoon V-tyylillä?

Maailmantalouden alkuvuosi on ollut yllätysten ja likviditeettijuhlan aikaa. Alkuvuodesta hermoiltiin Lähi-idän jännitteiden vuoksi ja tammi-helmikuussa koronavirus vei otsikkotilaa talousuutisissakin. Näistä ensimmäistä tuskin enää edes muistetaan tulevaisuuteen luotaavalla osakemarkkinalla ja jälkimmäisenkin talousvaikutuksia pidetään toistaiseksi Kiinaa koskevinä ja Q1:lle rajoittuvina, vaikka tilanne toki elää ja virus leviää edelleen. Nykyodotuksissa uskotaan maailmantalouden vuoden muistuttavan V-kirjainta: alkuvuoden notkahduksen jälkeen kasvu vauhdittuisi taas H2:lla.

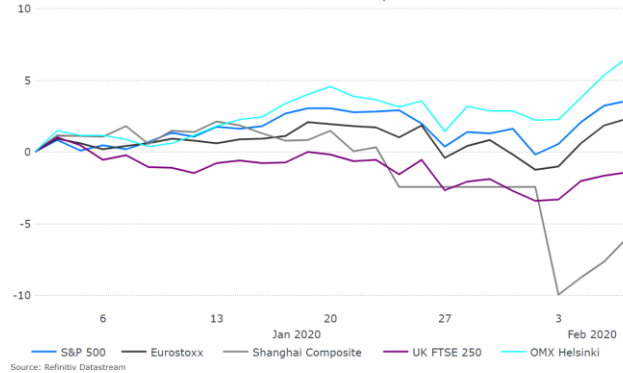
Osakemarkkina on suodattanut virusuutiset ja Lähi-itään liittyvän hermoilun tehokkaasti ja vuoden alusta indeksit ovat edelleen plussan puolella Euroopassa ja USA:ssa. Lisätukea positiivisille odotuksille on saatu tammikuun talousluvuista, jotka ovat tarjoilleet positiivisia yllätyksiä. Yhtenä sijoittajaluottamusta vahvistavana tekijänä ovat olleet myös [Kiinan elvytystoimet](#), sillä maan keskuspankki puski pelkästään alkuvuokolla likviditeettiä markkinoille valtavat määrät samalla tuomalla pehmikkeen koronaviruksesta johtuvaa hermoilua vastaan. Vaikuttaakin siltä, että talouskehitykseen voi suhtautua lasi puoliksi täynnä ja [tarkistuksia talousennusteisiin](#) voi hyvinkin olla luvassa, mikäli korona ei tuo laajempaa yskähtelyä talouteen ja erätauko jatkuu kauppaneuvotteluissa. Tammikuussa julkaistu [videomme](#) maailmantalouden näkymistä on edelleen ajankohtainen.



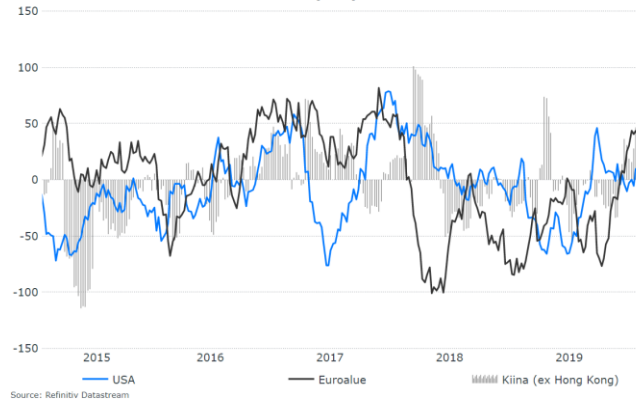
Marianne Palmu

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

Osakeindeksit USA:ssa, Euroopassa, Isossa-Britanniassa ja Kiinassa
muutos 2020 alusta, %



Talouden yllätysindeksit



Marianne Palmu

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

Nokia: Kyteviä tulipaloja tuntuu vielä riittävän

Toistamme Nokian 3,6 euron tavoitehinnan, mutta laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää). Q4-raportin perusteella yhtiössä juostaan edelleen sammuttamaan tulipaloja toisensa jälkeen ja uusia kyteviä paloja ilmaantuu lisää, minkä takia yhtiön kääntäminen kestävälle kasvu- ja kannattavuusuralle on vielä kovan työn takana.

Q3-painajaisen jälkeen pienin askelin kohti parempaa

Sijoittajien syliin täyslaidallisen heittäneen Q3-raportin jälkeen Nokian Q4 oli lievästi odotuksia parempi, sillä markkinaodotuksia oli ehditty ottaa kautta linjan rajusti alas. Nokia on asettanut varovaisella ohjeistuksellaan tulosodotusten riman nyt todella matalalle, mikä antaa tilaa pienille tulosylyyksille jatkossakin. Kipeimmät ongelmat liittyvät edelleen kassavirtaan sekä Mobile Access -liiketoimintaan. Yhtiö luetteli jälleen ison liudan käynnissä olevia toimenpiteitä yksikön kääntämiseksi ja kertoi, kuinka organisaation kannustemalleja on ohjattu näiden ongelmien ratkomiseen sekä kassavirran parantamiseen. Yhtiön toistuva viestintä uusista korjaavista toimenpiteistä henkii, että organisaation fokus menee edelleen pitkälti lyhyen tähtäimen tulipalojen sammuttamiseen kestäväen kasvun rakentamisen sijaan. Tilanteessa lohdullista on se, että puolikasta Nokian myynnistä edustavat yksiköt kehittyvät edelleen verrattain hyvin.



Mikael Rautanen

CEO, analyytikko
+358 50 346 0321

mikael.rautanen@inderes.fi

Nokia | Kurssi: 3.70

Vähennä | Tavoitehintaa: 3.60

Uutena uhkana Kiinan 5g-markkinoilta putoaminen

Nokian Q4-raportin viestinnässä korostui Kiinan markkinan (Q4-liikevaihto -26 %) potentiaaliset ongelmat, mitä alleviivasi näkymistä ja kasvusta puhumisen ”Kiinan markkinasta oikaistuna” sekä Kiinaan liittyvien kysymysten väistely konferenssipuhelussa. Tulkintamme mukaan on mahdollista, että Nokian asema Kiinan 5g-markkinalla uhkaa jäädä olemattomaksi, millä on olennainen vaikutus verkkolaiteliiketoiminnan skaalaetuihin markkinan suuren volyymin takia. Lisäksi jalansijan menettäminen seuraavassa teknologiasukupolvessa globaalisti yhdellä tärkeimmällä markkinalla on pitkän aikavälin strategian kannalta mittava takaisku. Nokia yrittää paikata tätä kasvamalla muissa verkkotuotteissa Kiinassa, mutta pelin häviäminen mobiiliverkoissa olisi suuri pettymys.

Markkinanäkemyksestä huokuu heikentynyt luottamus kasvuun ja omaan kilpailukykyyn

Nokian markkinat ovat yhtiön mukaan olleet jo pitkään ”5g-supersyklin” käynnistämän ”positiivisen investointikierteen” kynnyksellä, johon yhtiön kokonaisvaltaisen tuoteportfolion pitäisi iskeä vahvalla kilpailukyvyllä. Yhtiön kommentit markkinanäkymistä eivät kuitenkaan tue tätä tarinaa. Nokia odottaa markkinan sekä sen markkinaosuuden pysyvän vakaana vuonna 2020 ilman Kiinaa. Kokonaisuutena yhtiön näkymissä huokuu aiempaa heikompi usko omien markkinoiden kasvuun sekä Nokian kykyyn menestyä markkinassa. Samalla näkymiin ilmaantuu uusia epävarmuustekijöitä, mikä kertoo näkyvyyden yhtiön käänteeseen olevan yhä heikko.



Mikael Rautanen

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

Nokia | Kurssi: 3.70

Vähennä | Tavoitehintaa: 3.60

Arvostus tarjoaa nousuvaraa, jos kaikki menee hyvin

Näemme Nokian osakkeella edelleen hyvät edellytykset nousta tuntuvasti seuraavan 1-2 vuoden aikana, mikäli Mobile Accessin ongelmat lähtevät korjaantumaan yhtiön lupauksen mukaisesti ja Nokia pääsee kestäväälle hyvän kannattavuuden ja kassavirran tasolle. Nykyisten epävarmuustekijöiden valossa on kuitenkin epärealistista odottaa, että tämä matka sujuisi ongelmitta. Lisäksi lyhyellä aikavälillä Nokian tulokunnosta ei ole odotettavissa osakkeelle vetoapua, sillä yhtiön tulos ja kassavirta painottuvat myös tänä vuonna vahvasti vuoden viimeiselle neljännekselle. Pidämme osakkeen nykyistä hinnoittelua neutraalina (2020e oik. P/E 14x ja EV/EBIT 8x) osien summa -arvostuksen (4,6 euroa/osake) rajoittaessa osakkeen laskuvaraa.



Mikael Rautanen

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

Nokia | Kurssi: 3.70

Vähennä | Tavoitehintaa: 3.60

Sampo Q4: Nordea osoittaa elonmerkkejä

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Tulos ennen veroja	429	468	502	486	436	- 517	-7%	1541
If	222	228	241	226	196	- 257	-5%	884
Mandatum	65	68	68	68	58	- 78	0%	280
Nordea	98,0	143	139	139	93	- 161	3%	298
Holdings	35	-29	-5	-4	-17	- 21		-159
Topdanmark	29	58	58	57	38	- 81	0%	238
EPS (raportoitu)	0,62	0,66	0,68	0,71	0,61	- 0,78	-4%	2,04
Osinko/osake	2,85	2,20	2,20	2,20	2,10	- 2,30	0%	2,20

Lähde: Inderes & Vara (konsensus)

Tarkistamme Sammon tavoitehintamme 42,50 euroon (aik. 38,00) kohonneen osien summa-laskelmamme myötä ja toistamme lisää-suosituksemme. Sammon Q4-raportti oli pitkälti linjassa odotuksiemme kanssa ja kokonaisuutena raportti oli varsin hyvä. If jatkaa häikäisevää suorittamistaan ja myös Nordea näyttää vihdoin elonmerkkejä. Lähivuosien tuloskasvunäkymä on edelleen vaisu, mutta noin 5,5 %:n kasvava sekä turvallinen osinkotuotto tarjoaa edelleen riittävän tuotto-odotuksen osakkeen omistamiselle.

Vaihteeksi yllätyksetön raportti

Sammon Q4-raportti ei tarjonnut suurempia yllätyksiä, vaikka tulos (468 MEUR) jäikin lievästi ennusteista (486 MEUR). Tulosalitus johtui puhtaasti emoyhtiön rahoitustuotoista, jotka ovat puhtaasti kirjanpidollinen erä. Tästä oikaistuna tulos oli operatiivisesti hyvin linjassa ennusteiden kanssa. If jatkoi erinomaista suorittamistaan ja yhtiön historian korkein yli 8 %:n kasvu on poikkeuksellisen hyvä suoritus. Myös Nordean Q4-raportti oli toiveita herättävä ja Nordean strategia vaikuttaa etenevän oikeaan suuntaan.



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

Sampo | Kurssi: 42.33
Lisää | Tavoitehintaa: 42.50

Sampo haluaa olla osinkoyhtiö myös jatkossa

Sampo päivitti odotetusti osinkopolitiikkansa ja pyrkii jatkossa jakamaan vähintään 70 % kertaeristä oikaistusta tuloksesta. Lisäksi yhtiö voi ostaa myös omia osakkeita. Osinkopolitiikka oli meille lievä pettymys johtuen sen väljyydestä ja olisimme toivoneet osinkopolitiikan olevan sidoksissa kassavirtoihin ja/tai indikoivan kasvua. Toisaalta uusi politiikka jättää yhtiölle merkittävästi aiempaa enemmän pelivaraa mm. yritysjärjestelyjä silmällä pitäen. Arviomme mukaan yhtiön tavoitteena on edelleen profiloitua osinkoyhtiöksi ja yhtiö pyrkinee edelleen pitämään osinkonsa kasvu-uralla. Lähivuosina osinko tulee arviomme mukaan olemaan lähellä 100 % yhtiön saamista kassavirroista ja osinkoennusteemme ovat pysyneet muuttumattomina. Sijoittajien on tärkeä huomioida, että Sammon nykyinen osinkotasoa on kestävä ja yhtiön ei tarvitse käyttää tasettaan sen ylläpitämiseksi. Tämä laskee osingon riskiprofiilia merkittävästi.

Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Isossa kuvassa tulokasvu on edelleen kiven alla ja odotamme Sammolta lähivuosilta vakaata noin 1900- 2000 MEUR:n tulosta ennen veroja kertaeristä oikaistuna. Tuloksen kasvuajurit ovat vähissä johtuen laskevista sijoitustuotoista ja jo valmiiksi erinomaisesta vakuutusteknisestä tuloksesta. Vaikka Nordean tulos näyttääkin kääntymisen merkkejä, tulee tämä käänös viemään aikaa ja tulospotentiaali (2022 ROE% tavoite 10 %) on selvästi markkinan aiempia odotuksia matalampi. Mielestämme tuloksen selkeä kasvu vaatisi taakseen korkojen nousua, Nordean tulokunnon selkeää parantumista (aikaisintaan 2022 jälkeen) tai mahdollisia yritysjärjestelyitä.



Sauli Vilén

Pääanalyytikko

+358 44 025 8908

sauli.vilen@inderes.fi

Sampo | Kurssi: 42.33

Lisää | Tavoitehinta: 42.50

Osien summa noussut selvästi

Olemme päivittäneet näkemyksemme Sammon osien summasta 42,5 euroon (aik. 37,5 euroa). Muutos on varsin suuri ja siinä on taustalla kolme merkittävää tekijää: 1) Nordean kohonnut osakekurssi (vaikutus Sammolle noin 1,5e/osake) 2) merkittävästi supistunut nettovelka (noin 1,2e/osake) ja 3) kohonnut näkemyksemme If:n käyvästä arvosta (14 mrd. aik. 13 mrd). Myös osinkotuotto (2019: 5,2 %) on linjassa yhtiön historiallisen tason sekä verrokkien kanssa ja kokonaisuutena osake on mielestämme oikein hinnoiteltu. Mielestämme turvallinen ja kasvava osinko tarjoaa kuitenkin edelleen riittävän tuotto-odotuksen.



Sauli Vilén

Pääanalyttikko

+358 44 025 8908

sauli.vilen@inderes.fi

Sampo | Kurssi: 42.33

Lisää | Tavoitehintaa: 42.50

Fortum Q4: Kassavirtaprofiili houkuttelee

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Liikevaihto	1599	1553	1597	1636	1561	1691	-3 %
Vertailukelp. liikevoitto	333	398	345	357	296	396	15 %
Tulos ennen veroja	261	454	392	297	187	456	16 %
EPS (raportoitu)	0,22	0,40	0,38	0,29	0,12	0,46	6 %
Osinko/osake	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	0 %
Liikevaihdon kasvu-%	11,7 %	-2,9 %	-0,1 %	2,3 %	-2,4 %	5,8 %	-2,8 %-yks.
Vert. Liikevoitto-%	20,8 %	25,6 %	21,6 %	21,8 %	19,0 %	23,4 %	4 %-yks.

Lähde: Inderes & Vara Research (11-14 ennustetta) (konsensus)

Nostamme Fortumin suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tavoitehintamme 23,0 euroon (aik. 21,0 €). Q4-tulos oli vahva ja näkymät pitkälti odotetut, ja pidämme valittujen kaukolämpö-liiketoimintojen strategista tarkastelua positiivisena ajurina. Uniperin suhteen emme saaneet juuri uutta tietoa, mutta yhtiö odotti edelleen saavansa kaupan päätökseen Q1'20:n aikana. Vaikka Uniperin mukana tulee paljon myös uhkia, mielestämme erityisesti uudistuvan Fortumin kassavirtaprofiili on nykymarkkinaan houkutteleva ja osakkeen riski/tuotto -suhde sitä kautta houkutteleva.



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

Fortum | Kurssi: 21.99
Lisää | Tavoitehintaa: 23.00

Q4-tulos ylitti odotukset

Vertailukelpoinen liikevoitto oli Q4:llä 398 MEUR, mikä ylitti selvästi markkinaodotukset ja tarkoittaa 20 %:n nousua vertailukaudesta. Vahvan tuloksen taustalla oli erityisesti Generation -segmentin erittäin hyvä kannattavuus, mikä johtunee korkeasta vesivoimatuotannosta ja suotuisasta tuotantomixistä. Myös muissa segmenteissä yhtiö kuitenkin vähintäänkin ylsi odotuksiimme. Myös liiketoiminnan rahavirta oli Q4:llä varsin hyvällä 261 MEUR:n tasolla, ja ylitti koko vuonna 2 miljardin euron rajapyykin. Koko vuoden 2019 vahvuudesta kertoo yhtiön laskeman vertailukelpoisen EPS:n, jossa on huomioitu myös Uniperin oikaisuja, kasvu 1,30 euroon (2018: 0,80 €).

Merkittävä osa kaukolämpöliiketoiminnasta strategiseen tarkasteluun - odotettavissa myyntejä

Fortum on päättänyt käynnistää Puolassa, Baltiassa ja Järvenpäässä sijaitsevien kaukolämpöliiketoimintojensa tulevaisuuden vaihtoehtojen arvioinnin. Tämä yleensä tarkoittaa, että yhtiö suunnittelee liiketoimintojen myyntiä. Aiemmin Fortum myi Joensuun kaukolämpöliiketoimintansa 530 MEUR:lla ja todella korkealla arvostuksella. Markkinatilanne tämän tyylisille omaisuserille (alhainen mutta vakaa tuottonäkymä) on erittäin hyvä, joten suhtaudumme myynteihin lähtökohtaisesti positiivisesti. Arvioinnin kohteena olevien liiketoimintojen yhteenlaskettu myynti vuonna 2019 oli 5,1 TWh lämpöä ja 1,3 TWh sähköä, ja niiden käyttökate oli noin 120 MEUR. Myyntien toteutuessa Fortumin tase vahvistuu merkittävästi, ja mielestämme BBB-luottoluokitus olisi viimeistään sitten turvattu.



Juha Kinnunen

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

Fortum | Kurssi: 21.99

Lisää | Tavoitehinta: 23.00

Uniperista vähän uutta tietoa, mutta ilmeisesti kauppaa toteutuu Q1:llä

Uniperin suhteen uutta tietoa ei juuri saatu, mutta yhtiö kertoi Venäjän hallituksen komission hyväksynnän ehtojen yksityiskohtien selvittämisen viivästyneen Venäjän hallituksen äskettäisen vaihtumisen vuoksi. Fortum kuitenkin odottaa edelleen, että kauppaa saadaan päätökseen Q1'20:llä. Luotamme yhtiön kykyyn saada tarvittava hyväksyntä ja tätä kautta määräysvalta Uniperissa, vaikka pieni epävarmuus on edelleen olemassa. Uniperin yhdistäminen Fortum-konserniin tulee muuttamaan rakennetta ja sijoitusprofiilia, mutta uskomme epävarmuuden laskun vaikuttavan osakkeeseen lähtökohtaisesti positiivisesti. Erityisesti kassavirtaprofiillista tulee Uniperin mukana houkuttelevampi.

Arvostus ei ole edullinen, mutta tuotto-odotus silti houkutteleva nykyiseen markkinatilanteeseen

Osakkeen arvostustaso ei ole edullinen, mutta kuitenkin kohtuullinen. Vuoden 2019 vahvalla vertailukelpoisella tuloksella P/E on noin 17x, eikä tuloskasvunäkymä ole houkutteleva. Mielestämme Fortumin sijoittajaprofiili, ainakin sen jälkeen kun Uniperin tilanne on selkeytynyt, on kuitenkin vallitsevassa markkinaympäristössä houkutteleva. Fortumin ja Uniperin yhdistelmän pitäisi pystyä suunnilleen kahden miljardin euron operatiivisiin kassavirtoihin, mihin suhteutettuna nykyinen alle 20 miljardin markkina-arvo on kohtuullinen ja nykyinen osinkotaso turvattu. Nykyisessä korkoympäristössä 5 %:n suhteellisen turvallisen osinkotuoton arvioimme olevan houkutteleva sijoittajille, minkä lisäksi Fortumin ja Uniperin yhdistäminen voi myöhemässä vaiheessa tuoda myös oleellisia synergiahyötyjä.



Juha Kinnunen

Strategi, seniorianalyytikko

+358 40 778 1368

juha.kinnunen@inderes.fi

Fortum | Kurssi: 21.99

Lisää | Tavoitehinta: 23.00

YIT Q4: Odotusten mukaisesti hyvä tulos, ohjeistus suurin piirtein linjassa

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q419e	Q419e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	1128	1152	1113	1102	1039	- 1146	4 %	3353
Liikevoitto (oik.)	99,3	121	119	125	124	- 135	2 %	163
Tulos ennen veroja	78,5	87,6	91,8	114	102	- 177	-5 %	44,7
EPS (oik.)	0,32	0,35	0,41	0,45	0,41	- 0,51	-15 %	0,40
Osinko/osake	0,27	0,28	0,30	0,30	0,29	- 0,30	-7 %	0,30
Liikevaihdon kasvu-%	0,1 %	2,2 %	-1,3 %	-2,3 %	-7,9 %	- 1,6 %	3,5 %-yks.	4,7 %
Liikevoitto-% (oik.)	8,8 %	10,5 %	10,6 %	11,3 %	11,9 %	- 11,8 %	-0,1 %-yks.	4,9 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

YIT julkaisi tänään aamulla hyvin pitkälti odotuksiin osuneen Q4-tuloksen. Liikevaihto oli hieman odotuksia parempi, mutta kannattavuus oli aavistuksen konsensuksen alapuolella. Ohjeistushaarukka oli jälleen merkittävän leveä, mutta keskiväli osui markkinoiden ennusteisiin. Alarivillä tulos jäi ennusteista hieman enemmän ja 0,28 euron osinko per osake oli hieman alle odotuksien, mutta yhtiö tulee ehdottamaan hallitukselle myös 0,12 euron lisäosinkoa Päällystys-liiketoiminnan myynnin myötä nostaen koko osingon 0,40 euroon. Yhtiön näkymät ja kommentit vuodelle 2020 heijastivat positiivista kehitystä ja kokonaisuutena raportti oli odotuksiin nähden yllätyksetön.



Olli Koponen

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

YIT | Kurssi: 6.87

Vähennä | Tavoitehinta: 5.30

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

YIT:n Q4-liikevaihto oli 1152 MEUR, ja näin hieman markkinoiden 1102 MEUR:n ennusteen yläpuolella (Q4'18: 1128 MEUR). Liikevaihto nousi Asuminen Suomi ja CEE -segmentissä CEE-maiden suuremman valmistusmäärän ja Suomen valmiiden asuntojen myynnin seurauksena noin 445,7 MEUR:oon (Q4'18: 354 MEUR). Asuminen Venäjän liikevaihto sen sijaan laski 15 % noin 107,4 MEUR:oon (Q4'18: 127 MEUR) urakointiliiketoiminnan laskun myötä. Toimitiloissa liikevaihto oli vertailukauden tasolla noin 438,5 MEUR:ssa (Q4'18: 439 MEUR) ja sitä kasvatti Triplan loppuosan tuloutuminen. Infra-segmentissä liikevaihto kasvoi 9 % noin 222,7 MEUR:oon (Q4'18: 205 MEUR) hyvin kehittyneen tilauskannan ja volyymin seurauksena. Kiinteistöt-segmentissä liikevaihto oli odotetusti pieni (noin 0,2 MEUR). Tilauskanta oli pienoisessa 4 %:n laskussa noin 4131 MEUR:ssa vertailukauden 4286 MEUR:sta. Tilauskannan kasvu oli vahvaa etenkin Infra-segmentissä (+31 %), mutta laski Toimitilat-segmentissä (-32 %) ja pysyen muissa lähes ennallaan.

Q4:n oikaistu liikevoitto parani 121 MEUR:oon vertailukauden 99,3 MEUR:sta ollen hieman markkinoiden odotuksia alhaisempi (ennuste: 125 MEUR). Oikaistu liikevoittomarginaali Q4:llä vahvistui 10,5 %:iin vertailukauden 8,8 %:sta (ennuste: 11,3 %). Kannattavuutta nosti etenkin Triplan käyvän arvon muutoksen kirjaaminen Kiinteistöt-segmenttiin, jonka oikaistu liikevoitto nousi 81,3 MEUR:oon vertailukauden 27,9 MEUR:sta (ennuste: 51 MEUR). Positiivista oli myös aikaisemmin alisuorittaneen Infra-segmentin oikaistun liikevoiton nousu 6,7 MEUR:oon (EBIT-%: 2,8 %) vertailukauden 0,7 MEUR:n tappioista. Asumisen segmenteissä kannattavuus oli hieman vertailukautta parempi Suomessa ja CEE:ssä (EBIT-%: 8,7 % vs. Q4'18: 8,1 %) ja parantui myös Venäjällä lopetettujen toimintojen poistumisen myötä (EBIT-%: 7,9 % vs. Q4'18: -3,0 %). Toimitiloissa kannattavuus sen sijaan oli kausiluonteisuus huomioon ottaen hyvin heikko (EBIT-%: -2,4 % vs. Q4'18: 12,4 %) Triplan ja kahden muun projektin kustannusylitysten vuoksi, mitkä laskivat oikaistun liikevoiton tappiolle -10,4 MEUR:oon. Alariveillä oikaistu osakekohtainen tulos oli 0,35 euroa per osake jääden ennusteista (ennuste: 0,45 euroa), mutta osinkoehdotus oli ennusteita parempi ollen yhteensä 0,40 (0,28 euroa + 0,12 euroa lisäosinkoa) euroa per osake (ennuste: 0,3 euroa). Yhtiön koko vuoden oikaistu liikevoitto nousi 166 MEUR:oon vertailukauden 132 MEUR:sta osuen yhtiön ohjeistukseen (160-185 MEUR).

**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

YIT | Kurssi: 6.87

Vähennä | Tavoitehinta: 5.30

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Loppuvuodesta tuli odotetusti hyvä ja myös näkymät olivat linjassa markkinoiden odotuksiin. YIT ohjeistaa nyt vuoden 2020 jatkuvien liiketoimintojensa liikevaihdon olevan 2900-3300 MEUR (2019: 3391,5 MEUR) ja oikaistun liikevoiton olevan 150-190 MEUR:ssa. Markkinoiden odotukset vuodelle 2020 olivat liikevaihdon osalta 3139 MEUR:ssa (laskua -7 %) ja oikaistun liikevoiton osalta 174,2 MEUR:ssa (EBIT-%: 5,5 %). Ohjeistus on jälleen kerran leveä ja jättää liikkumavaraa merkittäväälle tuloslaskulle tai tulosnousulle. Liikevaihto tulee odotuksiemme ja ohjeistuksen mukaisesti laskemaan, vaikka liikkumavaraa ohjeistuksessa onkin. Markkinoiden odotukset liikevoitolle ovat hieman oikaistun liikevoiton keskitason (170 MEUR) yläpuolella ja oletettavasti tarkistukset voivat olla viime vuosien ohjeistuksen trendi huomioon ottaen alaspäin. Kokonaisuutena raportti oli kuitenkin odotetun hyvä eikä näkymissä ollut merkittäviä poikkeamia odotuksista.

**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

YIT | Kurssi: 6.87

Vähennä | Tavoitehinta: 5.30

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Konecranes Q4: Nurkat puhtaiksi, vaikka juhliin on vielä aikaa

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Liikevaihto	911	933	981	948	917	- 993	-5 %	3327
Liikevoitto (oik.)	76,2	81,1	86,2	81,7	68,9	- 95,4	-6 %	250
Liikevoitto	51,9	65,5	81,2	73,8	39,9	- 107	-19 %	149
Tulos ennen veroja	51,9	63,3	74,9	67,4	30,8	- 140	-16 %	119
EPS (raportoitu)	0,50	0,57	0,71	0,66	0,28	- 1,13	-20 %	1,03
Osinko/osake	1,20	1,20	1,25	1,20	1,20	- 1,25	-4 %	1,20
Liikevaihdon kasvu-%	0,2 %	2,4 %	7,6 %	4,0 %	0,6 %	- 8,9 %	-5,2 %-yks.	6,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	8,4 %	8,7 %	8,8 %	8,6 %	7,5 %	- 9,6 %	-0,1 %-yks.	7,5 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)



Erkki Vesola
 Analytikko
 +358 50 549 5512
 erkki.vesola@inderes.fi

Konecranes | Kurssi: 32.31
Vähennä | Tavoitehinta: 31.00

Konecranesin Q4-numerot olivat kohtuulliset, vaikka tilauskertymä jäikin ennusteistamme. Yhtiön mielestämme realistinen 2020-ohjeistus palkittiin reippaalla kurssinousulla. Ennustemuutoksemme ovat vähäisiä, mutta yhtiön alentunut riskiprofiili antaa mielestämme perusteet tavoitehinnan nostoon. Yhtiön osakkeen arvostus ei nytkään ole riittävän houkutteleva positiiviselle suositukselle, mutta nostamme tavoitehinnan 31,00 (aik. 28,00) euroon, jolla vuoden 2021 P/E-kerroin on linjassa verrokkien mediaanin kanssa.

Q4:n tilauksissa pehmeyttä, mutta muutoin kelpollinen suoritus

Konecranesin Q4-tilauskertymässä (-16 % v/v) tapahtui laskua sekä Teollisuuslaitteissa (-8 % v/v) että ennen kaikkea Satamanostureissa (-34 % v/v), jossa vertailukauteen sisältyi Abu Dhabin iso tilaus. Konsernin Q4-liikevaihto kasvoi vain 2 % v/v jääden omasta ennusteestamme 5 % ja konsensuskustakin 2 %. Oikaistu liikevoittoprosentti (8,7 %) oli ennusteiden mukainen osuessaan meidän ja konsensusodotuksen väliin. Kannattavuus sai 12 MEUR:n verran tukea kustannussäästöohjelmasta, mutta sitä rasitti Teollisuuslaitteiden heikko suoritus eli EBITA-%:n lasku 0,2 %:iin (Q4'18: 4,5 %). Tase säilyi vahvana, sillä nettovelat/käyttökatekerroin oli edelleen alle 2x:n (1,8x). Nettovelkaantumisaste vuoden 2019 lopussa oli kohtuullinen 53 %. Konecranesin osinkoehdotus oli odotusten mukainen 1,20 euroa, jola tuotto on nykykurssilla keskitasoa 3,6 %:ssa.

2020-ohjeistus realistinen, ennustemuutokset pieniä

Konecranesin mukaan markkinoilla on joitakin joko positiivisia tai ainakin rauhoittavia signaaleja. Yhtiö ohjeisti vuodelle 2020 7-10 %:n liikevaihdon kasvua sekä paranevaa oikaistua EBITA-marginaalia. Liikevaihto-ohjeistuksessa on huomioitu vuoden alussa toteutunut MHE Demagin toisen puolikkaan siirtyminen Konecranesin omistukseen. Orgaanisesti ohjeistus merkitsee 2-5 %:n liikevaihdon kasvua, joka on mielestämme realistinen. EBITA-marginaalin paraneminen perustuu pitkälti Teollisuuslaitteisiin keskittyvään säästöohjelmaan, josta odotetaan vielä 34 MEUR:n positiivista tulosvaikutusta 2020. Toisaalta tuotemixin odotetaan heikkenevän sekä Teollisuuslaitteissa että Satamaratkaisuissa, mikä tietenkin tuo marginaaleihin laskupainetta. Ennustemuutoksemme vuosille 2020-2022 ovat pieniä. Liikevaihtoennusteemme vuodelle 2020 on ennallaan ja kasvuo-dotuksemme on ohjeistushaarukan alalaidassa (+7 % v/v). Ennusteessamme vuoden 2020 oikaistu EBITA-marginaali paranee 8,5 %:iin vuoden 2019 8,3 %:sta. Vuosien 2021-2022 ennustemuutoksemme ovat niinkään vähäisiä. Kaikkiaan odotamme Konecranesin oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan ripeää 11 %:n vauhtia (CAGR) vuosina 2020-2022.



Erkki Vesola

Analytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Konecranes | Kurssi: 32.31

Vähennä | Tavoitehinta: 31.00

Arvostuksessa vain vähän nousuvaraa

Konecranesin osakkeen vuoden 2020 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 7-14 % yli verrokkien mediaanin eli torstain 10 %:n kurssinousu eliminoi kerralla perustellun nousuvaran. Kassavirtamallimme antamaan arvoon on vain noin 12 %:n nousuvara. Osakkeen kokonaistuotto jää vaatimattomaksi eli noin 3 %:iin p.a. Konecranesin riskiprofiili on kuitenkin nyt madaltumassa. Yhtiön markkinan parantuminen sekä annettu realistinen ja tuloskasvuun suuntaava ohjeistus antaa mielestämme eväät tavoitehinnan nostoon, vaikka emme ole oleellisesti muuttaneet ennusteitamme.



Erkki Vesola

Analytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Konecranes | Kurssi: 32.31

Vähennä | Tavoitehinta: 31.00

Sanoma Q4: Tuloskehitys, osinko ja näkymät pitkälti odotuksien mukaisia

Ennustetäulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)		2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liikevaihto	184	206	206	208	206	- 211	0 %		914
Liikevoitto (oik.) ilman PPA	-5,1	2,1	-0,6	0,2	-1,0	- 1,7	-439 %		136
Liikevoitto	-13,8	-10	-6,1	-7,9	-13,3	- 5,2	67 %		117
Tulos ennen veroja	-	-15	-10,6	-15,9	-21,0	- 10,6	41 %		94,5
EPS (oik.)	-0,05	-0,03	-0,05	-0,22	-0,59	- 0,04	-38 %		0,47
Osinko/osake	0,45	0,50	0,48	0,49	0,48	- 0,50	4 %		0,48
Liikevaihdon kasvu-%	-	11,9 %	12,0 %	13,2 %	11,9 %	- 14,6 %	-0,2 %-yks.		-30,5 %
Liikevoitto-% (oik.) ilman PPA	-2,8 %	1,0 %	-0,3 %	0,1 %	-0,5 %	- 0,8 %	1,3 %-yks.		14,9 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Sanoma julkaisi tänään aamulla kausiluonteisesti vaisulta Q4:ltä odotusten mukaisen operatiivisen tuloksen. Raportoitua tulosta rasittivat odotetusti yrityskauppojen järjestelyihin liittyvät kulut. Myös osinkoon tehtiin ennakkoidusti selkeä korotus. Yhtiö ohjeistaa vakaata vertailukelpoisen liikevaihdon kehitystä ja noin 15 %:n suhteellista operatiivista kannattavuutta, mikä oli Sanoman alkuvuodelle tyypillinen varovaisuus huomioon ottaen linjassa odotuksiin.

Sanoman vertailukelpoinen liikevaihto kasvoi Q4:llä noin 12 % vertailukaudesta 206 MEUR:oon, mikä oli linjassa ennusteisiin. Segmentteittäin katsottuna Learningin liikevaihto jäi hieman ennusteistamme, mutta Media Finlandin vakaana säilynyt liikevaihto kompensoi erotuksen. Learningin liikevaihto kasvoi 54 % (enn. 63 %) ja Media Finlandin säilyi vakaana (enn. -2 %). Liikevaihdon kasvua ajoivat pääasiassa Learningin yritysostot.



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

Sanoma | Kurssi: 10.90
Lisää | Tavoitehinta: 10.00
 Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Q4:n operatiivinen liikevoitto oli kausiluonteisesti heikolla neljänneksellä hieman ennako-odotuksia paremmalla tasolla noin 2 MEUR:ssa (Q4'19e: 0 MEUR) ja operatiivinen liikevoittomarginaali 1% (Q4'18: -3 %). Segmentteittäin katsottuna operatiivisen liikevoiton kehitys suhteessa ennusteisiimme oli selvästi odotettua parempaa Learningissa, Media Finlandin liikevoiton ollessa linjassa ennusteeseemme. Raportoitu liikevoitto oli -10 MEUR (Q4'18: -14 MEUR), mikä alitti hiukan ennusteet. Yhtiö raportoi Q4:lle jälleen merkittävät kertaerät, jotka olivat nettovaikutukseltaan -7,5 MEUR ja odotuksiamme selvästi suuremmat. Kertaerät muodostuivat yrityskauppojen järjestelykuluista. Tuloslaskelman alemmilla riveillä rahoituskulut olivat hieman odotuksiamme suuremmat, mutta tämä kompensoitui selvästi odotuksia suuremmilla verosaatavien kirjauksella. Operatiivinen osakekohtainen tulos parani 0,02 euroa vertailukaudesta -0,03 euroon osakkeelta, ollen noin 0,02 euroa ennustettamme parempi ja hieman konsensuksen mediaania (-0,05 euroa) korkeampi. Konsensuksen keskiarvoa inflatoi yksi suuri ennustepoikkeama. Osinkoehdotus oli 0,50 euroa osakkeelta (2019: 0,45 euroa), mikä oli hieman odotuksiamme parempi (enn. 0,48 euroa).

Sanoman tulosoheistus oli kokonaisuutena odotuksiemme kaltainen, vaikkakin yhtiölle tyypilliseen tapaan alkuvuonna ohjeistusta leimaa lievä varovaisuus. Vuonna 2020 Sanoma odottaa konsernin vertailukelpoisen liikevaihdon olevan vuoden 2019 tasolla ja operatiivisen liikevoittoprosentin ilman hankintamenojen poistoja olevan noin 15 % (2019: 14,8 %). Alustavan arvion perusteella tulosennusteisiimme tai konsensusennusteisiin ei kohdistu Q4-raportin myötä merkittäviä muutospaineita.

**Petri Aho**

Analytikko

+358 50 340 2986

petri.aho@inderes.fi

Sanoma | Kurssi: 10.90**Lisää** | Tavoitehinta: 10.00

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Martela Q4: 2020-ohjeistus odotettu, uudet tilaukset ja nollaosinko lieviä pettymyksiä

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
MEUR / EUR									
Liikevaihto	27,8	29,9	29,7				1 %		106
Käyttökate	0,4	1,9	1,8				4 %		2,9
Liikevoitto (raportoitu)	-0,2	0,6	0,6				-4 %		-2,0
Tulos ennen veroja	-0,2	0,4	0,5				-19 %		-2,6
EPS (raportoitu)	-0,02	0,11	0,11				-2 %		-0,61
Osinko/osake	0,10	0,00	0,10				-100 %		0,10
Liikevaihdon kasvu-%	-5,9 %	7,3 %	6,5 %				0,7 %-yks.		2,8 %
Liikevoitto-% (rap.)	-0,8 %	1,9 %	2,0 %				-0,1 %-yks.		-1,9 %

Lähde: Inderes

Martela julkaisi tänään aamulla Q4-raporttinsa. Q4:n liikevaihdon ja liikevoiton taso olivat jo etukäteen tiedossa, koska yhtiö oli kertonut näiden alustavan tason aikaisemmin tammikuussa negatiivisessa tulosvaroituksessa. Liikevaihto kasvoi vahvasti Ruotsin ja Norjan ajamina ja kannattavuus parani. Myönteistä oli myös yhtiön edelleen vahva kassavirta. Lievän pettymyksen taas aiheuttivat laskeneet uudet tilaukset Q4:llä ja osingon maksamatta jättäminen vuodelta 2019. Alustavan arviomme mukaan Q4-raportilla ei todennäköisesti tule olemaan suurta vaikutusta aikaisempiin ennusteisiimme.



Jesse Kinnunen

Analytikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Martela | Kurssi: 3.26

Vähennä | Tavoitehinta: 3.20

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Q4-liikevaihto kasvoi voimakkaasti (7,3 %) heikosta vertailukaudesta. Kasvun taustalla olivat erityisesti Ruotsi ja Norja, joissa liikevaihto yli kaksinkertaistui vertailukaudesta. Suomessa kehitys oli heikkoa ja liikevaihto laski 10,5 %. Yhtiön mukaan julkisen sektorin liikevaihto laski Suomessa, mutta liikevaihto kasvoi kaikissa muissa Suomen asiakassegmenteissä. Mielestämme oli hyvin myönteistä, että yhtiö oli pystynyt korvaamaan julkisen Suomen julkisen sektorin hintojen laskua ja löytämään korvaavaa liikevaihtoa tilalle. Palveluiden osuus vuositasolla oli noin 13,8 % vuonna 2019 ja se kasvoi vuoden 2018 noin 12,5 %:sta. Suhteellisen osuuden kasvu vuonna 2019 oli mielestämme lievästi myönteistä, sillä olemme arvioineet palveluiden olevan kannattavaa liiketoimintaa yhtiölle.

Martelan mukaan uudet tilaukset laskivat hieman Q4'19:n aikana. Voimakkainta lasku oli Suomen julkisella sektorilla. Toimitusjohtaja kertoi myös, että markkinatilanne jatkui haastavana ja katetaso on pysyvästi laskenut. Tehdyt tehostamistoimenpiteet kannattavuuden ja myynnin parantamiseksi tuottivat kuitenkin tulosta H2'19 aikana.

Liikevoitto parani Q4:llä vertailukaudesta 0,6 MEUR:oon. Tähän vaikutti yhtiön mukaan liikevaihdon kasvu sekä hieman parantunut myyntikate. Liikevoitto sisälsi yksittäisen -0,4 MEUR:n kertaerän (luottotappio) liittyen erään jälleenmyyjän konkurssiin ja ilman tätä kertaerää yhtiön ei olisi arviomme mukaan tarvinnut antaa tammikuussa tulosvaroitusta. Myönteistä Q4-raportissa oli mielestämme Martelan liiketoiminnan rahavirta, joka oli 2019 tuloksen tappiollisuudesta huolimatta selvästi positiivinen 6,3 MEUR. Myös yhtiön kovenanttiehdot täyttyivät kauden päättyessä, kun Q3'19:lla ne eivät täytyneet.

Toimitusjohtajan mukaan yhtiö jatkaa aikaisemmin ilmoitetun 4 MEUR:n säästöohjelman läpiviemistä ja tuottavuuden parantamista. Myynnin ja tuottavuuden lisäämiseksi ja digitaalisten toiminnallisuuksien parantamiseksi yhtiö tulee päivittämään myynnin järjestelmiä Q1'20:n aikana. Tällä saattaa olla vaikutusta siihen, miten liikevaihto jakaantuu H1'2020 ja H2'2020 välillä.

Hallitus ehdottaa yhtiökokoukselle, että vuodelta 2019 ei makseta osinkoa. Tämä oli meille lievä pettymys, koska olimme odottaneet 0,10 euron osakekohtaista osinkoa vuoden 2018 tavoin. Martela on tunnettu siitä, että se maksaa osinkoa myös heikommilta vuosilta ja osingon maksamatta jättäminen on mielestämme lievästi negatiivinen signaali yhtiön luottamuksesta tulevaan. Martelan mukaan hallitus kuitenkin arvioi mahdollisuutta ehdottaa osingonmaksua ylimääräiselle yhtiökokoukselle myöhemmin tänä vuonna.

**Jesse Kinnunen**

Analytikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Martela | Kurssi: 3.26**Vähennä** | Tavoitehinta: 3.20

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Martela antoi uuden ohjeistuksen vuodelle 2020, jonka mukaan koko vuoden 2020 liikevaihdon ja liiketuloksen arvioidaan paranevan hieman edellisvuodesta. Perinteisesti konsernin liiketulos on kertynyt normaalista kausivaihtelusta johtuen toisella vuosipuoliskolla. Ohjeistus vastasi aikaisempaa omaa arviotamme ja oli neutraali suhteessa omiin odotuksiimme.

**Jesse Kinnunen**

Analyttikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Martela | Kurssi: 3.26**Vähennä** | Tavoitehinta: 3.20

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Digia Q4: Yhtiö tavoittelee hyvän suorittamisen jatkumista myös uudella strategiakaudella

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	31,2	37,7	37,0				2 %	131
Liikevoitto	1,4	3,0	2,8				6 %	9,5
EPS	0,04	0,08	0,08				0 %	0,27
Osinko/osake	0,07	0,10	0,10				0 %	0,10
Liikevaihdon kasvu-%	13,6 %	20,8 %	18,8 %				2 %-yks.	17,0 %
Liikevoitto-%	4,6 %	8,0 %	7,7 %				0,3 %-yks.	7,3 %

Lähde: Inderes

Digia julkaisi tänään aamulla hieman ennusteitamme paremman Q4-raportin. Digian liikevaihdon vahva kasvu ja tuloskasvu jatkui jo kahdeksatta neljänestä peräkkäin. Näkymät olivat odotetut ja yhtiö odottaa tuttuun tapaan varovaisesti liikevaihdon jatkavan kasvuaan ja liikevoiton paranevan vuoteen 2019 verrattuna. Lisäksi 10 sentin osinkoehdotus oli linjassa odotuksiimme. Digia avasi lisäksi odotetusti tavoitteita seuraavalle 2020-2022 strategiakaudelle ja tavoitteet ovat näkemyksemme mukaan realistisesti saavutettavissa.

Digian Q4-liikevaihto kasvoi 21 % vertailukaudesta ja oli 37,7 MEUR, kun oma odotuksemme oli 37,0 MEUR. Liikevaihto kasvoi orgaanisesti vahvat 9 %. Liikevaihdon kasvua vetivät Accountor Enterprise Solution- ja Starcut-yritysostot. Orgaanista kasvua on jo pidemmän aikaa tukenut käyttöasteiden nousu. Arvioimme mukaan käyttöasteet alkavat hiljalleen lähenemään hyvää tasoa ja niiden vahva vetoapu orgaanisessa kasvussa ja kannattavuusparanuksessa alkaa asteittain hiipumaan. Arvioimme orgaanisen kasvun tällä hetkellä jakautuvan puoliksi henkilöstön kasvuun ja puoliksi laskutusasteiden nousuun.



Joni Grönqvist

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

Digia | Kurssi: 4.81

Lisää | Tavoitehinta: 4.00

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Liikevoitto oli Q4:llä 3,0 MEUR tai 8 % liikevaihdosta (Q4'18: 4,6 %) ja hieman yli 2,8 MEUR:n ennusteemme. Neljänneksen kannattavuuskehitystä tuki toimintojen pitkäjänteinen kehittäminen arviomme mukaan erityisesti projektijohtamisen sekä laadunhallinnan alueilla. Yhtiön kasvu on ollut hyvää ja kannattavuus parantunut tai pysynyt ennallaan kahdeksan neljänneistä peräkkäin, mikä antaa luottamusta saman trendin jatkumiseen myös jatkossa. Myös sektorin keskustelujen perusteella Digian kilpailukyky on parantunut ja yhtiö toteuttaa hyvin strategiaan, mikä näkyy yhtiön luvuissa. Suurimmat riskit yhtiössä liittyvät näkemyksemme mukaan edelleen projektiliiketoimintaan.

Yhtiön henkilöstömäärä laski Q4:llä 5 henkilöllä 1266 henkilöön Q3:sta. Arvioimme Accountor-yritysoston aiheuttaneen pientä vaihtuvuutta organisaatiossa, mikä on pienissä määrin luonnollista ja odotettua, mutta vaati seuraamista jatkossa.

Digia ohjeisti odotetusti ja tuttuun tapansa varovaisesti liikevaihdon jatkavan kasvuaan ja EBITA-liikevoiton (nyt EBITA, aik. vuosina EBIT) paranevan vuoteen 2019 verrattuna. Ennustimme ennen Q4-raporttia Digian liikevaihdon kasvavan 13 % yrityskauppojen tukemana ja liikevoiton nousevan 30 %. Kannattavuusparannusta ajavat arviomme mukaan edelleen nousevat laskutusasteet ja paraneva tehokkuus.

Digia kertoi ennakoidusti myös uusista strategisista tavoitteista. Digia tavoittelee strategiakaudella 2020–2022 yli 10 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua sisältäen orgaanisen kasvun ja yritysostot. Kannattavuuden parantamisen tavoitetaso on 10 prosentin EBITA-liikevoittomarginaali strategiakauden päättyessä. Uudessa strategiassa yhtiö painottaa erityisesti datan hyödyntämisen mahdollisuuksia asiakkaiden palveluissa ja liiketoimintaprosesseissa. Näkemyksemme mukaan Digian on hyvin realistista päästää edellä mainittuihin tavoitetasoihin. Kasvutavoite vaati näkemyksemme mukaan yrityskauppoja. Yhtiö toteutti edellisellä strategiakaudella (2016-2019) 7 yritysostoa tukemaan kasvua ja yhtiöllä on näin hyvin kokemusta yritysjärjestelyistä ja sen riskeistä. Kannattavuuden osalta ennustamme yhtiön pääsevän lähes 10 %:iin vuonna 2023 ja nykyisen trendin jatkuessa tämä tapahtuu jo aikaisemmin.

**Joni Grönqvist**

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

Digia | Kurssi: 4.81**Lisää** | Tavoitehinta: 4.00

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Oriola Q4: selvä pettymys odotuksiin nähden

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Liikevaihto	395	447	446	455	440	- 475	0 %	1721
Liikevoitto (oik.)	5,2	2,1	6,8	7,3	4,2	- 10,0	-69 %	20,5
Liikevoitto	-8,0	0,8	3,8	7,3	4,2	- 10,0	-79 %	15,3
EPS (raportoitu)	-0,05	0,00	0,01	0,03	0,01	- 0,04	-100 %	0,04
Osinko/osake	0,09	0,09	0,09	0,08	0,05	- 0,09	0 %	0,09
Liikevaihdon kasvu-%	-0,1 %	13,2 %	12,9 %	15,3 %	11,5 %	- 20,3 %	0,3 %-yks.	10,8 %
Liikevoitto-% (oik.)	1,3 %	0,5 %	1,5 %	1,6 %	1,0 %	- 2,1 %	-1,1 %-yks.	1,2 %

Lähde: Inderes & Bloomberg (konsensus)

Oriola julkisti aamulla odotuksiamme heikomman Q4-raportin. Raportti oli operatiivisen tuloskunnan osalta selvä pettymys meidän ja konsensuksen ennusteisiin nähden. Raportoitu tulos parani merkittävien alaskirjausten painamasta heikosta vertailukaudesta, mutta jäi edelleen matalalle tasolle Q4'19 tehtyjen alaskirjausten takia. Vaikka vuoden 2020 ohjeistus indikoi odotetusti toiminnan liikkuvan parempaan suuntaan, johdon omien sanojen mukaan "toimet yhtiön kääntämiseksi ovat vaativia".



Petri Kajaani

Analyttikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

Oriola | Kurssi: 2.20

Vähennä | Tavoitehinta: 2.10

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Oriolan Q4-liikevaihto kasvoi 13 % ja oli 447 MEUR. Meidän ennusteemme oli 446 MEUR ja konsensusennuste 455 MEUR. Toiminnan volyymia paremmin kuvaava laskutus kasvoi 8 %, mikä johtui pääasiassa lääkemarkkinan kasvusta Suomessa ja Ruotsissa. Liikevaihto kasvoi erityisesti korkeahintaisten lääkkeiden myynnin kasvusta johtuen sekä muutoksista lääkeyrityksiä asiakkaiden jakelusopimuksissa. Oikaistu Q4-liikevoitto laski 2,1 MEUR:oon (Q4'18: 5,2 MEUR), mikä oli pettymys. Meidän ennusteemme oli 6,8 MEUR ja konsensusennuste oli 7,3 MEUR. Oriolan tulosta ovat koko vuoden painaneet Enköpingin uuden jakelukeskuksen suunniteltua hitaampi käyttöönotto, voimakas verkkokaupan kilpailu apteekkimarkkinassa, panostukset IT-järjestelmiin ja yleisen kulutason kasvu. Näiden lisäksi Q4-tulosta painoivat Consumer-liiketoiminta-alueella havaittu virhe varaston arvossa, mikä johti vaihto-omaisuuden arvonalentumiseen ja Ruotsin verkkokaupan vanhaan IT-järjestelmään tehty arvonalentuminen. Raportoitu liikevoitto laski arvonalentumisten takia 0,8 MEUR:oon (Q4'18: -8,0 MEUR).

Oriola teki vuodelta 2019 osakekohtaista tulosta 0,04 euroa (2018: 0,06 euroa). Osinkoehdotus pysyi tuloksen laskusta huolimatta edellisvuoden tasolla 0,09 eurossa. Meidän osinkoennusteemme oli 0,09 euroa ja konsensus 0,08 euroa. Näin selvästi tuloksen ylittävä osinko ei ole pitkässä juoksussa kestävä, varsinkin kun ottaa huomioon alhaiselle tasolle laskeneen omavaraisuusasteen 15,5 % (2018: 19,5 %).

Vuoden 2020 ohjeistus oli odotettu ja yhtiö arvioi vertailukelpoisin valuuttakurssein lasketun oikaistun liikevoiton kasvavan vuoden 2019 tasosta (2019: 20,5 MEUR). Meidän ennusteemme oikaistulle liikevoitolle oli ennen Q4-raporttia 41 MEUR, mikä tarkoittaisi nyt 100 %:n tuloskasvua verrattuna 2019 oikaistuun liikevoittoon. Konsensusennuste 2020-liikevoitolle oli 43 MEUR. Oriolan liikevoitto on monen vaikean vuoden jälkeen laskenut yhtiön historiaan nähden heikolle tasolle ja yhtiön pitäisi pystyä selvästi parempaan. Johdon kommenttien mukaan vuonna 2020 keskitytään toiminnan tehostamiseen, toimintatapojen uudistamiseen ja tuloksen parantamiseen. Tulosparannukseen liittyvinä riskeinä näemme Ruotsin apteekkimarkkinan hintakilpailun jatkuvan kiristymisen, Enköpingin automatisoidun jakelukeskuksen ylösajon haasteet sekä monimutkaisten ja päällekkäisten IT-järjestelmien virtaviivaistamisen, minkä jälkeen yhtiö voi vasta saada toiminnastaan täydet tehot irti. Ennakoitua selvästi heikomman Q4-raportin perusteella, näemme lähivuosien tulosenusteissamme painetta alaspäin. Vaikka yhtiö kertoi saavuttaneensa jo vuoden 2019 aikana joitain säästöjä käynnissä olevasta 20 MEUR:n säästöihin tähtäävästä 20By20Excellence -ohjelmasta, vaikuttaa markkinatilanne heikkenevän tällä hetkellä selvästi yhtiön saavuttamia kulusäästöjä nopeammin.

**Petri Kajaani**

Analytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

Oriola | Kurssi: 2.20**Vähennä** | Tavoitehinta: 2.10

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

United Bankers: Tulosvaroitus vahvasti loppuvuoden sujuneen erittäin hyvin

Tarkistamme UB:n tavoitehintamme 9,0 euroon (aik. 8,2 euroa) ja nostamme suosituksemme tasolle vähennä (aik. myy) positiivisen tulosvaroituksen jälkeen. Yhtiön tulosvaroitus vahvasti näkemyksemme siitä, että yhtiön loppuvuosi on sujunut hyvin ja olemme tarkistaneet ennusteitamme lievästi ylös. Tulosparannuksen jatkaessa realisoitumistaan yhtiön riskitaso laskee edelleen, mikä puoltaa korkeampaa hyväksyttävää arvostustasoa. Osake on kuitenkin näkemyksemme mukaan jo täysimääräisesti hinnoitellut 2019-2020 tulosparannukset (2020e P/E 16x) ja lyhyellä aikavälillä näemme tuotto-odotuksen nojaavan pitkälti osinkoon.

Ohjeistuksen nosto ei ollut merkittävä yllätys

UB arvioi päivitetyssä ohjeistuksessaan, että sen 2019 käyttökate (IFRS) kasvaa yli 30 % edellisvuoden vertailukelpoiseen käyttökatteeseen verrattuna. Taustalla on odotettua vahvempi rahastopääoman kasvu sekä rahastojen hyvä tuottokehitys. Ohjeistus on hieman hankalasti tulkittava, sillä UB ei ole erikseen kertonut mitä tai kuinka suuria kertaeriä 2018 vertailuluvusta on vähennetty. 2018 raportoitu IFRS-käyttökate oli 7,1 MEUR ja käsityksemme mukaan vertailukauteen vaikutti positiivisesti noin 1-1,5 MEUR:lla UB Capitalin myyntivoitto. Näin ollen vertailukelpoinen käyttökate olisi 5,6-6,1 MEUR. Tästä laskettuna yli 30 %:n kasvu tarkoittaisi vähintään 7,3-7,9 MEUR:n käyttökate. Oma ennustemme ennen tulosvaroitusta oli 7,3 MEUR, eli kohtuullisen hyvin linjassa ohjeistuksen kanssa.



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



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

United Bankers | Kurssi: 9.70
Vähennä | Tavoitehintaa: 9.00
Tilinpäätöstiedote: 4.3.2020

Yhtiö on hyvällä tuloskasvu-uralla

Olemme tarkistaneet lähivuosien ennusteitamme hyvin sujuneen H2:n myötä. Olemme nostaneet 2019 käyttökate-ennusteemme 7,8 MEUR:oon. Nousun taustalla ovat tuottosidonnaiset palkkiot, jotka ovat loppuvuonna kehittyneet odotuksiamme paremmin keskeisissä pääomarahastoissa. Olemme myös nostaneet arviotamme UB Real Asset Managementin lisäkauppahinnasta sen liiketoiminnan vahvan H2-kehityksen myötä. Tällä on lievä negatiivinen vaikutus ennusteisiimme (-0,2 MEUR). Kokonaisuutena odotamme kuluvalta vuodelta nyt 31,9 MEUR:n liikevaihtoa (+8 % vs. 2018) sekä 0,47 euron osakekohtaista tulosta (+4 % vs. 2018). 2020-2021 osalta olemme nostaneet ennusteitamme noin 5 %:lla ja odotamme yhtiöltä vahvaa tuloskasvua (2019-2022 EPS CAGR-% 15%) varainhoidon vetämänä. Yhtiön uusmyynti on jatkanut vakuuttavaa kehitystään ja samalla palkkiotuottojen mix on jatkanut parantumistaan. Olemmekin liikevaihdon osalta varsin luottavaisia UB:n omaan suorittamiseen. Suurimmat riskit liittyvät arviomme mukaan kulukurin pitämiseen sekä yleiseen markkinatilanteeseen.

Arvostuskuva parantunut, mutta osake edelleen täyteen hinnoiteltu

UB:n arvostuskuva on edellisen päivityksemme jälkeen parantunut selvästi johtuen 1) tuloskasvuun liittyvän epävarmuuden pienentymisestä (positiivinen tulosvaroitus) sekä 2) kohonneista tulosennusteista. Päivitetyillä ennusteillamme arvostus on kuitenkin edelleen varsin korkea ja 2019 ennustamallamme tuloksella P/E-kerroin nousee noin 20x tasolle. 2020 kovan tulosparannuksen myötä P/E-kerroin laskee 16x tasolle, joka on linjassa verrokkiryhmän kanssa. 2020 tulosparannukseen liittyy kuitenkin edelleen sisäisiä sekä ulkoisia riskejä ja ilman korkeampia tulosennusteita, on UB:n kertoimissa vaikea nähdä nousuvaraa ennen vuotta 2021. Näin ollen näemmekin osakkeen 12 kuukauden tuotto-odotuksen rajoittuvan osinkoon (2019e 4,8 %), joka ei ole riittävä korvaus tulosennusteisiin sekä koholla oleviin kertoimiin liittyvien riskien kantamisesta. Jäämmekin odottamaan parempia ostopaikkoja.



Sauli Vilén

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



Matias Arola

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

United Bankers | Kurssi: 9.70
Vähennä | Tavoitehinta: 9.00
Tilinpäätöstiedote: 4.3.2020

Consti Q4: Kannattavuuskäännne toteutui, vaikka sen mittakaava jäi aavistuksen odotuksista

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	96,8	78,3	77,7	85,8	78,0	- 93,0	1 %	314
Käyttökate	-1,7	3,6	4,0	4,3	4,0	- 5,0	-10 %	8,5
Liikevoitto	-2,2	2,8	3,1	3,3	3,0	- 4,0	-10 %	5,0
Tulos ennen veroja	-2,3	2,5	2,8	3,0	2,0	- 4,0	-11 %	3,7
EPS (oik.)	-0,25	0,25	0,28	0,30	0,24	- 0,40	-12 %	0,34
Osinko/osake	0,00	0,16	0,00	0,13	0,00	- 0,18		0,00
Liikevaihdon kasvu-%	12,1 %	-19,1 %	-19,7 %	-11,4 %	-19,4 %	- -3,9 %	0,6 %-yks.	-0,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	-2,2 %	3,6 %	4,0 %	3,9 %	3,8 %	- 4,3 %	-0,4 %-yks.	1,6 %

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Consti Yhtiöt raportoi tänään helpon tuoneen Q4-raportin, jossa yhtiö saavutti odotetun kannattavuuskäänteen. Yhtiöllä on nyt takana kaksi perättäistä kannattavaa kvartaalia, jotka antavat viitteitä siitä, että yhtiön vuonna 2017 alkaneet projektiogelmat ovat nyt takanapäin. Luottamusta käänteeseen lisäsi myös parantunut rahavirta, hallituksen osinkoehdotus ja 2020 ohjeistus. Aamulla Q4-raportin yhteydessä Consti julkaisi päivityksen pitkän aikavälin taloudellisiin tavoitteisiin, ja tulemme kommentoimaan näitä myöhemmin.



Jesse Kinnunen

Analyttikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Consti Yhtiöt | Kurssi: 8.20

Vähennä | Tavoitehinta: 5.20

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Q4-liikevaihto laski odotetusti vahvasta vertailukaudesta ja oli odotustemme mukainen jääden kuitenkin hieman konsensusennusteesta. Olennaisempaa oli kuitenkin kannattavuus, joka nousi odotetusti voitolliseksi yhtiön kannattavuutta ja kilpailukykyä parantavan käänneohjelman myötä. Liikevoittomarginaali nousi 3,6 %:iin, kun Reutersin konsensusodotus oli 3,8-4,3 %. Yhtiön mukaan jo lopetettujen Asuntokorjauksien vanhoilla projekteilla oli negatiivinen vaikutus liiketulokseen myös H2'19:n aikana, mutta vaikutus jäi odotetusti alkuvuotta selkeästi pienemmäksi. Kaikki toimialat tekivät voitollisen tuloksen tilikaudella 2019.

Vuoden 2019 lopun tilauskanta oli 17,4 % vertailukautta pienempi ja vuoden 2019 uudet tilaukset laskivat 6 % vertailukauteen nähden. Nämä olivat odotettuja ja heijastavat yhtiön valikoivampaa ja tiukempaa tarjoustoimintaa. Toimitusjohtajan mukaan kokonaisuutena tilauskannan laatu parani tasaisesti tilikauden aikana.

Myönteistä Q4-raportissa oli kannattavuuskäänteen lisäksi yhtiön parantunut rahavirta. Q4 liiketoiminnan operatiivinen rahavirta ennen rahoituseriä ja veroja nousi 5,5 MEUR:oon (Q4'18: 2,4 MEUR). Constin mukaan rahavirtaan vaikutti operatiivisen tuloksen parantuminen sekä käyttöpääoman vapautuminen. Koko vuoden 2019 vastaava rahavirta nousi 4,9 MEUR:oon vuoden 2018 noin -5,8 MEUR:sta.

Hallitus esittää, että tilikaudelta 2019 maksetaan 0,16 euron osakekohtainen osinko. Osinko ylitti konsensusodotukset ja oli meille yllätys, sillä olimme arvioineet Constin jättävän osingon maksamatta kokonaan käynnissä olevan St.George -riidan takia. Osinkotuotoksi muodostuu eiliselä päätöskurssilla siten noin 2 %.

Yhtiö antoi uuden ohjeistuksen vuodelle 2020 ja arvioi, että vuoden 2020 liiketulos paranee vuoteen 2019 verrattuna. Ohjeistus vastasi odotustamme ja oli meille neutraali.



Jesse Kinnunen

Analytikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Consti Yhtiöt | Kurssi: 8.20

Vähennä | Tavoitehinta: 5.20

Tilinpäätöstiedote: 7.2.2020

Citycon Q4: Tuotto-odotus on edelleen osingon varassa

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Bruttovuokratuotto	80,5	77,4	78,3	78,8	76,8	81,6	-1%	232
Nettovuokratuotto	53,7	53,5	52,2	53,4	52,1	54,7	3%	217
Operatiivinen EBIT	44,1	47,1	45,6	-	-	-	3%	194
Operatiivinen tulos	34,2	35,6	32,9	33,4	32,0	34,0	8%	144
Operatiivinen EPS	0,192	0,200	0,185	0,188	0,180	0,191	8%	0,81
Osinko/osake	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0%	0,65
Nettovuokr. kasvu-%	-0,3%	-0,4%	-2,8%	-0,6%	-3,0%	1,9%	2,5%-yks.	1,2%

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Toistamme Cityconin aikaisemman 9,70 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Eillinen Q4-raportti oli operatiivisesti hieman odotuksiamme parempi. Yhtiön hybridilainalla on kuitenkin arviomme mukaan lähivuosina negatiivinen vaikutus oikaistuun operatiiviseen osakekohtaiseen tulokseen ja olemme hieman laskeneet ennusteitamme. Mielestämme osakkeen arvostustaso on tällä hetkellä neutraali ja tuloskasvunäkymien ollessa vaatimattomat sijoittajien tuotto-odotus nojaa täysin nykyiseen noin 7 %:n osinkotuottoon.

Vuokraustoiminta kehittyi myönteisesti ja kulukontrolli jatkui Q4:llä

Cityconin Q4-raportti oli operatiivisesti omia ennusteitamme ja Vara Researchin konsensusennusteita parempi. Nettovuokratuotto oli lähellä odotuksia, mutta operatiivinen EPRA tulos ylitti kulukontrollin myötä odotukset selvästi. Raportoitu IFRS-tulos laski realisoitumattomien käyvän arvon muutosten takia, mutta tällä ei mielestämme ollut suurta merkitystä eikä merkittävää vaikutusta näkemykseemme osakkeen käyvästä arvosta.



Jesse Kinnunen

Analytikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Citycon | Kurssi: 9.57

Vähennä | Tavoitehintaa: 9.70

Operatiivisen tuloksen ennusteemme laskivat hieman 2020-2021

Olemme Q4-raportin jälkeen hieman laskeneet Cityconin 2020-2021 oikaistun operatiivisen tuloksen ennusteitamme, mutta arvioimme edelleen yhtiön pystyvän ylläpitämään nykyistä 0,65 euron osinkoaan näinä vuosina. Mielestämme osingon tasoon liittyvä riski on suhteellisen pieni, koska yhtiö maksaa osinkoaan vuokratuottoihin perustuvasta operatiiviseen tuloksesta ja osingonjakosuhte säilyy ennusteessamme noin 81 %:ssa lähivuodet.

Cityconin tavoitteena on olla monikäyttöisten kaupunkikiinteistöjen sijoittaja ja omistaja

Yhtiön johto kertoi Q4-audiocastissa, että sen keskipitkän aikavälin tavoitteena on tulla monikäyttöisten kaupunkikiinteistöjen sijoittajaksi ja omistajaksi. Liiketilakiinteistöt muodostaisivat jatkossakin perustan Cityconin tuotoista, mutta yhtiö tähtää tulovirtojen hajauttamiseen myös muilla kiinteistötyypeillä. Cityconin ainoa käynnissä oleva kehityshanke Lippulaiva tulee olemaan ensimmäinen tämänkaltainen hanke (kauppakeskusosan arvioitu valmistuminen on keväällä 2022). Yhtiö on tunnistanut portfoliossaan 320 000 neliometriä asuinkiinteistöpotentiaalia, joka voisi tarkoittaa noin 4500 asuntoa. Näistä noin 60 000 neliötä on jo kaavoitettu ja 130 000 neliötä on kaavoitusprosessin alla ja lopuille 130 000 neliölle yhtiö kartoittaa kaavoitusmahdollisuuksia (tällä hetkellä Cityconin portfolio on noin 1,1 miljoonaa neliometriä vuokrattavaa pinta-alaa). Kehityshankkeet eivät kaikki näy tällä hetkellä yhtiön kiinteistöjen käyvissä arvoissa ja arvo realisoituu kaavoitusten valmistuttua. Emme ole toistaiseksi sisällyttäneet asuntokehityshankkeita ennusteisiimme, koska haluamme ensin yhtiöltä nykyistä konkreettisempia suunnitelmia.



Jesse Kinnunen

Analytikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Citycon | Kurssi: 9.57

Vähennä | Tavoitehinta: 9.70

Tuotto-odotus on osingon varassa

Cityconin arvostus suhteessa Q4'19 EPRA nettovarallisuuteen on tällä hetkellä noin 0,78x ja 8 vuoden keskimääräinen taso on arviomme mukaan ollut täsmälleen sama noin 0,78x. Operatiivisesta oikaistusta tuloksesta lasketut P/E-kertoimet ovat taas kuluvalle vuodelle ja vuodelle 2021 noin 12x, kun viimeisen 5 vuoden historiallinen taso on ollut arviomme mukaan noin 12,6x. Arvostustaso on lähellä historiallista keskiarvotasoa, mutta hieman koholla suhteessa verrokkiryhmään. Mielestämme arvostustaso on tällä hetkellä kokonaisuutena neutraali. Lähivuosien tuloskasvunäkymien ollessa vaatimattomat osakkeen tuotto-odotus nojaa Cityconissa noin 7 %:n osinkotuottoon.



Jesse Kinnunen

Analytikko

+358 50 373 8027

jesse.kinnunen@inderes.fi

Citycon | Kurssi: 9.57

Vähennä | Tavoitehinta: 9.70

SRV: Isoilla toimenpiteillä perusta kuntoon

Toistamme SRV:n vähennä-suosituksen ja pidämme tavoitehintamme 1,25 eurossa eilisen Q4-tuloksen jälkeen. SRV:n viime vuosi päättyi arvonalentumisien vuoksi raskaasti tappiolle, kun yhtiön omistamat varat osoittautuivat tasearvoja heikommiksi. Heikon taloudellisen tilanteen vuoksi suunniteltavilla toimenpiteillä pyritään nyt luomaan perusta tulevaisuudelle, mutta ne tulevat vaatimaan osakkeenomistajilta vielä kärsivällisyyttä ja luottoa yhtiön kykyyn kääntää kelkka operatiivisesti oikeaan suuntaan. Lähivuosien ennustettuun tulospaanukseen eväitä yhtiön raportti tarjosi kuitenkin vielä vähän ja jäämme odottamaan merkkejä paremmasta kehityksestä.

Q4:n liikevaihto ennusteiden kanssa linjassa, arvonalentumiset pilasivat tuloksen

SRV:n liikevaihto nousi noin 35 %:n vertailukaudesta 404 MEUR:oon ollen konsensuksen ennusteen tasolla. Liikevaihdon nousu tuli Rakentaminen-segmentistä, sillä Sijoittaminen-segmentin liikevaihto oli odotetusti hyvin pientä. Q4:n operatiivinen (oikaistu) liikevoitto oli -87,2 MEUR tappiolla jääden selvästi kaikista ennusteista. Siihen vaikuttivat ensisijaisesti arvonalennukset Sijoittaminen-segmentissä (2019: -89,2 MEUR), jotka liittyivät mm. REDI- kauppakeskuksen omistuksen myyntiin (-71 MEUR), Venäjän maa-alueisiin ja Pearl Plazaan. SRV:n ohjeistus liiketoiminnan kehityksestä vuonna 2020 oli liikevaihdon laskun ja kannattavuuden parannuksen osalta odotettu. SRV arvioi nyt vuoden 2020 liikevaihdon laskevan vuoteen 2019 verrattuna (2019: 1060,9 MEUR) ja operatiivisen (oik.) liikevoiton arvioidaan paranevan vuoteen 2019 verrattuna ja olevan positiivinen (2019: -96,8 MEUR).



Olli Koponen

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

SRV Yhtiöt | Kurssi: 1.30

Vähennä | Tavoitehinta: 1.25

Toimenpiteet taloudellisen tilanteen pelastamiseksi päivän tärkein uutinen

SRV ilmoitti eilen päättäneensä uusista toimenpiteistä liittyen yhtiön tervehdyttämisohjelmaan. SRV myy hankkeitaan (REDIn omistus kokonaan, Tampereen Kansi ja Areena osittain) sekä suunnittelee yhteensä 141 MEUR:n osakeanteja oman pääoman vahvistamiseksi ja järjestelee luottolimiittejään. Suunniteltujen toimenpiteiden jälkeen SRV:n kassavirta vahvistuisi noin 95 MEUR:lla, yhtiö pääsisi eroon hybrideistään ja oma pääoma vahvistuisi. Osakemäärä voisi kasvaa alustavan arviomme mukaan nykyisestä 59,6 miljoonasta noin 193,9 miljoonaan. Olemme ottaneet ennusteissamme huomioon kuitenkin vain osakeantien etukäteissitoumuksien mukaiset vaikutukset (osakemäärä 2020e: 152 milj.) näiden muiden toimenpiteiden (varojen myynnit) lisäksi.

Ennusteissa Sijoittamisen varojen arvot laskivat

Laskimme ennusteitamme yhtiön myydessä tärkeitä varoja Sijoittaminen-segmentistä. Rakentamisen ennusteet sen sijaan pysyivät melko muuttumattomina. Odotamme vuoden 2020 liikevaihdoksi nyt noin 981 MEUR (aik. 974 MEUR). Nostimme liikevaihdon ennustetta hieman odotuksia paremman asuntojen valmistumismäärän ja toimitilarakentamisen odotuksia paremman liikevaihdon kehityksen myötä. Oikaistun liikevoiton odotamme parantuvan selvästi positiiviseksi noin 20,9 MEUR:oon (aik. 22,7 MEUR) ja marginaalin nousevan 2,1 %:iin.

Arvostus ei tarjota tarttumapintaa

SRV on profiililtaan edelleen käännetyhtiö. Muutos kohti parempia aikoja on meneillään, mutta merkittävä tulostuloskäänne vaatii vielä aikaa ja yhtiöltä lisänäyttöjä. Arvostus on lyhyellä tähtäimellä hyvin haastava eikä tuotto-odotus nouse vielä riittävän houkuttelevaksi. Osakeantien ja muiden toimenpiteiden antama perusta luo mahdollisuuksia, mutta niihin nojaaminen on meidän mielestämme liian aikaista. Arvostuksen tarjotessa vähän tarttumapintaa painottuu tavoitehintamme osien summa -laskelmaan.



Olli Koponen

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

SRV Yhtiöt | Kurssi: 1.30

Vähennä | Tavoitehinta: 1.25

eQ: Kaikki muu kunnossa paitsi hinta

eQ:n Q4-tulos oli odotetun hyvä ja yhtiön näymät kuluvalle vuodelle ovat erittäin vahvat. Voimakkaan kurssinousun myötä osakkeen arvostus on mielestämme jo kipurajoilla ja osakkeen riski/tuotto-suhde on näkemysksemme mukaan väistämättä heikko. Nostamme tavoitehintamme lieviä ennustemuutoksia, parantunutta tuloskasvunäkymää ja kohonnutta verrokkiryhmäarvostusta heijastellen 13,5 euroon (aik. 11,0) ja toistamme vähennä-suosituksemme.

Odotetun hyvä Q4-tulos

eQ:n liikevaihto kasvoi erittäin vahvasta vertailukaudesta 6 %:lla 15,6 MEUR:oon alittaen lievästi 16,1 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihtoalituksen taustalla olivat Varainhoidon odotettua matalammat tuottosidonnaiset palkkiot, joita kuitenkin kompensoi Adviumin odotettua korkeampi liikevaihto. Vaikka eQ:n Q4-liikevaihto jäi hieman ennusteistamme, oli 8,4 MEUR:n liikevoitto täysin odotuksiemme mukainen. Tämän taustalla oli Varainhoito, jonka liikevoitto oli lopulta täysin linjassa odotuksiemme (7,2 MEUR), kun henkilöstökulut olivat selvästi odotuksiamme matalammat. Osakekohtainen tulos oli lopulta 0,18 euroa ja koko vuoden EPS 0,55 euroa. Vahvan taseen turvin yhtiö jakaa vuodelta 2019 osinkoa 0,55 euroa ja pääomanpalautusta 0,07 euroa, eli yhteensä 0,62 euroa (2019e: 0,58 euroa).

Ennusteissa ei suuria muutoksia

Teimme odotuksien mukaisen Q4-raportin myötä lähivuosien ennusteisiimme vain pieniä muutoksia. Yhtiö tiedotti tammikussa perustavansa [asuntorahaston](#) ja sisällytimme tämän ennusteisiimme. Tarkistimme myös Hoiva- ja Liikekiinteistörahastojen uusmyyntiennusteita ja tuottotasoa lievästi ylöspäin. Näiden lisäksi päivitimme näkemystämme Amanda IV-pääomarahaston voitonjakopotentialista lievästi alaspäin 3,8 MEUR:oon (aik. 4,5 MEUR). Kokonaisuudessaan vuosien 2020-2021e tulosennusteemme ovat nousseet noin 3-7 %:lla.



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



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

eQ | Kurssi: 14.70

Vähennä | Tavoitehintaa: 13.50

Tuloskasvunäkymät säilyvät vahvoina

eQ lähtee kuluvaan vuoteen erittäin vahvoista näkymistä, joita tukevat ensimmäisen asuntorahaston ja uusien PE-rahastojen ylösajo, Amanda IV-rahaston voitonjako-osuustuotot sekä Hoiva- ja Liikekiinteistörahastojen kasvun jatkuminen. eQ:lla on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset jatkaa vahvaa tuloskasvuaan lähivuosina ja kokonaisuutena ennustamme yhtiön liikevoiton kasvavan vuosina 2020-2023 noin 20%:n vauhtia ja osakekohtaisen tuloksen noin 17 %:n vauhtia (CAGR-%).

Laatu maksaa liikaa

eQ:n arvostustaso alkaa näyttämään voimakkaan kurssinousun (+23 % ~ 3kk) myötä haastavalta rullaavan 12kk P/E-kertoimen ollessa noin 27x. Kuluvaan vuoden merkittävän tulosparannuksen myötä P/E laskee noin 20x tasolle, joka on linjassa yhtiön historiallisen arvostustason kanssa. Meidän on vaikea löytää perusteluja yhtiön nykyistä korkeammalle arvostukselle ja näemmekin merkittävän riskin siinä, että kova tuloskasvu hautautuu normalisoituvien kertoimien alle (kuten kävi 2016-2018). Myös kassavirtamallimme sekä verrokkianalyysi tukevat varoista näkemystämme ja jäämme odottamaan parempia ostopaikkoja.



Sauli Vilén

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



Matias Arola

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

eQ | Kurssi: 14.70

Vähennä | Tavoitehinta: 13.50

Outotec Q4: Vaikeasti tulkittava raportti

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	320	336	295	352	295	- 412	14 %	1199
EBITA (oik.)	-69,9	42,5	47,1	37,4	30,0	- 43,9	-10 %	120
Liikevoitto (raportoitu)	-81,5	26,8	32,1	33,6	18,9	- 43,9	-17 %	79,9
Tulos ennen veroja	-82,6	20,6	28,9	35,0	19,0	- 58,0	-29 %	68,9
EPS (raportoitu)	-0,42	-0,02	0,12	0,08	-0,01	- 0,14		0,27
Osinko/osake	0,00	0,10	0,12	0,06	0,00	- 0,12	-17 %	0,12
Liikevaihdon kasvu-%	-0,8 %	4,9 %	-7,7 %	10,0 %	-7,8 %	- 28,9 %	12,7 %-yks.	-6,1 %
EBITA-%	-21,8 %	12,7 %	16,0 %	10,6 %	10,2 %	- 10,6 %	-3,3 %-yks.	10,0 %

Lähde: Inderes & Vara *Q4'18:n luvut on korjattu huomioimaan tiettyjen liiketoimintojen luokittelulopettuihin toimintoihin

Outotecin eilen julkistamat Q4-numerot paranivat vertailukaudesta, mutta ennusteisiimme yhtiö ei Q4:llä yltänyt. Sen sijaan markkinaodotukset raportti ylitti operatiivisen tuloksen osalta. Osinkoehdotus oli 0,10 euroa osakkeelta, mikä osui meidän ja konsensusennusteiden väliin. Ohjeistusta Outotec ei kuluvalle vuodelle antanut vuoden puolivälissä hämmöttävän Metso-fusion takia. Kokonaisuutena raportti oli mielestämme hieman vaikeasti tulkittava, mitä heijastellen Outotecin osakekurssi heittelehti päivän aikana varsin rajusti. Päivitämme näkemyksemme Outotecistä lähipäivinä.



Antti Viljakainen

Analyttikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Outotec | Kurssi: 5.37

Lisää | Tavoitehinta: 6.40

Outotecin liikevaihto kasvoi Q4:llä noin 5 % 336 MEUR:oon, kun taas konsensus odotti lievää kasvua ja me liikevaihdon selvää laskua. Liikevaihdon kehitystä sekoitti jonkun verran yhtiön aiemmin tiedotettu päätös siirtää tiettyjä liiketoimintoja lopetettuihin toimintoihin (vertailuluvut on oikaistu). Minerals Processingin ja Metals Refiningin (aik. Metal, Energy, Water) liikevaihdot ylittivät ennusteemme. Outotecin oikaistu EBITA parani Q4:llä selvästi 42,5 MEUR:oon, mikä alitti konsensuksen ylälaidalla olleen ennusteemme mutta ylitti markkinaodotukset. Vertailua Q4'18:een sotkee viime vuoden lopussa tehty 110 MEUR:n negatiivinen varaus Saudi-Arabian epäonnistuneeseen ilmeniittiprojektiin, mutta tästä erästä oikaistuna Outotecin operatiivinen tulos kasvoi Q4:llä vain lievästi. Metals Refining paransi kannattavuuttaan selvästi paremman projektitoteutuksen ja projektivarausten purun myötä, vaikka ilmeniittiprojektin ongelmat oikaistaisiin pois vertailuluvuista. Sen sijaan Minerals Processingin tulos heikkeni johtuen noin 6 MEUR:n varaston alaskirjauksista ja kohollaan olleista myynnin kuluista (vaikutus myös noin 6 MEUR). Lisäksi arvioimme tuotemixin heikentymisen rajoittaneen kannattavuutta, sillä palveluiden suhteellinen osuus putosi Q4:llä 6 %-yksikköä Q4'18:een nähden (palvelut supistuivat molemmissa liiketoiminnoissa Q4:llä). Alariveillä yhtiö kirjasi yhteensä 10 MEUR:n negatiiviset oikaisuerät PPA-poistoista sekä uudelleenjärjestely- ja yrityskauppakuluista. Rahoituskulut olivat sen sijaan hieman odotuksiamme suuremmat, mutta veroaste alitti ennusteemme. Raportoitua osakekohtaista tulosta, joka painui Q4:llä 0,02 euroa negatiiviseksi ja ennusteiden alapuolelle, rasittivat vielä lopetettujen toimintojen tappiot.

Outotecin uudet tilaukset kasvoivat Q4:llä 14 % 323 MEUR:oon, mikä alitti konsensusennusteen 3 %-yksiköllä ja meidän arvioimme 6 %-yksiköllä. Tilaukset pysyi edelleen pirteänä Minerals Processingissa (46 % vs. Q4'18), kun taas Metals Refiningissa tilaukset sakkasivat (-45 % vs. Q4'18) projektien viivästyminen takia. Palvelut ja projektit kasvoivat konsernitasolla samaa vauhtia. Kysynnän osalta Outotec arvioi markkinan pysyvän nykyisellä tasolla vuonna 2020, mutta suurten projektien ajoitus on edelleen epävarmaa, vaikka yhtiö vaikutti sinällään tyytyväiseltä myyntiputkessa olevien hankkeiden määrään. Näin ollen kuluvan vuoden tilauksetymään liittyvä epävarmuus on mielestämme ainakin lievässä nousussa eikä tilausten kasvattaminen ole enää helppoa. Kuluvaan vuoteen Outotec pääsi kuitenkin 29 % vertailukautta korkeammalla tilaukannalla, joten yhtiön lyhyen ajan liikevaihdon kasvunäkymät ovat mielestämme hyvät ja näkyvyys vuoteen 2020 kohtalainen.

**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Outotec | Kurssi: 5.37**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.40

Outotec ei antanut ohjeistusta kuluvalle vuodelle, sillä näillä näkymin fuusio Metson kanssa tulee tapahtumaan 30.6. mennessä, kun hyväksynnät kaikilta kilpailuviranomaisilta on saatu. Tämä ei ollut erityisen yllättävää. Ilmeniittiprojektin jälkihoidosta ja lopetetuiksi toiminnoiksi kirjattujen yksiköiden käynnissä olevien myyntiprosessien etenemisestä yhtiöllä ei ollut merkittävää uutta kerrottavaa Q4-raportissa tai päivän sijoittajapuhelussa. Molemmat hankkeet vaikuttavat etenevän jokseenkin yhtiön suunnitelmien mukaan.

**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Outotec | Kurssi: 5.37**Lisää** | Tavoitehinta: 6.40

Kesla Q4: Joka kuuseen kurkottaa...

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)		2019
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut	
Liikevaihto	14,6	12,6	14,3				-12 %	47,4	
Liikevoitto	1,1	-0,7	-0,5				38 %	1,6	
Tulos ennen veroja	1,0	-0,8	-0,6				35 %	1,3	
EPS (oik.)	0,19	0,03	0,15				-79 %	0,57	
EPS (raportoitu)	0,19	-0,18	-0,14				31 %	0,36	
Osinko/osake	0,15	0,15	0,20				-25 %	0,15	
Liikevaihdon kasvu-%		-13,7 %	-1,5 %				-12,1 %-yks.	9,2 %	
Liikevoitto-% (oik.)	7,3 %	5,3 %	4,7 %				0,7 %-yks.	6,2 %	

Lähde: Inderes

Keslan Q4-raportti oli pettymys aiemmin annettujen tulosvaroitusten jälkeenkin. Näkymä on tällä hetkellä sumuinen ja H1'20:lle annettu ohjeistus vaisu. Olemme leikanneet 2020-2021:n ennusteitamme selvästi. Koska myöskään osakkeen arvostus ei ole houkuttelevalla tasolla, uudistamme vähennä-suosituksemme alennetulla 4,50 (aik. 4,90 euroa) euron tavoitehinnalla.



Erkki Vesola
 Analytikko
 +358 50 549 5512
 erkki.vesola@inderes.fi

Kesla | Kurssi: 4.62
Vähennä | Tavoitehinta: 4.50

Q4 alle odotusten

Keslan Q4'19:n tilauskertymä laski 41 %:lla vertailukaudesta ja oli reilusti odottamaamme heikompi. Etenkin Venäjän kauppa on Keslan mukaan ollut hyvin vähäistä. Myös Q4-liikevaihto oli selvästi odotuksiamme alhaisempi ja supistui 14 %:lla vuotta aiemmasta. Q4:n tuloksen pilasi useampi tekijä: 1) suunnitteluvirheestä johtuneet erään nosturimallin korjauskulut; 2) autohakuriliiketoiminnan alasajon vaikutus sekä 3) keskimääräistä heikomman myyntimixin sekä joulukuun alhaisten tuotantovolyymien vaikutus liikevoittoon. On huomattava, että ilman em. kertaeriäkin Q4:n liiketulos olisi ollut nollassa. Koko vuoden 2019 rahavirta investointien jälkeen oli negatiivinen, minkä seurauksena myös Keslan nettovelkaantumisaste säilyi turhan korkealla. Keslan hallitus kuitenkin ehdottaa 0,15 euron osinkoa, jolla päästään reilun 3 %:n tuottoon.

Vuosien 2020-2021 ennusteita alas

Toimintaympäristöön liittyvien epävarmuuksien vuoksi Kesla ei antanut ohjeistusta koko vuodelle vaan ainoastaan H1'20:lle. Yhtiö odottaa sekä liikevaihdon että liikevoiton jäävän alle H1'19:n tason. Ohjeistus on uskottava jo senkin vuoksi, että tilikauden aloittava tilauskanta on 44 % vuotta aiempaa pienempi. Yhtiö myös toteaa jatkavansa heikentyneen kysynnän takia sopeutuksia mm. lomautuksin H1'20:n ajan. Vuoden 2019 lopun heikon tilauskertymän ja annetun ohjeistuksen vuoksi sekä korjataksemme aiemmissa ennusteissamme etupainotteisesti syntyneiden automaatioosäätöjen vaikutusta olemme leikanneet vuosien 2020-2021 liikevaihtoennusteitamme 4 %:lla ja liikevoittoennusteitamme 13-21 %:lla. Lähtökohtamme on nyt se, että Keslan oikaistu osakekohtainen tulos ei parane vuosina 2020-2021 vuoden 2019 tasosta. Olemme edelleen luottavaisia Keslan pitkän tähtäimen näkymiin ja luotamme Keslan kaikkiaan 5 MEUR:n automaatioinvestointien tuottamaan noin 0,5 MEUR:n vuotiseen positiiviseen tulosvaikutukseen vuodesta 2022 eteenpäin.



Erkki Vesola

Analytikko
+358 50 549 5512
erkki.vesola@inderes.fi

Kesla | Kurssi: 4.62

Vähennä | Tavoitehintaa: 4.50

Arvostustaso ei johda suositusmuutokseen

Keslan osakkeen vuoden 2020 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 17 % alle ja 13 % yli verrokkien mediaanin. Kuitenkin myös mainittu P/E-kerroin on yli yhtiölle hyväksyttävänä pitämämme tason, kun huomioidaan osakkeen lukuisat diskonttotekijät. Kassavirtamallimme antaa Keslan osakkeen arvoksi 5,4 euroa, johon on 15 % nousuvaraa. Potentialiaali on kohtuullinen, mutta sen realisoituminen yhtiön nykyisessä epävarmassa toimintaympäristössä epätodennäköistä. Kokonaistuottomallimme indikoi Keslan osakkeen tuotoksi kohtuullisen noin 7 % p.a., mutta Keslan riskiprofiili huomioiden tuotto ei vielä riitä sijoituskäytöksemme muuttamiseen.



Erkki Vesola

Analytikko
+358 50 549 5512
erkki.vesola@inderes.fi

Kesla | Kurssi: 4.62

Vähennä | Tavoitehinta: 4.50

Vincit Q4: Tulokunnossa rajua heiluntaa

Ennustetaulukko	H2'18	H2'19	H2'19e	H2'19e	Konsensus	Erotus (%)		2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	21,1	23,6	24,5				-4 %	48,2
Käyttökate	2,7	2,2	2,8				-21 %	4,3
Liikevoitto (oik.)	2,3	1,7	2,4				-29 %	3,5
Liikevoitto	1,8	0,9	1,6				-45 %	1,9
EPS (oik.)	0,14	0,07	0,14				-48 %	0,21
Osinko/osake	0,30	0,14	0,15				-7 %	0,14
Liikevaihdon kasvu-%	71,2 %	11,7 %	15,8 %				-4,2 %-yks.	10,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	10,9 %	7,2 %	9,7 %				-2,5 %-yks.	7,2 %

Lähde: Inderes

Toistamme Vincitin lisää-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 5,20 euroon (aik. 5,60 euroa) heijastellen ennustemuutoksia. Vincitin ailahteleva vuosi 2019 päättyi heikkoon Q4-tulokseen, mutta yhtiö on luottavainen liiketoiminnan näkymistä. Ennustamme yhtiöltä maltillista kasvua lähivuosina ja paranevaa kannattavuutta palvelu- ja tuoteliiketoimintojen tukemana. Osakkeen arvostusta hämärtävät tuoteliiketoiminnan panostukset, joista oikaistuna arvostus (2020e P/E 10x) näyttää houkuttelevalta. Odotamme aliarvostuksen asteittain purkautuvan, kun tuoteliiketoimintojen arvonluontipotentiaali tulee esiin.



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

Vincit | Kurssi: 4.77

Lisää | Tavoitehinta: 5.20

Q4-tulos jäi selvästi odotuksista

Vincitin vuoden 2019 ensimmäinen puolisko oli heikko, Q3:lla numerot näyttivät tuntuva elpymistä ja Q4:llä raportoidut luvut taas heikkenivät rajusti. Liikevaihto kasvoi Q4:llä vain 7 % 12,9 MEUR:oon ja jäi 13,8 MEUR:n ennusteestamme. Yhtiön johto vakuutteli Q4:n heikkouden johtuneen heikosta joulukuusta sekä siihen osuneesta lomajaksosta. Palveluliiketoiminnan pitäisi muutoin edetä edelleen oikeaan suuntaan. Hieman huolestuttavaa oli kuitenkin henkilöstömäärän lasku 3:lla työntekijällä 467:ään Q4:n aikana. Liikearvopoistoista oikaistu EBIT-% oli 5,4 % jääden 10 %:n ennusteestamme. Hallitus ehdotti 14 sentin osakekohtaisen osingon jakamista, joka vastaa 65 % oikaistusta 2019 tuloksesta ja 2,8 %:n osinkotuottoa.

Tuoteliiketoiminta painaa edelleen kannattavuutta

Vincit panostaa tällä hetkellä vuositasolla arviolta noin 5 MEUR:n (aik. arvio 4 MEUR) edestä omiin tuotteisiinsa vastaten reilua 40 henkilöä. Arvioimme tuotteiden liikevaihdon olevan reilu 2 MEUR vuonna 2020. Vincit odottaa VincitEAMin kääntyvän kuluvan vuoden aikana voitolliseksi uusien kauppojen ja toiminnan fokusoitumisen myötä. LaaS vaatii liiketoiminnan luonteesta johtuen vielä reilusti rahoitusta, mutta liiketoiminta kehittyi suunnitelman mukaisesti. Yhtiö kertoi tulostilaisuudessa myös avaavansa mahdollisesti tuoteliiketoimintojaan enemmän H1:llä, mikä voisi arviomme mukaan liittyä LaaS-liiketoiminnan mahdollisiin rahoitusjärjestelyihin.

Vuoden 2020 ohjeistuksen saavuttaminen pitäisi olla läpihuuto

Vincit ohjeistaa vertailukelpoisen liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton kasvavan vuoteen 2019 verrattuna. Yhtiön kuluvan vuoden fokus on ydinliiketoiminnan kasvattaminen oman henkilöstön kautta sekä rakentamalla alihankintaverkostoa. Odotettua heikomman Q4-tuloksen myötä laskimme tulosenusteita reilut 1 MEUR vuosille 2020-2021. Odotamme liikevaihdon kasvavan 7 % ja liikearvopoistoista oikaistun liikevoiton 28 % vuonna 2020 (oik. EBIT-% 2020e 8,5 % vs. 2019 7,2 %). Vuosille 2020-2023 ennustamme keskimäärin 20 %:n tuloskasvua.



Joni Grönqvist

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

Vincit | Kurssi: 4.77

Lisää | Tavoitehinta: 5.20

Odotamme aliarvostuksen purkautuvan kun yhtiö avaa tuoteliiketoimintojaan

Vincitin osakkeen arvostusta rasittaa heikko tuloskehitys, joka on johtunut tuoteliiketoimintojen investoinneista, palveluliiketoiminnan murroksesta sekä yhtiön rakennejärjestelyistä. Odotamme aliarvostuksen asteittain purkautuvan, kun yhtiö avaa tuoteliiketoimintojaan ja palveluliiketoiminnan todellinen kunto paljastuu. Vuoden 2020e P/E- ja EVEBIT-kertoimet ovat 18x ja 13x ja olettamillamme tuoteliiketoimintojen panostuksilla oikaistuna kertoimet painuvat hyvin houkutteleville noin 10x ja 7x tasolle. Siten arvioimme edelleen markkinan hinnoittelevan tuoteliiketoimintoja negatiivisella arvolla.



Joni Grönqvist

Analyttikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

Vincit | Kurssi: 4.77

Lisää | Tavoitehintaa: 5.20

Fiskars: Uudelleenjärjestelyohjelmat painavat tulokuntoa

Fiskarsin Q4-luvut osuivat lähelle ennusteitamme ja 2020-ohjeistus oli linjassa odotustemme kanssa. Tulokuntoa painavat merkittävät uudelleenjärjestelyohjelmat ja liikevaihdon kasvattamisessa on suuria haasteita. Osakkeen arvostus näyttää houkuttelevalta vasta, kun uudelleenjärjestelyohjelmien kulusäästöt toteutuvat ja ohjelmien merkittävät kertaluonteiset kulut lakkaavat (2021 jälkeen). Tämän takia pidämme kiinni vähennä-suosituksestamme ja 11,5 euron tavoitehinnasta.

Q4-raportti oli odotetusti erittäin vahvaa vertailukautta heikompi

Q4-liikevaihto laski 5 % ja oli 308 MEUR (Inderes ennuste 305 MEUR). Vertailukelpoinen EBITA laski 28 % ja oli 35 MEUR (Inderes ennuste 39 MEUR). Heikentyneiden lukujen taustalla oli Living-segmentti. Yhtiö totesi Living-segmentin kärsineen lokakuussa ulkoisen palveluntarjoajan IT-ongelmista, jotka haittasivat toimituksia ja vaikuttivat liikevaihtoon negatiivisesti. Yhtiö kertoi myös omien myymälöiden lukumäärän karsimisen vaikuttaneen liikevaihtoon. Kannattavuuteen vaikuttivat Scandinavian Living -liiketoiminnan heikentynyt tuotejakauma ja English & Crystal Living -liiketoiminnan pienentyneet volyymit. Q4 on Living-segmentin tuloksen kannalta tärkeä ja mielestämme tämä oli heikko suoritus ottaen huomioon, että kannattavuutta on jo pitkään yritetty parantaa erilaisilla tehostustoimilla. Functional-segmentti paransi tulostaan pääosin paremman tehokkuuden ja tuotemixin avulla, mutta tämä ei pystynyt paikkaamaan Living-segmentin heikkoutta. Osinkoehdotus 0,56 euroa (2018: 0,54) ylitti 0,54 euron ennustemme ja se vastaa 89 %:n jakosuhdetta.



Petri Kajaani

Analyttikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

Fiskars | Kurssi: 12.20

Vähennä | Tavoitehinta: 11.50

Vuodelle 2020 ei annettu liikevaihto-ohjeistusta, mutta vertailukelpoisen EBITA:n odotetaan kasvavan

Fiskars ei antanut liikevaihto-ohjeistusta vuodelle 2020, mikä mielestämme kuvaa hyvin epävarmaa toimintaympäristöä. Yhtiö kuitenkin ohjeisti, että vertailukelpoisen EBITA:n odotetaan kasvavan vuodesta 2019 (90,6 MEUR). Ohjeistus oli linjassa odotustemme kanssa, minkä takia emme tehneet ennusteisiimme merkittäviä muutoksia. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 2020-2022 aikana 2 % vuodessa (yhtiön pitkän aikavälin tavoite yli 5 %/v.) ja odotamme vertailukelpoisen EBITA:n nousevan nykyiseltä 8,3 %:n tasolta (2019) lähelle 11 %:n tasoa (2022e). Tulosajureina toimivat portfolion keskittyminen isoihin ja paremmin kannattaviin brändeihin, myynti- ja kanavamixin kehittäminen, käynnissä oleva Living-segmentin muutosohjelma sekä organisaatorakenteen uudistaminen ja uudelleenjärjestelyohjelma.

Merkittävät kertaluonteiset kulut painavat tulosta vuosien 2020-2021 aikana

Yhtiöllä on käynnissä kaksi merkittävää kannattavuusparannusohjelmaa. Living-segmentin muutosohjelma tähtää yhtiön kauan vaikeuksissa olleen segmentin tulokunnan tervehtyttämiseen ja uusi joulukuussa 2019 julkistettu ohjelma tähtää organisaatorakenteen uudistamiseen. Näistä ohjelmista kertyy vuosille 2020-2021 yhteensä 50 MEUR:n kertaluonteiset kulut, mikä vastaa koko vuoden 2019 nettotulosta. Nämä kulut painavat merkittävästi lähivuosien raportoituja tuloksia, mutta niiden on tarkoitus tuoda valmistumisten jälkeen yhtiölle yhteensä 37 MEUR:n vuotuiset kulusäästöt. Epävarmuus näiden jälkeisestä tulosparannuksesta on mielestämme kuitenkin korkea, sillä jatkuvista merkittäviä "kertaluonteisia" kuluja aiheuttavista säästöohjelmista on tullut viimeisen 10 vuoden aikana Fiskarsille huono ja toistuva tapa.



Petri Kajaani

Analytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

Fiskars | Kurssi: 12.20

Vähennä | Tavoitehinta: 11.50

Osakkeen arvostus on houkutteleva, kun ohjelmat loppuvat ja säästöt tulevat läpi

Ennusteidemme mukaiset 2020 ja 2021 raportoidut P/E-luvut ovat korkeat 23x ja 19x. Kertaluonteisista eristä oikaistut P/E-luvut ovat 14x ja 13x. Arvostus näyttää mielestämme houkuttelevalta vuoden 2021 jälkeisillä tulosennusteilla, jos uskoo, että käynnissä olevista ohjelmista tavoitellut säästöt realisoituvat ja että yhtiö pystyy sen jälkeen tekemään ”ehjää” tulosta. Tällä välin osakkeelle tarjoaa tukea hieman alle 5 %:n osinkotuotto, mitä emme kuitenkaan näe vielä riittävänä tuotto-odotuksena osakkeen positiiviselle suositukselle.



Petri Kajaani

Analyttikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

Fiskars | Kurssi: 12.20

Vähennä | Tavoitehinta: 11.50

Kemira Q4 tiistaina: Tuloskasvun myötä odotamme tasokorjausta osinkoon

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus	2019e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	662		666	672	651	687	2667
Käyttökate (oik.)	84,5		102	102	95	108	422
Liikevoitto (oik.)	44,8		55	55	48,3	60	237
Tulos ennen veroja	35,4		48,5	45,7	37,3	51	192
EPS (raportoitu)	0,17		0,24	0,24	0,20	0,31	0,91
Osinko/osake	0,53		0,56	0,54	0,53	0,56	0,56
Liikevaihdon kasvu-%	4,0 %		0,6 %	1,6 %	-1,7 %	3,8 %	2,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	6,8 %		8,3 %	8,2 %	7,4 %	8,7 %	8,9 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Kemira julkistaa Q4-raporttinsa ensi tiistaina noin klo 8.30. Konsensuksen ja meidän odotuksissamme on selvä operatiivisen tuloksen kasvu suhteessa vertailukauteen. Odotamme Kemiran korottavan osinkoaan maltillisesti viime vuosien tasolta sekä ohjeistavan kasvavaa oikaistua käyttökateä vuodelta 2020. Raportissa huomiomme kohteena on lisäksi etenkin myyntihintojen ja raaka-aineiden hintojen suhteellinen kehitys ja loppuvuodelle osuuden uuden kapasiteetin ylösajon eteneminen.



Petri Gostowski

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Kemira | Kurssi: 13.80

[Lisää](#) | Tavoitehinta: 15.00

Tilinpäätöstiedote: 11.2.2020

Odotamme Kemiran Q4-liikevaihdon kasvaneen noin 1%:n 666 MEUR:oon ja konsensuksen vastaava ennuste on 672 MEUR:ssa. Ennusteissamme liikevaihdon kasvua suhteessa vertailukauteen ajaa Industry & Water, kun taas Pulp & Paperin liikevaihdon odotamme laskevan aavistuksen vertailukauden korkealta tasolta. Käsitksemme mukaan Kemiran markkinatilanne on ollut lyhyellä tähtäimellä Q4:llä kokonaisuutena hyvä, vaikkakin tietyillä alueilla kysytänäkymä on ollut hieman alkuvuotta 2019 pehmeämpi. Arviomme mukaan Pulp & Paperissa Q3:n yhteydessä esiin nostettua pientä pehmeyttä paperi- ja kartonkimarkkinoilla on näkynyt myös sellupuolen volyyymeissa. Siten odotamme volyymien jarruttaneen hintojen korotusten ajamaa kasvua.

Operatiivisen käyttökatteen ennusteemme Q4:lle on 102 MEUR (EBITDA-% 15,4 %), mikä on linjassa konsensuksen ennusteen kanssa. Odotamme kannattavuuden saaneen tukea parempikatteisesta myynnistä yhtiön fokusoiduttua vahvasti myynnin katteisiin volyymikasvun sijaan. Operatiivisen käyttökatteen kasvua vertailukaudesta vauhdittaa lisäksi IFRS 16 -standardi, jonka vaikutus kvartaalitasolla konsernin lukuihin on noin 7-8 MEUR positiivinen. Alemmilla riveillä emme odota rahoituskuluihin tai veroihin yllätyksiä ja siten osakekohtaisen tuloksen ennusteemme nousee 0,24 euroon operatiivista tulosparannusta heijastellen, mikä on linjassa konsensuksen ennusteen kanssa. Osinkoa odotamme Kemiran korottavan 0,56 euroon usean vuoden vakaa 0,53 euron tasosta.

Raportissa huomiomme kohdistuu etenkin myyntihintojen kehitykseen suhteessa raaka-aineiden hintoihin. Hintojen korotuksien rullauduttua läpi vahvasti vuoden 2019 aikana ovat yhtiön kommentit liittyen raaka-ainekustannuksien odotettuun kehitykseen erityisen mielenkiintoisia kuluvan vuoden marginaalikehityksen kannalta. Arviomme mukaan marginaalien leventymisen kautta ei ole syytä odottaa olennaista tuloskasvua vuonna 2020, mutta lisäkapasiteetti kuitenkin tukee tuloksen nousutrendiä. Tätä taustaa vasten odotamme Kemiran ohjeistavan vuoden 2020 oikaistun käyttökatteen kasvavan suhteessa vuoteen 2019.

**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Kemira | Kurssi: 13.80**Lisää** | Tavoitehintaa: 15.00

Tilinpäätöstiedote: 11.2.2020

Metsä Board Q4 keskiviikkona: Odotamme heikkoa ohjeistusta Q1:lle lakkojen takia

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	458		472	469	455	- 477	1925
Liikevoitto (oik.)	60,1		41,7	40,9	39,8	- 43,0	187
Liikevoitto	60,1		22,7	25,2	20,8	- 41,5	184
EPS (oik.)	0,14		0,09	0,09	0,04	- 0,10	0,41
Osinko/osake	0,29		0,29	0,26	0,19	- 0,29	0,29
Liikevaihdon kasvu-%	1,5 %		3,1 %	2,5 %	-0,7 %	- 4,1 %	-1,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	13,1 %		8,8 %	8,7 %	8,8 %	- 9,0 %	9,7 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Metsä Board julkistaa keskiviikkona noin kello 12.00 Q4-tuloksensa, jonka odotetaan olleen selvästi vertailukautta heikompi. Odotamme kuitenkin Metsä Boardin pitävän osinkonsa ennallaan 0,29 eurossa osakkeelta viime vuoden tuloksen laskusta huolimatta, mikä on hieman konsensusta positiivisempi ennuste. Mielestämme osinkopäätöksellä on myös tietty signaalivaikutus yhtiön luottamuksesta tulevaan, joten päätös on tässäkin suhteessa mielenkiintoinen. Q1:lle arvioimme Metsä Boardin ohjeistavan Q4:ää heikompaa oikaistua liikevoittoa, sillä merkittävän osan Suomessa tuotannostaan tekevä yhtiö kärsii käynnissä olevista lakoista merkittävästi. Myös muu uutisvirta metsäsektorilta on pysynyt vaisuna, joten emme tee muutoksia negatiiviseen näkemyksemme Metsä Boardista ennen Q4-raporttia.



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

Metsä Board | Kurssi: 5.57
Vähennä | Tavoitehinta: 5.70
 Tilinpäätöstiedote: 12.2.2020

Ennustamme Metsä Boardin liikevaihdon kasvaneen kartonkiliiketoiminnoissa kausiluonteisesti hiljaisella Q4:llä 3 % 472 MEUR:oon, mikä on myös lähellä konsensuksen ennustetta. Arviomme mukaan myynnin kasvua ajavat etenkin heikosta vertailukaudesta nousseet kartonkivolyymit, taivekartonkien kohonnut keskihinta ja EUR/USD-kurssin heikentyminen. Lainerien ja sellun hintojen lasku ovat arviomme mukaan laimentaneet kasvua. Yhtiön oikaistun liikevoiton arvioimme pudonneen Q4:llä vahvasta vertailukaudesta 31 % 41,7 MEUR:oon. Konsensus odottaa vielä aavistuksen jyrkempää tuloksen pudotusta. Tulospaineen pääajuri on osakkuusyhtiö Metsä Fibren tulososuuden romahtaminen noin nollassolle, mitä ajaa etenkin havusellun hinnan lasku.

Kartonkiliiketoimintojen arvioimme parantaneen myynnin kasvun ja kuitukulujen laskun ansiosta, mutta selluliiketoiminnan pudotusta yhtiöllä ei ole mitään edellytyksiä paikata. Lisäksi arvioimme yhtiön saaneen Q4:llä tulostukea ylimääräisten päästöoikeuksien myynnistä. Alariveillä raportoidut luvut pilaa uusittavaan Husumin sellutehtaaseen tehty 19 MEUR:n alaskirjaus, josta yhtiö on tiedottanut jo etukäteen. Rahoituskulujen arvioimme olevan normaaleilla tasoillaan, mutta Metsä Fibren tulososuuden lasku pitää todennäköisesti veroasteen nousussa. Siten odotamme oikaistun EPS:n pudonneen konsensuksen tavoin 0,09 euroon.

Meidän ja konsensuksen ennusteet Metsä Boardin Q1:n oikaistulle liikevoitolle ovat olleet noin Q4:n tasolla, sillä kausiluonteinen kartonkien kysynnän nousu, vuosihuoltokulujen lasku, valuutat ja puukustannusten aleneminen riittäisivät arviomme mukaan kompensoimaan lainerien hintojen lievän laskun, päästöoikeuksien myyntivoittojen pienemisen ja kausiluonteisen poistojen kasvun rasitukset. Suomen tehtaiden lakot ovat kuitenkin eskaloituneet viimeisimpien ennustetarkastusten jälkeen. Lakkojen takia odotammekin Metsä Boardin ohjeistavan Q1:lle Q4:ää heikompaa olevaa oikaistua liikevoittoa, mikä on arviomme mukaan myös jo markkinoiden odotusarvo lakkojen venyminen huomioiden. Päivitämme ennustemme raportin jälkeen ja niihin kohdistuu ainakin Q1:n osalta laskupaineita lakkojen takia. Muutenkin ennusteriskit ovat negatiivisella puolella, sillä 1) Metsä Boardin kilpailijat ovat kommentoineet kartonkien hintapaineista 2) leuto sää voi aiheuttaa häiriöitä puumarkkinoille ja 3) Kiinassa riehuva koronavirus luo epävarmuutta sellumarkkinan ylle. Siten seuraamme raportissa tarkasti Metsä Boardin kommentteja sellu- ja kartonkimarkkinoilla, joskaan emme usko yhtiön lähtevän ennakoimaan sellun hinnan käännettä (nykyennustemme odottavat sellun hinnan kääntyvän lievään nousuun Q2:lla) ja myös kartonkien osalta kommentit peilaavat arviomme mukaan vakaata kehitystä.

**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Metsä Board | Kurssi: 5.57**Vähennä** | Tavoitehintaa: 5.70

Tilinpäätöstiedote: 12.2.2020

Terveystalo Q4 torstaina: Ennusteiden rima on viritetty korkealle

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Inderes
Liikevaihto	198		271	271	1032
Käyttökate (oikaistu)	32,5		49,9	51,5	176
EBITA (oikaistu)	27,1		34,7	36,0	117
Liikevoitto (raportoitu)	16,1		27,6	28,3	85,2
EPS (raportoitu)	0,08		0,14	0,15	0,44
Osinko/osake	0,20		0,20	0,20	0,20
Liikevaihdon kasvu-%	4,2 %		37,0 %	37,0 %	38,5 %
EBITA-% (oik.)	13,7 %		12,8 %	13,3 %	11,4 %

Lähde: Inderes & terveystalo (konsensus)

Terveystalo julkistaa Q4-tuloksensa ensi torstaina klo 09.00. Odotamme yhtiön jatkavan vahvaa EBITA-tulosparannustaan Attendo-yritysoston, skaalautuvien kulujen sekä operaatioiden jatkuvan parantamisen myötä. Luottamuksemme terveystalon etenemistä kohtaan on vahvojen kvartaalien jälkeen korkealla ja harhaaskeliin yhtiöllä ei olekaan varaa, sillä nykyiset ennusteet sekä kohonnut arvostus huomioivat jo pitkälti positiiviset näkymät. Huomautamme sijoittajille, että olemme tehneet IFRS-16-tilinpäätösstandardin muutokset ennusteisiimme, mutta historialliset luvut eivät huomioi muutoksia.



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

Terveystalo | Kurssi: 12.10
Lisää | Tavoitehinta: 12.90
 Tilinpäätöstiedote: 13.2.2020

Terveystalon liikevaihdon odotamme yhdessä konsensuksen kanssa kasvavan 37 % 271 MEUR:oon. Kasvu tulee pääosin Attendo Terveyspalveluiden hankinnasta ja orgaaninen kasvu on ennusteessamme noin 5 %. Orgaaninen kasvu muodostuu etenkin yritysasiakkaiden ennaltaehkäisevien palvelujen kasvusta ja yksityisasiakkaissa kapasiteetin tehokkaammasta käytöstä sekä lääkärivastaanottoaikojen tarjonnan lievästä noususta. Operatiivisen kannattavuuden kehityksestä parhaiten kertovan oikaistun EBITA:n ennustamme nousevan selvästi 34,7 MEUR:oon (Q4'18: 27,1 MEUR) ja olemme sen osalta hieman konsensuksen alapuolella (36,0 MEUR).

EBITA-marginaali laskee ennusteessamme 12,8 %:iin (Q4'18: 13,7 %) johtuen Attendolta hankittujen kuntaulkoistusoperaatioiden alhaisemmista marginaaleista, mutta Attendosta oikaistuna ennustamme marginaalin nousevan noin 0,7 % kulujen skaalautumisen ja läpitulevien Attendo-synergioiden tukemana. Raportoitu osakekohtainen tulos nousee ennusteessamme 0,14 euroon (Q4'18: 0,08 euroa). Osinkoennusteemme on viime vuoden tasolla, 0,20 euroa.

Näkymissä meitä kiinnostavat etenkin yksityisen markkinan kilpailudynamiikan kehitys Mehiläisen tehtyä tarjouksen Pihlajalinnasta sekä vakuutusyhtiöohjauksen kehitys Pohjolan liittyttyä Terveystalon omistajiin. Julkisen markkinan kysyntätilanteen kehitys on myös mielenkiintomme keskiössä, sillä käsityksemme mukaan ainakin kaksi aiempaa ulkoistusta (Tohmajärvi ja Iisalmen Sairaala) on päättynyt vuoden vaihteessa.

Terveystalo ei anna erillistä tulosohjeistusta, mutta odotamme yhtiön toistavan positiivisen markkinanäkemyksensä ja pitkän ajan taloudelliset tavoitteensa (kasvu 6-8 % sekä EBITA 12-13 %). Ennen Q4-raporttia ennusteemme vuoden 2020 liikevaihdolle on 1064 MEUR (kasvu 3,2 %) ja oikaistulle EBITA:lle 129 MEUR (EBITA: 12,1 %). Kokonaisuutena odotamme Terveystalon jatkavan hyvää suorittamistaan vahvojen kilpailuetujensa turvin myös vuonna 2020. Osakkeen nykyinen arvostus (2020e P/E 23x ja EV/EBITDA 11x) huomioi jo pitkälti positiiviset näkymät 12 kuukauden tähtäimellä.

**Olli Vilppo**

Analytikko

+358 40 761 9380

olli.vilppo@inderes.fi

Terveystalo | Kurssi: 12.10**Lisää** | Tavoitehinta: 12.90

Tilinpäätöstiedote: 13.2.2020

Raute Q4 torstaina: Odotusarvona on vakaa tuloskehitys tänä vuonna

Ennustetaulukko	Q4'18		Q4'19		Konsensus		2019e	
	MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto		54,2		37,0				149
Liikevoitto		3,4		3,0				9,6
Tulos ennen veroja		3,4		3,5				10,3
EPS (oik.)		0,68		0,62				1,88
Osinko/osake		1,40		1,45				1,45
Liikevaihdon kasvu-%		37,6 %		-31,7 %				-17,7 %
Liikevoitto-% (oik.)		6,3 %		8,1 %				6,5 %

Lähde: Inderes

Raute julkistaa ensi torstaina kello 9.00 tilinpäätösraporttinsa. Odotamme yhtiöltä hieman hyvää vertailukautta heikompaa Q4-tulosta. Raportin kriittisin osa on kuitenkin ohjeistus ja arviomme mukaan Raute ohjeistaa kuluvalle vuodelle vakaata liikevaihdon ja liiketuloksen kehitystä suhteessa viime vuoteen. Rauten osinkoehdotuksen odotamme nousseen 4 % 1,45 euroon osakkeelta, sillä yhä kohtalaisten näkymien, maltillisten investointitarpeiden ja vahvan taseen ansiosta yhtiöllä on mielestämme varaa pitää osinko lievässä kasvussa, vaikka tulos heikkenikin viime vuonna. Kuitenkin myös vakaa osinko on mahdollinen skenaario. Mielestämme osinkoehdotuksella on tietty signaalivaikutus yhtiön luottamuksesta näkyisiin, joten ehdotus on tässäkin suhteessa mielenkiintoinen. Emme tee muuta näkemystämme Rautesta ennen raporttia, sillä mielestämme osake on hinnoiteltu oikein vuoden tähtämellä.



Antti Viljakainen

Analyttikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Raute | Kurssi: 25.90

Vähennä | Tavoitehinta: 26.00

Tilinpäätöstiedote: 13.2.2020

Odotamme Rauten saavuttaneen Q4:llä viime vuoden parhaan kvartaalin, kuten yhtiö Q3-raportissaan ennakoii. Tästä huolimatta ennakoimme yhtiön liikevaihdon laskeneen ennätyskorkeasta vertailukaudesta 32 % 37 MEUR:oon vuoden mittaan laskussa ollutta tilauskantaa heijastellen. Rauten liikevoiton odotamme kuitenkin laskeneen vain 12 %:lla, sillä Q4'18:lla kannattavuus painui muun muassa tiettyjen projektikirjausten takia varsinkin korkeaan volyymiin suhteutettuna heikoksi. Siten pidämme kannattavuusparannusta mahdollisena Q4'19:llä, vaikka liikevaihto laskee ja Rautessa on tyypillisesti iso tulosvipu. Alariveillä odotamme Q4:n rahoituskulujen olleen poikkeuksellisesti positiiviset ja veroasteen normaalin. Siten Q4:n EPS-ennustemme on hieman vertailukautta alempana 0,62 eurossa.

Raute ei tiedottanut Q3:n aikana kotiutetuista tilauksista ja varsinkin laiteprojektien kysynnän ylle liittyy merkittävää epävarmuutta vallitseva yleinen taloustilanne huomioiden. Lisäksi arvioimme yhtiön asiakkaiden lievästi heikentyneen markkinatilanteen (laskenut vanerien kysyntä ja hinnat) ja Suomen mekaanisen metsäsektorin lakkojen nipistäneen hieman myös palveluiden kysyntää. Ennustemme Q4:n tilauskertymälle on 21 MEUR, mikä olisi yhtiöltä mielestämme siedettävä suoritus nykymarkkinassa. Emme usko Rauten viestivän suurista kysynnän muutoksista vaan odotamme kohtuullisen, mutta toisaalta vaikeasti ennakoitavan, osin polarisoituneen ja kohti kehittyviä markkinoita ja uusia asiakkaita siirtyvän kysyntäkuvan jatkuneen ennallaan. Arviomme mukaan Rautella on myös suurempia projekteja neuvottelussa esimerkiksi Venäjällä, mutta hankkeiden etenemisen ennakointi on vaikeaa.

Arviomme mukaan Raute pääsi kuluvaan vuoteen noin vertailukauden tasolla olleella tilauskannalla, joten odotamme yhtiön ohjeistavan kuluvalle vuodelle vuoden 2019 tasolla olevaa liikevaihtoa ja liiketulosta. Vuosi 2019 ei ollut Rautelle varsinkaan kannattavuuden perspektiivistä nappisuoritus, mutta selkeään tuloskasvuun emme usko yhtiön tänä vuonna yltävän, kun huomioidaan liikevaihdon lievä lasku (2020e: -3 %), kehittyvien markkinoiden panostukset ja tilauskantaa dominoivan suuren Venäjän projektin todennäköisesti hieman matala kate rakenne. Vakaa tulokunto ja hyväksyttävien tasojen ylläpitäminen on kohonnut arvostus (2020e: P/E 14x, EV/EBIT 9x) huomioiden Rauten 12 kk:n tuotto-odotus on mielestämme reilun 5 %:n osinkotuoton varassa eikä tämä riitä syklisen osakkeen riskien vastineeksi.

**Antti Viljakainen**

Analytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Raute | Kurssi: 25.90**Vähennä** | Tavoitehinta: 26.00

Tilinpäätöstiedote: 13.2.2020

Verkkokauppa.com Q4 perjantaina: Vastatuulta kasvulle postin lakosta ja tukkukaupasta

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus	2019e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	156		161	165	161	169	505
Liikevoitto	5,9		5,9	6,0	5,0	6,0	12,7
EPS (oik.)	0,10		0,10	0,10	0,08	0,10	0,20
Osinko/osake	0,20		0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Liikevaihdon kasvu-%	22,3 %		3,3 %	5,9 %	3,3 %	3,5 %	5,7 %
Liikevoitto-% (oik.)	3,8 %		3,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Verkkokauppa.com julkistaa Q4-raporttinsa ensi perjantaina klo 08.00. Odotamme liikevaihdon kasvun jäävän 3 %:iin johtuen vertailukauden korkeasta tukkukaupasta, postin lakosta ja kireän kilpailuympäristön jatkumisesta suurissa KOTEK-kategorioissa. Q4-liikevoiton odotamme olevan vertailukauden tasolla myyntikatteen parannuttua, mutta kulujen noustua. Raportin fokus on myös vuoden 2020 ohjeistuksessa, joka kertoo yhtiön näkyvien ohella strategian prioriteettien mahdollisista muutoksista (kasvu/kannattavuus). Arvostus on koholla suhteessa nykyennusteisiimme pitäen näkemyksemme varovaisena.



Olli Vilppo

Analyttikko

+358 40 761 9380

olli.vilppo@inderes.fi

Verkkokauppa.com | Kurssi: 4.05

Vähennä | Tavoitehinta: 3.40

Tilinpäätöstiedote: 14.2.2020

Ennustamme yhtiön Q4:n liikevaihdon kasvavan 3,3 %:lla 161 MEUR:oon. Suurimpana selittäväenä tekijänä vaisulle kasvuennusteellemme ovat vertailukauden korkeat tukkukaupan volyymit, postin lakko sekä veronpalautusten maksuajankohtien aikaistuminen. Black Friday puolestaan antaa selvää tukea kasvulle, sillä yhtiön verkkosivut kestivät ensimmäistä kertaa kysyntäpiikin kaatumatta. Vaikka kodintekniikan markkinan kasvu noin 3 %:lla on antanut kasvuhakuisille päätoimijoille jonkin verran helpotusta, on kireä kilpailutilanne jatkunut suurissa KOTEK-kategorioidissa, sillä niihin keskittyvien teleoperaattorien laitemyynti nousi Q4:llä laskelmiemme mukaan 7 %:lla.

Q4:n myyntikate-% on ennusteessamme hieman vertailukautta parempi eli 15,1 % (Q4'18: 14,7 %) johtuen myyntimixin painottumisesta vertailukautta enemmän paremman katetason tuotteisiin. Myyntikatteen nousua rajaavina tekijöinä ovat kireänä jatkunut kilpailutilanne sekä hintavetoisen Black Fridayn myynnin kasvu, mutta vertailukautta matalammat tukkukaupan volyymit tukevat myyntikatetta. Ennustamme myös kiinteiden kulujen nousseen jälleen selvästi 17,2 MEUR:oon (Q4'18: 15,9 MEUR) kasvaneiden markkinointipanostusten sekä henkilöstökulujen kasvun myötä. Suhteessa liikevaihtoon (Q4'19: 10,7 % vs. Q4'18 10,2 %) kulut eivät skaalaudu ennusteessamme. Edellisten seikkojen seurauksena ennustamamme liikevoitto pysyy vertailukauden tasolla 5,9 MEUR:ssa ja osakekohtainen tulos 0,10 eurossa/osake. Osinkoennusteemme on 0,21 euroa ja odotamme yhtiön jatkavan kvartaaleittain kasvavaa osinkopolitiikkaansa.

Verkkokauppa.comin antama 2020 ohjeistus on raportin keskiössä, sillä yhtiön nykyinen arvostustaso (2020 P/E 18,6x) pitää sisällään selkeitä tulevaisuuden tuloskasvuodotuksia. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuonna 2020 5 %:lla 532 MEUR:oon ja liikevoiton 9 %:lla 13,9 MEUR:oon. Jotta nykyistä kurssitasoa voi pitää perusteltuna, pitäisi yhtiön antamien ohjeistushaarukoiden keskikohtien olla vähintäänkin linjassa ennusteidemme kanssa tai mieluummin lievästi ylittää odotuksemme. Vaihtoehtoisesti toisen ohjeistushaarukan pitäisi ylittää ennusteemme selvästi, jos toinen parametri jää ennusteidemme alapuolelle. Ohjeistus kertoo osaltaan myös sen, onko strategian prioriteetteja muutettu painottamaan aiempaa enemmän kannattavuutta vai jatkaako yhtiö kasvun priorisointia myös vuonna 2020.

**Olli Vilppo**

Analyytikko

+358 40 761 9380

olli.vilppo@inderes.fi

Verkkokauppacom | Kurssi: 4.05**Vähennä** | Tavoitehinta: 3.40

Tilinpäätöstiedote: 14.2.2020

Avidly nimetty HubSpotin korkeimmalle kumppanuustasolle

Avidly kertoi eilen lehdistötiedotteella, että yhtiö on nimetty markkinoinnin automaatio-ohjelmistoja kehittävän yhdysvaltalaisen HubSpotin Elite-tason kumppaniksi. Uudella Elite-tasolla on vain kuusi toimistoa maailmassa, mikä kertoo siitä, että Avidly on noussut viime vuosina tehtyjen yritysostojen ja rekrytointien kautta tärkeäksi kumppaniksi HubSpotille. Maailmanlaajuisesti HubSpotilla on kumppanitoimistoja yli 4200. Yhtiön liikevaihdon odotetaan ylittävän vuonna 2020 yli 800 MUSD, josta tietojemme mukaan noin kolmasosa syntyy partneriverkoston kautta.

Elite-tason kumppanina Avidly pääsee kehittämään HubSpotin palvelua tiiviissä yhteistyössä HubSpotin johtaja kehitystiimien kanssa, mikä tuo arviomme mukaan kilpailuetua ja tunnettua Avidlylle erityisesti suurimmissa asiakkuuksissa. Odotamme Avidlyn Inbound-markkinoinnin palveluiden liikevaihdon nousevan kuluvana vuonna lähes 9 MEUR:oon ja vastaavan noin 1/3-osaa Avidlyn kokonaisliikevaihdosta. Yhtiöllä oli viime vuonna huomattavia kasvukipuja, minkä vuoksi sen tulostaso heikkeni. Vuoden alusta aloittaneiden uuden toimitusjohtajan (Jesse Maula) ja talousjohtajan tärkeimpinä haasteina tulee olemaan yhtiön tehokkuuden vahvistaminen, strategian kirkastaminen sekä tunnettavuuden nostaminen.



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

Avidly | Kurssi: 5.60
Vähennä | Tavoitehinta: 5.00
Tilinpäätöstiedote: 5.3.2020

Cargotec Q4: Konsernin kannattavuus pehmeä, mutta muuten yli odotusten

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Liikevaihto	909	1015	1038	1016	980	- 1141	-2 %	3683
Liikevoitto (oik.)	73,5	74,3	86,8	88,6	85,0	- 93,0	-14 %	264
Liikevoitto	61,0	18,0	38,4	41,0	35,0	- 52,1	-53 %	180
Tulos ennen veroja	52,2	8,2	30,5	31,0	27,0	- 46,2	-73 %	146
EPS (oik.)	0,72		1,08	1,11	1,07	- 1,31	-100 %	
EPS (raportoitu)	0,53	0,00	0,33	0,35	0,30	- 0,54	-100 %	1,39
Osinko/osake	1,10	1,20	1,20	1,15	1,10	- 1,20	0 %	1,20
Liikevaihdon kasvu-%	2,7 %	11,6 %	14,2 %	11,7 %	7,8 %	- 25,4 %	-2,6 %-yks.	12,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	8,1 %	7,3 %	8,4 %	8,7 %	8,7 %	- 8,2 %	-1 %-yks.	7,2 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Cargotecin Q4-raportti oli kokonaisuutena hieman odotuksiamme parempi, mutta marginaalit olivat pehmeitä. Tilaukset olivat hieman odotuksia parempi. Yhtiö odottaa vuodelta 2020 vertailukelpoisen liikevoiton paranemista, vaikka ”näkyvyys vuoteen 2020 on rajallinen”.



Erkki Vesola
 Analytikko
 +358 50 549 5512
 erkki.vesola@inderes.fi

Cargotec | Kurssi: 33.72
Vähennä | Tavoitehinta: 31.00

Tilaukertymä (962 MEUR; -3 % v/v) oli hieman sekä oman (937 MEUR) ennusteemme että konsensuksen (938 MEUR) yläpuolella. Tilaukanta (2089 MEUR) on noin 5 % vuoden 2018 lopun tasoa korkeampi. Konsernin Q4-liikevaihto (1015 MEUR) oli linjassa odotuksiin. Sen sijaan vertailukelpoinen liikevoitto (74,3 MEUR; marg. 7,3 %) jäi selvästi odotuksista. Kalmarin marginaali oli alle odotusten, mutta toisaalta Hiabin marginaali odotuksia parempi. MacGregorin kannattavuus oli vielä ennakoituakin heikempi. Raportoitu EPS jäi 0,00 euroon. Osinkoehdotus (1,20 euroa) oli linjassa odotusten kanssa.

Cargotec ohjeistaa 2020 vertailukelpoisen liikevoiton paranemista vuoden 2019 264 MEUR:sta. Ohjeistus on mielestämme vaativa, kun huomioidaan paraskatteisimman liiketoiminnan eli Hiabin aiempaa epävarmemmat näkymät. Ohjeistuksen tarkemmat perustat kuuluvatkin selvittäviin asioihin.

Varsinainen tuloskommentti Cargotecin Q4:itä julkaistaan maanantaina.



Erkki Vesola

Analyytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Cargotec | Kurssi: 33.72

Vähennä | Tavoitehinta: 31.00

Venäjän uusien autojen myynti kasvoi 2 % tammikuussa

AEB:n (Association of European Business) torstaina julkaisemien lukujen mukaan Venäjän uusien autojen myynti kasvoi tammikuussa 2 % vuodentakaisesta 102 tuhanteen autoon. Tammikuu oli jatkoa joulukuussa takaisin kasvu-uralle taittuneisiin uusien autojen myyntilukuihin ja siten toinen perättäinen kasvukuukausi. Myyntimäärältään tammikuu on tyypillisesti Venäjän heikoin kuukausi ja parempaa tarttumapintaa kokonaismarkkinan vireystilasta saadaankin selvästi vahvemmista helmi- ja maaliskuun myyntiluvuista. Myynnin oikeasuuntaista jatkumista voidaan mielestämme kuitenkin pitää varovaisen positiivisena signaalina Venäjän talouden sekä Nokian Renkaiden tärkeän markkina-alueen orastavaa elpymistä ajatellen, vaikka kaksi peräkkäistä kuukautta ei Venäjän kaltaisessa syklisessä markkinaympäristössä vielä perusteita liialle optimismille tarjoakaan.

Vuoden 2019 aikana Venäjän uusien autojen myynti laski 2 % edellisvuodesta ja lopullinen myyntimäärä oli 1,76 miljoonaa autoa. Vuoden 2019 alussa Venäjällä astui voimaan arvonlisäveron korotus (18 %:sta 20 %:iin), millä oli kuluttajien heikentyneen ostovoiman kautta negatiivisia vaikutuksia myös autokauppaan. Kokonaisuudessaan Venäjän automarkkinalla on vielä pitkä matka vuosien 2012 ja 2013 volyymeihin, jolloin vuotuinen myyntimäärä oli noin 3 miljoonan auton tasolla. Kelvollisesta vuoden aloituksesta huolimatta AEB arvioi takamatkan näihin huippuvuosiin pitenevän vielä vuonna 2020 ja Venäjän uusien autojen myynnin laskevan edellisvuoden tapaan haastavana säilyvässä markkinaympäristössä 2 % 1,72 miljoonaan autoon.

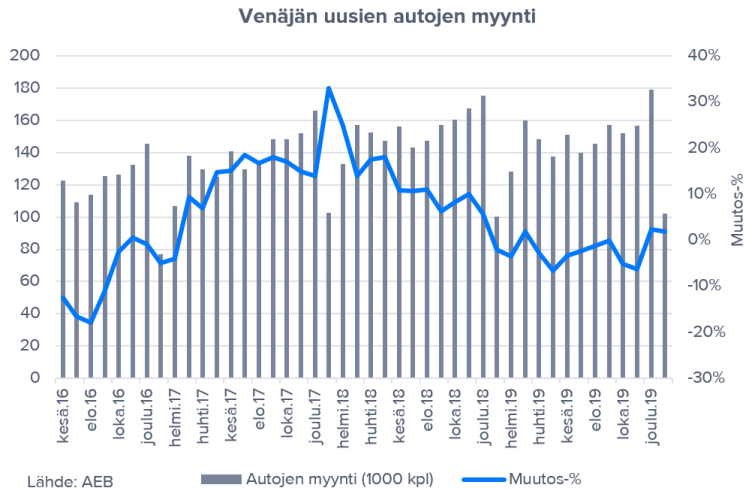


Petri Kajaani
Analyttikko
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi



Joonas Korkiakoski
Analyttikko
+358 40 182 8660
joonas.korkiakoski@inderes.fi

Nokian Renkaat | Kurssi: 25.12
Vähennä | Tavoitehinta: 22.00



Venäjän uusien autojen kasvuluvuilla on epäsuora vaikutus Nokian Renkaisiin. Vaikka Nokian Renkaat ei ole mukana autojen ensiasennusrenkaissa, uusien autojen myynti vaikuttaa jälkimarkkinoilla myytävien renkaiden lukumäärään varsinkin Venäjällä ja Pohjoismaissa, missä uuden auton yhteydessä ostetaan tyypillisesti myös uudet talvirenkaat. Lisäksi uusien autojen myynti vaikuttaa jälkimarkkinoiden kannalta kriittiseen autokantaan. Venäjä on yhdessä Pohjoismaiden kanssa Nokian Renkaiden ydinmarkkina-alueita sekä yksi yhtiön kasvustrategian painopistealueista. Yhtiöllä on Venäjällä pitkä operatiivinen historia ja vankea markkina-asema sekä talvi- että kesärenkaiden yläsegmenteissä. Aiemmin tällä viikolla julkaisemassaan Q4-raportissa Nokian Renkaat arvioi uusien autojen myynnin laskevan 2 % vuonna 2020. Renkaiden jälkimarkkinan sisäänmyynnin yhtiö puolestaan odottaa laskevan 3 % heijastellen erityisesti B-segmentin talvirenkaiden poikkeuksellisen korkeita varastotasoja.



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



Joonas Korkiakoski
Analytikko
+358 40 182 8660
joonas.korkiakoski@inderes.fi

Nokian Renkaat | Kurssi: 25.12
Vähennä | Tavoitehinta: 22.00

Nordic Rescue Groupille uusi toimitusjohtaja

Sievi Capital kertoi eilen, että se on saanut päätökseen [7.1.2020](#) ilmoitetun Nordic Rescue Groupin (Vema Lift ja Saurus Oy) hankinnan. Omistukselle on löytynyt myös nopeasti uusi toimitusjohtaja, Matti Huttunen. Taustansa puolesta Huttunen vaikuttaa sopivalta valinnalta tehtävään. Hän on työskennellyt kansainvälisissä johtotehtävissä yli 20 vuoden ajan ja hänellä on laaja-alainen johtajakokemus teollisuudesta. Ennen siirtymistään Nordic Rescue Groupin palvelukseen Matti Huttunen toimi PKC Groupissa Rolling Stock -toimialan operatiivisena johtajana.

Nordic Rescue Groupin liikevaihdosta noin puolet tulee jo kv-markkinoilta ja odotamme yhtiön jatkavan vuonna 2020 vahvaa kansainvälistä kasvuaan sekä tuotannon kapasiteetin lisäämistä joko omaa tuotantoa modernisoimalla tai alihankintaa lisäämällä. Uutisella ei ole vaikutusta näkemykseemme Sievi Capitalin osakkeesta.



Olli Vilppo

Analyttikko

+358 40 761 9380

olli.vilppo@inderes.fi

Sievi Capital | Kurssi: 1.20

Vähennä | Tavoitehinta: 1.25

Tilinpäätöstiedote: 3.3.2020

Relais vahvistaa asemaansa Ruotsissa yrityskaupalla

Relais tiedotti eilen ostaneensa 92,25 % ruotsalaisen TD Tunga Delar Sverige AB:n osakekannasta. Tunga Delar on Ruotsissa toimiva valtakunnallinen tukkuliike, joka on erikoistunut raskaiden hyötyajoneuvojen varaosiin ja varusteisiin. Suhteessa ostettavan kohteen kannattavuuteen ja Relaisin omaan arvostukseen kaupan arvostus vaikuttaa varsin kohtuulliselta ja pidämme liikettä yhtiön strategian mukaisena.

Vuonna 2019 Tunga Delarin liikevaihto oli 100 MSEK ja sen käyttökate oli 19,9 MSEK. Vastaavasti vuoden 2018 liikevaihto oli 102 MSEK ja käyttökate 20,1 MSEK. Lyhyellä tarkastelujaksolla ostettavan yhtiön liikevaihto on laskenut hieman, mutta yhtiön kannattavuus on ollut erinomaisella noin 20 %:n käyttökatemarginaalitasolla.

Relais maksaa ostettavasta yhtiöstä noin 143 MSEK, josta noin 88 MSEK maksettiin käteisenä ja noin 55 MSEK Relaisin uusilla osakkeilla. Uudet osakkeet edustavat noin 3,6 % Relaisin osakkeista ja niiden merkintähinta oli noin 8,6 euroa osakkeelta. Osapuolet ovat lisäksi sopineet, että Relais maksaa kaupan kokonaisarvoon nähden pienehkön lisäkauppahinnan, mikäli osapuolten sopimat taloudelliset tavoitteet saavutetaan vuoden 2022 loppuun mennessä. Relaisilla on vähemmistöosakkeisiin liittyvä osto-optio, jonka se voi käyttää vuoden 2022 maaliskuuhuhtikuun aikana.

Järjestelyssä ostettavan kohteen nettovelaton arvo on noin 140 MSEK ja siten kaupan arvostus vuoden 2019 tuloksella vastaa kohtuullista 7x:n EV/EBITDA-kerrointa, mikä on myös alle Relaisin oman nykyisen kertoimen (2020e 10x). Kauppa on lisäksi Relaisin strategian mukainen ja tarjoaa tavanomaiseen tapaan ristiinmyynnin kautta synergiamahdollisuuksia, joten suhtaudumme hankintaan positiivisesti.



Erkki Vesola

Analytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Relais Group | Kurssi: 9.00

Osta | Tavoitehinta: 9.00

Tilinpäätöstiedote: 27.2.2020

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2020	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 20	EV/EBIT 20	P/E 21	EV/EBIT 21	P/B 20	Osinko 20e	Tuotto-%	MCAP
Aallon Group	12.00	2.6 %	12.7 %	Vähennä	9.90	-17.5 %	19.6	13.3	17.1	11.1	4.4	0.28	2.3 %	43
Admicom	80.40	-0.2 %	24.8 %	Vähennä	68.00	-15.4 %	54.4	41.3	41.7	31.1	19.6	1.00	1.2 %	392
Ahlstrom-Munksjö	15.26	0.7 %	6.6 %	Lisää	14.50	-5.0 %	16.5	13.2	12.6	10.7	1.5	0.55	3.6 %	1759
Aktia Bank	10.20	2.1 %	9.2 %	Lisää	9.20	-9.8 %	12.8	10.2	12.4	9.9	1.1	0.64	6.3 %	704
Alma Media	8.58	0.9 %	7.8 %	Lisää	8.30	-3.3 %	15.5	11.1	14.5	11.7	3.7	0.44	5.1 %	705
Apetit	8.80	-0.2 %	12.2 %	Vähennä	7.50	-14.8 %	19.0	16.5	17.4	14.4	0.6	0.40	4.5 %	54
Aspo	8.16	1.7 %	7.1 %	Vähennä	7.50	-8.1 %	14.0	17.6	11.6	15.0	2.1	0.46	5.6 %	256
Aspocomp Group	5.46	-1.1 %	3.8 %	Vähennä	5.60	2.6 %	10.9	11.1	10.1	9.7	1.8	0.16	2.9 %	36
Avidly	5.60	1.8 %	11.6 %	Vähennä	5.00	-10.7 %	97.5	48.1	28.5	25.6	1.5	0.00	0.0 %	13
Basware	27.05	1.1 %	13.9 %	Lisää	28.00	3.5 %	neg.	369.3	neg.	75.8	4.6	0.00	0.0 %	389
Bittium	6.82	1.2 %	4.9 %	Vähennä	7.20	5.6 %	23.3	21.6	15.4	13.3	2.1	0.20	2.9 %	243
CapMan	2.78	-1.9 %	18.0 %	Osta	2.75	-1.1 %	14.2	11.1	13.1	10.1	3.4	0.15	5.4 %	425
Cargotec	33.72	-5.0 %	11.5 %	Vähennä	31.00	-8.1 %	13.2	10.4	12.6	9.9	1.4	1.20	3.6 %	2171
Caverion	7.62	1.3 %	6.0 %	Lisää	7.80	2.4 %	14.8	12.1	12.2	10.2	3.6	0.31	4.1 %	1058
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	152.50	-0.3 %	4.8 %	Myy	130.00	-14.8 %	14.1	20.5	13.6	20.1	1.3	0.93	6.4 %	448
Citycon	9.57	-0.8 %	2.2 %	Vähennä	9.70	1.4 %	12.2	18.1	12.0	18.1	0.7	0.65	6.8 %	1703
Consti Yhtiöt	8.20	0.2 %	28.1 %	Vähennä	5.20	-36.6 %	13.7	11.4	9.2	7.9	1.9	0.30	3.7 %	62
Cramo	13.73	0.0 %	3.7 %	n.a.	13.75	0.1 %	12.3	12.7	11.2	11.6	1.4	0.65	4.7 %	613
Detection Technology	26.10	-5.1 %	2.0 %	Vähennä	25.00	-4.2 %	22.6	16.4	18.8	13.3	5.3	0.44	1.7 %	375
Digia	4.81	1.1 %	20.6 %	Lisää	4.00	-16.8 %	13.0	11.7	11.5	9.8	2.1	0.13	2.7 %	129
EAB Group	3.20	0.0 %	15.1 %	Myy	2.10	-34.4 %	21.8	18.0	17.1	13.7	2.1	0.10	3.1 %	44
Eezy Oyj	7.00	0.0 %	10.2 %	Osta	7.00	0.0 %	8.8	23.8	8.5	19.9	1.7	0.22	3.1 %	173
Efecte	6.06	1.0 %	12.2 %	Lisää	5.20	-14.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	36.7	0.00	0.0 %	37
Efore	0.05	-2.0 %	-5.8 %	Myy	0.05	2.0 %	48.6	26.0	19.6	15.8	2.4	0.00	0.0 %	20
Elisa	55.36	0.7 %	12.4 %	Myy	42.00	-24.1 %	27.6	24.0	27.1	23.2	7.5	1.85	3.3 %	8846
Endomines (SEK)	6.28	1.3 %	11.3 %	Myy	4.15	-33.9 %	204.9	46.7	22.7	16.0	1.7	0.00	0.0 %	712

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT		INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT		
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2020	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 20	EV/EBIT 20	P/E 21	EV/EBIT 21	P/B 20	Osinko 20e	Tuotto-%	MCAP
Enersense International	1.57	0.0 %	-11.8 %	Lisää	1.75	11.5 %	17.2	8.3	13.4	6.5	1.1	0.00	0.0 %	9
eQ	14.70	1.0 %	18.1 %	Vähennä	13.50	-8.2 %	20.0	14.8	20.9	15.5	8.2	0.73	5.0 %	570
Etteplan	11.80	0.0 %	16.3 %	Vähennä	10.50	-11.0 %	15.9	13.1	15.6	12.5	3.5	0.37	3.1 %	294
Evli Pankki	11.40	0.9 %	9.6 %	Lisää	12.50	9.6 %	12.6	9.3	11.0	8.3	3.2	0.80	7.0 %	273
Exel Composites	6.24	0.3 %	-3.7 %	Lisää	6.30	1.0 %	12.5	11.0	11.6	9.8	2.4	0.25	4.0 %	74
F-Secure	3.37	-0.4 %	10.5 %	Vähennä	3.00	-10.8 %	46.8	42.8	29.3	24.9	6.7	0.03	0.9 %	530
Fellow Finance	3.89	1.0 %	-6.3 %	Lisää	4.60	18.3 %	26.5	18.5	16.9	13.5	1.8	0.05	1.3 %	27
Finnair	5.61	0.2 %	-4.6 %	Lisää	6.25	11.4 %	14.9	9.2	8.4	7.4	0.8	0.15	2.7 %	718
Fiskars	12.20	-0.2 %	8.3 %	Vähennä	11.50	-5.7 %	14.5	18.9	12.9	15.5	1.3	0.58	4.8 %	994
Fodelia	6.87	2.5 %	12.6 %	Myy	5.80	-15.6 %	20.6	16.1	15.7	12.6	6.1	0.11	1.6 %	48
Fondia	8.86	2.1 %	-14.8 %	Vähennä	9.20	3.8 %	19.4	11.8	13.3	7.9	5.3	0.41	4.6 %	34
Fortum	21.99	-0.5 %	-0.0 %	Lisää	23.00	4.6 %	16.1	11.3	14.9	14.8	1.4	1.10	5.0 %	19535
Glaston	1.17	1.2 %	-6.8 %	Lisää	1.30	11.1 %	12.3	15.3	10.0	7.8	1.2	0.05	4.3 %	98
Gofore	7.54	0.5 %	0.5 %	Vähennä	7.80	3.4 %	12.7	11.3	10.7	8.6	3.3	0.30	4.0 %	105
Harvia	9.54	-0.2 %	-8.7 %	Vähennä	10.00	4.8 %	16.9	14.3	15.8	13.4	2.5	0.43	4.5 %	178
Heeros	2.88	5.9 %	24.1 %	Vähennä	2.10	-27.1 %	572.0	111.2	38.6	32.3	7.5	0.00	0.0 %	12
Huhtamäki	40.19	-2.0 %	-2.9 %	Vähennä	37.50	-6.7 %	19.5	15.8	18.1	14.5	2.9	0.98	2.4 %	4179
Incap	19.05	0.5 %	12.7 %	Lisää	21.00	10.2 %	9.0	7.7	8.3	6.4	2.7	0.60	3.1 %	83
Innofactor	0.72	1.1 %	0.3 %	Lisää	0.80	11.1 %	10.6	24.2	8.5	15.0	1.2	0.00	0.0 %	26
Investors House	6.70	0.8 %	3.9 %	Lisää	6.90	3.0 %	8.6	10.3	8.2	10.8	0.8	0.27	4.0 %	40
Kamux	8.44	1.9 %	14.1 %	Osta	9.00	6.6 %	15.4	11.6	13.4	10.1	3.6	0.26	3.1 %	337
Kemira	13.80	0.1 %	4.1 %	Lisää	15.00	8.7 %	13.4	11.9	13.0	11.3	1.6	0.56	4.1 %	2104
Kesko	66.50	3.8 %	5.4 %	Lisää	65.00	-2.3 %	20.9	19.3	20.2	18.3	3.2	2.65	4.0 %	6596
Kesla	4.62	-4.1 %	-4.9 %	Vähennä	4.50	-2.6 %	10.4	12.6	8.9	10.4	1.1	0.15	3.2 %	15
Kone	59.46	0.4 %	2.0 %	Myy	45.00	-24.3 %	28.7	21.7	28.1	20.3	9.2	1.75	2.9 %	30684
Konecranes	32.31	10.2 %	17.9 %	Vähennä	31.00	-4.1 %	15.7	13.4	14.2	11.4	2.0	1.35	4.2 %	2549

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2020	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 20	EV/EBIT 20	P/E 21	EV/EBIT 21	P/B 20	Osinko 20e	Tuotto-%	MCAP
LeadDesk	15.40	6.9 %	40.0 %	Vähennä	13.10	-14.9 %	48.9	44.2	31.1	26.1	7.6	0.00	0.0 %	73
Lehto Group	2.17	-1.7 %	-7.8 %	Vähennä	2.05	-5.5 %	11.4	17.8	6.1	9.6	1.0	0.08	3.7 %	126
Loudspring	0.40	-0.5 %	20.1%	Vähennä	0.32	-20.0%	neg.	neg.	neg.	neg.	1.4	0.00	0.0 %	10
Marimekko	37.70	1.9 %	5.3 %	Lisää	40.00	6.1%	21.0	16.9	19.7	15.3	7.3	1.40	3.7 %	306
Martela	3.26	0.3 %	-3.0 %	Vähennä	3.20	-1.8%	10.8	8.8	9.2	6.9	0.8	0.10	3.1%	13
Metso	35.10	1.4 %	-0.2 %	Vähennä	34.50	-1.7%	15.3	11.0	15.0	10.7	3.1	1.50	4.3%	5277
Metsä Board	5.57	-2.2 %	-7.1%	Vähennä	5.70	2.3%	13.3	11.7	12.3	11.3	1.4	0.29	5.2%	1980
Neo Industrial	2.94	-2.0 %	44.1%	Vähennä	2.50	-15.0 %	3576.6	18.7	166.1	17.1	3.0	0.00	0.0 %	17
Neste	36.45	-0.9 %	17.5 %	Lisää	36.00	-1.2%	18.2	14.3	15.6	12.3	4.4	1.00	2.7%	27975
Next Games	0.86	0.9 %	-3.4 %	Vähennä	0.82	-4.7%	neg.	neg.	neg.	neg.	1.2	0.00	0.0 %	24
Nixu	10.90	0.9 %	3.8 %	Vähennä	10.50	-3.7%	102.8	88.2	34.4	29.6	5.5	0.00	0.0 %	80
NoHo Partners	11.00	4.3 %	6.8 %	Osta	11.00	0.0%	13.5	20.4	11.4	18.0	1.5	0.48	4.4%	211
Nokia Corporation	3.70	2.3 %	12.3 %	Vähennä	3.60	-2.7%	13.7	14.0	11.3	8.7	1.3	0.15	4.1%	20740
Nokian Renkaat	25.12	2.2 %	-2.0 %	Vähennä	22.00	-12.4%	16.5	12.4	15.9	11.9	2.1	1.58	6.3%	3489
Nurminen Logistics	0.27	1.5 %	2.3 %	Myy	0.25	-8.1%	neg.	neg.	neg.	neg.	3.7	0.00	0.0 %	12
Oriola	2.20	2.3 %	8.6 %	Vähennä	2.10	-4.5%	13.4	10.9	11.6	9.2	2.1	0.11	5.0%	399
Orion	39.29	-7.5 %	-4.8 %	Myy	35.00	-10.9%	30.7	23.5	26.2	20.2	7.4	1.50	3.8%	5528
Outokumpu	4.34	6.9 %	54.7 %	Lisää	4.50	3.7%	36.5	22.4	11.6	10.7	0.7	0.15	3.5%	1785
Outotec	5.37	-0.6 %	-6.7 %	Lisää	6.40	19.1%	13.0	8.8	10.4	7.3	2.2	0.14	2.6%	976
Ovaro Kiinteistösjointus	4.33	-0.5 %	3.3 %	Vähennä	4.20	-3.0%	neg.	neg.	78.6	40.2	0.5	0.00	0.0 %	38
Panostaja	0.98	0.0 %	7.7 %	Myy	0.80	-18.4%	27.1	15.6	17.4	14.1	1.0	0.05	5.1%	51
Pihlajalinna	15.30	-0.1 %	0.1 %	Vähennä	16.00	4.6%	21.6	18.1	19.0	15.7	2.6	0.20	1.3%	346
Piippo	3.70	0.0 %	17.8 %	Vähennä	3.00	-18.9%	16.8	21.3	14.5	18.2	0.7	0.00	0.0 %	4
Ponsse	30.75	-1.4 %	-0.8 %	Lisää	29.50	-4.1%	13.9	10.3	12.7	9.1	3.2	1.05	3.4%	861
Privanet Group	0.44	10.6 %	22.3 %	Myy	0.30	-31.7%	neg.	neg.	25.5	160.4	1.9	0.00	0.0 %	8
PunaMusta Media	6.60	0.0 %	1.5 %	Vähennä	5.90	-10.6%	17.0	16.1	16.6	14.8	1.6	0.39	5.9%	82

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2020	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 20	EV/EBIT 20	P/E 21	EV/EBIT 21	P/B 20	Osinko 20e	Tuotto-%	MCAP
Qt Group	22.70	3.7 %	8.1 %	Vähennä	22.00	-3.1 %	60.9	50.4	27.1	22.2	16.9	0.15	0.7 %	562
Rapala VMC	2.98	1.0 %	7.6 %	Lisää	3.10	4.0 %	10.9	12.4	9.5	11.0	0.8	0.10	3.4 %	116
Raute	25.90	-0.4 %	3.6 %	Vähennä	26.00	0.4 %	14.3	9.1	13.6	8.5	2.2	1.50	5.8 %	110
Relais Group	9.00	5.9 %	9.1 %	Osta	9.00	0.0 %	12.1	15.4	10.8	12.9	2.1	0.29	3.2 %	146
Remedy Entertainment	14.30	2.5 %	24.9 %	Lisää	11.50	-19.6 %	18.3	12.3	18.6	12.1	5.1	0.35	2.4 %	172
Revenio Group	29.85	2.4 %	13.7 %	Vähennä	24.50	-17.9 %	43.9	36.5	35.6	28.5	11.2	0.46	1.5 %	788
Rush Factory Plc	2.70	0.0 %	-7.5 %	Vähennä	3.00	11.1 %	8.0	4.7	6.5	3.1	2.3	0.00	0.0 %	6
Sampo	42.33	2.4 %	8.8 %	Lisää	42.50	0.4 %	15.4	13.1	14.5	12.2	1.9	2.30	5.4 %	23507
Sanoma	10.90	3.4 %	15.4 %	Lisää	10.00	-8.3 %	16.2	14.6	16.1	13.7	2.9	0.50	4.6 %	1771
Scanfil	5.12	1.2 %	4.7 %	Lisää	5.25	2.5 %	10.5	8.5	10.3	7.7	1.8	0.17	3.3 %	330
Sievi Capital	1.20	-0.4 %	-6.3 %	Vähennä	1.25	4.6 %	9.6	5.6	8.7	6.0	0.9	0.04	3.3 %	69
Silli Solutions	9.34	-0.2 %	2.4 %	Lisää	10.00	7.1 %	10.9	10.0	9.6	7.9	2.7	0.48	5.1 %	65
Solteq	1.43	1.4 %	-4.0 %	Vähennä	1.45	1.4 %	11.1	10.9	9.2	9.5	1.1	0.04	2.8 %	27
Sotkamo Silver (SEK)	4.21	-1.9 %	4.2 %	Lisää	4.55	8.1 %	9.1	9.8	10.4	9.7	1.6	0.00	0.0 %	568
SRV Group	1.30	-9.7 %	-4.4 %	Vähennä	1.25	-3.8 %	456.0	24.6	37.0	19.0	1.2	0.00	0.0 %	197
SSH Communications Security	1.15	1.3 %	10.6 %	Myy	1.00	-12.7 %	neg.	70.0	neg.	37.9	4.1	0.00	0.0 %	44
Stora Enso	12.47	0.1 %	-3.8 %	Vähennä	11.50	-7.8 %	17.9	15.7	15.2	13.2	1.3	0.50	4.0 %	9834
Suominen	2.37	0.9 %	2.6 %	Vähennä	2.35	-0.8 %	17.8	12.5	12.3	9.6	1.0	0.08	3.4 %	136
Taaleri	8.80	-2.0 %	4.5 %	Lisää	8.00	-9.1 %	12.1	8.9	12.4	9.6	1.7	0.35	4.0 %	257
Talenom	41.60	4.3 %	-7.6 %	Vähennä	42.00	1.0 %	28.9	23.9	23.9	19.7	10.3	0.86	2.1 %	291
Tallink Grupp	1.00	0.0 %	2.3 %	Lisää	1.10	10.2 %	13.6	17.2	14.1	18.5	0.8	0.05	5.0 %	668
Teleste	5.56	3.0 %	4.1 %	Vähennä	5.00	-10.1 %	12.2	10.4	10.0	8.1	1.3	0.20	3.6 %	100
Telia Company (SEK)	41.30	1.1 %	2.6 %	Vähennä	42.00	1.7 %	17.1	19.9	15.6	18.4	1.9	2.47	6.0 %	169853
Terveystalo	12.10	-0.3 %	8.2 %	Lisää	12.90	6.6 %	23.1	20.7	20.4	18.0	2.7	0.21	1.7 %	1549
TietoEVRVY	30.44	0.1 %	9.8 %	Vähennä	27.00	-11.3 %	15.2	33.3	14.0	24.1	2.4	1.47	4.8 %	3605
Tikkurila	15.66	-0.1 %	9.1 %	Vähennä	15.00	-4.2 %	18.1	14.0	17.0	13.3	3.8	0.70	4.5 %	690

ETUSIVU

MARKKINAT

SIJOITUSIDEAT

INDERES.FI

MAKRO

YHTIÖT

TUNNUSLUVUT

Yhtiö	Kurssi	Muutos	2020	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 20	EV/EBIT 20	P/E 21	EV/EBIT 21	P/B 20	Osinko 20e	Tuotto-%	MCAP
Titanium	10.65	1.4 %	13.3 %	Vähennä	9.70	-8.9 %	12.2	10.7	10.9	9.2	5.1	0.80	7.5 %	108
United Bankers	9.70	6.6 %	10.2 %	Vähennä	9.00	-7.2 %	16.5	10.8	13.7	9.1	3.1	0.55	5.7 %	101
UPM-Kymmene	30.01	-0.8 %	-2.9 %	Vähennä	28.00	-6.7 %	17.1	13.5	16.0	13.4	1.5	1.30	4.3 %	16010
Uutechnic Group	0.34	0.0 %	3.7 %	Vähennä	0.36	5.9 %	13.3	11.3	10.4	7.9	1.6	0.01	2.9 %	19
Vaisala	35.20	1.1 %	10.9 %	Vähennä	31.00	-11.9 %	29.8	26.1	26.8	24.0	6.1	0.63	1.8 %	1282
Valmet	24.40	1.9 %	14.2 %	Lisää	25.00	2.5 %	16.1	11.1	14.6	9.9	3.2	0.95	3.9 %	3650
Verkkokauppa.com	4.05	3.1 %	14.7 %	Vähennä	3.40	-16.0 %	18.6	11.6	17.4	10.8	4.9	0.23	5.7 %	182
Viafin Service	10.95	3.3 %	28.8 %	Osta	9.00	-17.8 %	17.8	15.4	16.2	12.2	2.1	0.22	2.0 %	39
Vincit	4.77	-13.3 %	-4.6 %	Lisää	5.20	9.0 %	17.8	19.3	14.0	13.5	2.7	0.15	3.1 %	57
Wulff Group	1.89	1.6 %	6.8 %	Vähennä	1.85	-2.1 %	10.4	10.0	9.7	8.8	1.0	0.12	6.3 %	13
Wärtsilä	11.54	-2.3 %	17.2 %	Lisää	12.50	8.3 %	15.2	12.7	15.4	11.5	2.7	0.50	4.3 %	6831
YIT Corporation	6.87	1.8 %	15.2 %	Vähennä	5.30	-22.8 %	15.6	25.2	13.7	13.2	1.4	0.32	4.7 %	1443



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. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 50 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 120 kotimaista pörssiyritystä, 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

Minna Avellan

Business Director
minna.avellan@inderes.fi
+358 40 533 7932

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