



Kamux: Käytämme tilanteen hyväksi, kun Mr. Market on antelias

01.04.2021

AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Bidenin talousohjelma parantaa amerikkalaisen arkea, mutta yritysverotus kiristyisi taas
- Norja rakensi öljyvaroillaan merkittävän sijoitusvoiman
- Relais: Jälleen mielenkiintoinen yrityshankinta
- Sijoituspalvelukentän konsolidaatio tulee jatkumaan
- Pakotteet taittoivat Huaweiin suorituksen viime vuonna vakaaksi
- Fodelian tytäryhtiö Feelia teki sopimuksen Eteva kuntayhtymän ruokahuollon järjestämisestä
- Alma Median aktiivisuus yritysostoissa jatkui
- Airbus kommentoi Euroopan liikenteen elpymisen olleen pettymys, mutta USA:n merkit ovat lupaavia
- Henkilöstöpalvelumarkkinan kehitys odotetun alakuloista helmikuussa
- Innofactor myy ei-strategisen Prime-liiketoiminnan
- Raisio ostaa Beanit- ja Härkis-tuotteistaan tunnetun Verso Foodin

Yhtiöt aamukatsauksessa:

Kamux, Relais Group, Aktia, Evli Pankki, Taaleri, eQ, CapMan, Titanium, EAB Group, United Bankers, OmaSp, Nokia, Ericsson, Fodelia, Alma Media, Finnair, Eezy, Enersense, Innofactor, Raisio

Markkinakatsaus

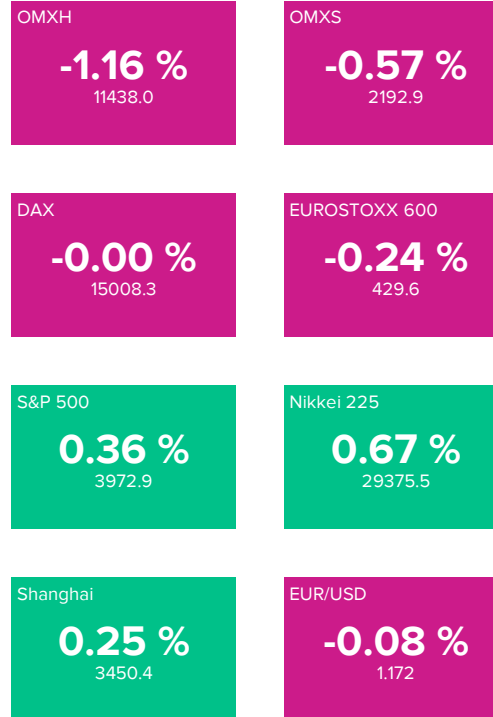
Kehittyneillä markkinoilla Euroopassa Eurostoxx 600 -indeksi päättyi torstaina laskuun (-0,2 %), mutta USA:ssa nähtiin epäyhtenäinen päivä (Nasdaq +1,5 %, S&P 500 +0,4 %, Dow Jones -0,3 %). Markkinoilla oltiin odottavaisissa tunnelmissa ennen Joe Bidenin talousohjelman julkaisua, ja teknologiasektori oli jälleen nousukärjessä.

Aasian markkinoilla aloitettiin aamu nousutunnelmissa. Japanin Nikkei oli aamukahdeksalta 0,7 % ja Kiinan Shanghai Composite 0,3 % plussalla.

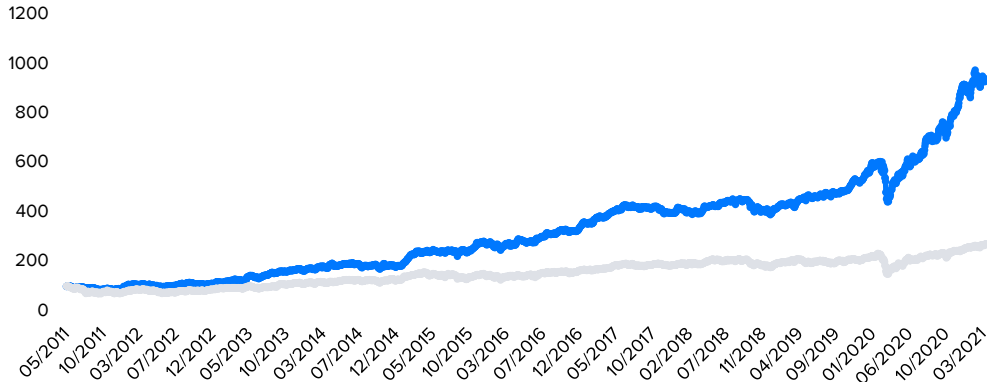
Valuuttamarkkinoilla euron kurssi dollaria vastaan oli aamulla pienessä laskussa 1,172 dollarissa.

Raaka-ainemarkkinalla öljyn hinta oli aamulla pienessä nousussa ja WTI-futuurit liikkuvat 59,52 dollarissa/bbl (+0,6 %).

Indeksit



Inderes mallisalkku



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

1kk

0%

1 vuosi

92%

3 vuotta

138%

Aloituksesta

837%

Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

Jälleen mielenkiintoinen yrityshankinta

01.04.2021 | Relais Group | Vähennä

Käytämme tilanteen hyväksi, kun Mr. Market on antelias

31.03.2021 | Kamux | Osta

Matkalla verkon tavarataloksi

30.03.2021 | Verkkokauppacom | Lisää

Suorituskykyinen feenikslintu

30.03.2021 | Tecnotree | Osta

Naviksesta saatiin tyydyttävä hinta

29.03.2021 | Cargotec | Vähennä

Paras pala arvoketjua

29.03.2021 | Sitowise | Vähennä

Pohjoismaiden johtava käyttötavaravalmistaja

26.03.2021 | Orthex | Lisää

Laatupremio jälleen turhan leveä

26.03.2021 | Kesko | Vähennä

Juhola-kauppa on järkilliike

25.03.2021 | Investors House | Lisää

Laaja raportti: Valtavirrasta poikkeava liikejuridiikan osaaja

25.03.2021 | Fondia | Lisää

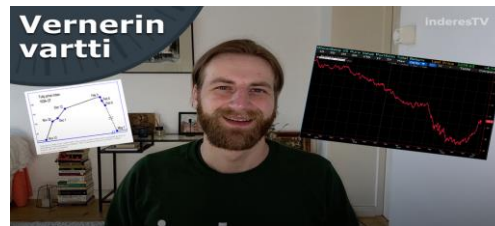
InderesTV



Outokumpu yhtiökokous 2021 - Toimitusjohtajan katsaus



Tecnotree: Ketterä kasvuyhtiö



Elintärkeä taito sijoittamisessa

Makrotapahtumat, 1.4.2021

04:45 Kiina: Caixin teollisuuden ostopäällikköindeksi, lopullinen, maaliskuu, ennuste (Reuters) 51,0 / edellinen 50,9

09:00 Saksa: Vähittäismyynti, MM (%), helmikuu, ennuste (Reuters) - / edellinen -4,5

09:00 Saksa: Vähittäismyynti, YY (%), helmikuu, ennuste (Reuters) - / edellinen -8,7

10:55 Saksa: Markit teollisuuden ostopäällikköindeksi, maaliskuu, ennuste (Reuters) - / edellinen 66,6

11:00 Euroalue: Markit teollisuuden ostopäällikköindeksi, lopullinen, maaliskuu, ennuste (Reuters) - / edellinen 62,4

15:30 USA: Uudet työt, korvaushakemukset, ennuste (Reuters) - / edellinen 684 000

15:30 USA: Jatkuvat työt, korvaushakemukset, ennuste (Reuters) - / edellinen 3 870 000

16:45 USA: Teollisuuden ostopäällikköindeksi, maaliskuu, ennuste (Reuters) - / edellinen 59,0

17:00 USA: Rakennuskustannukset MM (%), helmikuu, ennuste (Reuters) -1,0 / edellinen 1,7

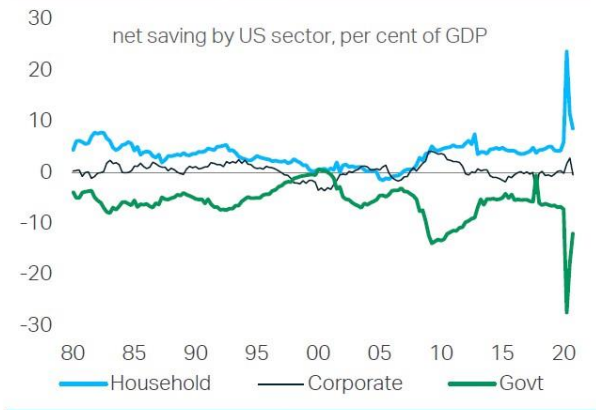
17:00 USA: Teollisuuden ISM-indeksi, maaliskuu, ennuste (Reuters) 61,0 / edellinen 60,8

Bidenin talousohjelma parantaa amerikkalaisen arkea, mutta yritysverotus kiristyy taas

Yhdysvaltain presidentti Joe Biden julkisti eilen yksityiskohtia talousohjelmastaan, jolla julkisia menoja lisätään 2 250 miljardilla dollarilla tuleville vuosille. Ohjelmaa kuvataan mahtipontisesti uuden talouden aluksi, ja sillä kammetaan USA:n talouskasvua yli kahden prosentin keskiarvon tulevina vuosina. Myöhemmin luvassa olisi vielä erillinen, keskiluokkaan keskittyvä talouspaketti. Mikäli tämäkin ohjelma menisi läpi, USA:n talouspoliittinen elvytys viimeisen vuoden sisällä ylittäisi yli 5000 miljardiin dollariin eli viidennekseen bkt:sta. Tosin nyt esittelyssä oleva paketti on nimenomaan pitkän aikavälin ohjelma (kestoaltaan 8 vuotta) ja eroaa näin koronaelvytyksestä.

Kuvio. Julkinen sektori paikkasi yksityisen sektorin menetyksiä kriisissä.

Chart 6: US policy support was essential



Source: Federal Reserve, TS Lombard



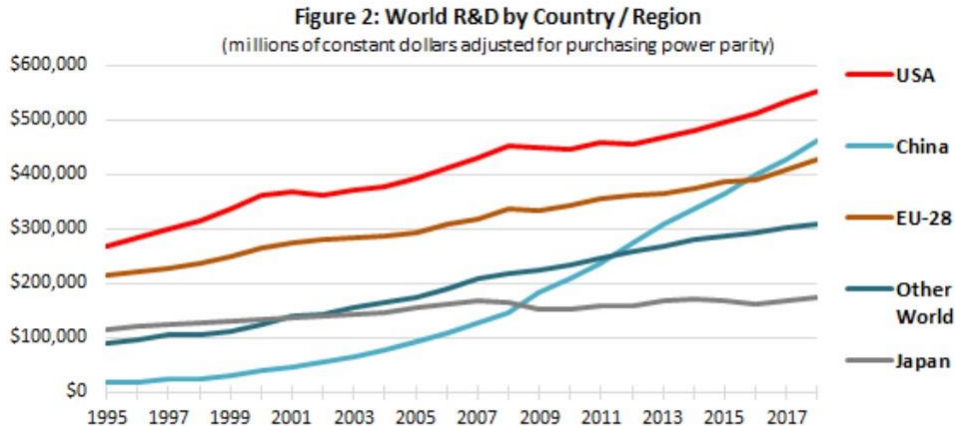
Marianne Palmu

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

Ohjelman keskiössä on infrastruktuurin kehittäminen, ja sille ollaan allokoimassa 620 miljardia. Käytännössä se kaksinkertaistaa liittovaltion investoinnit julkiseen liikenteeseen, joten mittaluokka on suuri. Lisäksi 650 miljardia kohdennettaisiin kansalaisten elintason laadun parantamiseksi, kuten puhtaan veden lisäämiseksi ja laajakaistayhteyksien nopeuttamiseksi. 580 miljardia kohdistetaan teollisuussektorin vahvistamiseen ja tästä 180 miljardia puolustuksen ulkopuoliseen tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Vielä lopuksi 400 miljardia käytetään ikääntyneiden ja vammautuneiden hoivaan.

Kuten ohjelman allokoinnista näkyy, siinä keskitytään perusasioihin. Lisäksi pitkän aikavälin kasvunäkymää pyritään parantamaan t&k-investoinneilla. USA on jo nyt globaali ykkönen tutkimus- ja tuotekehityskuluissa (osuus hieman alle 30 %) ja vahvistaa ohjelman myötä asemaansa, vaikka Kiina tulee kovaa vauhtia perässä. Nykytasolla vuosittaiseen t&k-kulutukseen ohjelman tuoma lisä olisi noin kolmannes (ks. kuvio), mutta toki se jakautuu useille vuosille.

Kuvio: Maailman t&k-menot, miljoonaa dollaria, ostovoimakorjattu. Lähde täällä.



Includes public and private sources. OECD Main S&T Indicators, October 2020 | AAAS



Marianne Palmu

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

Ohjelma saa varmasti kannatusta äänestäjien keskuudessa, mutta yrityskentälle se ei tuo pelkästään hyviä uutisia. Yritysveroon kaavaillaan nostoa nykyisestä 21 %:sta 28 %:iin ja samalla 21 %:n minimiveroa kansainvälisten yhtiöiden voitoille. Näin ollen Donald Trumpin kaudella tehtyjä verohuojennuksia otettaisiin takaisin. Bidenin mukaan veronrotusten avulla ohjelma maksaisi itsensä takaisin 15 vuodessa, mutta lisävelnaotolta tuskin tullaan välttymään.

Veronkorotukset ovat myös omiaan lisäämään vastustusta republikaanien leirissä, jossa on jo kutsuttu koko ohjelmaa Troijan hevoseksi, jossa liikennehankkeiden varjoon on ”piilotettu” paljon muutakin. Lisäksi ohjelma on vaikea viedä eteenpäin koko kompleksisuudessaan, sillä siinä on katettu monia julkisen talouden osa-alueita.

Ohjelma todistaa, että talouspolitiikka on muuttumassa kriisin jälkeen pysyvästi elvyttävään suuntaan, kuten eilen [makrokatsauksessa](#) mainitsin.

**Marianne Palmu**

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

Norja rakensi öljyvaroillaan merkittävän sijoitusvoiman



Norjan merialueilta löydettiin öljyä viimeisellä yrittämällä 50 vuotta sitten. Nyt valtion öljyrahasto liikuttaa maailman pörseissä noin tuhannen miljardin varallisuutta sijoitusarmeijansa voimin.

Kirjoittaja: Antti Järvenpää

Kuinka monta ihmistä tarvitaan hallitsemaan tuhannen miljardin euron varallisuutta? 500. Tai sen verran tarvitsee Norjan öljyrahasto. Se on maailman suurimpia sijoittajia. Tarkalleen ottaen öljyrahastossa työskenteli viime vuonna 518 henkilöä, joista lähes 300 sijoitusyksikössä.

Kaikki heistä eivät suinkaan ole vain perinteisiä osakeanalytikoita tai ekonomisteja, vaan rahaston uuden toimitusjohtajan **Nicolai Tangenin** aikana työssä on alettu hyödyntämään myös kieli- ja tekstianalytikoiden tietotaitoa. New Yorkin ja Lontoon toimistojen lisäksi norjalaisten öljyvaroja valvotaan Singaporessa ja Shanghaissa. Orkesterin kapellimestarit istuvat tietenkin Oslossa, Norjan keskuspankissa eli paikallisesti sanottuna Norges Bankissa. Kolme maanosaa, neljä aikavyöhykettä ja 500 hengen organisaatio. Tätä se on, kun tehtävänä on huolehtia, että pienen pohjoismaan öljyvarat sijoitetaan mahdollisimman hyvin.

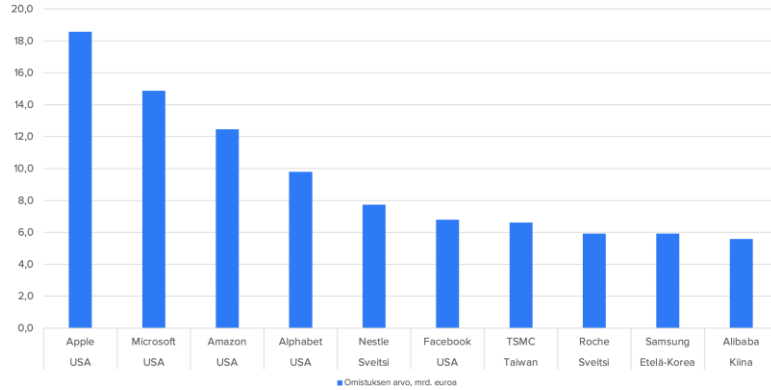
Pieni Pohjoismaa omistaa 1,5 % maailman osakemarkkinoista

Norjalle öljyrahasto on kuin suuri säästöpossu, jonka yksiselitteisenä tehtävänä on taata, että öljystä riittää norjalaisille iloa vielä kaukana tulevaisuudessa. Tämä ei vaikuta mahdottomalta vaatimukselta, sillä viime vuoden lopussa varat olivat kasvaneet lähes 11 000 miljardiin Norjan kruunuun. Valtaosa tästä noin tuhannen miljardin euron pääomasta oli sijoitettuna osakkeisiin. Maailman osakemarkkinoista norjalaiset pitävät öljyrahastonsa kautta noin 1,5 prosenttia hallussaan. Yksi pieni kansakunta omistaa siis 1,5 prosenttia koko maailman pörssivarallisuudesta.

Öljyrahasto ei sijoita lainkaan Norjaan, vaan omistukset levittäytyvät yksinomaan Norjan ulkopuolelle, 72 maahan Yhdysvalloista aina Intian valtamerellä 900 kilometriä Madagaskarista itään sijaitsevalle pienelle Mauritiuksen saarivaltiolle. Osakkeiden lisäksi rahasto omistaa valtioiden ja yritysten velkapapereita sekä kiinteistöjä keskeisistä suurkaupungeista, kuten New Yorkista, Lontoosta ja Tokiosta. Sijoituksista vastaa Norjan keskuspankki. Se on sijoittanut noin 9 000 ulkomaiseen yritykseen ja omistaa esimerkiksi Applea, Microsoftia ja Amazonia. Ihmetystä usein herättävät Sveitsin keskuspankin (SNB) suuret osakeomistukset eivät siis ole ainoita laatuaan. Norges Bankissa tosin ei printata rahaa osakeostojen rahoittamiseen niin kuin SNB:ssä tehdään. Öljyrahasto on tuottanut keskimäärin noin 6,3 prosenttia vuodessa.

Suuret omistukset maailman arvokkaimmissa yhtiöissä

Norjan öljyrahaston 10 suurinta omistusta vuonna 2020



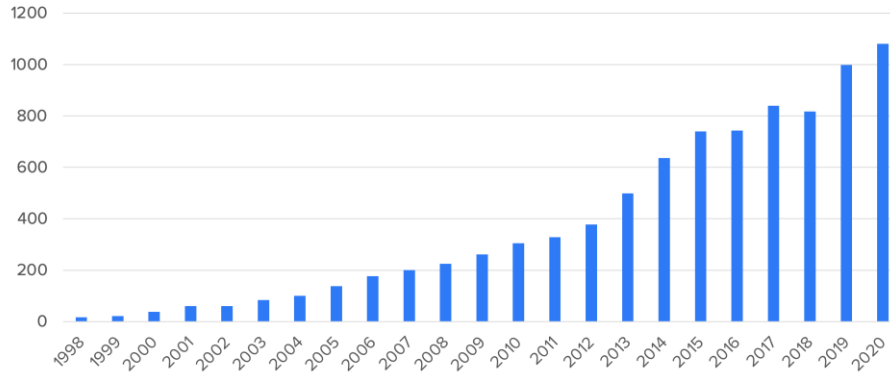
Lähde: Norges Bank

Sijoitusmaailman suurin lumipallo

Maailman 50 vaarallisinta yhtiötä -kirjassaan **Juha-Pekka Raeste** ja **Hannu Sokala** vertaavat vuonna 1990-luvulla perustettua öljyrahastoa lumipalloon. Kirjoittajien mukaan se on maailman suurin lumipallo. Tämä vaikuttaa ehkä hullunkuriselta, sillä toisin kuin öljyyn, lumeen tavataan yhdistää positiivisia konnotaatioita. Hakoteillä kirjoittajat eivät kuitenkaan ole, vaan kielikuvalla mukaillaan sijoittajalegenda **Warren Buffettin** toteamusta: "Elämä on kuin lumipallo. On tärkeää löytää märkää lunta ja pitkä alamäki."

Toista tuhatta miljardia

Öljyrahaston sijoitusten arvo, mrd. euroa



Lähde: Norges Bank

Sijoitusmaailma tuntee tämän lumpalloejektin paremmin korkoa korolle -ilmiönä. Se tarkoittaa, että sijoitusvarallisuuden karttuessa alkuperäiset sijoitukset kasvavat koko ajan vain suuremmiksi ja suuremmiksi. Fyysikko Albert Einsteinin väitetään kuvanneen korkoa korolle -ilmiötä maailman kahdeksanneksi ihmeeksi. Väitteen paikkansapitävyydestä ei tosin ole täyttä varmuutta, mutta maailman historian kenties tunnetuimman fyysikon toteamukseksi se sopisi täydellisesti. Korkoa korolle -efektihän ei tottele fysiikan lakeja. Norjan öljyrahasto kuvaa hyvin, mitä tämä käytännössä tarkoittaa. Vielä 25 vuotta sitten sitä ei ollut edes olemassa, ja nyt se on planeetan suurimpia sijoittajia.

Öljyn siunaus ja kirous

Norjalaiset eivät löytäneet sattumalta öljyä, vaan mustaa kultaa etsittiin vuosia ennen vuonna 1969 tapahtunutta merkittävää läpimurtoa Ekofiskin öljykenttänä sittemmin tunnetulla alueella. Öljylöydös ei ollut vain pisara meressä, vaan Ekofisk on edelleen suurin avomereltä koskaan löydetty öljykenttä. Oli lähellä, ettei historiaa kirjoitettu toisella tavalla. Yhtiö toisensa jälkeen oli lopettanut etsinnät Norjan merialueilla turhautuneena ponnisteluihin, jotka eivät tuottaneet tulosta. Syksyllä 1969 etsinnät olivat enää yhden kortin, yhdysvaltalaisen Phillips Petroleumin, varassa. Se olisi myös heittänyt hanskat tiskiinkin, mutta öljynporausten keskeyttämisen hintalappu oli liian suuri. Norjan hallituksen uhkailemat taloudelliset seuraukset ylittivät summan, jonka Phillips Petroleum arvioi työn loppuun saattamiselle olevan.

Historia on osoittanut, miten helposti riippuvuus luonnonvaroista myrkyttää maan taloudellisen ja poliittisen järjestelmän. Venezuelalla on 60 kertaa enemmän öljyä kuin Norjalla, mutta valtavien öljyvarojensa avulla se on onnistunut lähinnä tuhoamaan taloutensa. Norja on onnistunut välttämään useiden öljyvaltioiden kohtaamat ongelmat, vaikka se on kärsinytkin niin sanottuun Hollannin tautiin yhdistettävistä korkeista työvoimakustannuksista ja vahvasta valuutasta. Norjasta ei kuitenkaan tullut kansainvälisten öljy-yhtiöiden vasalli, vaan se piti kontrollin öljyvaroistaan yhtiöiden vastustelusta huolimatta. Kotimaisen öljyteollisuuden kilpailukyvyistä pidettiin alusta lähtien huolta investoimalla alan tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Erityisen tärkeää oli myös, etteivät investoinnit kohdistuneet vain öljysektoriin, vaan myös yleisemmin Norjan talouden kehittämiseen.

Öljyn avulla alun perin kalastuksesta ja metsäteollisuudesta tunnetusta Norjasta on tullut yksi maailman vauraimmista kansakunnista. Norjan viennistä öljy ja maakaasu ovat vastanneet yhdessä noin 30–50 prosenttia viimeisen kymmenen vuoden aikana. Bruttokansantuotteesta niiden osuus on ollut lähellä viidennestä. Nykyisellä tuotantotahdilla öljykentistä arvioidaan riittävän pumpattavaa vielä noin 50 vuodeksi eli toinen mokoma. Tänä vuonna nimittäin tulee kuluneeksi 50 vuotta siitä, kun öljyntuotanto aloitettiin Norjassa. Öljyrahastonsa ansiosta Norja elää öljytuloillaan vielä paljon tätä pidempään, vaikka rahaston varoja on alettu käyttääkin.

Norjalaisten onni herättää helposti kateutta. Yksi pieni maa omistaa selvästi kokoaan merkittävämmän osan maailman varallisuudesta. Kateus on kuitenkin ansaittua. Ei ole millään tavoin selvää, miten kansakunta pystyy hallitsemaan ja käyttämään harkitusti yhtäkkiä käsiin tulevat satumaiset rikkaudet. Miten Suomi olisi pärjännyt tässä?

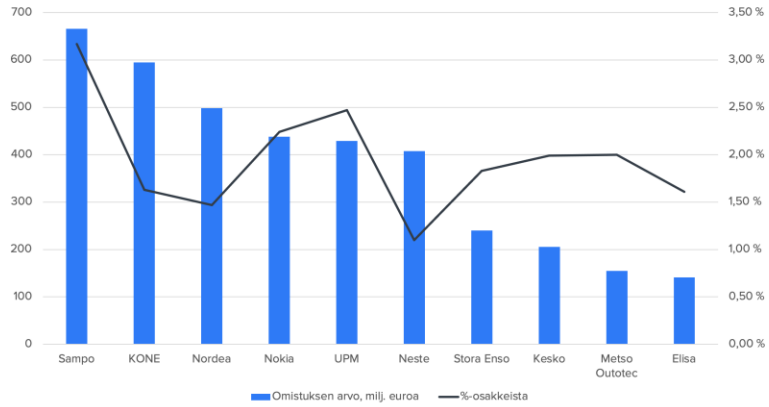
Öljyrahaja sijoitettu myös Helsingin pörssiin

Norjalaiset öljymiljoonat yltävät myös Suomeen. Öljyrahastolla oli kirjoitushetkellä sijoituksia noin 50 suomalaisessa pörssiyhtiössä yhteensä noin 5,0 miljardin euron arvosta. Yhdessäkään niistä sen omistus ei ylittänyt 5 prosentin liputusrajaa, mikä tekisi hallintarekisteröidyistä omistuksista avointa tietoa. Tässä artikkelissa esitetyt suomalaisomistukset perustuvat Holdingsin keräämiin omistajatietoihin.

Merkittävin omistus niin sijoituksen koolla kuin omistusosuudella mitattuna rahastolla on Sammossa, eikä sekään nyt niin valtavan suuri ole, 3,2 prosenttia eli vajaat 700 miljoonaa euroa. Tällä kuitenkin saa sananvaltaa, mikäli sitä vain haluaa käyttää.

Pelimerkit suurissa suomalaisyhtiössä

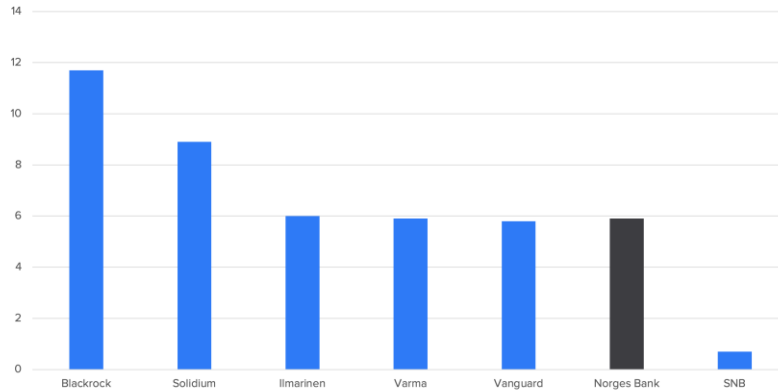
Norjan öljyrahaston suurimmat omistukset Helsingin pörssissä



Lähde: Holdings. Tiedot kerätty 28.3.2020

Norges Bank on yksi suurista

Helsingin pörssin suurimpia sijoittajia, omistukset mrd. euroa



Lähde: Holdings. Tiedot kerätty 31.3.2021

Sammon suurin omistaja on norjalaisrahaston suomalainen vastine, Solidium. Sammon omistajaluettelo antaa hyvän käsityksen tahoista, jotka suomalaisten varallisuutta sijoittavat: Solidium, Ilmarinen, Varma, Elo ja Valtion eläkerahasto. Norjan öljyrahaston mittakaavassa nämä neljä eläkeyhtiötä sekä Solidium näyttävät pieniltä yhdessäkin. Varman ja Ilmarisen kaikkien sijoitusten arvo oli vuoden 2020 lopussa noin 50 miljardia euroa. Elon ja Valtion eläkerahaston sijoitusomaisuudet liikkuiivat vastaavasti 20 miljardin euron paremmalla puolella. Solidiumilla miljardit pysähtyivät kahdeksaan. Suomen valtion omistukset Nesteessä, Fortumissa, Finnairissa ja Altiassa noteerataan valtioneuvoston kanslian alla. Näiden omistusten yhteissumma sahaa osakekurskien mukaan 25–30 miljardin välillä.

Pohjoismaiden välisessä vertailussa Helsingin pörssin merkitys öljyrahastolle on muita pienempi. Tukholman ja Kööpenhaminan pörsseissä rahastolla on selvästi useampia suuria yksittäisiä sijoituksia sekä 2–4 kertaa suurempi jalansija. Sen suurempia johtopäätöksiä yksittäisten suomalaisten omistusten suhteen on vaikea tehdä. Tuskin siihen on syytäkään, sillä vain kourallinen niistä nousee edes yli 100 miljoonaan euroon. Tuhannen miljardin euron sijoitusmassassa 100 miljoonaa tuntuu senteiltä.

Kamux: Käytämme tilanteen hyväksi, kun Mr. Market on antelias

Toistamme 16,0 euron tavoitehinnan ja nostamme suosituksen osta-tasolle (aik. lisää). Kamuxin liiketoiminnassa ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia maaliskuun alussa järjestetyn CMD:n jälkeen (kommenttimme CMD:stä on luettavissa [täällä](#)). Osake näyttää kuitenkin vaipuneen unholaan (1kk: -15 %), mikä tarjoaa pitkäjänteiselle sijoittajalle hyvän ostopaikan. Emme tehneet muutoksia ennusteisiimme, joten suosituksen nosto johtuu puhtaasti markkinoiden alakulosta osaketta kohtaan. Uudella strategiakaudella 2021-2023 Kamux keskittyy entistä vahvemmin kasvuun ja tavoittelee yli 20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua (aik. +10 %), yli 3,5 %:n liikevoittomarginaalia (aik. 4,0 %) ja yli 25 %:n oman pääoman tuottoa. Hyvä tuloskasvu yhdistettynä matalaan arvostukseen tarjoavat mielestämme vahvat positiiviset ajurit osakkeelle.



Petri Kajaani

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



Thomas Westerholm

Analyytikko
+358 50 5412 211
thomas.westerholm@inderes.fi

Kamux | Kurssi: 13.08
Osta | Tavoitehintana: 16.00

Markkinaympäristö pysyy haastavana, mutta olemme vakuuttuneita Kamuxin suorituskyvystä

Koronapandemian aiheuttamat rajoitukset vaikuttivat Kamuxin liiketoimintaan vuonna 2020 mm. heikosta uusien autojen markkinasta johtuvan autopulan, myymälöiden väliaikaisten sulkemisten ja yleisen kuluttajan epävarmuuden kautta. Yhtiö ylsi näistä haasteista huolimatta kaikkien aikojen parhaimpaan liikevaihtoon ja liikevoittoon. Samat teemat näyttävät jatkuvan myös vuonna 2021. Kamux antoi Q4-raportissa ensimmäistä kertaa lyhyen aikavälin näkymät. Yhtiö ohjeisti vuoden 2021 liikevaihdon olevan 800-850 MEUR (2020: 724 MEUR) ja oikaistun liikevoiton kasvavan (2020: 30,7 MEUR). Arvioimme pehmeän ohjeistuksen (kasvu 10-17 %) johtuvan koronapandemiasta, joka ei houkuttele uusien myymälöiden avauksiin ja sitä kautta hidastaa Kamuxin kasvusuunnitelman toteuttamista. Meidän ennustemme vuoden 2021 liikevaihdolle on 838 MEUR (+16 %) ja oikaistulle liikevoitolle 33 MEUR (EBIT 4,0 %). Vaikka pandemiatilanne laittaa kapuloita Kamuxin kasvusuunnitelmiin, emme ole yhtiön pidemmän aikavälin näkymistä huolissamme. Kamuxilla on tehokas liiketoimintamalli, joustava kulurakenne, toimialan parhaat osto- ja myyntitiimit sekä vahvat digitaaliset valmiudet. Näiden avulla uskomme yhtiön pärjäävän poikkeusoloissa yleistä markkinaa paremmin ja vahvistavan asemiaan kaikissa toimintamaissaan (Suomen, Ruotsin ja Saksan käytettyjen autojen markkina ~100 miljardia euroa).

Uusi strategiakausi painottaa kasvua

Maaliskuun alussa pidetyn CMD:n yhteydessä Kamux päivitti keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2021-2023. Uudella strategiakaudella Kamux tavoittelee yli 20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua (aik. +10 %), vuosittain kasvavaa oikaistua liikevoittoa ja yli 3,5 %:n oikaistua EBIT-marginaalia (aik. +4 %), vähintään 25 %:n osingonjakosuhdetta (aik. +30 %) ja yli 25 %:n oman pääoman tuottoa. Kamuxin johdolla on hyvät näytöt varojen tehokkaasta allokoinnista eikä yhtiön tarvitse huolehtia kohdemarkkinan koosta kasvun rajoitteena. Suhtaudumme myönteisesti päätökseen painottaa vahvempaa kasvua kannattavuuden ja osingon kustannuksella, mutta tuloskasvun skaalautuvuutta voidaan joutua odottamaan pidempään, kun yhtiö keskittyy nyt vahvemmin markkina-asemiensa vahvistamiseen Euroopassa.



Petri Kajaani

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



Thomas Westerholm

Analyttikko
+358 50 5412 211
thomas.westerholm@inderes.fi

Kamux | Kurssi: 13.08

Osta | Tavoitehintaa: 16.00

Matala arvostus yhdistettynä vahvaan pitkän aikavälin kasvunäkymään tekevät osakkeesta houkuttelevan

Ennusteidemme mukaiset 2021 ja 2022 P/E-luvut ovat 20x ja 18x ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 12x ja 11x. Mielestämme vahvat näytöt kannattavasta kasvusta, tehokas liiketoimintamalli ja lupaavat pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät antavat hyvät perustelut osta-suositukselle. Lisäksi yhtiöllä on vahva tase, korkea pääoman tuotto ja sen johto sai uusien taloudellisten tavoitteiden myötä entistä enemmän liikkumavaraa pitkän aikavälin vision toteuttamiseen (Euroopan #1 käytettyjen autojen kaupassa). Strategiakaudelle ennustamamme keskimäärin noin ~15 %:n tuloskasvu ja ~2 %:n tasolla oleva (kasvava) osinkotuotto antavat mielestämme osakekurssille vahvat positiiviset ajurit.

**Petri Kajaani**

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

**Thomas Westerholm**

Analyttikko
+358 50 5412 211
thomas.westerholm@inderes.fi

Kamux | Kurssi: 13.08

Osta | Tavoitehinta: 16.00

Relais: Jälleen mielenkiintoinen yrityshankinta

Relaisin Lumise-hankinta on mielenkiintoinen lisä yhtiöperheeseen ja avaa uusia kasvumahdollisuuksia valaisinliiketoiminnassa. Kauppahinta oli kohtuullinen ja tulkitsemme sen tuoneen lisäarvoa osakkeenomistajille. Tämä huomioitiin mielestämme oikein kauppaa seuranneessa kurssireaktiossa ja osake onkin edelleen suunnilleen oikein hinnoiteltu. Perustellun nousuvaran puuttuessa säilytämme vähennä-suosituksemme, mutta syntyneen lisäarvon johdosta nostamme tavoitehinnan 18,00 (17,50) euroon.

Oikotietä aidoksi verkkokauppiaksi

Relais kertoi eilen ostaneensa ajoneuvojen valaisinratkaisuja tarjoavan Lumise Oy -verkkokaupan koko osakekannan. Relais pitää ostostaan enen kaikkea strategisena, sillä Lumisen avulla Relais saa käyttöönsä verkkokauppa-alustan, jolla se omien sanojensa mukaan pystyy käymään valaisinkauppaa globaalisti. Relais sanoo hankkivansa kaupalla kyvykkyyksiä, joiden kehittämiseen yhtiöllä itsellään olisi kulunut vuosia. Kiinnostavana osana kauppaan sisältyy Lumisen omistama mm. mallikohtaisiin lisävalosarjoihin erikoistunut Design by Scandinavian Metal AB (DSM). Relais näkee merkittäviä yhteistyömahdollisuuksia DSM:n ja Raskonen välillä.



Erkki Vesola

Analyttikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Relais Group | Kurssi: 17.80

Vähennä | Tavoitehinta: 18.00

Yhteensopivuus näyttää hyvältä Relaisin kasvuhaluja silmällä pitäen

Lumise on Relaisille tuttu yhtiö ja se on myös Relaisin asiakas. Relaisin indikaatio on, että Lumisen liikevaihdosta yli puolet suuntautuu ammattiautoilijoille, joten laajentumisesta kuluttajapuolen vähittäiskauppaan ei varsinaisesti ole kyse. Lumisen kiinnostavuutta on lisännyt myös yhtiön vahva vienti (noin 50 % liikevaihdosta), joka suuntautuu Euroopan lisäksi mm. Yhdysvaltoihin ja Australiaan. Pohjimmiltaan Relais oli kuitenkin kiinnostunut Lumisen verkkokaupparatkaisusta, data-analytiikkaosaamisesta ja asiakaskokemuksen kehittämiskyvystä. Relais hakeekin Lumisen verkkokauppasovelluksen kautta valmiuksia skaalata oma valaisinmarkkinointinsa nopeasti kansainvälisesti uudelle tasolle ja kasvattaa omien brändiensä näkyvyyttä. Relaisin ja Lumisen synergiat ovat näkyvimpiä ostoissa ja logistiikassa, mutta Relais ei tässä vaiheessa ottanut kantaa saavutettavien synergioiden määrään.

Kauppahinta kohdillaan

Odotamme Lumiselta ripeää kasvua,, mikä nostaa melko selvästi ennusteitamme Relaisin liikevaihdosta. Sitä vastoin vaikutus konsernin tulokseen sekä osakekohtaiseen tulokseen jää pienemmäksi Lumisen alemman peruskannattavuuden, tulossa olevien liikearvopoistojen sekä osakemäärän muutoksen vuoksi. Lumisesta maksettava kauppahinta on mielestämme kohtuullinen ja synnyttää Relaisille arviomme mukaan noin 16-17 MEUR (+5 %) arvonlisää. Osana kauppahintaa maksettavat osakkeet kuitenkin laimentavat osakekohtaisen lisäarvon vajaaseen 3 %:iin eli noin 0,50 euroon. Kaupan jälkeen osake onkin edelleen sekä kokonaistuoton, verrokkiryhmän että DCF-arvon perusteella suunnilleen täyteen hinnoiteltu.



Erkki Vesola

Analytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Relais Group | Kurssi: 17.80

Vähennä | Tavoitehinta: 18.00

Sijoituspalvelukentän konsolidaatio tulee jatkumaan

	Aktia	Evli	eQ	Taaleri	CapMan	Titanium	EAB	United Bankers	OmaSp
Kiinnostus järjestelyihin	2	2	5	5	5	4	5	4	3
Tarve järjestelyille	1	2	3	5	3	5	5	3	4
Kiinnostava ostokohde	2	5	3	5	3	2	2	2	1

1 = matalin, 5 = korkein

Sijoituspalvelukentässä on nähty viime vuosina paljon yritysjärjestelyjä ja odotamme järjestelyaktiiviteetin jatkuvan vilkkaana myös tulevina vuosina. Toimialan konsolidaation ajurit ovat selvät, kasvava regulaatio pakottaa toimijoita kasvamaan seuraavaan kokoluokkaan ja synergiapotentiaalia on tarjolla merkittävästi niin kulujen kuin myynninkin osalta. Olemme tässä analyysissämme tarkastelleet seuraamiamme finanssipalveluyhtiöitä ja niiden roolia konsolidaatiossa. Olemme jättäneet Sammon tarkastelun ulkopuolelle sen painiessa eri kokoluokassa. Keskitymme analyysissämme mahdollisiin kokoluokaltaan merkittäviin järjestelyihin, sillä pienistä täydentävistä ostoista ovat kaikki lähtökohtaisesti kiinnostuneita, eivätkä ne oleellisesti vaikuta yhtiöiden pidemmän aikavälin kehitykseen.

Aktiolla lähivuosien fokus on arviomme mukaan puhtaasti Taalerin Varainhoidon integraatiossa ja pidämme uusien yrityskauppojen todennäköisyyttä pienenä. Taaleri-integraation jälkeen Aktian tarve tehdä järjestelyjä on mielestämme pieni, sillä Aktialla on integraation onnistuessa kaikki tarvittavat palikat (laaja ja laadukas tuotetarjonta sekä vahva jakelu) voimakkaaseen orgaaniseen kasvuun.



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



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

Aktia | Kurssi: 9.85

Osta | Tavoitehintaa: 11.00

Taaleri on avoimesti kertonut halustaan kasvattaa Pääomarahasto-liiketoimintaansa yrityskaupoilla. Lisäksi yhtiöllä on merkittäviä pääomia yrityskauppoja varten ja pidämmekin hyvin todennäköisenä, että Taaleri tulee toteuttamaan yritysostoja seuraavan parin vuoden aikana. Pidämme todennäköisimpänä, että Taalerin yritysostot suuntautuvat muihin Pohjoismaihin, sillä Suomessa on Taalerin näkökulmasta rajallisesti kiinnostavaa ostettavaa (mm. Dasos, Trevian) ja lisäksi Taaleri on kertonut tavoitteekseen kasvaa pohjoismaiseksi edelläkävijäksi impaktisijoituksissa. Taalerin kannalta kiinnostavimpia kohteita olisivat erikoistuneet tuotetalot, jonka ostolla Taaleri saisi hallinnoitavaa varallisuutta sekä track-recordin omaavan tiimin. Tämänkaltaisilla ostoilla Taaleri voisi merkittävästi kiihdyttää liiketoimintansa ylösajoa, sillä kuten yhtiön Energia-liiketoiminta osoittaa, on tiimin kasaaminen tyhjästä todella pitkä tie. Pidämme Taaleria myös potentiaalisena ostokohteena, sillä etenkin Energia-liiketoiminta herättää varmasti kiinnostusta myös rajojemme ulkopuolella. Garantia toimii tässä todennäköisesti kuitenkin jarruna.

Vaikka **Evli** olisikin ainakin paperilla hyvin kiinnostava kumppani usealle kotimaiselle (CapMan & eQ) sekä myös kansainvälisille toimijalle (esim. Carneo), pidämme Evlin osallistumista toimialajärjestelyihin kohtuullisen epätodennäköisenä. Evli ei lähtökohtaisesti tarvitse järjestelyjä, vaan se voi jatkaa vakaata kasvuaan hyvin itsenäisenä. Evli ei myöskään toimialalle varsin poikkeuksellisesti mainitse yrityskauppoja osana strategiaansa, joka kertoo mielestämme paljon yhtiön suhtautumisesta niihin. Lisäksi Evlin omistusperhja (kaksi äänisarjaa ja keskittynyt äänivalta) ei ole optimaalinen järjestelyiden näkökulmasta. Mikäli Evli haluaisi laajentaa toimintaansa merkittäväillä yrityskaupoilla, olisi loogisin kohde ostaa vaihtoehtoisten sijoitusten tuotetalo, jolla Evli pääsisi arvoketjussa yhden askeleen ylemmäs (Evlin strategia vaihtoehtoisissa nojaa pääosin rahastojen rahastoihin).

eQ on varsin avoimesti kertonut kiinnostuksestaan laajentua yrityskaupoilla ja vuoden alussa ilmoitettu muutos Janne Larman siirtymisestä täysipäiväiseksi hallituksen puheenjohtajaksi on myös vahva signaali tähän suuntaan. eQ olisi varmasti kiinnostunut isommasta järjestelystä myös kotimaassa, mutta arviomme mukaan yhtiön osakkeen haastava hinnoittelu (2020 P/E ~30x) toiminee tässä jarruna. Uskomme, että eQ kääntää yrityskaupoissa katseensa ulkomaille ja emme yllättyisi, mikäli näkisimme tulevina vuosina isomman fuusion eQ:n ja jonkun kansainvälisen toimijan välillä. Lähtökohdat järjestelyille ovat eQ:lla erinomaiset, sillä osake on nykyhinnalla erinomaista kauppatavaraa, yhtiö on saanut tulokoneestaan puristettua kaikki mehut irti ja johdon track-record yrityskaupoista on erinomainen.



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



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

Aktia | Kurssi: 9.85

Osta | Tavoitehinta: 11.00

EAB on liputtanut halustaan kasvaa yrityskaupoilla seuraavaan kokoluokkaan. Tämä on täysin loogista, sillä nykyinen kokoluokka ei mahdollista kiinteän kulutason kunnollista skaalautumista. Yhtiön tulisikin päästä seuraavaan kokoluokkaan ja yrityskaupat olisivat tähän nopein ja selkein reitti. EAB:lle on vaikea löytää kotimaasta sopivaa tasavertaista fuusiokumppania ja todennäköisin skenaario onkin, että yhtiö hankkii tulevana vuosina useampia itseään selvästi pienempiä (liikevaihtoluokka 1-5 MEUR) yhtiöitä. Osana isompaa toimialajärjestelyä EAB:tä tuskin nähdään.

Titanium olisi varmasti kiinnostunut laajentumaan epäorgaanisesti, sillä nykymuotoisena yhtiö on täysin yhden tuotteen varassa. Lisäksi nykyinen arvostustaso (2020 P/E ~18x) tekee osakkeesta hyvin houkuttelevan kauppatavaran Titaniumin näkökulmasta. Suurimpana haasteena onkin arviomme mukaan Titaniumin hyvin haastava arvostus suhteessa sen hallinnoimiin pääomiin ja Titaniumin rooli järjestelyissä onkin todennäköisesti toimia itse ostajana. On selvää, että Titanium olisi kiinnostunut laajentamaan nykyistä tuotetarjontaansa, todennäköisesti juuri vaihtoehtoisten tuotteiden saralla. Osakkeenomistajien kannalta yrityskauppa olisi lähtökohtaisesti positiivinen asia, sillä se pienentäisi Titaniumin riskitasoa laajemman tuotetarjonnan myötä ja nykyinen arvostustaso tarjoaa hyvät lähtökohdat omistaja-arvon luomiseksi.

United Bankers on avoimesti kertonut pitävänsä silmät auki mahdollisten järjestelyiden varalta ja yhtiö on myös ilmaissut kiinnostuksestaan vahvistaa jalansijaansa Ruotsissa. UB:lla ei ole pakottavaa tarvetta tehdä järjestelyjä, vaan yhtiö kykenee kyllä jatkamaan orgaanista kasvuaan myös nykyisillä palikoilla. UB:lle on myös vaikea löytää Suomesta tasavertaista fuusiokumppania ja Suomen osalta pidämmekin todennäköisenä, että UB jatkaa pienten täydentävien yrityskauppojen tekoa. Ruotsin osalta suurempikin järjestely on arviomme mukaan mahdollinen, mutta todennäköisin polku myös siellä olisi täydentävät yrityskaupat. Yritysostokohteena pidämme UB:tä suhteellisen epätodennäköisenä.



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



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

Aktia | Kurssi: 9.85

Osta | Tavoitehintaa: 11.00

Oma Säästöpankki on ollut aktiivinen yritysjärjestelyissä ja yhtiö on avoimesti liputtanut kiinnostuksestaan tehdä järjestelyjä myös jatkossa. Näkemyksemme mukaan OmaSp:n pitäisi tulevina vuosina vahvistaa jalansijaansa varainhoidossa (merkitys konsernille nyt hyvin pieni) ja loogisin polku tähän olisi yrityskauppa. Koska yhtiö lähtee varainhoitoon käytännössä nolista, pitäisi kaupan olla järkevän kokoinen ja yhtiön pitäisi yrityskaupan avulla saada laaja kattaus omia tuotteita. Muista seuraamistamme yhtiöistä poiketen OmaSp:n kiinnostus olisi todennäköisesti perinteisen varainhoidon puolella. Pidämmekin hyvin todennäköisenä, että OmaSp tulee ottamaan merkittävän askeleen varainhoidossa tulevien vuosien aikana.



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



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

Aktia | Kurssi: 9.85

Osta | Tavoitehinta: 11.00

Pakotteet taittoivat Huaweiin suorituksen viime vuonna vakaaksi

Kiinalainen teknologiajätti Huawei raportoi keskiviikkona sen vuoden 2020 tuloksesta. Koronapandemiasta ja Yhdysvaltojen asettamista pakotteista huolimatta yhtiö onnistui kasvattamaan liikevaihtoaan noin 4 % 136 miljardiin dollariin. Samalla yhtiön tulos kasvoi noin 3 % vajaaseen 10 miljardiin dollariin. Pakotteet hidastivat kuitenkin selvästi yhtiön vauhtia aiempien vuosien tahdista.

Huaweiin liikevaihto laski EMEA-alueella 12 % ja Americas-alueella 24,5 % heijastellen yhtiötä vastaan asetettuja pakotteita. Tätä paikkasi kuitenkin 15 %:n kasvu Kiinassa, joka on yhtiön ylivoimaisesti suurin markkina-alue (2020: 66 % lv:sta).

Liiketoiminta-alueittain kasvu oli nopeinta 11 % liikevaihdosta muodostaneessa yritysliiketoiminnassa (+23 %). Älypuhelinliiketoiminnan sisältävä kuluttajasegmentti (54 % lv:sta) kasvoi puolestaan 3 %. Rajoitukset ostaa komponentteja yhdysvaltalaisilta puolijohdevalmistajilta sekä Googlen palveluiden estäminen Huaweiin puhelimissa näkyivät kuitenkin selvästi, sillä vuonna 2019 kuluttajasegmentti kasvoi vielä 34 %.

Nokian kanssa kilpailevassa verkkoliiketoiminnassa Huaweiin liikevaihto pysytteli vakaana (+0,2 %) ja oli noin 46 miljardia dollaria. Huawei kommentoi liiketoiminnan kehityksen olleen vakaata EMEA- ja APAC-alueilla 5G-toimitusten ja yritysliiketoiminnan tukiessa liikevaihtoa. Arvioimme Huaweiin kuitenkin kärsineen Euroopassa pakotteista, sillä Ericssonin ja Nokian raporttien perusteella yhtiöt ovat voittaneet markkinaosuuksia täällä. Kiinassa liiketoiminta oli kasvussa, missä paikalliset toimijat Huawei ja ZTE ovat hyötynneet maan suurista infrahankkeista. Nokia menetti markkinaosuuksiaan viime vuonna erityisesti Kiinassa ja sen vanhan raportointirakenteen mukaisen verkkoyksikön liikevaihto laski viime vuonna 7 % tai 5 % valuuttaoikaistuna.



Atte Riikola

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

Nokia | Kurssi: 3.40

Lisää | Tavoitehintaa: 3.60

Huawein etuna on sen massiivinen kotimarkkina ja kyky investoida sen avulla merkittävästi tuotekehitykseen. Viime vuonna yhtiö investoi noin 22 miljardia dollaria tuotekehitykseen. Huaweilla luvussa on mukana puhelinliiketoiminta, mutta luku on silti yli kaksinkertainen Nokian ja Ericssonin yhteenlaskettuun tuotekehityspanostukseen nähden.

**Atte Riikola**

Analyytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

Nokia | Kurssi: 3.40**Lisää** | Tavoitehinta: 3.60

Fodelian tytäryhtiö Feelia teki sopimuksen Eteva kuntayhtymän ruokahuollon järjestämisestä

Fodelia [tiedotti](#) keskiviikkona sen tytäryhtiö Feelian voittaneen kilpailutuksen Eteva kuntayhtymän ruokahuollon järjestämisestä yli 70:een eri Etevan toimipisteeseen. Eteva on yksi Suomen suurimmista vammaisalan osaamiskeskuksista, joka tuottaa palveluja erityistä tukea tarvitseville henkilöille Etelä-Suomen alueella sekä valtakunnallisesti. Etevalla on kokonaisuudessaan yli 140 toimipistettä. Feelian ja Etevan sopimus on pituudeltaan 2+2 vuotta ja sen on tarkoitus alkaa huhtikuussa 2021. Sopimus on konsernin historian suurin (vuositasolla 1,5 MEUR), josta arviomme mukaan 1,1 MEUR ehtii kirjautua liikevaihdoksi vuonna 2021. Tätä edeltävä Feelian ison sopimus oli vuonna 2017 solmittu [Kangasalan kunnan ateriapalvelusopimus](#), jonka arvo oli vuositasolla hieman alle 1 MEUR.

Eteva-sopimus on tärkeä virstanpylväs Feelian tavoitellessa kasvua foodservice-kanavassa, jossa suuret toimijat antavat merkittävän painoarvon potentiaalisen palvelutarjoajan referensseille. Hyviä uutisia tuli viikko sitten myös Feelian ja Bravedon yhteisyritykseltä (Fodbar Oy), kun Fodelia [tiedotti](#) Fodbarin voittaneen kilpailutuksen Kärsämäen kunnan ruoka- ja siivouspalveluista. Kyseinen sopimus on nelivuotinen ja kooltaan yhteensä 2 MEUR (vuositasolla 0,5 MEUR), josta Fodelia-konsernille kuuluva osuus on yhteisyritysmallista johtuen puolet.



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



Thomas Westerholm
Analyttikko
+358 50 5412 211
thomas.westerholm@inderes.fi

Fodelia | Kurssi: 7.82
Vähennä | Tavoitehintaa: 7.50

Fodelian liikevaihto vuonna 2020 oli 23,0 MEUR ja liikevoitto 0,8 MEUR (EBIT 3,7 %). Yhtiö ohjeistaa vuoden 2021 liikevaihdon olevan noin 30-35 MEUR ja liikevoittomarginaalin olevan 5-8 %. Ennustemme Fodelian 2021 liikevaihdolle on 33 MEUR, mikä tarkoittaa 10 MEUR:n kasvua edellisvuodesta. Vaikka yhtiö saa viime vuoden lopussa tehdyillä yrityskaupoilla ([Perniön Liha ja Pita Factory](#)) epäorganista kasvua tälle vuodelle, yhtiö tarvitsee Etevan kaltaisia sopimuksia saavuttaakseen ohjeistuksen mukaisen kasvun. Fodelia ei nähnyt tiedotteen yhteydessä aiheelliseksi nostaa ohjeistustaan, mikä johtuu arviomme mukaan huonosta näkyvyydestä foodservice-kanavan kysynnän kehitykseen. Foodservice-kanava on ollut todella heikko vuoden 2021 alussa koronan aiheuttamien poikkeusolojen vuoksi, kun lounas- ja kouluruokailu ovat olleet jäissä eikä yleisötapahtumia ole voitu järjestää. Foodservice-tukkukaupan myynti laski tammi-helmikuussa peräti 27 % vuodentakaisesta PTY:n [filaston](#) mukaan, mikä tuo vastatuulta foodservice-asiakkaista vahvasti riippuvaisen Feelian toimintaan.

Fodelian antamista lupaavista tiedotteista huolimatta emme koe vielä aiheelliseksi muuttaa ennusteitamme tai näkemystämme yhtiöstä. Vuoden 2021 liikevaihtoennustemme edellyttää 43 %:n kasvua edellisvuodesta ja oikaistu liikevoittoennustemme edellyttää 150 %:n kasvua edellisvuodesta. Ennustemme ylittäminen edellyttää kuitenkin arviomme mukaan lisää Etevan kaltaisia sopimuksia tai foodservice-kanavan elpymistä, mutta meillä ei vielä tässä vaiheessa ole näkyvyyttä kumpaankaan. Vuoden 2021 tulosperusteinen arvostus (P/E 37x ja EV/EBITDA 18x) heijastaa yhtiöön liittyviä voimakkaita tuloskasvuodotuksia.

**Petri Kajaani**

Analyttikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Thomas Westerholm**

Analyttikko

+358 50 5412 211

thomas.westerholm@inderes.fi

Fodelia | Kurssi: 7.82**Vähennä** | Tavoitehinta: 7.50

Alma Median aktiivisuus yritysostoissa jatkui

Alma Media tiedotti keskiviikkona tehneensä kaksi yritysostoa. Ostoista suuremmissa Alma Media osti vajaan 17 %:n vähemmistöosuuden Alma Careerista, kun taas pienemmässä järjestelyssä yhtiö hankki 60 % Netello Systemsin osakekannasta. Näkemysksemme mukaan etenkin Alma Careerin vähemmistöjen hankinta on strategisesti ja taloudellisesti onnistunut hankinta.

Alma Careerin vähemmistöosuuden yhtiö hankki pitkäaikaiselta vähemmistöomistajalta Monster Worldwide Scandinavialta. Vähemmistöomistuksen taustalla oli Alma Careerin ja Monsterin vuonna 2013 vahvistunut yhteistyö, joka laajentui kattamaan itäisen Keski-Euroopan ja Baltian maat. Alma Career -konserniin kuuluvat useat rekrytointiyrietykset Tšekissä, Slovakiassa, Kroatiassa, Bosnia-Hertsegovinassa ja Baltian maissa. Alma Median mukaan omistusrakenteen yksinkertaistaminen selkeyttää ja tukee Alma Career -rekrytointiliiketoiminnan kehittämistä strategiensa mukaisesti.

Alma Media maksaa 16,7 %:n vähemmistöosuudesta 58,5 MEUR, mikä vastaa koko Alma Career -konsernille 300 MEUR:n velatonta yritysarvoa (EV). Vuonna 2020 Alma Career -konsernin liikevaihto oli 62,7 MEUR, käyttökate 23,9 MEUR (käyttökate-% 38,1 %) ja liikevoitto 20,6 MEUR (liikevoitto-% 32,9 %). Siten kaupan arvostus vastaa 4,8x liikevaihtopohjaista EV/S-kerrointa ja vastaavasti 12,6x ja 14,6x tulos pohjaisia EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia. Pidämme järjestelyä odotettuna ja strategisesti hyvänä, sillä sen jälkeen yhtiö pystyy kehittämään liiketoimintaa täysin omin ehdoin. Lisäksi kaupan arvostus on mielestämme liiketoiminnan markkina-asemaan, kasvunäkymään ja kannattavuuteen peilattuna varsin kohtuullinen ja myös selvästi alle verrokkien arvostustason.

Alma tiedotti myös ostaneensa 60 % digitaalisia markkinointiratkaisuja erityisesti pienille ja keskisuurille yrityksille tarjoavan Netello Systemsin osakekannasta. Netello tarjoaa pk-yrityksille tuloksellista hakukoneoptimointia ja siihen liittyviä palveluita, kuten myyntiprosessia tehostavaa konversio-optimointia, hakukonemarkkinointia sekä verkkosivustojen uudistus- ja kehitystyötä. Järjestelyn kauppahintaa ei julkistettu.



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

Alma Media | Kurssi: 9.00
Lisää | Tavoitehintaa: 10.00

Netellon liikevaihto oli vuonna 2020 2,2 MEUR. Näkemyksemme mukaan yritysosto vahvistaa Alma Median tarjontaa digitaalisten markkinointipalveluiden osalta ja on siten yhtiön strategian mukainen. Alma Median (2021e liikevaihto 252 MEUR) kokoluokassa Netellon vaikutus konsernitasolla on kuitenkin ainakin toistaiseksi hyvin pieni.

**Petri Gostowski**

Analyttikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Alma Media | Kurssi: 9.00**Lisää** | Tavoitehinta: 10.00

Airbus kommentoi Euroopan liikenteen elpymisen olleen pettymys, mutta USA:n merkit ovat lupaavia

Lentokonevalmistaja Airbus kommentoi Euroopan lentoliikenteen toipumisen olleen tänä vuonna pettymys, mutta USA:ssa liikenne on palautumassa. Asiasta uutisoi eilen Reuters. Lisäksi Airbus arvioi lyhyemmän matkan kapearunkoliikenteen palautuvan vuoden 2023 tienoilla, kun taas pitkien mannertenvälisen reittien laajarunkoliikenteen palautuminen viipyy nykyarvion mukaan vuoteen 2024 tai 2025. Ennustettavuus liittyen etenkin kansainvälisen liikenteen toipumisen aikatauluun ja kulmakertoimeen on Airbusin mukaan korkea. Airbus on kuitenkin yhä luottavainen, että pandemia ja sen myötä etenkin liikematkustamisen pitkän ajan kehitykseen liittyvät kysymysmerkit eivät taita lentomatkustamisen kysynnän pitkän ajan kasvu-uraa.

Airbusin kommenteissa ei sinällään ollut mitään yllättävää, sillä Euroopassa jylläävä koronapandemia (ml. muuntovirukset) ja hitaasti edenneet rokotukset eivät ole antaneet tilaa oleelliselle elpymiselle. Pidemmälle rokotuksista ehtineestä USA:sta on sen sijaan saatu viime aikoina varsin positiivisia merkkejä, sillä useiden lentoyhtiöiden mukaan lentovaraukset ovat piristyneet selvästi maaliskuussa ja yltäneet jopa 90 %:iin vuoden 2019 tasosta. Varauksia on tukenut luonnollisesti pandemian rauhoittuminen ja rokotusten eteneminen USA:ssa, minkä lisäksi kansalaisille USA:ssa jaetut elvytyssekkit voivat olla tuomassa kysynnälle lisää vetoapua. Viime aikojen elpyminen on ollut USA:ssa vapaa-ajan matkustuksen ajamaa, kun taas liikematkailun toipuminen on ollut kommenttien perusteella selvästi hitaampaa. Lisäksi kotimaan matkustamisen kysyntä on ollut rajoja ylittäviä reittejä parempaa.



Antti Viljakainen

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Finnair | Kurssi: 0.71

Myy | Tavoitehinta: 0.48

USA:n ja jo ennen sitä toipuneen Kiinan sisäisen matkailun vahva toipuminen on mielestämme hyvä merkki myös Euroopan ja eurooppalaisten lentoyhtiöiden kannalta, mutta selvempi toipuminen vaatisi pandemian kuriin saamista ja rokotuksissa edistymistä. Lisäksi EU:n pitäisi löytää yhteinen sävel alueen akuutin pandemian matkustuskäytäntöihin, sillä ilman niitä alueen yhtiöiden kotimarkkinat jäävät pieniksi ja sirpaleisiksi. Euroopan hankalaa pandemiatilannetta peilaten epävarmuus myös Euroopan kesän matkustusesongin osalta on korkea. Eurooppalaisten lentoyhtiöiden olisikin erittäin tärkeää päästä ajamaan operaatioitaan ylös kevään ja kesän aikana, jotta yhtiöiden kassavirtoihin, tasetilanteisiin ja likviditeetteihin liittyvät huolet pysyisivät kurissa.

Odotamme Finnairin toipumisen alkavan H2:n alussa, mutta tämä on ehdollista rokotusten etenemiselle sekä matkustusrajoitusten purkamiselle. Finnair on arvioinut volyymiensä palaavan vuoden 2019 tasolle vuonna 2023 ja meidän ennusteemme on myös jokseenkin tällä tasolla. Tämä on jossain määrin Airbusin arviota ja monia muita ennusteita optimistisempi arvio, mutta ennustettavuus on toki hyvin heikko vielä tässä vaiheessa ja tuntuvatkin muutokset molempiin suuntiin ovat siten mahdollisia. Siten emme tee muutoksia Finnairin ennusteisiimme toistaiseksi, vaikka pidämmekin Finnairin liiketoiminnan toipumisodotustemme kulmakerronta mieluummin optimistisenä kuin pessimistisenä. Finnair on käytännössä täysin riippuvainen valtiorajat ylittävästä matkailusta ja lisäksi arvioimme yhtiön liiketoiminnan tuloksen muodostumisen kannalta avainroolissa ovat olleet Aasian pitkät reitit sekä korkean katerakenteen liikematkailu. Näin ollen emme usko Finnairin olevan toimialan nopeimmin kriisistä toipuvia yhtiötä.

**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

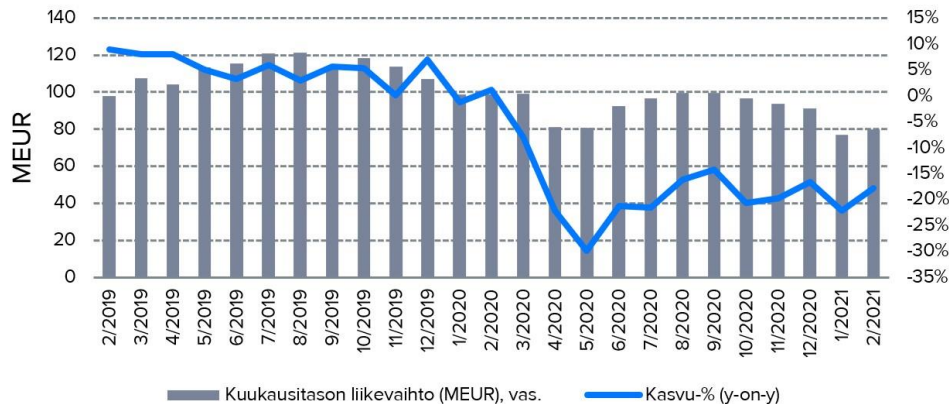
+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Finnair | Kurssi: 0.71**Myy** | Tavoitehinta: 0.48

Henkilöstöpalvelumarkkinan kehitys odotetun alakuloista helmikuussa

Henkilöstövuokrauspalveluiden kuukausitason liikevaihdon kehitys



Lähde: Henkilöstöpalveluyritysten liitto, Inderes

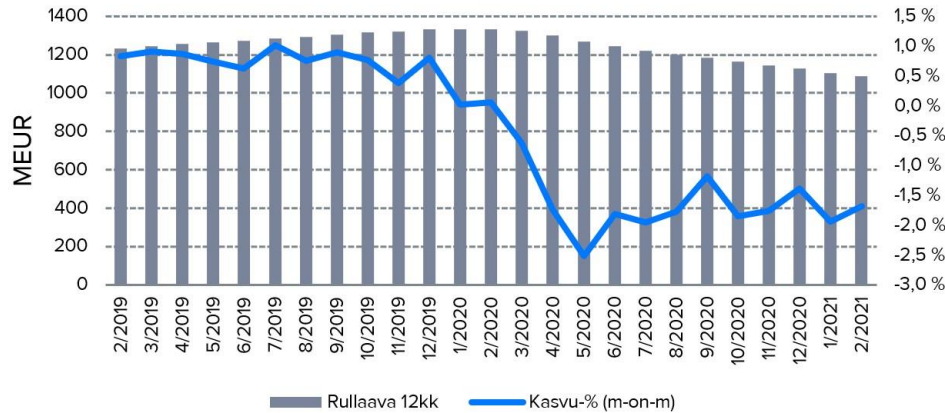
Henkilöstöpalveluyritysten liiton (HPL) liikevaihtotiedustelun mukaan alan 20 suurimman yrityksen liikevaihto oli helmikuussa 97 MEUR ja se laski 14 % vuodentakaisesta. Koko toimialan kehitys on vahvasti linkittynyt henkilöstövuokrauspalveluihin, jotka vastasivat lähes 83 %:sta alan liikevaihdosta. Helmikuussa henkilöstövuokrauspalveluiden liikevaihto oli noin 80 MEUR ja se laski lähes 18 % edellisen vuoden vastaavaan ajankohtaan verrattuna.



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

Eezy | Kurssi: 5.42
Vähennä | Tavoitehinta: 5.80

Henkilöstövuokrauspalveluiden edellisten 12 kuukauden liikevaihdon kehitys



Lähde: Henkilöstöpalveluyritysten liitto, Inderes

Liikevaihdon kehitykseen heijastuvat tavanomaisesti tietyt kausiluonteiset tekijät, mutta tätäkin voimakkaampi tekijä on tällä hetkellä koronapandemia. Tästä huolimatta liikevaihdon kehitystä on mielestämme mielekkäämpää seurata vuositasolla. Henkilöstövuokrauspalveluiden edellisen 12 kuukauden liikevaihto oli helmikuussa noin 1269 MEUR ja laski kuukausitasolla 1,9 %. Vastaavasti vuoden takaiseen nähden lasku oli 18 %.

Helmikuun luvut viitoittavat toimialan kysynnän laskeneen vuoden 2020 lopun tasosta kuluvaan vuoteen alussa. Tämä on tavanomaista alkuvuoden kausiluonteisuus huomioiden. Kokonaistilannetta heikentää luonnollisesti myös pandemian aiheuttama kysynnän voimakas lasku, joka vaikuttaa merkittävimmin rajoitustoimista kärsivällä Horeca-sektorilla. Helmikuun luvut eivät aiheuta ennustemuutospaineita Eezyn tai Enersensen Staff leasing -segmentin ennusteisiimme, jotka odottavat yhtiökohtaisten tekijöiden (mm. liikevaihdon jakauma asiakasaloittain) vuoksi hieman kokonaismarkkinaa suurempaa liikevaihdon laskua vuoden 2021 ensimmäiseltä neljännekseltä.



Petri Gostowski

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Eezy | Kurssi: 5.42

Vähennä | Tavoitehintaa: 5.80

Innofactor myy ei-strategisen Prime-liiketoiminnan

Innofactor kertoi eilen myyvänsä Prime-resurssienhallintaohjelmistoon liittyvän liiketoimintansa Total Specific Solutionsille ("TSS"). Innofactor Prime on joustava ja monipuolinen ohjelmistoratkaisu seurakunnille ja julkishallinnon organisaatioille. Liiketoiminta ja 15 työntekijää siirtyvät TSS:lle 1.4.2021 alkaen.

Liiketoimintakaupalla on järjestelypalkkioiden jälkeen 2,6 MEUR:n positiivinen nettovaikutus Innofactorin Q1:n käyttökatteeseen ja yhtiön arvion mukaan 2 MEUR:n negatiivinen vaikutus vuoden 2021 liikevaihtoon. Innofactor tuottaa myös jatkossa TSS:lle Prime-liiketoimintaan liittyvät käyttöpalvelut. Liiketoimintakaupalla ei ole vaikutusta Innofactorin vuoden 2021 näkyymiin, joiden mukaan Innofactorin vuoden 2021 liikevaihdon ja käyttökäteen (EBITDA) arvioidaan kasvavan vuodesta 2020.

Ymmärryksemme mukaan Prime ei ollut strateginen liiketoiminta, mitä kuvastaa sen T&K:n lopettaminen pari vuotta sitten. Paremmen fokuksen ja vahvistuvan taseen myötä yhtiö pystyy nyt paremmin panostamaan kasvualueille kuten esimerkiksi Dynasty-tuotteeseen. Kaupan arvostusta on vaikea selvästi kommentoida, koska emme tiedä koko vuoden liikevaihtoa ja kannattavuutta. Kauppa laskee vuoden 2021 liikevaihtoennustetta 3 % ja nostaa kertaluonteisesti tulosta selvästi vuonna 2021. Vuoden 2021e käyttökate ennen kauppaa oli 8,5 MEUR. Kaupalla ei näillä tiedoilla ole vaikutusta näkemyksemme osakkeesta ja lisäämme kaupan ennusteisiin Q1-raportin yhteydessä.



Joni Grönqvist

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

Innofactor | Kurssi: 1.85

Osta | Tavoitehintaa: 1.80

Raisio ostaa Beanit- ja Härkis-tuotteistaan tunnetun Verso Foodin

Raisio tiedotti aamulla ostavansa Beanit- ja Härkis-tuotteistaan tunnetun Verso Food Oy:n koko osakekannan. Vuonna 2020 perustettu ja härkäpaputuotteistaan tunnettu Verso Food teki vuonna 2020 liikevaihtoa 8 MEUR ja se kasvoi edellisvuodesta 20 %. Verso Foodin liiketoiminta on ollut suurten investointien ja voimakkaiden myyntipanostusten vuoksi viime vuosina tappiollista ja vuonna 2020 liiketappio oli 3,6 MEUR (2019: -4,5 MEUR). Raisio on omien sanojen mukaan valmistellut laajamittaisen arvonluonti- ja integraatiosuunnitelman, joilla varmistetaan kasvun jatkuminen ja kannattavuuden parantuminen. Verso Foodin 30 elintarvikealan ammattilaista siirtyy yrityskaupan myötä vanhoina työntekijöinä Raisio-konserniin.

Verso Foodin myyjinä toimivat Kavli Holdings AS ja Kavli Oy. Velaton kauppahinta on 7 MEUR ja miljoona kappaletta Raision hallussa olevia vaihto-osakkeita. Raision osakkeiden luovutuksessa on käytetty 31.3.2021 kaupankäyntimäärillä painotettua keskihintaa (3,91 euroa per osake), joten nämä mukaan lukien velaton kauppahinta nousee 10,9 MEUR:oon. Tämä vastaa 1,4x liikevaihtokerrointa (Raision 2021 EV/Sales on 2,2x). Tappiollisesta tuloksesta johtuen yhtiölle ei voi laskea tulos pohjaisia arvostuskertoimia. Raisiolla on erittäin vahva tase (31.12.2020 nettokassa 83 MEUR), joten yrityskauppa on yhtiölle pieni suupala.

Raision johdon mukaan yrityskauppa sopii erinomaisesti Raision strategiaan, missä tavoitteena on kasvupohjaisiin lisäarvotuotteisiin perustuva kasvu. Raisio saa kaupan myötä kasviproteiinimarkkinan johtajuuden Suomessa, täydentävää tuotantoteknologiaa sekä tuotekehitys- ja markkinointiosaamista. Raision kautta Verso Foodin tuotteet saavat paremmat kasvumahdollisuudet niin Suomessa kuin Suomen ulkopuolella. Verso Food liitetään osaksi Raision lukuja 1.4.2021 lähtien. Yhtiön myynnistä noin 80 % on kuluttajatuotteiden myyntiä, joten se tullaan raportoimaan pääosin osana Raision Terveelliset Elintarvikkeet-segmenttiä.



Petri Kajaani

Analytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

Raisio | Kurssi: 3.92

Vähennä | Tavoitehintaa: 3.40

Raision mukaan yrityskauppa ei vaikuta vuoden 2021 ohjeistuksen, jonka mukaan liikevaihto kasvaa edellisvuodesta (2020: 234 MEUR) ja kasvuinvestointeihin etupainotteisesti syntyvät kulut aiheuttavat vuonna 2021 painetta kannattavuuteen verrattuna vuoteen 2020 (2020 vertailukelpoinen EBIT 11,9 %). Meidän ennusteemme Raision 2021 liikevaihdolle (ennen Verso-kauppaa) oli 245 MEUR (kasvu 5 %) ja vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä oikaistulle liikevoitolle 27 MEUR (EBIT 11,0 %). Yrityskaupalla on hyvin pieni positiivinen vaikutus 2021 liikevaihtoennusteeseemme, mutta selvästi merkittävämpi negatiivinen vaikutus liikevoittoennusteeseemme. Tulemme päivittämään yrityskaupan johdosta ennusteemme lähipäivinä.

**Petri Kajaani**

Analyytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

Raisio | Kurssi: 3.92**Vähennä** | Tavoitehinta: 3.40

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2021	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 21	EV/EBIT 21	P/E 22	EV/EBIT 22	P/B 21	Osinko 21e	Tuotto-%	MCAP
Aallon Group	10.90	1.9 %	9.4 %	Lisää	12.00	10.1 %	19.0	15.9	16.3	12.8	3.9	0.25	2.3 %	40
Admicom	95.80	1.3 %	-29.0 %	Lisää	100.00	4.4 %	47.8	40.3	40.2	32.9	17.6	1.20	1.3 %	472
Ahlstrom-Munksjö	17.78	0.1 %	-1.8 %	Vähennä	17.84	0.3 %	18.7	13.5	15.0	10.8	1.4	0.52	2.9 %	2049
Aktia Bank	9.85	-0.3 %	0.6 %	Osta	11.00	11.7 %	12.0	-	10.9	-	1.0	0.61	6.2 %	688
Alma Media	9.00	-1.3 %	0.9 %	Lisää	10.00	11.1 %	19.0	18.6	15.2	14.2	3.8	0.32	3.6 %	740
Apetit	13.35	0.8 %	24.8 %	Vähennä	11.00	-17.6 %	18.4	13.8	14.3	11.2	0.9	0.60	4.5 %	82
Aspo	8.88	-0.4 %	5.7 %	Lisää	9.50	7.0 %	13.8	16.5	11.8	13.4	2.4	0.45	5.1 %	279
Aspocomp Group	4.01	-0.2 %	2.3 %	Lisää	4.20	4.7 %	15.6	15.3	8.5	8.2	1.4	0.10	2.5 %	27
Avidly	5.35	-0.9 %	34.4 %	Lisää	6.00	12.1 %	36.0	33.0	12.7	11.8	2.8	0.00	0.0 %	28
Basware	36.65	0.3 %	-12.7 %	Lisää	40.00	9.1 %	neg.	117.4	neg.	64.1	6.9	0.00	0.0 %	529
Bilot	7.57	-0.4 %	3.7 %	Vähennä	7.50	-0.9 %	20.0	19.8	17.8	15.2	1.9	0.08	1.1 %	37
Bittium	6.61	0.3 %	14.2 %	Lisää	6.80	2.9 %	50.9	44.9	20.9	18.2	2.0	0.00	0.0 %	235
Boreo	33.80	2.4 %	15.0 %	Lisää	35.00	3.6 %	16.2	11.8	13.6	11.0	4.2	0.44	1.3 %	86
CapMan	2.62	0.2 %	13.2 %	Lisää	2.80	6.9 %	14.8	12.1	13.4	11.0	3.5	0.15	5.7 %	413
Cargotec	46.10	0.8 %	36.3 %	Vähennä	41.00	-11.1 %	18.5	7.0	15.4	11.2	1.9	1.20	2.6 %	2969
Caverion	5.17	0.0 %	-11.0 %	Vähennä	6.00	16.1 %	17.8	13.1	11.3	8.4	3.4	0.15	2.9 %	703
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	164.00	-0.2 %	-2.1 %	Vähennä	165.00	0.6 %	14.3	21.0	14.2	20.1	1.4	0.99	6.2 %	639
Consti Plc	13.00	1.6 %	29.4 %	Lisää	13.00	0.0 %	13.8	10.5	10.8	8.0	2.9	0.45	3.5 %	99
Detection Technology	25.50	-4.1 %	6.7 %	Vähennä	24.00	-5.9 %	35.3	26.7	24.2	17.8	5.7	0.39	1.5 %	372
Digia	7.52	0.5 %	0.0 %	Lisää	8.40	11.7 %	15.9	15.9	14.7	14.0	3.0	0.17	2.3 %	201
EAB Group	3.68	3.4 %	17.2 %	Myy	3.00	-18.5 %	22.3	16.8	14.1	10.9	2.5	0.11	3.0 %	50
Eezy Oyj	5.42	2.7 %	-8.1 %	Vähennä	5.80	7.0 %	22.2	16.0	12.7	11.6	1.3	0.15	2.8 %	134
Efecte	14.60	0.0 %	35.2 %	Lisää	15.50	6.2 %	308.8	313.6	65.9	61.6	39.2	0.00	0.0 %	88
Elisa	51.14	-1.0 %	14.0 %	Lisää	53.00	3.6 %	23.9	21.4	23.4	20.8	6.7	2.05	4.0 %	8186
Endomines (SEK)	2.55	0.8 %	-16.4 %	Lisää	3.20	25.5 %	neg.	neg.	48.9	34.7	1.3	0.00	0.0 %	553
Enedo	0.48	-0.6 %	-46.2 %	Myy	0.23	-52.5 %	neg.	neg.	46.1	29.7	3.8	0.00	0.0 %	33

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2021	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 21	EV/EBIT 21	P/E 22	EV/EBIT 22	P/B 21	Osinko 21e	Tuotto-%	MCAP
Enersense International	10.00	-1.0 %	20.5 %	Lisää	9.00	-10.0 %	17.2	71.2	12.4	16.3	4.5	0.05	0.5 %	116
eQ	18.50	-0.5 %	10.4 %	Vähennä	17.00	-8.1 %	22.7	17.0	22.0	16.5	10.1	0.84	4.5 %	732
Etteplan	16.50	1.9 %	27.4 %	Vähennä	15.00	-9.1 %	21.7	18.0	19.4	15.5	4.2	0.38	2.3 %	412
Evli Pankki	16.20	1.9 %	32.8 %	Lisää	16.50	1.9 %	15.5	-	13.1	-	3.9	0.99	6.1 %	392
Exel Composites	8.66	-0.5 %	17.3 %	Lisää	9.20	6.2 %	14.3	12.4	13.4	11.4	3.0	0.22	2.5 %	103
F-Secure	4.04	-0.2 %	5.3 %	Vähennä	3.60	-10.9 %	38.2	30.7	32.5	25.5	7.1	0.04	1.0 %	638
Fellow Finance	2.80	3.7 %	-3.4 %	Lisää	3.20	14.3 %	neg.	139.3	23.2	15.4	1.5	0.00	0.0 %	20
Finnair	0.71	-1.5 %	-6.3 %	Myy	0.48	-32.4 %	neg.	neg.	33.2	13.1	2.1	0.00	0.0 %	999
Fiskars	15.86	0.5 %	5.9 %	Vähennä	15.00	-5.4 %	19.2	18.7	15.9	12.3	1.8	0.62	3.9 %	1292
Fodelia	7.82	5.1 %	-7.1 %	Vähennä	7.50	-4.1 %	37.4	30.7	23.7	19.8	5.8	0.11	1.4 %	57
Fondia	7.48	-0.3 %	-6.5 %	Lisää	8.00	7.0 %	20.0	14.2	15.8	10.7	4.8	0.30	4.0 %	29
Fortum	22.76	-0.6 %	15.5 %	Lisää	22.50	-1.1 %	16.3	13.7	17.4	15.8	1.5	1.12	4.9 %	20219
Glaston	0.85	2.2 %	-4.5 %	Lisää	0.95	11.8 %	14.4	11.1	9.4	7.4	1.0	0.03	3.5 %	71
Gofore	21.60	-0.5 %	25.9 %	Lisää	20.00	-7.4 %	24.6	22.2	22.5	19.5	7.0	0.30	1.4 %	303
Harvia	30.80	3.7 %	25.7 %	Lisää	33.00	7.1 %	28.9	22.5	26.1	19.9	7.4	0.60	1.9 %	574
Heeros	6.75	-2.2 %	-10.0 %	Lisää	8.00	18.5 %	37.2	33.2	20.9	19.6	11.0	0.00	0.0 %	30
Huhtamäki	38.56	-1.6 %	-8.8 %	Lisää	43.00	11.5 %	17.9	14.7	16.9	13.5	2.8	0.95	2.5 %	4023
Ilkka-Yhtymä	5.16	0.8 %	22.9 %	Lisää	5.50	6.6 %	27.2	51.2	27.3	47.2	0.8	0.20	3.9 %	131
Incap	24.30	0.0 %	31.7 %	Lisää	27.00	11.1 %	11.6	8.8	10.7	7.4	2.6	0.30	1.2 %	142
Innofactor	1.85	-0.3 %	45.1 %	Osta	1.80	-2.7 %	14.9	18.1	13.8	10.3	2.7	0.04	2.2 %	69
Investors House	5.95	1.7 %	4.4 %	Lisää	6.50	9.2 %	17.1	17.7	12.0	12.3	0.9	0.29	4.9 %	36
Kamux	13.08	-0.8 %	-3.8 %	Osta	16.00	22.3 %	20.4	15.8	18.1	14.2	4.7	0.25	1.9 %	522
Kemira	13.09	-1.6 %	1.2 %	Vähennä	14.50	10.8 %	14.5	12.4	13.5	11.5	1.6	0.58	4.4 %	2001
Kesko	26.08	1.2 %	24.0 %	Vähennä	25.00	-4.1 %	26.5	22.2	26.0	21.8	4.5	0.77	3.0 %	10338
Kesla	4.34	0.7 %	1.6 %	Lisää	4.80	10.6 %	13.0	15.7	9.9	12.3	1.1	0.15	3.5 %	14
Kone	69.66	-0.2 %	4.8 %	Myy	61.00	-12.4 %	34.4	25.3	32.4	23.5	11.8	1.80	2.6 %	36111

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2021	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 21	EV/EBIT 21	P/E 22	EV/EBIT 22	P/B 21	Osinko 21e	Tuotto-%	MCAP
Konecranes	38.00	-2.1%	32.0 %	Vähennä	35.00	-7.9 %	18.4	13.8	15.6	11.7	2.3	1.30	3.4 %	2998
LeadDesk	26.00	0.8 %	-25.7 %	Lisää	27.00	3.8 %	82.6	151.7	55.0	74.1	9.8	0.00	0.0 %	136
Lehto Group	1.77	0.0 %	30.8 %	Vähennä	1.50	-15.1 %	18.0	14.7	11.0	9.4	1.2	0.00	0.0 %	153
Loudspring	0.33	2.1 %	-27.1 %	Myy	0.28	-15.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.5	0.00	0.0 %	14
Marimekko	48.40	0.1 %	6.3 %	Lisää	55.00	13.6 %	25.0	18.7	24.1	17.8	6.5	1.20	2.5 %	393
Martela	2.70	-0.7 %	-12.6 %	Lisää	3.00	11.1 %	13.3	10.0	10.5	7.5	0.9	0.10	3.7 %	11
Metso Outotec	9.51	0.5 %	16.3 %	Lisää	10.00	5.2 %	22.8	18.9	19.2	14.2	3.6	0.25	2.6 %	7866
Metsä Board	9.29	-2.2 %	7.8 %	Vähennä	8.75	-5.8 %	17.0	13.4	18.3	13.7	2.2	0.28	3.0 %	3302
Musti Group	27.52	3.6 %	12.1 %	Lisää	28.50	3.6 %	35.2	29.8	30.3	23.3	5.6	0.49	1.8 %	923
Neste	45.26	-1.9 %	-23.5 %	Vähennä	50.00	10.5 %	27.7	22.9	21.3	17.8	5.3	0.85	1.9 %	34752
Next Games	2.14	0.0 %	1.9 %	Myy	1.60	-25.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	3.1	0.00	0.0 %	64
Nixu	9.92	1.4 %	3.1 %	Lisää	11.50	15.9 %	57.9	47.3	29.1	23.5	4.9	0.00	0.0 %	73
NoHo Partners	7.30	2.2 %	-9.4 %	Vähennä	7.50	2.7 %	neg.	neg.	11.9	18.9	2.1	0.00	0.0 %	140
Nokia Corporation	3.40	-0.3 %	8.1 %	Lisää	3.60	5.7 %	17.8	21.1	13.3	10.5	1.5	0.00	0.0 %	19166
Nokian Renkaat	30.88	-4.3 %	7.1 %	Vähennä	29.00	-6.1 %	17.9	14.8	15.8	12.1	2.6	1.40	4.5 %	4268
Nurminen Logistics	1.08	4.9 %	142.2 %	Myy	0.35	-67.6 %	neg.	41.6	neg.	38.1	24.4	0.00	0.0 %	80
Oma Säästöpankki	12.45	2.5 %	17.5 %	Osta	13.00	4.4 %	11.2	-	9.7	-	1.0	0.30	2.4 %	368
Oriola	2.05	0.5 %	7.8 %	Lisää	2.00	-2.4 %	19.3	17.1	17.1	13.3	2.1	0.09	4.4 %	371
Orion	34.17	0.4 %	-9.0 %	Lisää	38.00	11.2 %	25.2	19.0	21.9	16.6	6.7	1.50	4.4 %	4799
Orthex	8.30	-3.5 %	11.9 %	Lisää	8.50	2.4 %	17.3	17.0	15.6	12.6	4.6	0.22	2.7 %	147
Outokumpu	4.94	2.8 %	53.4 %	Lisää	4.50	-8.9 %	43.6	21.1	13.8	10.9	0.8	0.00	0.0 %	2034
Ovaro Kiinteistösijoitus	3.80	-0.8 %	-8.7 %	Vähennä	4.00	5.3 %	neg.	neg.	neg.	neg.	0.6	0.00	0.0 %	34
Panostaja	0.70	-0.8 %	-7.1 %	Vähennä	0.72	2.6 %	neg.	151.6	neg.	31.0	1.0	0.03	4.3 %	36
Pihlajalinna	11.60	0.9 %	23.7 %	Lisää	11.50	-0.9 %	17.1	17.4	15.6	15.0	2.2	0.22	1.9 %	262
Piippo	3.94	1.5 %	24.7 %	Myy	3.00	-23.9 %	22.5	16.9	14.7	13.3	0.7	0.10	2.5 %	5
Ponsse	37.80	-0.5 %	29.5 %	Vähennä	33.00	-12.7 %	19.1	13.8	16.4	11.6	3.6	0.85	2.2 %	1058

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2021	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 21	EV/EBIT 21	P/E 22	EV/EBIT 22	P/B 21	Osinko 21e	Tuotto-%	MCAP
PunaMusta Media	6.65	-0.7 %	19.8 %	Vähennä	5.30	-20.3 %	34.9	35.5	22.9	21.1	1.9	0.15	2.3 %	83
Qt Group	89.40	-0.2 %	55.2 %	Lisää	95.00	6.3 %	106.2	85.0	64.0	50.6	41.2	0.30	0.3 %	2209
Raisio Vaihto-osake	3.92	0.0 %	22.7 %	Vähennä	3.40	-13.2 %	27.7	18.2	24.6	17.9	2.2	0.14	3.6 %	616
Rapala VMC	7.12	1.7 %	63.3 %	Lisää	6.70	-5.9 %	21.0	16.6	16.9	12.5	1.8	0.10	1.4 %	274
Raute	22.80	-0.9 %	0.4 %	Vähennä	22.00	-3.5 %	19.1	14.0	14.2	10.1	2.3	0.90	3.9 %	97
Reka Industrial	3.43	-1.4 %	-2.6 %	Myy	3.00	-12.5 %	11.6	10.7	11.5	10.2	1.6	0.05	1.5 %	20
Relais Group	17.80	3.2 %	21.1 %	Vähennä	18.00	1.1 %	14.8	22.9	13.3	17.5	4.1	0.40	2.2 %	317
Remedy Entertainment	40.90	1.7 %	4.9 %	Lisää	50.00	22.2 %	43.6	30.1	45.5	31.3	6.2	0.20	0.5 %	534
Revenio Group	50.60	0.0 %	0.6 %	Lisää	60.00	18.6 %	62.8	51.6	47.4	37.2	16.5	0.40	0.8 %	1344
Rovio	6.63	-1.1 %	5.2 %	Osta	7.50	13.0 %	19.0	10.3	20.9	10.5	2.7	0.12	1.8 %	487
Rush Factory Plc	2.22	0.0 %	-1.8 %	Lisää	2.20	-0.9 %	23.6	19.9	5.8	4.4	19.3	0.00	0.0 %	5
Sampo	38.47	-0.8 %	11.3 %	Osta	41.00	6.6 %	14.6	12.4	13.5	11.2	1.8	1.90	4.9 %	21364
Sanoma	14.32	-0.4 %	4.2 %	Vähennä	15.00	4.7 %	18.7	18.2	17.5	15.8	3.2	0.54	3.8 %	2334
Scanfil	7.46	0.5 %	14.4 %	Lisää	7.30	-2.1 %	14.6	11.4	13.9	10.4	2.3	0.19	2.5 %	480
Sievi Capital	1.27	0.4 %	18.1 %	Osta	1.30	2.0 %	9.2	6.5	8.4	6.1	0.9	0.05	3.9 %	73
Silli Solutions	17.75	2.6 %	34.0 %	Lisää	17.00	-4.2 %	16.6	18.9	14.8	15.0	4.7	0.34	1.9 %	124
Sitowise Group	8.48	1.9 %	3.3 %	Vähennä	8.60	1.4 %	20.4	17.0	19.3	15.7	2.6	0.12	1.4 %	298
Solteq	5.35	-0.9 %	91.1 %	Osta	5.60	4.7 %	20.2	15.1	16.8	12.8	3.6	0.10	1.9 %	103
Soprano	0.36	2.3 %	-8.7 %	Myy	0.30	-15.7 %	48.0	35.5	18.6	21.0	2.2	0.00	0.0 %	6
Sotkamo Silver (SEK)	3.20	0.0 %	2.1 %	Lisää	4.10	28.1 %	12.6	10.5	10.4	8.6	2.1	0.00	0.0 %	626
SRV Group	0.57	1.4 %	-4.7 %	Vähennä	0.58	2.5 %	20.6	19.0	9.0	11.7	0.8	0.00	0.0 %	148
SSH Communications Security	2.59	0.0 %	52.8 %	Myy	1.60	-38.2 %	neg.	neg.	132.7	36.9	19.9	0.00	0.0 %	100
Stora Enso	15.90	-5.3 %	1.7 %	Vähennä	15.00	-5.7 %	18.1	15.6	17.5	14.4	1.4	0.40	2.5 %	12543
Suominen	5.74	-0.7 %	13.0 %	Lisää	6.00	4.5 %	13.0	9.6	14.3	9.9	2.1	0.22	3.8 %	329
Taaleri	9.52	0.2 %	17.2 %	Lisää	11.00	15.5 %	17.9	1.2	20.8	9.3	1.0	0.90	9.5 %	274
Talenom	10.70	-2.3 %	-28.9 %	Lisää	12.00	12.1 %	40.8	33.0	31.7	25.9	12.6	0.16	1.5 %	472

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2021	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 21	EV/EBIT 21	P/E 22	EV/EBIT 22	P/B 21	Osinko 21e	Tuotto-%	MCAP
Tallink Grupp	0.67	0.0 %	-9.2 %	Lisää	0.80	19.4 %	248.2	52.3	11.6	18.6	0.7	0.00	0.0 %	448
Tecnotree	0.63	-0.9 %	-9.9 %	Osta	0.68	7.3 %	11.4	8.0	9.9	6.4	4.9	0.00	0.0 %	174
Teleste	5.14	-2.3 %	14.5 %	Lisää	5.50	7.0 %	15.5	9.0	12.5	9.9	1.4	0.15	2.9 %	93
Telia Company (SEK)	37.83	0.1 %	11.4 %	Lisää	40.00	5.7 %	18.4	13.1	16.2	18.3	2.3	2.00	5.3 %	154710
Terveystalo	11.84	-0.7 %	17.9 %	Lisää	12.00	1.4 %	23.4	21.1	20.1	18.2	2.4	0.28	2.4 %	1515
TietoEVRV	26.42	-0.7 %	-1.6 %	Osta	30.00	13.6 %	11.1	13.4	10.3	11.5	1.9	1.35	5.1 %	3128
Tikkurila	33.85	-0.4 %	35.7 %	Pidä	34.00	0.4 %	32.0	23.9	32.4	23.0	6.5	0.00	0.0 %	1493
Titanium	16.85	0.9 %	30.1 %	Vähennä	13.00	-22.8 %	15.9	13.8	14.5	12.1	7.4	0.91	5.4 %	173
United Bankers	12.50	0.0 %	16.8 %	Vähennä	11.00	-12.0 %	18.2	12.6	14.9	10.1	3.2	0.55	4.4 %	131
UPM-Kymmene	30.63	-6.7 %	0.5 %	Lisää	31.00	1.2 %	21.2	17.8	19.7	17.0	1.7	1.30	4.2 %	16341
Uutechnic Group	0.59	0.0 %	-0.8 %	Vähennä	0.60	0.8 %	18.3	13.9	14.6	11.4	2.5	0.01	1.7 %	33
Vaisala	31.85	-1.4 %	-21.1 %	Vähennä	30.00	-5.8 %	28.5	27.0	26.7	23.4	5.4	0.63	2.0 %	1160
Valmet	31.01	0.3 %	32.7 %	Lisää	30.00	-3.3 %	17.9	13.1	16.8	12.1	3.7	1.00	3.2 %	4635
Verkkokauppa.com	8.82	-1.1 %	23.9 %	Lisää	9.30	5.4 %	23.5	17.0	21.8	15.6	10.7	0.25	2.8 %	397
Viafin Service	17.10	1.8 %	7.5 %	Vähennä	17.00	-0.6 %	18.8	12.7	17.7	11.2	2.9	0.40	2.3 %	61
Vincit	9.60	-0.4 %	33.7 %	Osta	10.50	9.4 %	17.6	15.2	15.4	12.5	4.3	0.20	2.1 %	115
Wulff Group	3.04	0.7 %	-6.2 %	Vähennä	3.50	15.1 %	12.3	9.1	12.1	9.1	1.4	0.13	4.3 %	20
Wärtsilä	8.93	-0.6 %	9.6 %	Vähennä	8.70	-2.6 %	25.0	17.0	18.8	13.2	2.3	0.27	3.0 %	5286
YIT Corporation	4.53	-1.2 %	-8.1 %	Vähennä	5.00	10.3 %	12.1	13.2	9.1	9.8	1.0	0.20	4.4 %	947

Palkinnot



**2020, 2019,
2018, 2017,
2016, 2012**

Juha Kinnunen



**2020, 2019,
2018, 2016,
2012**

Sauli Vilén



**2020, 2019,
2018, 2016,
2015**

Antti Viljakainen



**2019, 2017,
2016, 2014**

Mikael Rautanen



**2020, 2019,
2017**

Petri Kajaani



2020, 2019

Joni Grönqvist



2020, 2018

Erkki Vesola



2020

Petri Gostowski



2020

Atte Riikola



2020

Olli Koponen



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS

Yhteystiedot

Aapeli Pursimo

Analyttikko
aapeli.pursimo@inderes.fi
+358 40 719 6067

Antti Luuro

Analyttikko
antti.luuro@inderes.fi
+358 50 571 4893

Antti Viljakainen

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

Atte Riikola

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

Erkki Vesola

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

Joni Grönqvist

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

Joonas Korkiakoski

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

Juha Kinnunen

Osakestrategi, analyttikko
juha.kinnunen@inderes.fi
+358 40 778 1368

Marianne Palmu

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

Matias Arola

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

Mikael Rautanen

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

Olli Koponen

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

Olli Vilppo

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

Petri Gostowski

Analyttikko
petri.gostowski@inderes.fi
+358 40 821 5982

Petri Kajaani

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

Rane Robotti

Roboanalyttikko (huollossa)
info@inderes.fi
+358 10 219 4690

Sauli Vilén

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

Thomas Westerholm

Analyttikko
thomas.westerholm@inderes.fi
+358 50 5412 211