



Revenio Q3: Palaamme varovasti junan kyytiin

22.10.2021

AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Turkin keskuspankki taipui taas ohjauskoron laskuun, inflaatio laukkaa 19 %:ssa
- Verkkokauppa.com Q3: Vahvaa kasvua, mutta kannattavuus jäi odotuksista
- Bittium Q3: Komponenttihaasteiden keskellä kohtuullinen tulos
- Kesla Q3: Nyt on millä mällätä
- Reka Industrial Q3: Kasvu kompensoi kustannusten nousupainetta
- Telia: Hitaasti oikeaan suuntaan
- SSH Q3: Vuosi täytyy päättää superneljänneeseen
- F-Secure: Paraneva suoritus ennakoi posaria loppuvuoteen
- Huhtamäki: Inflaation yli katsottuna osake alkaa olla edullinen
- Heeros: Suunta oikea, vauhti vielä tarkentuu
- Alma Media: Ennätystason kannattavuudesta nostetta ennusteille
- Topdanmarkilta odotuksia parempi Q3-tulos henkivakuutuksen vetämänä

Yhtiöt aamukatsauksessa:

Revenio Group, Verkkokauppa.com, Bittium, Kesla, Reka Industrial, Telia Company, SSH Communications Security, F-Secure, Huhtamäki, Heeros, Alma Media, Sampo, Wärtsilä, TietoEVRY, Suominen, Fortum, Sotkamo Silver, Toivo Group

Markkinakatsaus

Kehittyneillä markkinoilla Euroopassa nähtiin torstaina lievä laskupäivä (Eurostoxx 600 -0,1 %), mutta USA:ssa oli pääosin nousua (Nasdaq +0,6 %, Dow Jones -0,0 %, S&P 500 +0,3 %). S&P 500 kiipesi samalla uusille ennätystasoilleen. Tesla ja Microsoft olivat päivän nousukärjessä, mutta IBM:n osake laski 9,6 % tulospettymyksen jälkeen.

Aasian markkinoilla aamu aloitettiin nousutunnelmissa. Japanin Nikkei oli aamulla 0,3 % ja Kiinan Shanghai Composite 0,2 % plussalla. Kiinalaiset kiinteistöosakkeet lähtivät nousuun, kun kiinteistöjätti Evergrande onnistui suorittamaan yllättäen korkomaksueränsä.

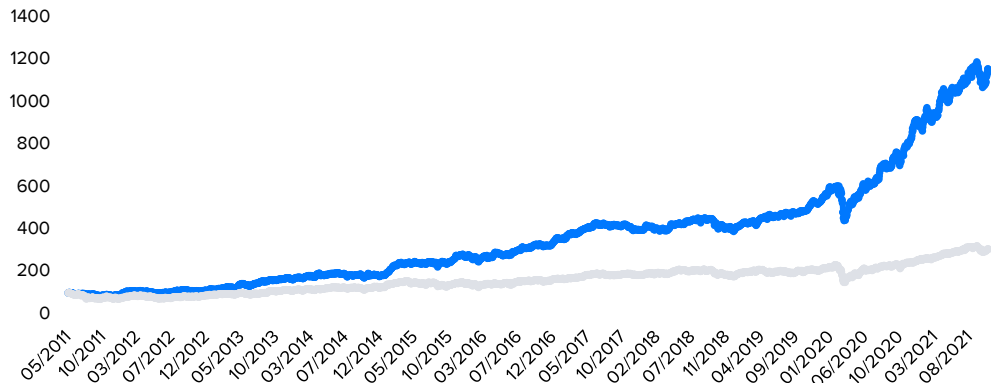
Valuuttamarkkinoilla euron kurssi dollaria vastaan oli aamulla 1,163 dollarissa.

Raaka-ainemarkkinalla öljyn hinta oli aamulla laskussa ja WTI-futuurit liikkeivät 82,3 dollarissa/bbl (-0,3 %).

Indeksit

OMXH -0.79 % 12754.8	OMXS -0.05 % 2325.2
DAX -0.32 % 15472.6	EUROSTOXX 600 -0.08 % 469.7
S&P 500 0.30 % 4549.8	Nikkei 225 0.36 % 28810.9
Shanghai 0.09 % 3598.2	EUR/USD 0.00 % 1.163

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

2%

1 vuosi

57%

3 vuotta

171%

Aloituksesta

1045%

Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

Ennätystason kannattavuudesta nostetta ennusteille

22.10.2021 | Alma Media | Vähennä

Inflaation yli katsottuna osake alkaa olla edullinen

22.10.2021 | Huhtamäki | Lisää

Paraneva suoritus ennakoi posaria loppuvuoteen

22.10.2021 | F-Secure | Vähennä

Vuosi täytyy päättää superneljännekseen

22.10.2021 | SSH Communications Security | Myy

Hitaasti oikeaan suuntaan

22.10.2021 | Telia Company | Lisää

Palaamme varovasti junan kyytiin

22.10.2021 | Reventio Group | Lisää

Nyt on millä mällätä

22.10.2021 | Kesla | Lisää

Suunta oikea, vauhti vielä tarkentuu

21.10.2021 | Heeros | Lisää

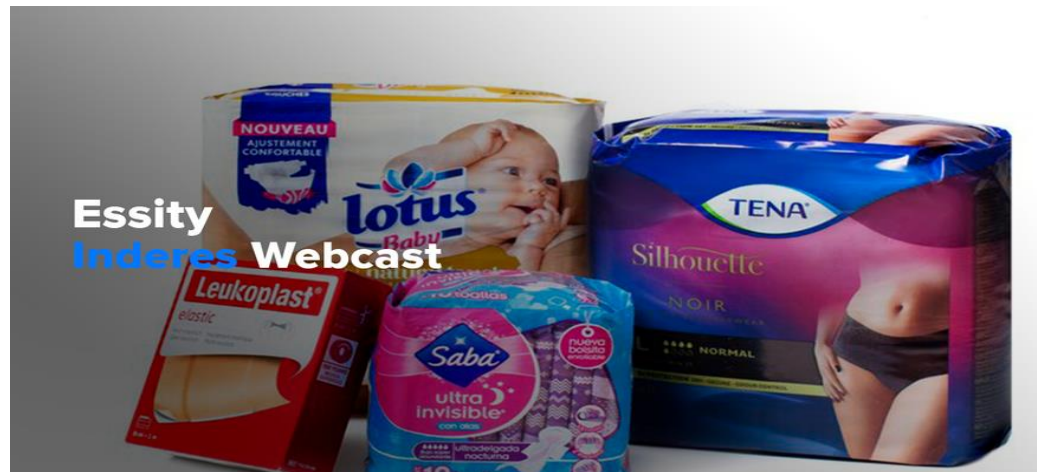
Hinta on kohdallaan

21.10.2021 | Stora Enso | Vähennä

Kasvu on pristinnyt ja on vankemmalla pohjalla

21.10.2021 | Elisa | Vähennä

InderesTV



Essity Q3'21 pe 22.10. kello 10:00



Boliden Q3'21 pe 22.10. kello 10:30



Verkkokauppa.com Q3'21 pe 22.10. kello 10:00

Makrotapahtumat, 22.10.2021

10:30 Saksa: Markit teollisuuden

ostopäällikköindeksi, alustava , loka , ennuste (Reuters) 56,9 /edellinen 58,4

10:30 Saksa: Palvelualojen ostopäällikköindeksi,

alustava , loka , ennuste (Reuters) 55,1 /edellinen 56,2

10:30 Saksa: Markit yhdistetty

ostopäällikköindeksi, alustava , loka , ennuste (Reuters) 54,0 /edellinen 55,5

11:00 Euroalue: Markit teollisuuden

ostopäällikköindeksi, alustava , loka , ennuste (Reuters) 57,0 /edellinen 58,6

11:00 Euroalue: Markit palveluiden

ostopäällikköindeksi, alustava , loka , ennuste (Reuters) 55,4 /edellinen 56,4

11:00 Euroalue: Markit yhdistetty

ostopäällikköindeksi, alustava , loka , ennuste (Reuters) 55,2 /edellinen 56,2

16:45 USA: Teollisuuden ostopäällikköindeksi, alustava , loka , ennuste (Reuters) 60,3 /edellinen 60,7

16:45 USA: Palvelualojen ostopäällikköindeksi, alustava , loka , ennuste (Reuters) 55,1 /edellinen 54,9

16:45 USA: Markit yhdistetty ostopäällikköindeksi, alustava , loka , ennuste (Reuters) - /edellinen 55,0

Turkin keskuspankki taipui taas ohjauskoron laskuun, inflaatio laukkaa 19 %:ssa



Source: Refinitiv Datastream, Inderes

Korkosykli on globaalisti liikahtanut kiristävämpään suuntaan, mutta ei kaikkialla. Turkin keskuspankki nimittäin kulkee korkosykliissä vastavirtaan, sillä se laski hiljattain ohjauskorkoaan 19 %:n tasolta 18 %:iin ja eilen jälleen 18 %:sta 16 %:iin. Ohjauskoron lasku tapahtui siitäkin huolimatta, että Turkin inflaatio laukkaa voimakkaana, yli 19 %:ssa, edelleen. Keskuspankki on kuitenkin raskaan poliittisen painostuksen kohteena, sillä maan presidentti Tayyip Erdogan on avoimesti kritisoinut keskuspankin politiikkaa inflaation vastaisessa taistelussa ja vaihtanut ahkerasti myös keskuspankin johtoa.



Marianne Palmu

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

Erdoganin mielestä rahapolitiikka on ollut liian kireää ja korkoja pitäisi laskea. Syksyyn asti keskuspankin johto ohitti vaatimukset, mutta poliittinen painostus lienee vienyt voiton syksyn mittaen, mikä on johtanut ohjauksen laskuihin. Tämä heikentää keskuspankin uskottavuutta ja on näkynyt Turkin liiran kurssissa, joka on heikentynyt tänä vuonna jo 20 % dollaria vastaan.

Suurten keskuspankkien – Federal Reserven, Japanin keskuspankin ja EKP:n – likviditeettijuhlat ja velkakirjaostot ovat aiheellisestikin nostaneet esiin kysymyksiä keskuspankkien itsenäisyyden merkityksestä. Yhtenä itsenäisyyden tärkeänä tekijänä on pidetty vakautta: keskuspankkien päättäessä itsenäisesti rahapolitiikasta niillä on myös parhaat edellytykset ylläpitää vakautta: hintavakautta tai rahoitusvakautta. Turkin tapahtumat toimivat taas muistutuksena tämän itsenäisyyden tärkeydestä.

**Marianne Palmu**

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

Revenio Q3: Palaamme varovasti junan kyytiin

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus		Erotus (%)		2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes		Inderes
Liikevaihto	15,8	19,4	20,4	19,6	19,3	- 20,4	-5 %		77,9
Liikevoitto (oik.)	5,8	6,2	6,4	5,9	5,1	- 6,7	-3 %		23,8
Liikevoitto	3,6	5,9	6,1	5,8	5,1	- 6,7	-3 %		22,0
EPS (raportoitu)	0,11	0,18	0,18	0,17	0,15	- 0,20	-3 %		0,65
Liikevaihdon kasvu-%	10,3 %	22,7 %	29,6 %	24,5 %	22,4 %	- 29,3 %	-6,9 %-yks.		27,6 %
Liikevoitto-%	22,8 %	30,7 %	30,0 %	29,5 %	26,4 %	- 32,8 %	0,7 %-yks.		28,2 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Nostamme Revenion suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä), mutta laskemme tavoitehintamme 58 euroon (aik. 65 euroa) negatiivisia ennustemuutoksia heijastellen. Ennusteisiin painetta aiheutti silmänpainemittareiden aiempaa arviota heikompi lyhyen aikavälin kasvunäkymä ja jouduimme laittamaan jäitä hattuun HOME2-tuotteen odotuksissa. Kuvantamislaitteissa näkymä on edelleen erinomainen. Arvostus (2023e P/E 45x) on kurssilaskusta huolimatta erittäin korkea, mutta kertoimet normalisoituvat hiljalleen voimakkaan tuloskasvun mukana. Luottamus yhtiön arvonluontiin ylittää huolen arvostusriskistä, joten palaamme hyvin varovaisesti yhtiön kasvutarinaan.



Juha Kinnunen
Osakestrategi, analyytikko
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

Revenio Group | Kurssi: 55.40
Lisää | Tavoitehintaa: 58.00

Kasvu ei yltänyt odotuksiimme, mutta Q3-tulos oli silti vahva

Revenion liikevaihto kasvoi Q3:lla 22,7 %, kun kuvantamislaitteet kuten DRSplus ja EIDON Ultra-Widefield myivät jaksolla erinomaisesti. Toisaalta kasvu hidastui merkittävästi silmänpainemittareissa, minkä takia kasvu jäi lähes 30 %:n kasvua odottaneesta ennusteestamme. Q3-liiketulos oli 5,9 MEUR eli liikevoittomarginaali oli kiitettävät 30,7 % (ennuste 30,0 %). Bruttokate oli lähes 72 %, mikä heijastelee Yhdysvaltojen korkeaa osuutta sekä ohjelmistokauppoja. Muuten kuluissa oli nousupainetta, jota ajavat Oculon kasvupanostukset, kustannusinflaatio sekä kulurakenteen osittainen normalisoituminen pandemian jälkeen. Osakekohtainen tulos oli 0,175 euroa, kun ennusteemme oli 0,18 euroa ja konsensus 0,17 euroa. Vahva kannattavuus kompensoi siis hyvin kasvua.

Lähivuosien kasvuennusteemme olivat liian optimistisia

Revenion ohjeistus pysyi ennallaan, mutta yhtiö indikoi kuvantamislaitteiden kasvunäkymän olevan edelleen vahva ja toisaalta silmänpohjamittareiden vertailutasojen olevan erittäin haastavia Q4:llä. Vuoden 2021 ennusteemme laskivat noin 5 % heijastellen Q3-lukuja sekä ennakoimaamme heikompaa kasvunäkymää. Lähivuosien kasvuennusteitä laskimme sen sijaan reilummin, koska olemme olleet liian optimistisia erityisesti HOME-kategorian kasvuakataulusta. Edellytykset läpimurrolle ovat olemassa ja HOME2:n mukana tuote on kunnossa, mutta laajempi käyttöönotto voi vaatia vielä liiketoimintamallin uudelleen arviointia. Tämä vaatii aikaa ja painaa erityisesti ensi vuoden kasvuennusteitä, mikä heijastuu taas tulosenusteisiin. Vuosien 2022-2023 tulosenusteemme laskivatkin noin 10 %, mikä näkyy myös tavoitehinnassa. Olemme erittäin luottavaisia siitä, että vahva tuloskasvu tulee jatkumaan lähivuosina. Kulmakerroin on kuitenkin epäselvä, ja odotamme nyt osakekohtaisen tuloksen kasvun vuosille 2021-2024e olevan noin 29 % (aik. 34 %). Suurin epävarmuus liittyy HOME-tuotteiden odotettuun kasvuun, mutta myös Oculon kehitys on vielä monin osin arvoitus.



Juha Kinnunen

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

Revenio Group | Kurssi: 55.40
Lisää | Tavoitehintaa: 58.00

Ei millään mittarilla edullinen, mutta palaamme varovasti kyytiin

Revenion osake on laskenut huipuistaan reilusti yli 20 %, mikä on tuonut arvostusta sekä odotuksia askeleen alaspäin. Arvostus on edelleen erittäin korkea kaikilla mittareilla, mutta vahvalle arvonluojalle tämä on odotettua. Vuoden 2022 kertoimet ovat erittäin korkeita (P/E noin 60x ja EV/EBIT 46x), mutta tavoitehinnassa katseet kääntyvät jo vuoden 2023 siedettäviin kertoimiin (P/E 45x ja EV/EBIT 34x). Jos odottamamme erittäin vahva tuloskasvu (EPS-kasvu noin 29 % 2021-2024e CAGR) toteutuu, sijoittajien tuotto-odotus on mielestämme nykytasolla hyvä. Pitkän aikavälin PEG-luku on nyt noin 2,3x (ed. päivitys 2,5x), kun olemme siirtyneet ennusteissa vuoden eteenpäin. Olemme nykytasolla valmiita kantamaan arvostusriskiä Reveniossa, koska olemme luottavaisia siitä, että yhtiö on ensi vuonna nykyistä arvokkaampi. Arvostus vaatii silti pitkäjännitteisyyttä ja omistajan asennetta



Juha Kinnunen

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

Revenio Group | Kurssi: 55.40
Lisää | Tavoitehinta: 58.00

Verkkokauppa.com Q3: Vahvaa kasvua, mutta kannattavuus jäi odotuksista

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus		2021
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	129	141	138	139	137	- 141	589
Liikevoitto (oik.)	5,6	4,7	6,1	6,5	5,7	- 7,8	23,2
EPS (oik.)	0,09	0,08	0,10	0,11	0,10	- 0,13	0,39
Liikevaihdon kasvu-%	7,5 %	9,0 %	6,7 %	7,5 %	5,9 %	- 9,0 %	6,4 %
Liikevoitto -% (oik.)	4,3 %	3,3 %	4,4 %	4,7 %	4,2 %	- 5,5 %	3,9 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Verkkokauppa.com julkaisi aamulla Q3-raporttinsa. Vahvaa kasvua saatiin edelleen aikaan verkkokanavan kasvun siivittämänä. Kilpailutilanteen kiristymisen sekä myyntimixin epäsuotuisa kehitys johtivat kuitenkin yhtiön myyntikatteiden selvään heikentymiseen. Pitkän jatkuneen ennätysputken jälkeen tuloskehitys kääntyi nyt laskuun jääden sekä meidän että konsensuksen odotuksista. Näkymissä ei ollut yllätyksiä ja yhtiö toisti koko vuoden osalta tuloskasvua indikoivan ohjeistuksensa. Yhtiön oma strateginen tekeminen jatkuu raportin perusteella raiteillaan, mutta kokonaisuutena raportti kääntyy pettymyksen puolelle johtuen yhtiön ulkopuolisista tekijöistä.



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

Verkkokauppacom | Kurssi: 8.66
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 9.30

Yhtiön Q3 liikevaihto kasvoi 9 %:lla 141 MEUR:oon ylittäen ennusteemme (138 MEUR). Kasvuajurit olivat odotustemme mukaisia, sillä verkkomyynti kasvoi 18,7 % ja sen osuus kokonaisymyynnistä nousi 59 %:iin. Myös Yritysassiakasmyynti kasvoi 22 %:lla ja sen osuus myynnistä nousi 22 %:iin. Koronapandemiasta johtuen vientiliiketoiminnan myynti jatkoi matalilla tasoilla (6 % myynnistä). Kotimaahan suuntautuva kivijalkamyynti laski puolestaan 2 %:lla. Kvartaalilla erityisen suosittuja tuotteita olivat pelit ja tietokoneet sekä kasvavista tuotekategorioista urheiluvälineet, lelut ja koti & valaistus.

Q3-raportin pettymys oli yhtiön myyntikatemarginaalin kehitys, joka laski selvästi 14,8 %:iin (Q3'20: 16,2 %) ja alittaen myös ennustamamme 16,3 %. Myyntikatetta heikensi kireä kilpailutilanne erityisesti suurissa ydintuotekategorioissa kuten puhelimissa, tietokoneissa sekä suurissa ja pienissä kodinkoneissa. Lisäksi matalakatteisten tuotekategorioiden (tietokoneet, puhelimet) osuus kokonaisymyynnistä kasvoi. Etenkin myyntimixin kehitys poikkesi odotuksistamme, sillä olimme odottaneet parempikatteisten kehittyvien tuotekategorioiden osuuden jatkavan kasvuaan yhtiön kokonaisymyynnistä.

Toiminnan pyörittämisen kulut nousivat 15,3 MEUR:oon (Q3'20: 14,2 MEUR vrt.) ja ylittivät hieman ennustamamme tason 15,2 MEUR johtuen muiden kulujen noususta. Edellisten seikkojen seurauksena yhtiön liikevoitto (vrt.) laski vertailukaudesta 16 %:lla 4,7 MEUR:oon (ennusteemme 6,1 MEUR) ja samoin osakekohtainen tulos laski 0,08 euroon/osake (Q3'20: 0,09 euroa/osake) kun olimme odottaneet 0,10 euron osakekohtaista tulosta. Investoinnit kasvoivat odotetusti ensimmäisen 9 kk aikana 3,0 MEUR:oon (2020 Q1-Q3: 0,9 MEUR) johtuen Jätkäsaaren automaatiovarastoon liittyvästä hankkeesta.

Näkymissä ei ollut yllätyksiä ja yhtiö toisti 2021-ohjeistuksensa (liikevaihto 570-620 MEUR ja liikevoitto (vrt.) 20-26 MEUR). Omat ennusteemme olivat ennen tulosta lähellä yhtiön ohjeistushaarukoita niiden ollessa liikevaihto 589 MEUR ja liikevoitto 23,2 MEUR. Näemme tulosennusteissamme laskupainetta odotuksistamme jääneen Q3-raportin myötä. Yhtiö suhtautuu edelleen luottavaisin mielin liiketoiminnan kehitykseen myös loppuvuonna. Se uskoo kuluttajien siirtymän asioimaan verkkokaupassa yhä enenevässä määrin olevan pysyvää. Markkinalla haasteet toimitusketjun tehokkuudessa, mm. konttien ja tiettyjen komponenttien sekä tuotteiden saatavuudessa jatkuvat, mutta yhtiö on varautunut tähän normaalia suuremmilla varastoilla.



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

Verkkokauppacom | Kurssi: 8.66
Lisää | Tavoitehinta: 9.30

Bittium Q3: Komponenttihaasteiden keskellä kohtuullinen tulos

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus		Erotus (%)	2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
MEUR / EUR								
Liikevaihto	14,0	17,1	19,3				-11 %	85,7
Käyttökate	1,8	2,9	3,0				-3 %	13,1
Liikevoitto (oik.)	-1,0	0,2	0,3				-31 %	2,5
EPS (oik.)	-0,03	0,00	0,01				-100 %	0,06
Liikevaihdon kasvu-%	-7,7 %	21,9 %	37,6 %				-15,7 %-yks.	6,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	-7,2 %	1,2 %	1,5 %				-0,3 %-yks.	2,9 %

Lähde: Inderes

Bittium julkaisi aamulla suunnilleen odotuksien mukaisen Q3-tuloksen, vaikka liikevaihto jäi selvästi odotuksistamme. Katsausta leimasi komponenttipula, joka rajoittaa yhtiön tuotetoimituksia. Huolestuttavaa on, että haasteet jatkuvat todennäköisesti myös vuonna 2022. Bittium kuitenkin toisti vuoden 2021 ohjeistuksensa, jonka toteutuminen vaatii vahvaa Q4-tulosta. Näin ollen yhtiöllä on ilmeisesti luottamusta siihen, että riittävät komponentit loppuvuodelle saadaan, vaikka yhtiö liputtaakin komponenttipulan suurimpana riskinään. Komponenttipula iskee yhtiön kannalta erittäin hankalaan aikaan, sillä kysyntätilanne tarjoaisi tällä hetkellä houkuttelevia kasvumahdollisuuksia.



Juha Kinnunen
Osakestrategi, analytikko
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

Bittium | Kurssi: 5.78
Lisää | Tavoitehinta: 6.40

Bittiumin liikevaihto kasvoi Q3:lla 22,2 % ollen 17,1 MEUR. Vaikka kasvulukema on hyvä, vertailukausi oli heikko (Q3'20: 14,0 MEUR) ja odotuksemme olivat liikevaihdon suhteen korkeammalla vahvan tilauskannan takia. Käsitksemme mukaan suurin syy poikkeamaan on komponenttipula, jonka takia Bittium ei ole pystynyt tekemään kaikkia tuotetoimituksia. Yhtiön mukaan komponenttien saatavuuden heikkenemisen takia osa toimituksista on siirtynyt ensi vuoteen. Tämä uhka tiedettiin, joten suuri yllätys asia ei ole. Tuotepohjaista liikevaihtoa kertyi Q3:lla 12,2 MEUR, mitä voidaan pitää olosuhteisiin kohtuullisen hyvänä tasona (Q3'20: 8,5 MEUR). Oma ennustemme tuoteliikevaihdon oli 13,8 MEUR.

Tuoteliikevaihto jakautui Medical Technologies -tuotteisiin (6,9 MEUR) ja Defense & Security -tuotteisiin (5,3 MEUR). Positiivista on, että Medical Technologies-segmentin liikevaihto ylitti hieman odotuksemme (6,0 MEUR). Puolustussektorilla toimituksien ajoitusta on aina vaikea ennakoida, mutta yhteistyö Suomen, Itävallan ja Viron puolustusvoimien kanssa vaikuttaisi etenevän suunnilleen odotetusti. Tietoturvallisten Bittium Tough Mobile -älypuhelimien kysyntä oli ilmeisen hyvällä tasolla, mutta komponenttipula on aiheuttanut viiveitä toimituksiin. Myös Mexsat-yhteistyö etenee. Palvelupohjainen liikevaihto (5,0 MEUR) jäi odotuksistamme sekä Q3'20-vertailukaudesta (5,5 MEUR). Tähän vaikutti yhtiön mukaan osaltaan yksittäisen kiinteähintaisen palveluprojektin aikataulun venymisestä johtuva tuloutuksen pidentyminen.

Liikevaihdon jäätyä odotuksistamme olimme positiivisesti yllättyneitä, että tulosrivit osuivat suunnilleen odotuksiin Q3:lla. Käyttökate oli 2,9 MEUR (ennuste 3,0 MEUR) ja liiketulos oli 0,2 MEUR (ennuste 0,3 MEUR). Nollatulos ei tietenkään ole tyydyttävä, mutta olosuhteet huomioiden jonkinlainen puolustusvoitto. Kukurakenteen tarkempi analysointi on mahdotonta liiketoimintakatsauksen tarjoamista rajallisista tiedoista, mutta kudurakenne on ollut selvästi ennakoimaamme alhaisempi. Positiivista oli myös hyvä liiketoiminnan rahavirta (2,9 MEUR), mutta taustalla voivat vaikuttaa komponenttipulan tyhjentämät varastot.



Juha Kinnunen
Osakestrategi, analyytikko
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

Bittium | Kurssi: 5.78
Lisää | Tavoitehintaa: 6.40

Komponenttipulan keskellä on mielestämme positiivista, että Bittium toisti vuoden 2021 ohjeistuksensa: yhtiö arvioi vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan edellisvuodesta (2020: 78,4 MEUR) ja liiketuloksen paranevan edellisvuodesta (2020: 2,1 MEUR). Ensimmäisen yhdeksän kuukauden jälkeen Bittiumin liikevoitto on -0,5 MEUR, kun vuosi sitten vastaava luku oli +1,8 MEUR. Vaikka Q4'20-vertailutaso on heikko, vaatii ohjeistuksen saavuttaminen vahvaa Q4-tulosta. Jos yhtiö onnistuu saamaan riittävästi komponentteja ja toimitukset onnistuvat, ohjeistus on realistinen. Toisaalta tulosvaroitusriski on ilmeinen, jos tilanne hankaloituu. Lisäksi yhtiö arvioi nyt, että komponenttipula jatkuu todennäköisesti vielä ensi vuoteen ja tulee merkittävästi vaikuttamaan yhtiön toimituskykyyn. Suuri yllätys tämäkään ei nykytilanteessa ole, mutta asia voi heijastua negatiivisesti myös vuoden 2022 ennusteisiin. Tarkastelemme tilannetta päivityksen yhteydessä.

**Juha Kinnunen**

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

Bittium | Kurssi: 5.78**Lisää** | Tavoitehinta: 6.40

Kesla Q3: Nyt on millä mällätä

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus	Erotus (%)		2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	8,11	9,88	11,18				-12 %	46,90
Liikevoitto (oik.)	-0,20	0,59	0,66				-11 %	2,37
Liikevoitto	-0,20	0,44	0,66				-34 %	2,73
Tulos ennen veroja	-0,22	0,52	0,62				-16 %	2,56
EPS (oik.)	-0,07	0,17	0,15				16 %	0,52
EPS (raportoitu)	-0,07	0,13	0,15				-11 %	
Liikevaihdon kasvu-%	-18,8 %	21,8 %	37,8 %				-16 %-yks.	18,3 %
Liikevoitto-% (oik.)	-2,4 %	6,0 %	5,9 %				0 %-yks.	5,1 %

Lähde: Inderes

Keslan Q3-liiketoimintakatsaus oli positiivinen. Tilauskertymä oli Venäjän vauhdittamana ennätystasolla. Liikevaihto jäi hieman ennusteestamme, joten oikaistun kannattavuuden yltäminen odotetulle tasolle oli hyvä suoritus. Uskomme sijoittajien katseen siirtyvän nyt Keslan toimituskykyyn ja marginaaleihin ja odotuksemme ovat tältä osin myönteiset. Osakkeen arvostus on edelleen houkutteleva. Säilytämme osakkeen lisää-suosituksemme ja ennustenostojemme myötä kohotamme tavoitehinnan 6,50 (aik. 6,20) euroon.



Erkki Vesola

Analyttikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Kesla | Kurssi: 6.00

Lisää | Tavoitehinta: 6.50

Tilaukirjan sivut vaarassa loppua kesken

Keslan Q3-tilauskertymä kasvoi 153 % v/v ja oli korkein koskaan. Oma ennustemme ylittyi roimasti ja tilauskasvu olisi ylittänyt 100 % jopa ilman Venäjän 5,1 MEUR:n autonosturitilausta. Tilaukset kasvoivat kaikilla Keslan keskeisillä markkinoilla, mutta Venäjä nousi tilauksissa Keslan kaikkein tärkeimmäksi markkinaksi ohi kotimaan. Tämä merkitsee myös Keslan liiketoiminnan sykliisyyden sekä epäsuorien poliittisten riskien kohoamista. Q3:n liikevaihto kasvoi 22% v/v, mutta jäi odotuksistamme komponenttipulan vuoksi. Ostomateriaalien rajallinen saatavuus hidasti tuotantovauhdin suunniteltua nostoa ja Joensuun tehtaan toinen vuoro saatiin käyntiin vasta lokakuussa. Kesla on kuitenkin kuluvan vuoden aikana avannut vaihtoehtoisia hankintakanavia kaikkein kriittisimpiin komponentteihin. Odotuksia alempaan liikevaihtoon suhteutettuna oikaistu EBIT-marginaalitaso (6,0 %) oli hyvä ja hieman odotuksiamme parempi. Kesla on vastannut materiaalikustannusten selvään nousuun tiiviillä omalla hinnankorotustahdilla. Myös myyntimix koheni varaosien kysynnän voimakkaan kasvun (+40 % v/v) myötä, mikä tuki marginaaleja. Kohonneet logistiikkakulutkaan eivät ole rasittaneet alihankintaketjussa erityisemmin ja ketjun toisessa päässä asiakkaat normaalisti maksavat heille tapahtuvat toimitukset.

Keslalla riittää toimitettavaa; ennusteet maltillisesti ylös

Kesla odottaa edelleen vuoden 2021 liikevaihdon ja liikevoiton selvää kasvua edellisvuodesta. Tähän on hyvät perusteet jo saatujen tilausten perusteella. Puunkorjuutuotteiden kysyntänäkymät Keslan päämarkkinoilla ovat vahvat myös vuodelle 2022. Ennätyskellisen 2021:n jälkeen odotamme kuitenkin Keslan tilausten kääntyvän maltilliseen laskuun 2022-2023, mutta pysyvän korkealla. Keslalla menee myös pitkään nykyisen ison tilauskantansa sulattelussa ja vuosien 2022-2023 liikevaihdon kasvuennusteitamme on nostettu 4-6 %. Samojen vuosien tulosenusteemme ovat nousseet vain hieman enemmän eli emme odota merkittävää tulosvipua. Pääsyyinä tähän on joidenkin NOSTE-automaatiohankkeeseen sisältyvien investointien lykkääntyminen tavarantoimittajien komponenttipulan vuoksi. Tämä näkyy sekä investointiennusteissamme että NOSTE-hankkeen myötä tapahtuvan tulosparannuksen (nettona noin +0,4 MEUR) hienoisena viivästymisenä.



Erkki Vesola

Analyytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Kesla | Kurssi: 6.00

Lisää | Tavoitehintaa: 6.50

Arvostus edelleen kiinnostavalla puolella

Osakkeen kokonaistuotto-odotus on noin 12 % ja ylittää lievästi vajaan 11 %:n tuottovaatimuksen. Tästä näkökulmasta arvostus on houkutteleva. Keslan osakkeen vuoden 2022 P/E-kerroin (9x) on reilu 30 % verrokkien mediaanin alapuolella eli osake on hyväksymäämme 10 %:n arvostusdiskonttoakin selvästi edullisemmin hinnoiteltu. Toisaalta vuoden 2022 EV/EBITDA-kerroin (7x) on vain 3 % alle verrokkien mediaanin. Jälkimmäisen kertoimen perusteella koko verrokkiryhmä on matalalle arvostettu ja sama koskee korostuneesti Keslaa. Kassavirtamallimme indikoi osakkeelle kohtuullista noin 13 %:n nousuvaraa.



Erkki Vesola

Analyytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Kesla | Kurssi: 6.00

Lisää | Tavoitehintaa: 6.50

Reka Industrial Q3: Kasvu kompensoi kustannusten nousupainetta

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus		Erotus (%)
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
MEUR / EUR							
Liikevaihto	31,0	39,9	36,9				8 %
Käyttökate	2,1	2,9	2,9				0 %
Liikevoitto	0,9	1,4	1,5				-9 %
EPS (raportoitu)	0,05	0,02	0,09				-78 %
Liikevaihdon kasvu-%	-1,0 %	28,7 %	19,0 %				9,7 %-yks.
Käyttökate-%	6,8 %	7,3 %	7,9 %				-0,6 %-yks.

Lähde: Inderes

Reka Industrialin eilen julkaisema Q3-raportti oli kokonaisuutena hyvin linjassa odotuksiemme kanssa. Näin ollen teimmekin raportin jälkeen vain suhteellisen pieniä ennusteiden muutoksia. Tästä syystä toistamme myös 3,5 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan korkea arvostus suhteessa kassavirtaan ja suuri velkalasti pitävät riski/tuotto-suhteen heikkona.



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

Reka Industrial | Kurssi: 3.93
Vähennä | Tavoitehintaa: 3.50

Operatiivinen tulos vastasi odotuksiamme

Reka Industrialin liikevaihto kasvoi Q3:lla lähes 29 % 39,9 MEUR:oon, mikä ylitti odotuksemme. Liikevaihdon kasvun taustalla olivat molemmat segmentit, mutta ennusteemme ylityksen taustalla oli Kaapelitoimiala. Kaapelitoimialan volyymikasvua vetikin erityisen hyvin kehittynyt kotimaan kysyntä, mutta metallien hintojen nousun heijastuminen myyntihintoihin toi jälleen noin puolet liikevaihdon kasvusta. Kumitoimialan suunnilleen odotuksiemme mukaista kasvua veti asiakasalojen varsin hyvän kysyntätalanteen heijastuminen volyymikasvuna. Q3:n käyttökate kipusi 2,9 MEUR:oon ja oli linjassa odotuksiemme kanssa. Kevennetystä raportoinnista johtuen Q3-katsaus ei tarjonnut näkyvyyttä alemmille riveille, jossa osakekohtainen tulos alitti ennusteemme melko selvästi. Arviomme mukaan tämän taustalla on tuloslaskelmaan kirjatut verot, jotka tavanomaisesti vaihtelevat kvartaalitasolla. Q3:n liiketoiminnan kassavirta painui pakkaselle, mutta arviomme mukaan se heijastelee vain kvartaalin vaihteeseen osunutta muutosta käyttöpääomassa. Loppuvuonna kassavirran tulisi kuitenkin pyöriä yhtiön suuntaan.

Ohjeistus toistettiin odotetusti, ennusteisiin kokonaisuutena maltillisia muutoksia

Reka Industrial toisti raportilla kuluvan vuoden ohjeistuksensa, mikä oli odotuksiemme mukaista. Yhtiö odottaa vuoden 2021 käyttökateen kasvavan edellisvuodesta (2020: 9,4 MEUR). Edelleen kokonaisuutena hyvänä säilynyttä kysyntäkuvaa mukailleen on liikevaihdon kasvun ajurit paikallaan myös loppuvuodelle. Myöskään yhtiön viimeaikaisen operatiivisen suorituskyvyn perusteella ei ole syytä odottaa suuria muutoksia kannattavuuteen loppuvuonna. Siten kuluvan vuoden ennusteemme ovatkin vain lievien ennustemuutosten jälkeen linjassa ohjeistuksen kanssa ja odotamme 11,9 MEUR:n käyttökateetta vuodelta 2021. Nostimme ensi vuoden liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen ennusteitamme 6-9 %, mutta osakekohtaisen tuloksen ennusteen tasolla nämä lähes neutralisoitui nousseilla poistojen ja rahoituskustannuksien ennusteilla.



Petri Gostowski

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Reka Industrial | Kurssi: 3.93

Vähennä | Tavoitehintaa: 3.50

Velkalasti toimii arvonkehityksen jarruna

Osakkeen arvostuksen keskeinen haaste on mielestämme arvostus suhteessa liiketoiminnan vapaaseen rahavirtaan. Tätä haastetta korostaa ja riskitasoa kohottaa korkea velkaantuneisuus, jota yhtiö ei sen vapaalla rahavirralla arviomme mukaan pysty olennaisesti lyhentämään. Nykyisellä taserakenteella oman pääoman ehtoiselle sijoittajalle jää mielestämme kannettavaksi turhan paljon riskejä, kun huomioidaan tuloksen historiallinen epävakaus, liiketoiminnan vapaan kassavirran tuottokyky ja nettovelan määrä. Mielestämme yhtiön tulisikin paikata turhan suureksi kasvaneita taseriskejä oman pääoman keräämisellä, jotta liiketoiminnan tuottoja voitaisiin pitkässä juoksussa allokoida myös osakkeenomistajille. Nykyisellä rahoitusrakenteella velan haltijat vievät suhteellisesti huomattavan osan liiketoiminnan rahavirrasta, kun taas oman pääoman ehtoisen sijoittajan tehtäväksi jää pääosin rahoitusrakenteen kestävyyyteen liittyvien riskien kantaminen.



Petri Gostowski

Analyytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Reka Industrial | Kurssi: 3.93

Vähennä | Tavoitehinta: 3.50

Telia: Hitaasti oikeaan suuntaan

Toistamme Telian lisää-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 39,0 euroon. Telian operatiivinen suorittaminen oli isossa kuvassa linjassa odotuksiin Q3:lla. Yhtiön transformaatio on alkumetreillä ja strategia etenee hitaasti oikeaan suuntaan. Arvioimme strategian toimenpiteiden mahdollistavan kasvun ja kannattavuusparannuksen myötä maltillisen tuloskasvun lähivuosille. Lisäksi vahvistuva tase ja uudet mahdolliset mastojen divestoinnit antavat strategista liikkumavaraa. Osakkeen tuotto-odotus (noin 10 %) tukee positiivista näkemystä osakkeesta.

Q3:n operatiiviset luvut olivat linjassa odotuksiin

Liikevaihto ilman valuuttakurssivaikutuksia ja yritysjärjestelyjä jatkoi kasvu-uralla kasvaen 3,8 %. Palveluliikevaihto on nyt antanut kaksi neljänestä (Q3:lla 2,3 %) merkkejä paluusta paremmalle kasvulle. Palveluliikevaihdon kasvu on tärkeää, jotta tuloskasvu olisi vankemmalla pohjalla ja myös Telian uudet strategiatavoitteet heijastelevat tätä. Maantieteellisesti kaikki paitsi Tanska kasvoi. Vertailukelpoinen käyttökate laski 1,9 % sisältöinvestointien ja koronan myötä palautuvan kulurakenteen painamana. Odotettua suuremmat poistot painoivat muita.



Joni Grönqvist

Analyytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

Telia Company | Kurssi: 35.58

Lisää | Tavoitehinta: 39.00

Strategia etenee ja yhtiö kertoi valmistelevansa myös muista mastoista luopumista

Telia strategian implementointi etenee odotetusti, mutta on edelleen alkumetreillä, ja transformaatioprosessin odotetaan kiihtyvän. Vankemman tuloskasvun kannalta tärkeän liikevaihdon kasvun osalta nähtiin Q2-Q3:lla selvä parannus. Telia on jatkanut useita toimenpiteitä parantaakseen kulupohjaa, kuten 1) jatkanut henkilöstövähennyksiä, 2) siirtänyt työtä matalamman kustannuksen maihin, 3) tehnyt It-säästöjä 170 MSEK:lla ja 4) karsinut IT-järjestelmien ja toimittajien määrää. Kuluva vuosi menee vielä uuden kulupohjan muokkaamisessa, mutta toimenpiteet tukevat kannattavuutta lyhyellä ja pitkällä aikavälillä. Samalla yhtiö investoi, mikä laimentaa kannattavuusparannusta. Q3:lla yhtiö kertoi myös valmistelevansa muiden mastojen myyntiä vuoden 2022 alkupuolella. Myynti vapauttaisi edelleen pääomaa, vahvistaisi tasetta sekä mahdollistaisi omien osakkeiden takaisinoston tai ylimääräisen osingon.

Laskimme hieman ei-operatiivisia ennusteita

Laskimme pääosin ei-operatiivisia ennusteita 4-8 % lähivuosille. Telia toisti ohjeistuksensa, mutta kommentoi olevansa käyttökateohjeistuksen alalaidassa tänä vuonna, mitä luvut myös indikoivat. Yhtiö ohjeistaa vuodelle 2021 palveluliikevaihdon ja oik. käyttökatteen paikallisin valuutoin ilman Telia Carrieria olevan vertailukauden tasolla tai kasvu-%:n olevan matala yksinumeroinen luku (Q1-Q3'21 +1,0 % ja 0,8 %). Ennustamme vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan 1,9 % ja oikaistun käyttökatteen kasvavan 0,8 % ilman Carrier-liiketoimintaa (raportoidut -2 % ja -1 %). Vuosina 2021-23 odotamme tuloksen kasvavan keskimäärin 3 % ja osinkotuoton olevan reilu 5 %.



Joni Grönqvist

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

Telia Company | Kurssi: 35.58

Lisää | Tavoitehintaa: 39.00

Arvostuskuva on edelleen varovaisen houkutteleva

Isossa kuvassa näemme Telian riskiprofiiliin yleiseen osakemarkkinaan nähden maltillisena. Luottamus tuloskasvuun on uuden strategian ja tiekartan myötä aikaisempaa parempi, mikä johtuu realistisista kasvu- ja kannattavuusajureista sekä strategian etenemisestä. Ennusteillamme Telian oikaistut P/E- ja EV/EBIT-kertoimet vuodelle 2022 ovat 17x ja 17x. Kertoimet ovat 14 % alle pohjoismaisten verrokkien ja 5 % yli koko verrokkiryhmän. Näkemyksemme mukaan osake on absoluuttisesti houkutteleva, kun huomioidaan tuloskasvupotentiaali. Suhteellisesti arvostus on neutraali, kun huomioidaan historian useat pettymykset. Tuotto-odotus (10 %) ja kassavirtalaskelma (42 kruunua) puoltavat kuitenkin positiivista näkemystä.



Joni Grönqvist

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

Telia Company | Kurssi: 35.58

Lisää | Tavoitehintaa: 39.00

SSH Q3: Vuosi täytyy päättää superneljänneeseen

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus		Erotus (%)	2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	2,6	3,9	5,0				-21 %	15,5
Käyttökate	0,2	0,6	0,7				-21 %	1,2
Liikevoitto (oik.)	-0,2	-0,3	0,1				-440 %	-1,6
EPS (raportoitu)	-0,02	-0,02	-0,01				70 %	-0,09
Liikevaihdon kasvu-%	-29,2 %	53,8 %	95,1 %				-41,3 %-yks.	37,4 %
Liikevoitto-% (oik.)	-9,7 %	-8,3 %	1,9 %				-10,2 %-yks.	-10,1 %

Lähde: Inderes

Q3 oli toinen neljännes putkeen, jolloin SSH:n liikevaihto oli kasvu-uralla vaikeiden korona-aikojen jälkeen. Kasvu tuli pitkälti Deltagon-yrityskaupasta, ja heikosta vertailukaudesta huolimatta orgaaninen kasvu oli vielä yksinnumeroista jääden selvästi odotuksistamme. SSH:n näkymien perusteella orgaanisen kasvun pitäisi kuitenkin kiihtyä selvästi loppuvuodesta. Yhtiö maalaili sijoittajapuhelussa Q4:stä tulevan ”superneljännes”, jos loppuvuoteen kaavailut isot lisenssi-kaupat realisoituvat. Tarkistimme Q3-raportin pohjalta ennusteitamme alaspäin, mutta odotamme yhtiöltä yhä voimakasta kasvua niin Q4:ltä kuin lähivuosilta. Siitä huolimatta SSH:n arvostus näyttää kireältä, jonka vuoksi toistamme osakkeen 1,8 euron tavoitehinnan ja myy-suosituksen.



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

SSH Communications Security | Kurssi: 2.40
 Myy | Tavoitehinta: 1.80

Deltagon toi suurimman osan kasvusta, kun orgaaninen kasvu jäi vielä vaisuksi

SSH:n Q3-liikevaihto kasvoi 53 % 3,9 MEUR:oon ja alitti selkeästi 5,0 MEUR:n ennustemme. Deltagon-yritysosto toi valtaosan kasvusta, mikä näkyi tilausmyynnissä (Q3'21: 1,6 MEUR vs. Q3'20: 0,2 MEUR). Orgaaninen kasvu (arviomme ~7 %) oli vielä hyvin vaisulla tasolla, kun ottaa huomioon koronasta johtuneen erityisen heikon vertailukauden. Q3:n liiketulos oli -0,3 MEUR (Q3'20: -0,2 MEUR) ja jäi hieman ennusteistamme (0,1 MEUR). Käyttökate (0,6 MEUR) oli linjassa odotustemme kanssa. Liiketulosta rasittivat ja rasittavat myös jatkossa kasvaneet poistot (n. 0,3 MEUR/neljännes) Deltagon-kaupasta johtuen. SSH:n kassatilanne (Q3'21: 4,2 MEUR) parani selvästi edelliseen neljännekseen (Q2'21: 2,1 MEUR) nähden, mihin auttoi saatujen ennakoiden kasvu (+31 %) edellisestä neljänneksestä. Tämä ennakoii myös liikevaihtoon kasvua tuleville neljänneksille.

Leikkasimme ennusteitamme, mutta odotamme viimeiselle kvartaalille edelleen kovaa kasvua

SSH toisti odotetusti huomattavaa liikevaihdon kasvua sekä positiivista käyttökattetta ja liiketoiminnan rahavirtaa ennakoivat vuoden 2021 näkymät. Ohjeistus on liikevaihdon ja käyttökatteen osalta realistinen, mutta liiketoiminnan rahavirran (YTD: -1,5 MEUR) saaminen positiiviseksi koko vuoden osalta vaatii isojen kauppohen voittamista Q4:llä. Sijoittajapuhelussa SSH maalasikin Q4:stä "superkvartaalia", johon voi osua useampia isoja kauppohen. Arviomme mukaan loppuvuodesta voidaankin nähdä UKM:n osalta isoja lisenssikauppohen, jotka ovat olleet tähän mennessä koko korona-ajan pitkälti jäissä. Lisäksi loppuvuonna kasvua tukee Deltagon sekä NQX:n suuren raamisopimuksen toimitukset, josta ei vielä ole tullut merkittävää liikevaihtoa. Myös PrivX:n kasvava myynti tukee omalta osaltaan liikevaihdon kehitystä.



Atte Riikola

Analyytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

SSH Communications Security | Kurssi: 2.40

Myy | Tavoitehintaa: 1.80

Osakkeen hinta edellyttäisi kovempaa kasvua

Teimme Q3-raportin pohjalta ennustarkistuksia alaspäin. Ennustamme nyt SSH:n liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 37 % 15,5 MEUR:oon ja käyttökateen olevan 1,2 MEUR (2020: -0,4 MEUR). Vuodelle 2022 ennustamme 36 %:n kasvua. Ennusteidemme toteutuessa ja Deltagon-kaupan näkyessä luvuissa täysimääräisesti vuonna 2022, on SSH:n EV/Liikevaihto-kerroin nykykursilla 5,3x. Liikevaihtopohjainen arvostus näyttää korkealta, kun huomioidaan vahvaan orgaaniseen kasvuun (Q4'21: 43 % ja 2022: 28 %) liittyvä epävarmuus. Siten nykyinen arvostus vaatisi mielestämme taakseen vahvempia näyttöjä orgaanisen kasvun kiihtymisestä. Lisäksi Deltagonin 35 %:n vähemmistöosuus ja SSH:n kallis hybridilaina (korko 11,5 %) painavat lähivuosien osakekohtaista tulosta, eikä arvostukselle löydy siten tukea tuloskertoimista.



Atte Riikola

Analytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

SSH Communications Security | Kurssi: 2.40
Myy | Tavoitehintaa: 1.80

F-Secure: Paraneva suoritus ennakoi posaria loppuvuoteen

Toistamme F-Securen vähennä-suosituksen ja tarkistamme hieman nousseita ennusteitamme ja osien summaa heijastellen tavoitehintaa 4,8 euroon (aik. 4,6 EUR). F-Securen Q3 sujui mukavasti ja yhtiön liiketoiminta kulkee kaikilla alueilla oikeaan suuntaan. Selvitykset kuluttajatietoturvan listaamiseksi omaksi pörssiyhtiöksi etenevät myös taustalla. Järjestely toisi huomattavaa terävyyttä F-Securen strategiaan ja selkeyttäisi myös osakkeen arvomuodostusta. Näemme kuluttaja- ja yritystietoturvan arvokkaampina erillisinä yhtiöinä, mutta mielestämme tämä heijastuu jo täysimääräisesti F-Securen osakkeen arvostukseen.

Kokonaisuutena hyvä neljäs

F-Securen Q3-liikevaihto kasvoi 8 % 58,7 MEUR:oon ja oli hyvin linjassa meidän ja konsensusodotuksen kanssa. Oikaistu käyttökate oli Q3:lla 11,0 MEUR (Q3'20: 11,1 MEUR) ja pysytteli vastoin odotuksiamme (9,3 MEUR) vertailukauden tasolla. Kasvun piristymisen myötä F-Securen kulutaso oli odotetusti nousussa, mutta myynnin kulut nousivat silti odotuksiamme hitaammin, mikä selittää tulositylystä.

Yritystietoturvassa tuoteliikevaihto kasvoi mukavasti

Tuoteliiketoiminnan kasvuvauhti (+13 %) piristyi hieman odotuksiamme (11 %) enemmän ja saatujen ennakkojen kasvu (+13 %) indikoi hyvää kehitystä myös jatkossa. Saatujen ennakoiden suhteen vertailukaudet ovat kuitenkin jatkossa kovempia ja siten kasvuvauhti todennäköisesti hieman tasaantuu edellisistä neljänneksistä. Positiivista on se, että tuoteliikevaihdon kasvu kumpuaa tällä hetkellä havainnointi- ja reagointiratkaisuista (MDR ja EDR) sekä pilvialustojen tietoturvatuotteista. Tämä kertoo F-Securen viime vuosina tekemien investointien kantavan nyt hedelmää. F-Securen kesällä lanseeraama pilvipohjainen Elements-alusta on otettu asiakaskunnassa myös hyvin vastaan.



Atte Riikola

Analytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

F-Secure | Kurssi: 4.95

Vähennä | Tavoitehintaa: 4.80

Tulosohjeistuksen nosto näyttää loppuvuodesta todennäköiseltä

F-Secure toisti näkymänsä ja ennakoi tuloksen osalta oikaistun käyttökatteen säilyvän lähellä vuoden 2020 tasoa (35,7 MEUR). Kuluvan vuoden ennusteesme nousi Q3:n tulosylityksen seurauksena ja odotamme Q4:llä F-Securen kommenttien mukaisesti yhtiön kulutason jatkavan nousuaan. Siitä huolimatta oikaistun käyttökatteen ennusteesme on noin 6 % edellisvuoden yläpuolella. Siten on hyvin todennäköistä, että F-Secure tarkistaa näkymäänsä tuloksen osalta vielä loppuvuodesta ylöspäin. Myös yritystietoturvan tuotteiden korkea yksinumeroinen kasvuvauhti näyttää alkuvuoden (YTD: +9 %) ja etenkin Q3:n (+13 %) kasvun valossa varovaiselta.

Paraneva suorittaminen näkyy jo osakkeen hinnassa

Näemme kuluttaja- ja yritystietoturvan arvokkaampina erillisinä yhtiöinä ja pidämme järjestelyä todennäköisenä. Siten osien summa -laskelma toimii tällä hetkellä parhaiten F-Securen arvostuksen tarkasteluun. Päivitetyin osien summa -laskelmamme valossa (4,8 EUR/osake) F-Securen arvostus näyttää neutraalilta. Arvostuksen venyttäminen vaatisi mielestämme entistä vahvempaa kasvua yritystietoturvassa tai polkua merkittävään kannattavuusparannukseen, mitä ei F-Securen keskipitkän aikavälin tavoitteiden perusteella (oik. EBITDA 20 % vs. 2021e: 16 %) ole tapahtumassa. Vuosien 2021-2022 tuloskertoimilla (oik. P/E 39x-37x ja EV/EBIT 29x-25x) arvostus on kireä ja ennustamallamme tuloskasvulla PEG-luku (2,2x) on korkealla tasolla. Liikevaihtokertoimella (2021e EV/S 3,2x) F-Securen arvostus näyttää kyberturvasektorin arvostustasojen (2021e mediaani EV/S 9,1x) kontekstissa matalalta. Tätä kuitenkin selittää yhtiön sektoriin nähden heikompi kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä.



Atte Riikola

Analyytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

F-Secure | Kurssi: 4.95

Vähennä | Tavoitehinta: 4.80

Huhtamäki: Inflaation yli katsottuna osake alkaa olla edullinen

Toistamme Huhtamäen lisää-suosituksemme ja tarkastamme tavoitehintamme 42,00 euroon (aik. 45,00 €) vuoden 2022 lieviä negatiivisia ja maltillisesti kohonnut tuottovaatimustamme peilaten. Huhtamäki on arvostettu pidemmän ajan keskiarvojensa alapuolelle. Näin ollen yhtiöltä odottamamme noin 10 %:n vuotuinen tuloskasvu ja 2-3 %:n osinkotuotto tarjoavat mielestämme selvästi tuottovaatimusta korkeamman tuotto-odotuksen.

Q3-tulos ei ollut katastrofi, vaikka Q2:n jäljiltä odotukset inflaation kanssa pärjäämisestä olivatkin ylempänä

Huhtamäen Q3-tulos oli operatiivisesti vertailukautta sekä meidän ja konsensuksen ennusteita heikompi, mikä johtui etenkin kustannusinflaation kasvaneista rasitteista. Huhtamäen vertailukelpoinen kasvu oli 4 % (kehittyvät markkinat 5 %), kun kysynnän epätasainen toipuminen koronapandemiasta jatkui. Laaja-alaisesti liiketoimintojen ja eri kuluerien läpi voimalla pyyhkinyt inflaatio painoi kuitenkin yhtiön oikaistun liikevoittomarginaalin Q3:lla 8,5 %:iin. Taso on siedettävä olosuhteet huomioiden, mutta Q2:n osin ajoituksellisista tekijöistä johtuneen nappisuorituksen takia odotukset olivat Q3:lla ja loppuvuoden osalta ylempänä. Eilinen tulokommenttimme yhtiön Q3:stä on [täällä](#).



Antti Viljakainen

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Huhtamäki | Kurssi: 36.99

Lisää | Tavoitehintaa: 42.00

Ennusteikkaukset rajoittuivat lähivartaaleille

Huhtamäki toisti Q3-raportissaan kuluvalle vuoden näkymänsä, joiden mukaan yhtiön liiketoimintaedellytysten odotetaan parantuvan tänä vuonna vuodesta 2020, vaikka toimintaympäristössä onkin edelleen epävakautta. Näkymien antama tarttumapinta on rajallinen, mutta abstraktien näkymien toisto oli odotettua. Inflaation osalta yhtiö kommentoi sijoittajapuhelussaan negatiivisten nettovaikutusten olevan Q4:llä Q3:n mittakaavassa, joten kustannustason ja tuotantopanosusten kanssa joudutaan vielä painimaan. Teimme Q3-raportin jälkeen pientä negatiivista hienosäätöä Huhtamäen kuluvan vuoden ennusteisiimme kustannusinflaation takia ja ensi vuoden oikaistun liikevoiton ennusteet laskivat noin 5 %. Vuodesta 2023 eteenpäin ennusteet ovat käytännössä ennallaan, sillä emme odota kulupaineiden olevan pitkäaikaisia ja pidemmällä tähtäimellä myös hinnoittelu saa kiinni inflaatiota. Odotamme Huhtamäen liikevaihdon kasvavan vuosina 2022-2023 5-10 % vuodessa, kun koronapandemia tahtuu ja taloudet avautuvat. Q4'21-Q3'22:lla kasvua tukee myös Elif-yritysosto. Yhtiön oikaistun liikevoiton ennustamme kasvavan tänä vuonna 6 % 320 MEUR:oon ja ensi vuonna 13 % 362 MEUR:oon. Arviomme mukaan Huhtamäen tulosta tukevat lähivuosina hyvä orgaaninen volyymikasvu, hinnoittelu, tehostus ja Elif-yritysosto. Selkeimmät riskit ennusteidemme kannalta liittyvät rajun inflaation pitkittymiseen ja voimistumiseen.

Inflaatiohuolet ovat painaneet osakkeen hinnan jo varsin maltilliselle tasolle

Huhtamäen ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 18x ja 16x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 12x ja 10x . Lähivuosien osinkotuotot ovat 2-3 %:n tasolla. Huhtamäen todistetun laadun, liiketoiminnan defensiivisen luonteen ja hyvän kasvuprofiilin takia yhtiö ansaitsee mielestämme korkeat kertoimet. Vuoden 2022 kertoimet ovat selvästi yhtiön omien historiallisten tasojen alapuolella. Suhteellisesti Huhtamäen arvostus on 10-15 %:n preemiolla, mutta tämä on mielestämme ansaittua. Osakkeen 12 kk:n tuotto-odotus on tuloskasvun ja osingon ansiosta selvästi tuottovaatimusta korkeampi, sillä emme näe arvostuksessa (P/E 2020 TOT 18x) oleellista laskuvaraa. Tuotto-odotuksen realisoituminen on kuitenkin tuloskasvun varassa.



Antti Viljakainen

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Huhtamäki | Kurssi: 36.99

Lisää | Tavoitehinta: 42.00

Heeros: Suunta oikea, vauhti vielä tarkentuu

Heeroksen kasvu jatkoi Q3:n aikana paranevalla trendillä, joskin odotimme kasvun vahvistuvan enemmän. Asiakastilausten hyvä vire on jatkunut jo vuoden, mutta tilausten kääntyminen liikevaihdoksi on edennyt odotuksiamme hitaammin. Laskimme kasvuennusteitamme varovaisemmiksi, mutta myynnin hyvä veto ja kesän sopimusten siirtyminen laskutukseen pienentävät lyhyen tähtäimen ennusteriskejä. Heeroksen asteittain paranevan kasvutarinan mukana kannattaa mielestämme nykyarvostuksella (EV/S 2022 2,6x) edelleen jatkaa. Toistamme lisää-suosituksemme ja nostamme tavoitehintaamme hieman laskenutta riskiprofiilia peilaten 6,6 euroon (6,4 euroa).

Kasvu jatkoi piristymistään, joskin odotuksiamme hitaammin

Heeroksen Q3-liikevaihto kasvoi 7 % (Inderes: 10 %) erityisesti jatkuvan liikevaihdon (+5 %) tuella. Neljänneksen keskeisenä kasvuaajurina oli tutusti sopimusliikevaihdon kasvu (+14 %), joskin tilauskanta oli siirtynyt laskutukseen hieman odotuksiamme hitaammin ja kasvu jäi odotuksistamme. Transaktioliikevaihdon volyymit olivat palautuneet vertailukauden tasolle, mutta niistä saadut tulovirrat laskivat (-11 %). Laskun taustalla oli transaktioveloitusten etenevä paketointi sopimusliikevaihtoon, joten jatkuvan liikevaihdon sisällä liikkuu liikevaihtoa kategoriasta toiseen. Siten jatkuvan liikevaihdon kasvu (+5 %) kuvaa hyvin yhtiön tämän hetken kasvua.



Antti Luuro
Analytikko
+358 50 571 4893
antti.luuro@inderes.fi

Heeros | Kurssi: 6.00
Lisää | Tavoitehinta: 6.60

Myynnin jatkuva hyvä veto tukee kasvustrategian onnistumista, mutta kasvun tuleva vauhti on vielä epävarma

Asiakastilaukset jatkoivat jälleen vahvalla tasolla (Q3'21: 0,28 MEUR). Viimeisen vuoden aikana Heeros on kerännyt 1,2 MEUR edestä asiakastilauksia, mikä vastaisi laskutukseen siirryttyään 14 % kasvua vuoden 2020 liikevaihtoon nähden. Asiakaspoistuma (tyypillisesti SaaS-yhtiöllä noin 5 %) huomioiden Heeros on siirtymässä arviolta kohti 10 %:n vuosittaista kokonaisliikevaihdon kasvuvauhtia, mikäli se siis ylläpitää nykyistä myynnin vetoaan ja tilauskertymä jatkaa siirtymistä laskutukseen. Asiakastilauksia ei kuitenkaan vielä ole raportoitu kovin pitkään, joten lähivuosien kasvun ennustamiseen liittyy vielä epävarmuutta. Heeros kuitenkin arvioi kesällä saatujen suurten tilausten siirtymisen laskutukseen tukevan loppuvuoden kasvua, joten suhtaudumme varsin luottavaisesti loppuvuoden kehitykseen.

Laskimme kasvuennusteitamme varovaisemmiksi

Heeroksen asiakastilaukset ovat siirtyneet edelleen odotuksiamme hitaammin laskutukseen, minkä myötä laskimme hieman jatkuvan liikevaihdon kasvuodotuksiamme lähivuosille. Odotamme Heeroksen kasvun ja kannattavuuden (EBITDA-%) jäävän ohjeistuksen (30 %:n taso) alle 24 %:iin vuonna 2021 (2020 16 %, 2020 oik. 23 %) pääasiassa vertailukaudesta vahvistuvan kasvun myötä. Väljästä ohjeistuksesta huolimatta ennusteidemme toteutuminen todennäköisesti aiheuttaisi negatiivisen tulosvaroituksen, joskaan tämä ei alkuvuoden lukujen jälkeen mielestämme olisi enää erityisen suuri yllätys. Vuodelle 2023 ennustamme Heeroksen strategian tavoitteita konservatiivisemmin noin 34 %:n liikevaihdon kasvun ja käyttökatemarginaalin summaa (Tavoite: kohti 50 % nouseva summa).



Antti Luuro
Analytikko
+358 50 571 4893
antti.luuro@inderes.fi

Heeros | Kurssi: 6.00
Lisää | Tavoitehintaa: 6.60

Arvostus on ennustelaskujen jälkeen vielä riittävän houkutteleva

Odotus kasvusta ja sen myötä paranevasta kannattavuudesta ovat nähdäksemme Heeroksen arvostuksen keskeiset ajurit. Lähivuosina yhtiön kasvulle on uusmyynnin jatkumisen myötä selkeä reitti, joskin kasvun vahvistuminen on vienyt toistaiseksi odotuksiamme hitaampaa. Nykyarvostus (2022e 2,6x) on edelleen kohtuullinen huomioiden odotuksemme Heeroksen vahvistuvasta kasvun ja kannattavuuden (EBIT-%) summasta (2022e: 22 %). Merkittävästi korkeampi arvostus vaatisi Heerokselta kuitenkin edelleen jatkuvia ja vahvistuvia näyttöjä kasvun piristymisestä.



Antti Luuro

Analytikko

+358 50 571 4893

antti.luuro@inderes.fi

Heeros | Kurssi: 6.00

Lisää | Tavoitehinta: 6.60

Alma Media: Ennätystason kannattavuudesta nostetta ennusteille

Alma Median eilen julkaisema Q3-raportti oli kokonaisuutena hieman odotuksiamme parempi, kun ennusteitamme korkeampi kannattavuus veti neljänneksen tuloksen yli odotuksiemme. Tämän seurauksena teimmekin positiivisia ennustemuutoksia lähivuosien tulosennusteisiimme. Erinomaisen kassavirrantuottokyvyn ansiosta Alma Median arvostus painuu lähivuosina nykyiseltä korkealta tasolta perustellulle tasolle, mutta siinä ei kuitenkaan näkemyksemme mukaan ole nousuvaraa. Näin ollen toistamme vähennä-suosituksemme, mutta ennustenostojä mukailten nostamme tavoitehintamme 12,0 euroon (aik. 11,5 euroa).

Odotetun voimakasta kasvua odotuksia paremmalla kannattavuudella

Alma Median Q3:n liikevaihdon 26 %:n kasvu oli hyvin linjassa odotuksiemme kanssa, jatkuvien toimintojen liikevaihto kasvoi Nettix-yrityskaupan ja rekrytointimarkkinan elpymisen tukemana. Segmenttitasolla Career ylitti ennusteemme rekrytointipalveluiden poikkeuksellisen vahvan kysynnän seurauksena. Sen sijaan Talent jäi hieman odotuksistamme tasoittaen konsernitason kasvukuvaan. Consumerin liikevaihdon kasvu oli hyvin linjassa ennusteidemme kanssa. Oikaistua liikevoittoa Alma teki Q3:lla 17,8 MEUR ylittäen sekä meidän että konsensuksen ennusteet. Suhteellisesti kannattavuus nousi vertailukaudesta ennätystasolle 26,3 %:iin (Q3'20: 24,4 %). Tuloslilyksen taustalla oli kaikkien segmenttien hieman odotuksiamme parempi tulostaso. Careerin osalta tämä perustui volyymitason ylitykseen ja Talentissa sekä Consumerissa puolestaan odotuksiamme parempaan suhteelliseen kannattavuuteen. Alemmilla tulosta kasvatti osuus osakkuusyriytysten (Bolt) tuloksesta. Tätä taustaa vasten jatkuvien toimintojen 0,18 euron osakekohtainen tulos ylitti ennusteet operatiivista tulosta selvemmin.



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

Alma Media | Kurssi: 12.48
Vähennä | Tavoitehintana: 12.00

Painopistemuutokset liikevaihdossa nostivat lähivuosien kannattavuusennusteitamme

Alma Media toisti Q3-raportilla ohjeistuksensa, minkä mukaan yhtiö arvioi kuluvan vuoden liikevaihdon (2020: 230 MEUR) ja oikaistun liikevoiton (2020: 45,4 MEUR) kasvavan selvästi vuodesta 2020. Q3-raportin myötä teimme pieniä ennustemuutoksia liikevaihdon rakenteeseen, mutta kokonaisuutena kasvuennusteemme pysyivät lähes ennallaan. Liikevaihdon jakauman muutokset nostivat lähivuosien oikaistun liikevoiton ennusteitamme 6-9 % huolimatta pienistä ennustenostoista lähivuosien poistotasoihin sekä konsernikuluihin. Odotamme vuoden 2021 voimakkaan liikevaihdon keskimääräisen kasvun hiipuvan 2022-2024 hieman yhtiön tavoitetason alapuolelle ilman uusia yritysostoja. Sen sijaan odotamme Alma Median ylittävän 20 %:n oikaistun liikevoiton tavoitetasonsa selvästi myös lähivuosina ja emme yllätyisi, mikäli yhtiö nostaisi tätä tavoitetta ennen pitkää.

Tuotto-odotus nojaa osinkoon

Alma Median osakkeen lyhyen tähtäimen tulos pohjainen arvostustaso on näkemyksemme mukaan korkea (2021e P/E 20x ja EV/EBIT 19x). Ennustamamme tulokasvun ja etenkin taseen velkaantuneisuutta painavan vahvan kassavirran tuottokyvyn ansiosta arvostus kuitenkin painuu selvästi neutraalimmalle tasolle pidemmälle katsottaessa, sillä vuoden 2023e oik. P/E-kerroin on 18x ja vastaava EV/EBIT-kerroin on 16x. Lähivuosien tuotto-odotus nojaa kuitenkin pidemmän tähtäimen neutraalin arvostuksen ansiosta pääasiassa osinkotuottoon, jonka ennustamme asettuvan keskimäärin noin 3 %:n tasolle vuosittain. Näkemyksemme mukaan tämä tuotto-odotus ei puolla lisäostoja, kun huomioidaan liiketoiminnan tietyt suhdanneherkät piirteet, mutta kokonaisuutena kuitenkin kohtuullinen riskitaso.



Petri Gostowski

Analyytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Alma Media | Kurssi: 12.48

Vähennä | Tavoitehinta: 12.00

Topdanmarkilta odotuksia parempi Q3-tulos henkivakuutuksen vetämänä

Sammon tytäryhtiö Topdanmark julkisti torstaina konsensusodotukset ylittäneen Q3-tuloksen. Yhtiön tulos ennen veroja (PTP) oli 474 MDKK ja ylitti 436 MDKK:ssa olleen konsensuksen. Vahinkovakuutustoimintojen kehitys oli Q3:lla linjassa odotuksiin ja tulositytyksen taustalla oli henkivakuutuksen vahva tulos.

Vahinkovakuuttamisessa Topdanmarkin vakuutustekninen tulos parantui selvästi [heikosta vertailukaudesta](#) ja oli 361 MDKK (Q3'20: 248 MDKK). Vakuutusteknisen tuloksen kasvua ajoi maksutulon yli 4 %:n kasvu sekä selvästi vertailukautta parempi vakutuustekninen kannattavuus. Topdanmarkin yhdistetty kulusuhde oli run-off-eristä puhdistettuna 87,6 % (Q3'21: 91,2 %), mikä oli linjassa konsensuksen (87,5 %) kanssa. Suur- ja säävahinkoja osui kolmannelle neljännekselle vertailukautta enemmän ja nämä heikensivät korvauskulusuhdetta 1,3 %-yksikköä. Sijoitustuotot jäivät odotusten mukaisesti viime vuotta heikommiksi, kun vertailujaksolla pääomamarkkinakehitys oli poikkeuksellisen vahvaa.

Topdanmarkin henkivakuutusyhtiö ylsi Q3:lla 113 MDKK:oon tulokseen (Q3'20: 69 MDKK), mikä ylitti reippaalla marginaalilla 55 MDKK:ssa olleen konsensuksen. Henkivakuutuksen tulos sai katsauskaudella tukea kiinteistösijoitusten positiivisista arvonmuutoksista ja henkivakuutustoimintojen alle siirtyneen Asset Management-yksikön tuloskontribuutiosta.

Topdanmark tarkisti Q3-raportin yhteydessä koko vuoden 2021 tulosohjausta hienoisesti ylöspäin ja odottaa nyt tuloksen ennen veroja olevan 2240-2320 MDKK (aik. 2120-2280 MDKK). Yhtiö antoi raportissa myös tulosolettamia vuodelle 2022. Vahinkovakuuttamisessa maksutulon odotetaan kasvavan ensi vuonna 4-5,5 % (konsensus +3 %) ja yhdistetyn kulusuhteen odotetaan asettuvan ennen run-off-eriä 86-89 % haarukkaan (konsensus: 87,1 %)



Sauli Vilén
COO, analyytikko
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



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

Sampo | Kurssi: 45.63
Osta | Tavoitehintaa: 46.00

Maksutulon kasvun keskeisenä ajurina toimii hinnankorotukset, joilla pyritään taklaamaan inflaation aiheuttamaa painetta korvauskulukehitykselle. Yhtiö kertoi vieneensä kuluvana vuonna läpi hinnankorotuksia laaja-alaisesti ja esimerkiksi kotivakuutuksissa on nähty keskimäärin jopa 9 %:n hinnankorotuksia. Koronapandemian väistymisen myötä vahinkomäärät tulevat ensi vuonna odotetusti normalisoitumaan ja tällä arvioidaan olevan 0,9 %-yksikön negatiivinen vaikutus yhdistettyyn kulusuhteeseen.

Topdanmarkin ja aiemmin tuloksensa julkaiseen [Trygin](#) tulosraportin perusteella pohjoismaisten vahinkovakuuttajien kannattavuudet ovat säilyneet Q3:lla edelleen vahvalla tasolla ja arviomme mukaan reippaita hinnankorotuksia on tehty neljänneksen aikana kaikkien keskeisten toimijoiden johdosta. Sampo raportoi Q3-tuloksensa 3.11. ja tulemme palamaan lfin kehitykseen tarkemmin myöhemmin julkaistavassa ennakkokomentissamme.



Sauli Vilén
COO, analytikko
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



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

Sampo | Kurssi: 45.63
Osta | Tavoitehinta: 46.00

Wärtsilä Q3 tiistaina: Paranevassa markkinassa vielä paljon kysymysmerkkejä

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus		2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
MEUR / EUR							
Liikevaihto	995		1159	1111	1042	- 1213	4655
Liikevoitto (oik.)	61		82	80	65	- 97	359
Liikevoitto	43		82	78	61	- 97	341
Tulos ennen veroja	34		77	71	53	- 91	325
EPS (oik.)	0,06		0,10	0,10	0,08	- 0,12	0,43
EPS (raportoitu)	0,04		0,10	0,09	0,07	- 0,11	0,40
Liikevaihdon kasvu-%	-11,0 %		16,4 %	11,6 %	4,7 %	- 21,9 %	1,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	6,1 %		7,1 %	7,2 %	6,2 %	- 8,0 %	7,7 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Wärtsilä julkistaa Q3-raporttinsa tiistaina 26.10. klo 8.30. Toimintaympäristössä on positiivisia merkkejä globaaleiden alustilausten kasvettua nopeasti kuluvan vuoden aikana, mutta tämä hyödyttää vain osaa Wärtsilälle tärkeistä segmenteistä. Odotamme ohjeistuksen olevan samantapainen kuin kolme kuukautta sitten eli alkaneen kvartaalin kysyntäympäristö on parempi kuin vuotta aiemmin. Osakkeen arvostus alkaa olla kohtuullinen, mutta markkina-ajureihin liittyvä epävarmuus kohottaa yhtiön riskiprofiilia. Säilytämme vähennäsuosituksemme sekä 12,00 euron tavoitehintamme ennen raporttia.



Erkki Vesola

Analyytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Wärtsilä | Kurssi: 10.60

Vähennä | Tavoitehintana: 12.00

Tilaukertymässä on odotettavissa reipasta kasvua vertailuluvun oltua alhainen. Odotuksemme Q3:n tilaukertymäksi on 1202 MEUR (+23 % v/v) eli hieman konsensuksen (1173 MEUR; +20 % v/v) yläpuolella. Julkistettujen Q3:lle kirjattavien tilausten arvo on tähän mennessä ollut noin 160 MEUR (+24 % v/v). Tilaukertymä sai hyvin tukea AGL:n 112 MEUR:n sähkönvarastointijärjestelmän tilauksesta. Suurin ero liiketoimintojen tilausodotuksissa Inderesin ja konsensuksen välillä on Energyssä (Inderes: +41 % v/v; konsensus: +31 % v/v), jossa odotamme myös pohjatilausten kasvaneen vahvasti (+30 % v/v). Ennustamme Wärtsilän Q3-liikevaihdoksi (+16 % v/v) on konsensusta optimistisempi ja perustuu Q1-Q2'21:n kohtuulliseen tilaukertymään sekä erittäin heikkoon vertailukauteen. Odotuksemme oikaistun EBIT-marginaalin paranemisesta suhteessa Q3'20:een nojaa liikevaihdon kasvuun ja koronakulujen pienentymiseen, vaikka Vaasan ja Triesten tehtaat ovatkin edelleen käyneet vajaateholla. Lyhyellä tähtäimellä kannattavuuden ennustaminen on joka tapauksessa hyvin haastavaa. Wärtsilällä on paljon kiinteähintaisiakin sopimuksia sekä toimituksissa että hankinnoissa, mutta etenkin alihankkijoiden sopimuksia tulee koko ajan uudelleen neuvoteltavaksi ja nyt tietenkin aiempaa korkeammilla hinnoilla. Marginaaleistaan Wärtsilä on suostunut vain toteamaan, että komponenteista tuleva paine on kasvussa. Näin ollen omissa H2'21:n marginaaliennusteissamme on riskiä alaspäin.

Q1-Q2'21:lla liikkeelle päässeet globaalit alustilaukset jatkuivat hyvässä vauhdissa Q3'21:llä vaikkakin hidastuen. Clarksonin mukaan Q3'21:llä tilattiin globaalisti 323 alusta (+58 % v/v), kun vastaavat luvut olivat 453 alusta (+91 % v/v) Q2'21:llä ja 480 alusta (+90 % v/v) Q1'21:llä. Tilausten painopiste oli kuitenkin selvästi kauppalaivoissa sekä LNG/LPG-aluksissa. Kauppalaivat (tankkerit, kuivarahtialukset sekä konttilaivat) eivät ole Wärtsilälle merkittävä segmentti ja myös LNG/LPG-aluksia hallitsevat kaksitahtimoottorit ja Wärtsilän fokus on näissä laivoissa enemmän kaasunkäsittelyjärjestelmissä. Wärtsilälle tärkeillä risteillä- ja offshore-markkinoilla on edelleen hiljaisia. Haluammekin kuulla Wärtsilältä tilannepäivityksen yhtiölle tärkeiden alustyyppien näkymistä luodaksemme mielikuvaa siitä, onko Marine Powerin moottoritalauksissa luvassa kunnolla kasvua vuonna 2022. Energyn puolella Wärtsilän syömähampaaksi nousseiden sähkön varastointijärjestelmien markkinalla on myös ollut viime aikoina vaisumpaa ja tämän markkinan tilannekatsaus on kiinnostavaa kuultavaa.

**Erkki Vesola**

Analytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Wärtsilä | Kurssi: 10.60**Vähennä** | Tavoitehinta: 12.00

Pidämme selvänä, että Wärtsilä ohjeistaa parempaa kysyntäympäristöä Q4'21:lle verrattuna Q4'20:een. Olemme tässä vaiheessa kauttaaltaan konsensusta optimistisempia Wärtsilän Q4'21:n numeroiden suhteen. Tilaukset kasvunustee on +30 % v/v (konsensus +18 % v/v), liikevaihdon kasvunustee on +16 % v/v (konsensus +11 % v/v) ja odotuksemme oikaistuksi EBIT-marginaaliksi 11,6 % (konsensus 11,3 %).

Osakkeen arvostus alkaa olla houkutteleva. Tämänhetkisinä ennusteillamme vuoden 2022 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet (19x ja 15x) ovat 14-17 % alle verrokkien mediaanin ja samalla 2-7 % alle yhtiön omien historiallisten kertoimien. Edelleen varovainen suhtautumisemme osakkeeseen johtuu etenkin varustamojen ja voimayhtiöiden tuotantomuodon valintaan ja investointien ajoitukseen liittyvästä suuresta epävarmuudesta. Samalla esimerkiksi Wärtsilän sähkönvarastointijärjestelmien kannattavuus on yhä täysin arvailujen varassa. Yhtiön riskiprofiili on siten monesta syystä koholla. Toivomme ja uskommekin Wärtsilän esittävän näkemyksiä ja suunnitelmiaan em. aiheisiin liittyen viimeistään pääomamarkkinapäivässä 18.11.

**Erkki Vesola**

Analytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

Wärtsilä | Kurssi: 10.60**Vähennä** | Tavoitehinta: 12.00

TietoEVRY Q3 tiistaina: Odotamme tuloksen pysyneen vertailukauden tasolla

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus	2021e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	644		667	654	644	- 673	2842
Liikevoitto (oik.)	90		90	88	81	- 94	375
Liikevoitto	29		68	64	55	- 79	358
Tulos ennen veroja	-14		62	59	49	- 73	331
EPS (oik.)	0,57		0,56	0,55	0,48	- 0,62	2,40
EPS (raportoitu)	0,16		0,41	0,40	0,31	- 0,47	2,30
Liikevaihdon kasvu-%	69,6 %		3,6 %	1,6 %	0,0 %	- 4,6 %	2,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	14,0 %		13,4 %	13,5 %	12,6 %	- 13,9 %	13,2 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

TietoEVRY julkaisee Q3-raporttinsa tiistaina kello 8.00. TietoEVRY on selvinnyt suhteellisen kuivin jaloin koronasta ja mittava fuusio alkaa olemaan loppusuoralla, mikä hyvien näkymien kanssa on laskenut liiketoiminnan riskiprofiilia. Odotamme liikevaihdon kasvaneen, mutta kannattavuuden laskeneen vertailukaudesta Q3:lla. Näin odotamme oikaistun liikevoiton olleen vertailukauden tasolla. Yhtiö avasi aikaisemmin syyskuussa päivitettyä strategiaansa ja liiketoimintamallia. Emme odota suurta uutta strategian tiimoilta Q3-raportissa, mutta aihe on luonnollisesti hyvin mielenkiintoinen ja seuraamme mahdollisia kommentteja aiheesta.



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

TietoEVRY | Kurssi: 27.76
Osta | Tavoitehinta: 34.00

Ennustamme TietoEVRYn liikevaihdon kasvaneen 4 % 667 MEUR:oon Financial Services Solutions (13 %) ja Industry Software -liiketoiminnan (7 %) vetämänä. Cloud & Infra hidastaa edelleen kasvua. Konsensus odottaa liikevaihdon kasvaneen 2 %. Liikevaihtoa tukevat valuuttakurssimuutokset (16 MEUR). Yhtiö on kommentoinut koronan painavan H1'21:llä ja kasvun kiihtyvän H2'21:lla.

Odotamme kertaeristä oikaistun liikevoiton olleen 90 MEUR Q3:lla (konsensus 88 MEUR), mikä vastaa vertailukautta hieman heikompaa kannattavuutta. Yhteensä olemme oikaisseet liikevoittoa 22 MEUR:lla (konsensus 24 MEUR) PPA- ja integraatioon liittyvillä kuluilla. Ennustamme oik. liikevoitto-%:n laskeneen 13,4 %:iin Q3:lla (Q3'20 14,0 %) korkeampien rekrytointikulujen (Digital Consulting) ja Cloud & Infran heikomman kannattavuuden ajamana. Isossa kuvassa arvioimme edelleen tehostamistoimenpiteiden ja synergioiden tukevan kannattavuuskehitystä, mutta palkkainflaation ja palveluiden kehittämiskustannusten (investoinnit) hidastavan sitä. Muilla riveillä emme odota muutoksia ja ennustamme osakekohtaisen tuloksen oikaistuna kertaeristä olleen 0,41 euroa (konsensus 0,40 euroa) Q3:lla. TietoEVRY kommentoi edellisessä neljännesraportissaan perinteisesti aina tulevan neljänneksen kannattavuutta liiketoimintatasolla, ja ennusteemme ovat linjassa kommenttien kanssa.

Ennustamme liikevaihdon kasvavan 2 % ja oikaistun liikevoitto-%:n nousevan 13,2 %:iin vuonna 2021 (2020: 12,7 %). Ennusteemme on linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa, joka odottaa orgaanisen kasvun olevan -1%- +2 % ja oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 13-14 %:iin (12,7 % vuonna 2020). Lisäksi yhtiö odottaa liikevaihdon kääntyvän kasvuun H2:lla. Kannattavuusparannusta ajavat pääosin synergiat, joita toisaalta vaimentavat palkkainflaatio (2-4 %) ja jatkuvat tuotekehitysinvestoinnit (4-5 % liikevaihdosta).

TietoEVRY päivitti strategiaansa ja liiketoimintamalliaan aikaisemmin lokakuussa. Kommenttimme strategiapäivityksestä on luettavissa [tästä](#). Yhtiö julkaisee päivitettyt pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet yhtiölle sekä liiketoiminnoille myöhemmin järjestettävässä pääomamarkkinapäivässä, joka on ymmärryksemme mukaan ensi vuoden loppupuoliskolla.

**Joni Grönqvist**

Analytiikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

TietoEVRY | Kurssi: 27.76
Osta | Tavoitehintaa: 34.00

Suominen Q3 torstaina: Raportista metsästetään merkkejä kysynnän palautumisesta

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus	2021e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	115		96	100	96	108	425
Käyttökate	18,1		8,6	9,0	8,6	9,5	53,0
Liikevoitto	12,9		3,6	4,0	3,6	4,5	32,5
EPS (oik.)	0,19		0,03	0,04	0,03	0,05	0,37
Liikevaihdon kasvu-%	11,7 %		-16,8 %	-13,4 %	-16,8 %	-6,4 %	-7,4 %
Liikevoitto-% (oik.)	11,2 %		3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	7,6 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Suominen julkistaa Q3-raporttinsa torstaina noin kello 9.30. Odotettavissa on elokuun tulosvaroituksen jäljiltä erittäin heikko kvartaali ja yhtiö jää erittäin kovista vertailuluvuista Q3:lla merkittävästi. Ohjeistuksensa kuluvan vuoden heikkenevästä tuloskehityksestä Suominen tulee arviomme mukaan toistamaan, mutta keskeisin mielenkiinnon kohde raportissa on kesällä kyykänneen kysynnän tämänhetkinen tila ja toipumisenäkymä. Perusskenaariossamme kysynnän heikkous on väliaikaista, mihin peilattuna pidämme Suominen osaketta edullisena (2021e-2022e: EV/EBITDA 5x, P/E 12x-13x). Kysyntäkuopan pituuteen liittyvän epävarmuuden ja haastavan raaka-ainetilanteen takia emme kuitenkaan tee muutoksia näkemykseemme yhtiöstä ennen tilannekuvaa valottavaa Q3-raporttia.



Antti Viljakainen

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Suominen | Kurssi: 4.68

Lisää | Tavoitehinta: 5.60

Odotamme Suomen liikevaihdon laskeneen Q3:lla 17 % 96 MEUR:oon, mikä alittaa konsensusennusteen lievästi. Liikevaihdon pulkkamäen taustalla ovat arviomme mukaan etenkin volyymit, joiden Suomenin kertoi Q2-raportissaan jäävän toimitusketjussa kohonneiden varastotasojen takia kvartaalilla hyvin heikoiksi. Keskihintojen arvioimme sen sijaan nousseen lähinnä raaka-aineinflaatiota peilaten eikä myöskään valuutoista tule arviomme mukaan myyntiin enää merkittävää vastatuulta. Markkina-alueista odotamme Euroopan kysynnän olleen poikkeuksellisesti hieman perinteistä veturia eli Amerikoita parempaa johtuen lähinnä toimitusketjujen paremmasta tilanteesta.

Suomisen käyttökatteen ennustamme laskeneen Q3:lla väkivahvasta vertailukaudesta 8,6 MEUR:oon, mikä on niin ikään selkeää tuloslaskua odottavan konsensuksen alalaita. Tulospudotus johtuu arviomme mukaan etenkin liikevaihdon laskusta, minkä lisäksi heikkenevät käyttöasteet ja myyntihintojen edellä kulkeva raaka-aineinflaatio ovat arviomme mukaan nakertaneet Suomenin bruttomarginaalia Q3:lla yli 6 %-yksikköä suhteessa vertailukauteen ja 3 %-yksikköä suhteessa Q2:een. Kiinteät kulut Suomenin on pitänyt taas tiukasti kurissa, ja yllätysmomentit liittyvät tuloslaskelman yläosiin. Yhtiön rahoituskulujen ja veroasteen odotamme olleen Q3:lla jokseenkin normalisoiduilla tasoillaan. Siten Q3:n EPS-ennustemme on vertailukauden ja konsensuksen alapuolella 0,03 eurossa. Suomenin liiketoiminnan kassavirran arvioimme jääneen Q3:lla heikoksi, sillä hankala kysyntätilanne on voinut nostaa varastoja ja toisaalta myös hyödykehintojen nousu tulee luultavasti rassaamaan edelleen käyttöpääomaa.

Suominen ohjeisti elokuun negatiivisessa tulosvaroituksessaan, että yhtiön kuluvan vuoden käyttökate heikkenee viime vuodesta. (2020: käyttökate 61 MEUR). Arvioimme lähtökohtaisesti yhtiön toistavan ohjeistuksensa Q3-raportissa. Suurin huomio raportissa keskittyy kuitenkin yhtiön kommentteihin kysynnästä, jonka yhtiö arvioi loppukesällä piristyvän Q4:llä, kun toimitusketjun varastoja on saatu sulateltua pois. Viimeaikainen kuluttajaluottamuksen lasku ja toimitusketjujen häiriöt huomioiden riski heikon kysynnän jatkumisesta loppuvuoteen on mielestämme akuutti. Lisäksi etenkin öljypohjaisten raaka-aineiden, energian ja logistiikan osalta myös kulupuolella voi olla vielä paineita. Näin ollen Suomenin kommentit loppuvuoden osalta ovat arviomme mukaan varovaisia, mutta toisaalta odotamme kuitenkin yhtiön toistavan näkemyksensä koronapandemian positiivisista vaikutuksista kuitukankaiden kysyntään. Osakkeelle emme näe selviä positiivisia ajureita ennen kysyntäkuvan piristymistä, mutta toisaalta osakkeen nykyisellä arvostustasolla jo suurempien pettymysten välttäminen voi mielestämme riittää positiiviseen kurssireaktioon.

**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Suominen | Kurssi: 4.68**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.60

Fortumin tytäryhtiö Uniper nosti 2021 ohjeistustaan, mutta raportoi Q3:lla valtavan kirjanpidollisen tappion

Fortumin tytäryhtiö Uniper nosti eilen vuoden 2021 tulosohjeistustaan ja raportoi merkittävän negatiivisen kirjanpidollisen erän markkinahintojen voimakkaan nousun vuoksi. Merkittävän tulosvaikutuksen takia myös Fortum tiedotti asiasta [eilen](#). Monimutkaisen tiedotteen ydinsanoma on, että Uniperin operatiivinen liiketoiminta on kehittynyt erittäin hyvin, mutta Q3:lla raportoitava tulos tulee olemaan miljardeja tappiolla. Kyseessä on kuitenkin kirjanpidollinen tappio, jolla ei ole kassavirtavaikutusta. Suhtaudumme positiivisesti Uniperin vuoden 2021 ohjeistuksen nostoon ja tulemme päivittämään ennusteemme huomioimaan uutisen lähiaikoina. Emme toistaiseksi tee muutoksia näkemykseeimme Fortumista.

Uniperin mukaan positiivisen operatiivisen tuloskehityksen taustalla on pääasiassa hyödykehintojen jatkuva ja voimakas nousu erityisesti Euroopan kaasu- ja sähkömarkkinoilla, joilla Uniperin Global Commodities -liiketoiminnalla on merkittävää kaasun välitykseen ja varastointiin liittyvää liiketoimintaa. Ennakkotietojen perusteella Uniper nosti tulosennustettaan vuodelle 2021 ja arvioi vuoden 2021 oikaistun liikevoiton ("adjusted EBIT") olevan 1050-1300 MEUR (aik. 800-1050 MEUR) sekä oikaistun nettotuloksen ("adjusted net income") olevan 850-1050 MEUR (aik. 650-850 MEUR). Uniperin sivuilla esitetyt Varan [konsensusennusteet](#) näille luvuille olivat eilen 963 MEUR sekä 742 MEUR, joten ennusteissa on selkeää nousupainetta. Uniper kertoi [pörssitiedotteessaan](#) lisäksi, että yhtiön alustava oikaistu liikevoitto tammi-syyskuulta 2021 on noin 600 MEUR (Q1-Q3'20: 405 MEUR).



Juha Kinnunen

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

Fortum | Kurssi: 27.13

Lisää | Tavoitehintaa: 26.50

Operatiivisesti Uniperilla menee siten erittäin hyvin, mutta Q3:lla raportoitava tulos tulee silti olemaan raskaasti tappiollinen. Hintojen voimakkaasta noususta johtuen Uniperin suojauslaskennan ulkopuolisten johdannaisten käyvän arvon muutos on ollut alkuvuonna noin 7 miljardia euroa negatiivinen, minkä Uniper kirjaa ei-operatiivisiin eriin tammi-syyskuulta 2021. Erä on kirjanpidollinen ja kumoutuu tulevaisuudessa, kun sopimukset erääntyvät. Erällä ei myöskään ole kassavirtavaikutusta. Kuten aiemminkin, suosittelemme sijoittajia seuraamaan Fortumin ja Uniperin kohdalla vertailukelpoisia lukuja, jotka kuvaavat paremmin yhtiöiden operatiivista kehitystä. Fortumin ja erityisesti Uniperin tuloksia heiluttavat usein poikkeukselliset erät, joilla ei ole vaikutusta varsinaiseen liiketoimintaan. Nyt energiamarkkinan myllerryksessä erien kokoluokka on kasvanut selvästi.

Massiivinen kirjaus johtuu siitä, että Uniper suojaa suurelta osin varoihinsa liittyviä positioitaan mm. myyntitermiineillä. Useimmiten johdannaisten suojaussopimuksiin sovelletaan IFRS-standardien mukaista käypiin arvoihin arvostamista, kun taas kohde-etuutena oleviin omaisuuseriin, kuten voimalaitoksiin, tätä ei vastaavasti sovelleta. Tämän johdosta hyödykehintojen noustessa Uniperin IFRS nettotulos heijastaa vain suojauksista syntyneitä realisoitumattomia tappioita, kun taas niitä kompensoivat johdannaisten kohde-etuutena olevien omaisuuserien voittoja ei kirjata ennen niiden toimitusta. Edellä kuvattu kirjanpitovaikutus kumoutuu, kun sopimukset erääntyvät.

Uniper konsolidoidaan tytäryhtiönä Fortumin tuloslaskelmaan, joten tulosvaikutus näkyy myös Fortumin Q3-tuloksessa. Fortum tiedotti eilen, että Uniper-segmentin alustavan vertailukelpoisen liikevoiton odotetaan olevan noin 10 MEUR vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä ja vastaavasti noin 540 MEUR tammi-syyskuussa 2021. Uniperin vaikutus suojauslaskennan ulkopuolisten johdannaisten käyvän arvon muutoksiin arvioidaan olevan noin -6 miljardia euroa Q3:llä ja noin -7 miljardia euroa tammi-syyskuussa 2021. Nämä sisältyvät Fortumin raportoimaan tulokseen, mutta vaikutukset esitetään Fortumin tuloslaskelmassa vertailukelpoisuuteen vaikuttavina erinä.

Uniper julkaisee osavuositarkastuksen tammi-syyskuulta 5.11.2021 ja Fortum julkaisee osavuositarkastuksen tammi-syyskuulta 12.11.2021.



Juha Kinnunen
Osakestrategi, analytikko
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

Fortum | Kurssi: 27.13
Lisää | Tavoitehintaa: 26.50

Sotkamo Silver tiedotti kairausohjelmansa ensimmäisistä tuloksista

Sotkamo Silver julkisti eilen aiemmin tänä vuonna kairatun maanalaisen kairausohjelman analyysitulokset. P700-projektin ensimmäisessä kairausvaiheessa kairattiin yhteensä noin 4420 metriä timanttikairausta. Kairanreiät lävistävät malmin jatketta 350-500 metrin syvyydessä maanpinnalta. P700-projektin toinen kairausvaihe on käynnissä. Ohjelman ensimmäisen vaiheen keskeisimmät tulokset ovat luettavissa [täältä](#).

Tuloksien tarkka tulkinta on tässä vaiheessa hyvin haastavaa, mutta karkean arviomme mukaan kairausten jalometallipitoisuudet ovat olleet vähintään samalla tasolla tai jopa lievästi parempia kuin aiemmissa tutkimuksissa. Pitoisuuksien vaihtelu on kuitenkin hyvin voimakasta. Tuloksien perusteella pidämme edelleen todennäköisenä, että Sotkamo Silver saa nostettua osan nyt mineraalivarannoiksi luokitellusta malmista taloudellisesti hyödyntämiskelpoisten malmivarojen puolelle vuoden vaihteessa odotettavissa olevassa malmi- ja mineraalivarantoarvion päivityksessä. Kaikkien mineraalivarantojen nostaminen malmivaroiksi sen sijaan vaatii arviomme mukaan myös ohjelman muiden vaiheiden läpivientiä ja luonnollisesti myös suotuisia tuloksia niistä. Lisäksi pidämme mahdollisena, että nyt tehdyt kairaustulokset lisäävät yhtiön mineraalivarantoja.

Olemme Sotkamo Silverin ennustemallissamme huomioineet jäljellä olevat noin 4 vuoden tuotantoa vastaavat malmivarat sekä lisäksi noin 5 vuoden tuotantoa vastaavan määrän mineraalivarantoja. Näin ollen malmi- ja mineraalivarantoarvion päivitys ei näillä näkymin lisää tuotantovuosia malliimme, mutta mineraalivarantojen nousu malmivaroiksi pienentäisi niihin ja Hopeakaivoksen toiminnan jatkuvuuteen liittyvää riskiä. Lisäksi yhtiön rahoittajat voivat hyväksyä omissa arvioissaan jäljellä Hopeakaivoksen jäljellä olevaksi tuotannon elinkaareksi vain malmivarat, joten yhtiön rahoituksen jatkuvuuteen malmivarojen jo 2-3 vuoden nousulla voisi olla turvaava vaikutus. Lisäksi malmivarojen lisääntyminen muutamallakin vuodella mahdollistaisi kaivostoiminnan pitkäjänteisemmän suunnittelun.



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

Sotkamo Silver | Kurssi: 2.02
Vähennä | Tavoitehinta: 2.10

Näin ollen alustavasti suotuisat tulokset ovat mielestämme positiivinen uutinen Sotkamo Silverin kannalta. Olemme kuitenkin jo odottaneet aiemman aineiston perusteella jossain määrin suotuisia tuloksia ohjelmasta, joten kairaustuloksilla ei ole välitöntä vaikutusta näkemykseemme Sotkamo Silveristä.

**Antti Viljakainen**

Pääanalytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Sotkamo Silver | Kurssi: 2.02**Vähennä** | Tavoitehinta: 2.10

Toivo Group teki esisopimuksen yli 250 asunnon asuinkerrostalohankkeesta Vantaalla

Toivo Group tiedotti torstaina, että sen konserniyhtiö on solminut SL-Yhtiöt Oy-konserniin kuuluvan SL Rakennuttajat Oy:n kanssa esisopimuksen Vantaan Aviapoliksessa sijaitsevasta asuinkerrostalohankkeesta, joka käsittää yli 250 asuntoa. Esisopimuksen kokonaislaajuus on noin 14 400 kerrosneliötä asuinrakennusoikeutta tontteineen. Esisopimus on vieä ehdollinen tietyille tavanomaisille ehoille ja hankkeen kokonaiskauppahinta on arviolta noin 8,1 MEUR. Toivo kertoi aloittavansa kohteen rakennuslupasuunnittelun loppuvuoden aikana ja näin ollen hanke valmistunee toteutuessaan vaihteittain vuosien 2023-2024 aikana.

Käsityksemme mukaan esisopimuksen kohteena oleva hanke sijaitsee Aviapoliksessa Manttaantien varrella, ja kyseessä on korttelirakentamishanke, joka koostuu 5-8-kerroksisista kerrostaloista. Toivolla on ymmärryksemme mukaan varsin vahva kokemus vastaavista hankkeista ja yhtiöllä pitäisi olla edellytykset saavuttaa rakennuttamisessa matala omakustannehintaa. Rakennusoikeudesta maksettavaa hintaa (561 euroa/kem2) voidaan pitää sijainti huomioiden mielestämme verrattain matalana ja esimerkiksi Vantaan kaupunki myi keväällä rakennusliikkeille kerrostalotontteja lähialueilla Kivistössä sekä Ylästössä 627-1152 euroa/kem2 arvostuksella.

Mikäli oletamme asuinpinta-alan tehokkuusluvun olevan hankkeessa rakennusoikeudelle 80%, muodostuisi asuinpinta-alaksi 11 552 neliötä. Arvioimallamme Vantaan Aviapoliksen 5000 euron neliöhinnalla hankkeen kokoluokka voisi olla käyvin arvoin noin 57,8 MEUR.

Olettaen rakennuskustannusten olevan noin 3300 euroa neliöltä (pl. tontti), voisi kehitysvoitoksi muodostua noin 11,5 MEUR ja kehitysmarginaaliksi 25 %. Näin ollen Toivolla pitäisi lähtökohtaisesti olla edellytykset yltää hankkeessa vahvaan kehitysmarginaaliin. Yhtiö on saavuttanut historiassa valmistuneissa asuinkiinteistöissä keskimäärin 28 % kehitysmarginaalin.



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

Toivo Group | Kurssi: 3.08
Myy | Tavoitehintaa: 2.30

Uutiset uusista hankkeista eivät tulleet yllätyksenä, sillä H1-tuloksen yhteydessä saadut kommentit antoivat viitteitä tästä. Toivon hankesalkun (318 MEUR) sopimuskanta supistui Q2:lla, kun yhtiöltä siirtyi rakennusvaiheeseen enemmän asuntoja kuin sopimussalkkuun tuli vastaavasti uusia. Nyt tiedotettu kauppa vahvistaakin toteutuessaan huomattavasti yhtiön hankekantaa ja antaa tukea tulevien vuosien koville kasvutavoitteille. Positiivista on mielestämme myös se, että yhtiö kykenee löytämään tämän mittakaavan hankkeita, sillä kilpailu tonteista on pk-seudulla rakentajien välillä käsityksemme mukaan kireää. Odotamme Toivon kommentoivan hanketta tarkemmin 10.11. julkaistavan Q3-liiketoimintakatsauksessa ja tulemme tarkastelemaan ennusteitamme Q3-päivityksen yhteydessä.

**Matias Arola**

Analyytikko

+358 40 935 3632

matias.arola@inderes.fi

Toivo Group | Kurssi: 3.08**Myy** | Tavoitehinta: 2.30

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	11.95	-0.8 %	20.0 %	Lisää	13.00	8.8 %	21.5	23.7	16.5	16.2	4.0	0.25	2.1 %	45
Admicom	89.30	1.5 %	-33.9 %	Vähennä	95.00	6.4 %	47.4	39.9	40.4	33.6	16.8	1.10	1.2 %	440
Aktia Bank	12.06	-1.3 %	23.2 %	Osta	14.00	16.1 %	12.3	-	10.7	-	1.2	0.54	4.5 %	864
Alexandria Pankkiiriliike	8.15	-1.1 %	-0.2 %	Vähennä	8.00	-1.8 %	10.1	7.4	13.5	8.3	3.4	0.45	5.5 %	81
Alma Media	12.48	-1.0 %	39.9 %	Vähennä	12.00	-3.8 %	20.2	20.4	18.6	17.1	5.0	0.32	2.6 %	1026
Apetit	14.00	0.0 %	30.8 %	Vähennä	12.00	-14.3 %	27.1	19.4	16.0	13.0	0.9	0.50	3.6 %	86
Aspo	11.90	-0.3 %	41.7 %	Osta	12.50	5.0 %	13.7	15.7	13.1	14.3	3.0	0.45	3.8 %	374
Aspocomp Group	4.94	-0.2 %	26.0 %	Lisää	5.20	5.3 %	18.2	18.4	10.1	9.8	1.8	0.11	2.2 %	33
Avidly	5.70	0.0 %	43.2 %	Osta	7.00	22.8 %	25.2	Infinity	14.8	53.0	3.2	0.00	0.0 %	30
Basware	31.20	-1.4 %	-25.7 %	Lisää	37.00	18.6 %	neg.	72.4	327.7	60.7	6.6	0.00	0.0 %	451
Bilot	7.24	-1.1 %	-0.8 %	Lisää	7.80	7.7 %	19.5	24.2	16.8	16.0	1.7	0.08	1.1 %	41
Bittium	5.78	1.2 %	-0.2 %	Lisää	6.40	10.7 %	99.8	80.5	29.5	25.8	1.8	0.00	0.0 %	206
Boreo	76.20	0.5 %	159.2 %	Osta	98.00	28.6 %	32.2	24.1	23.9	18.4	9.6	0.45	0.6 %	199
CapMan	2.80	-2.1 %	21.0 %	Lisää	3.30	17.9 %	11.5	9.7	13.6	11.0	3.4	0.15	5.4 %	441
Cargotec	44.92	-0.7 %	32.8 %	Lisää	55.00	22.4 %	14.3	7.1	11.7	9.5	1.9	1.08	2.4 %	2893
Caverion	6.79	0.0 %	16.9 %	Lisää	8.40	23.7 %	19.7	15.7	13.8	10.3	4.3	0.15	2.2 %	924
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	221.40	-0.3 %	32.1 %	Vähennä	200.00	-9.7 %	19.5	26.2	13.4	23.8	1.7	0.99	4.5 %	929
Consti Plc	12.05	0.4 %	19.9 %	Lisää	14.00	16.2 %	12.2	17.2	10.4	7.9	3.0	0.45	3.7 %	92
Detection Technology	31.20	3.3 %	30.5 %	Lisää	34.00	9.0 %	42.7	33.0	26.1	19.8	7.0	0.39	1.3 %	455
Digia	6.96	-1.6 %	-7.4 %	Lisää	8.10	16.4 %	15.3	16.1	13.2	12.9	3.0	0.17	2.4 %	186
EAB Group	2.97	-4.5 %	-5.4 %	Vähennä	3.20	7.7 %	18.8	14.4	11.0	8.4	2.0	0.11	3.7 %	41
EcoUp	6.84	1.5 %	-2.7 %	Osta	8.50	24.3 %	41.4	25.1	24.3	17.6	2.7	0.05	0.7 %	60
Eezy	6.48	0.0 %	9.8 %	Lisää	7.20	11.1 %	23.2	17.2	13.0	11.5	1.5	0.15	2.3 %	161
Efecte	15.15	0.7 %	40.3 %	Vähennä	16.50	8.9 %	266.0	252.5	71.5	66.0	29.1	0.00	0.0 %	94
Elisa	52.52	-0.5 %	17.0 %	Vähennä	54.00	2.8 %	24.0	22.1	22.9	20.5	6.9	2.05	3.9 %	8412
Endomines (SEK)	2.77	1.8 %	-9.2 %	Vähennä	3.00	8.3 %	neg.	neg.	neg.	283.9	1.6	0.00	0.0 %	600

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
Enedo	0.37	0.0 %	-59.3 %	Myy	0.30	-18.0 %	neg.	neg.	25.9	19.1	3.2	0.00	0.0 %	25
Enersense International	8.82	-0.9 %	6.3 %	Lisää	11.00	24.7 %	18.3	12.0	15.0	8.0	2.4	0.15	1.7 %	118
eQ	27.05	1.3 %	61.5 %	Vähennä	25.00	-7.6 %	28.9	22.1	30.7	23.5	13.8	0.96	3.5 %	1070
Etteplan	18.90	-0.3 %	45.9 %	Vähennä	17.50	-7.4 %	22.2	18.7	19.8	15.8	4.7	0.42	2.2 %	472
Evli Pankki	23.10	-2.1 %	89.3 %	Lisää	24.50	6.1 %	16.9	-	16.3	-	5.2	2.30	10.0 %	559
Exel Composites	8.15	-1.8 %	10.4 %	Lisää	9.50	16.6 %	15.7	14.3	12.8	11.2	2.9	0.22	2.7 %	96
F-Secure	4.95	0.0 %	28.9 %	Vähennä	4.80	-2.9 %	39.3	36.3	36.5	27.9	8.5	0.04	0.8 %	783
Fellow Finance	3.09	-1.6 %	6.6 %	Lisää	3.40	10.0 %	neg.	73.3	38.6	22.1	1.7	0.00	0.0 %	22
Finnair	0.63	-0.3 %	-17.2 %	Myy	0.60	-4.5 %	neg.	neg.	neg.	22.0	2.2	0.00	0.0 %	883
Fiskars	20.90	-1.2 %	39.5 %	Lisää	22.00	5.3 %	17.5	15.2	16.4	12.7	2.2	0.80	3.8 %	1702
Fodella	8.20	1.2 %	-2.6 %	Lisää	8.50	3.7 %	47.1	48.6	24.6	24.6	6.5	0.08	1.0 %	59
Fondia	6.82	0.0 %	-14.7 %	Lisää	8.20	20.2 %	23.5	17.3	15.1	10.2	4.6	0.30	4.4 %	26
Fortum	27.13	-0.6 %	37.7 %	Lisää	26.50	-2.3 %	14.1	7.8	16.8	13.8	1.5	1.13	4.2 %	24101
Glaston	1.28	0.8 %	43.8 %	Osta	1.45	13.3 %	24.4	17.5	12.4	9.8	1.5	0.03	2.3 %	107
Gofore	21.90	-0.9 %	27.7 %	Vähennä	20.00	-8.7 %	29.2	26.4	26.1	21.3	5.5	0.30	1.4 %	329
Harvia	52.50	1.7 %	114.3 %	Osta	64.00	21.9 %	27.7	21.3	22.9	17.2	10.5	1.20	2.3 %	978
Heeros	6.00	2.7 %	-20.0 %	Lisää	6.60	10.0 %	83.4	60.6	23.3	21.1	11.9	0.00	0.0 %	26
Honkarakenne	7.24	0.8 %	69.2 %	Osta	8.00	10.5 %	14.4	10.3	9.4	6.2	2.6	0.28	3.9 %	42
Huhtamäki	36.99	-5.9 %	-12.5 %	Lisää	42.00	13.5 %	18.0	17.8	16.3	14.2	2.8	0.95	2.6 %	3859
Ilkka-Yhtymä	4.78	0.4 %	13.8 %	Lisää	5.00	4.6 %	24.1	221.6	27.1	50.9	0.8	0.20	4.2 %	121
Incap	63.40	3.6 %	243.6 %	Lisää	55.00	-13.2 %	21.6	17.7	18.3	14.0	6.1	0.60	0.9 %	370
Innofactor	1.57	-1.3 %	23.1 %	Lisää	2.00	27.4 %	16.2	8.0	11.0	8.8	2.2	0.06	3.8 %	58
Investors House	5.60	-0.4 %	-1.8 %	Lisää	6.30	12.5 %	20.6	25.8	13.7	16.0	0.9	0.29	5.2 %	35
Kamux	13.75	0.4 %	1.1 %	Osta	17.00	23.6 %	22.9	20.1	20.1	16.0	5.2	0.24	1.7 %	549
Kemira	13.46	-1.0 %	4.0 %	Lisää	15.00	11.4 %	14.0	13.8	13.6	11.7	1.7	0.58	4.3 %	2058
Kesko	29.82	-0.3 %	41.7 %	Lisää	31.00	4.0 %	21.3	18.4	22.3	18.9	4.8	0.90	3.0 %	11837

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
Kesla	6.00	-2.9 %	40.5 %	Lisää	6.50	8.3 %	11.6	12.2	8.4	10.7	1.4	0.20	3.3 %	20
Kone	57.66	-3.4 %	-13.2 %	Myy	61.00	5.8 %	28.3	20.8	26.3	18.9	9.8	1.80	3.1 %	29890
Konecranes	36.06	-1.4 %	25.3 %	Lisää	44.00	22.0 %	16.4	12.1	13.3	10.0	2.1	0.89	2.5 %	2845
LeadDesk	23.90	0.4 %	-31.7 %	Lisää	26.00	8.8 %	84.9	723.3	67.6	321.3	7.0	0.00	0.0 %	127
Lehto Group	1.08	1.7 %	-20.3 %	Vähennä	1.30	20.8 %	neg.	neg.	10.9	9.7	0.8	0.00	0.0 %	93
Loihde	19.60	-1.0 %	-13.8 %	Myy	19.00	-3.1 %	30.2	107.1	23.9	neg.	1.2	0.27	1.4 %	117
Loudspring	0.22	1.4 %	-52.5 %	Vähennä	0.19	-12.4 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.0	0.00	0.0 %	9
Marimekko	77.90	1.0 %	71.0 %	Lisää	80.00	2.7 %	28.6	21.8	30.2	22.8	9.5	1.80	2.3 %	631
Martela	2.33	-1.3 %	-24.6 %	Vähennä	2.50	7.3 %	neg.	neg.	10.4	6.6	1.0	0.00	0.0 %	10
Metso Outotec	8.40	-1.1 %	2.7 %	Lisää	9.50	13.1 %	23.0	18.7	15.0	11.8	3.2	0.23	2.7 %	6950
Metsä Board	8.29	-0.5 %	-3.8 %	Lisää	9.00	8.5 %	10.3	8.7	13.8	11.4	1.9	0.32	3.9 %	2949
Musti Group	33.28	0.3 %	35.6 %	Vähennä	31.00	-6.9 %	48.3	41.5	40.5	30.4	6.9	0.49	1.5 %	1116
Neste	50.72	-0.9 %	-14.3 %	Vähennä	50.00	-1.4 %	38.5	23.9	24.9	20.7	5.8	0.85	1.7 %	38944
Netum	4.56	1.0 %	2.5 %	Lisää	4.80	5.3 %	19.5	21.8	15.2	16.5	3.9	0.07	1.5 %	52
Next Games	1.43	-2.2 %	-31.9 %	Vähennä	1.60	11.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	2.1	0.00	0.0 %	42
Nightingale Health	3.44	-1.6 %	-33.1 %	Osta	6.00	74.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.7	0.00	0.0 %	208
Nixu	7.12	-0.6 %	-26.0 %	Lisää	9.00	26.4 %	neg.	neg.	46.7	37.1	4.0	0.00	0.0 %	52
NoHo Partners	9.07	-1.9 %	12.5 %	Lisää	10.00	10.3 %	neg.	neg.	15.6	18.4	2.5	0.00	0.0 %	174
Nokia Corporation	5.14	1.1 %	63.2 %	Lisää	5.80	12.8 %	16.6	14.6	15.7	11.8	2.1	0.07	1.4 %	28946
Nokian Renkaat	31.67	0.9 %	9.9 %	Lisää	35.00	10.5 %	17.3	14.8	15.2	11.8	2.6	1.45	4.6 %	4377
Nurminen Logistics	1.33	-7.6 %	198.2 %	Vähennä	1.10	-17.3 %	17.0	12.5	18.9	13.8	13.0	0.00	0.0 %	102
Oma Säästöpankki	17.40	1.5 %	64.2 %	Osta	19.00	9.2 %	12.1	-	11.7	-	1.2	0.35	2.0 %	514
Optomed	10.20	-1.9 %	41.3 %	Vähennä	11.50	12.7 %	neg.	neg.	neg.	neg.	8.3	0.00	0.0 %	136
Oriola	1.75	-0.2 %	-8.2 %	Vähennä	1.90	8.8 %	24.7	23.0	19.3	14.6	1.9	0.07	4.0 %	316
Orion	36.31	-1.0 %	-3.3 %	Lisää	38.00	4.7 %	25.1	19.0	23.5	17.9	7.0	1.50	4.1 %	5100
Orthex	10.97	-2.1 %	47.9 %	Osta	13.00	18.5 %	19.5	18.4	16.3	13.3	5.8	0.27	2.5 %	194

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
Outokumpu	5.17	-3.2 %	60.6 %	Vähennä	5.50	6.4 %	5.2	4.6	8.5	6.3	0.8	0.05	1.0 %	2339
Ovaro Kiinteistösijoitus	3.42	0.9 %	-17.8 %	Vähennä	3.60	5.3 %	neg.	neg.	neg.	neg.	0.6	0.00	0.0 %	31
Panostaja	0.69	-1.4 %	-8.7 %	Vähennä	0.72	4.3 %	neg.	244.9	neg.	33.6	0.9	0.03	4.3 %	36
Pihlajalinna	11.86	0.3 %	26.4 %	Lisää	13.00	9.6 %	14.4	15.4	15.0	14.9	2.2	0.24	2.0 %	268
Piippo	3.40	0.0 %	7.6 %	Myy	3.00	-11.8 %	neg.	40.7	16.3	17.8	0.6	0.05	1.5 %	4
Ponsse	45.35	-1.4 %	55.3 %	Lisää	45.50	0.3 %	18.7	13.7	15.9	11.8	4.2	1.05	2.3 %	1270
PunaMusta Media	5.90	0.0 %	6.3 %	Vähennä	5.80	-1.7 %	22.2	neg.	20.5	20.8	1.6	0.15	2.5 %	73
Puulo	8.47	0.8 %	16.6 %	Lisää	8.50	0.4 %	23.3	21.3	20.7	17.3	21.3	0.25	3.0 %	717
Qt Group	174.60	-0.9 %	203.1 %	Lisää	160.00	-8.4 %	188.6	152.6	100.2	79.6	68.8	0.00	0.0 %	4378
Raisio Vaihto-osake	3.52	1.0 %	10.3 %	Vähennä	3.60	2.3 %	31.8	21.5	27.9	20.8	2.1	0.13	3.7 %	557
Rapala VMC	8.98	-1.8 %	106.0 %	Lisää	12.00	33.6 %	14.9	10.8	14.8	11.0	2.5	0.20	2.2 %	346
Raute	22.40	3.7 %	-1.3 %	Vähennä	24.00	7.1 %	723.4	992.5	14.3	10.6	2.6	0.80	3.6 %	95
Reka Industrial	3.93	-1.5 %	11.6 %	Vähennä	3.50	-10.9 %	14.1	7.9	11.0	7.7	2.1	0.05	1.3 %	23
Relais Group	25.80	1.6 %	75.5 %	Vähennä	25.00	-3.1 %	22.4	31.9	18.7	24.4	5.2	0.40	1.6 %	460
Remedy Entertainment	41.30	-2.1 %	5.9 %	Osta	50.00	21.1 %	43.4	30.4	46.3	32.1	6.2	0.20	0.5 %	539
Revenio Group	55.40	-1.7 %	10.1 %	Lisää	58.00	4.7 %	77.6	67.8	59.3	47.8	18.9	0.38	0.7 %	1478
Robit	4.45	-2.2 %	21.9 %	Vähennä	4.40	-1.1 %	78.1	46.5	24.5	19.2	1.9	0.00	0.0 %	93
Rovio	6.37	0.2 %	0.9 %	Osta	8.00	25.7 %	17.2	9.8	16.2	8.9	2.6	0.12	1.9 %	467
Rush Factory Plc	2.69	-1.8 %	19.0 %	Lisää	3.30	22.7 %	13.4	13.1	6.3	4.2	7.2	0.00	0.0 %	6
Sampo	45.63	-0.2 %	32.0 %	Osta	46.00	0.8 %	16.2	8.6	20.5	9.6	2.0	3.62	7.9 %	25075
Sanoma	14.72	-1.1 %	7.1 %	Vähennä	15.50	5.3 %	21.9	20.5	18.8	16.9	3.4	0.54	3.7 %	2399
Scanfil	7.86	-0.5 %	20.6 %	Lisää	8.75	11.3 %	14.9	12.1	13.8	10.6	2.5	0.19	2.4 %	506
Sievi Capital	2.15	-1.6 %	98.6 %	Osta	2.80	30.5 %	7.9	5.6	10.3	7.1	1.4	0.05	2.3 %	124
Silli Solutions	14.62	0.3 %	10.3 %	Lisää	17.00	16.3 %	15.6	17.3	14.0	13.9	4.5	0.34	2.3 %	102
Sitowise Group	8.50	0.0 %	3.6 %	Lisää	9.30	9.4 %	24.8	18.9	18.9	15.5	2.6	0.12	1.4 %	298
Solteq	5.26	-1.5 %	87.9 %	Lisää	7.50	42.6 %	16.3	12.7	13.0	10.1	3.4	0.10	1.9 %	101

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
Solwers	7.33	-2.1 %	-12.2 %	Lisää	8.20	11.9 %	25.5	13.5	19.8	11.0	1.9	0.08	1.1 %	62
Soprano	0.39	0.0 %	-1.0 %	Myy	0.30	-22.3 %	neg.	neg.	24.4	22.2	1.8	0.00	0.0 %	7
Sotkamo Silver (SEK)	2.02	10.4 %	-35.4 %	Vähennä	2.10	3.7 %	neg.	60.7	31.5	17.5	1.6	0.00	0.0 %	405
SRV Group	0.59	-0.2 %	-0.8 %	Lisää	0.63	7.0 %	62.4	19.7	11.5	12.3	0.8	0.00	0.0 %	154
SSH Communications Security	2.40	0.0 %	41.6 %	Myy	1.80	-25.0 %	neg.	neg.	neg.	60.6	20.2	0.00	0.0 %	93
Stora Enso	14.29	-2.5 %	-8.7 %	Vähennä	15.50	8.5 %	9.6	13.0	13.8	11.6	1.2	0.45	3.2 %	11265
Suominen	4.68	-0.6 %	-7.9 %	Lisää	5.60	19.7 %	12.5	9.4	13.5	9.3	1.7	0.20	4.3 %	268
Taaleri	10.75	0.9 %	32.4 %	Lisää	11.50	7.0 %	18.8	1.9	22.3	13.8	1.4	1.40	13.0 %	310
Talenom	14.06	-1.3 %	-6.6 %	Lisää	15.00	6.7 %	55.1	43.6	43.7	35.3	16.8	0.17	1.2 %	625
Tecnotree	1.55	0.8 %	120.7 %	Osta	1.54	-0.9 %	27.0	18.3	20.6	14.6	8.1	0.00	0.0 %	486
Teleste	5.18	-0.4 %	15.4 %	Lisää	6.00	15.8 %	23.0	11.0	12.6	10.1	1.5	0.15	2.9 %	94
Telia Company (SEK)	35.58	-2.1 %	4.8 %	Lisää	39.00	9.6 %	21.7	13.3	16.7	18.4	2.2	2.00	5.6 %	145509
Terveystalo	11.64	1.0 %	15.9 %	Osta	13.00	11.7 %	18.2	17.2	18.2	16.6	2.3	0.30	2.6 %	1490
TietoEVRY	27.76	-0.7 %	3.4 %	Osta	34.00	22.5 %	11.6	11.0	10.5	11.4	1.9	1.35	4.9 %	3292
Titanium	15.60	-1.9 %	20.5 %	Lisää	16.50	5.8 %	14.7	12.6	12.5	10.3	6.8	0.95	6.1 %	160
Toivo Group	3.08	1.1 %	21.1 %	Myy	2.30	-25.4 %	13.2	12.4	10.4	11.8	3.0	0.00	0.0 %	163
Tokmanni Group	21.52	-1.7 %	32.5 %	Lisää	27.00	25.5 %	15.6	14.0	14.2	13.0	5.1	0.99	4.6 %	1266
United Bankers	13.60	0.0 %	27.1 %	Vähennä	14.00	2.9 %	15.2	10.0	14.1	9.1	3.3	0.70	5.1 %	142
UPM-Kymmene	30.34	-1.0 %	-0.4 %	Lisää	35.00	15.4 %	16.1	13.9	16.8	14.4	1.7	1.30	4.3 %	16186
Vaisala	46.10	3.1 %	14.3 %	Vähennä	41.00	-11.1 %	30.1	31.4	29.3	27.8	7.3	0.63	1.4 %	1679
Valmet	33.24	0.4 %	42.3 %	Lisää	38.50	15.8 %	16.7	12.0	15.6	11.0	3.8	1.05	3.2 %	4969
Verkkokauppa.com	8.66	0.0 %	21.6 %	Lisää	9.30	7.4 %	22.4	16.1	20.5	14.7	10.4	0.25	2.9 %	390
Viafin Service	15.55	0.0 %	-2.2 %	Lisää	16.50	6.1 %	18.5	11.5	17.0	10.3	2.7	0.40	2.6 %	55
Vincit	8.66	-0.9 %	20.6 %	Osta	10.50	21.2 %	21.7	19.0	14.6	13.5	4.4	0.20	2.3 %	104
Wulff Group	4.98	0.6 %	53.7 %	Lisää	5.50	10.4 %	15.5	5.5	10.6	7.8	1.8	0.13	2.6 %	33
Wärtsilä	10.60	-1.6 %	30.1 %	Vähennä	12.00	13.2 %	24.6	19.3	19.4	14.5	2.7	0.30	2.8 %	6272

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
YIT Corporation	4.59	-1.6 %	-7.0 %	Lisää	5.70	24.3 %	12.0	13.1	8.7	9.1	0.9	0.20	4.4 %	958

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

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

Antti Luuro

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

Antti Viljakainen

Pääanalyytikko
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

Joni Grönqvist

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

Joonas Korkiakoski

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

Juha Kinnunen

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

Kasper Mellas

Analyytikko
kasper.mellas@inderes.fi
+358 45 6717 150

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

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

Olli Koponen

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

Olli Vilppo

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

Pauli Lohi

Analyytikko
pauli.lohi@inderes.fi
+35845 134 7790

Petri Gostowski

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

Petri Kajaani

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

Rane Robotti

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

Roni Peuranheimo

Analyytikko
roni.peuranheimo@inderes.fi
+358 505610455

Sauli Vilén

COO, analyytikko
sauli.vilen@inderes.fi
+358 44 025 8908

Thomas Westerholm

Analyytikko
thomas.westerholm@inderes.fi
+358 50 541 2211