



# Tecnotree: Déjà-vu

03.12.2021

## AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Yhdysvaltain työmarkkina kiristyy, velkakattofarssin uudelleenesitys helmikuussa
- Next Games: Kasvutölkkiä potkaistiin ensi vuoden puolelle
- Fellow Finance: Tulosvaroituksen merkitys rajallinen fuusion edessä
- Cargotec: Sivumyötäinen tuuli jatkuu
- Orionin ja Bayerin tärkeän ARASENS-tutkimuksen päämuuttuja saavutettiin
- Purmo Group CMD: Tavoitteena olla johtava kestävien sisäilmaratkaisujen toimittaja
- Enedolle ehdollinen luottopäätös 5 MEUR:n lainajärjestelylle

## Markkinakatsaus

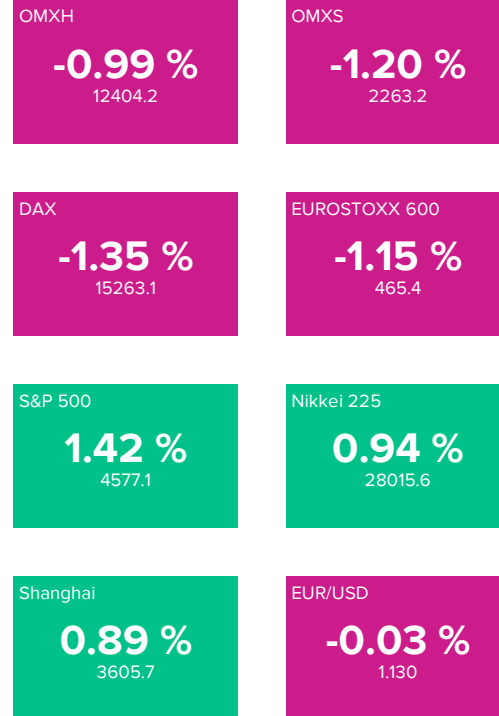
**Kehittyneillä markkinoilla** Euroopassa nähtiin torstaina laskupäivä (Eurostoxx 600 -1,2 %), mutta USA:ssa päivä eteni positiivisissa merkeissä (Nasdaq +0,8 %, Dow Jones +1,8 % ja S&P 500 +1,4 %). Omicron-virusmuunnos pitää sijoittajat edelleen varpaillaan, mutta rohkaisevat luvut USA:n työmarkkinalta osoittivat kehityksen jatkuneen positiivisena.

**Aasian markkinoilla** aamu aloitettiin nousutunnelmissa. Japanin Nikkei oli aamukahdeksalta 0,9 % ja Kiinan Shanghai Composite 0,9 % plussalla. Kiinan Caixin-ostopääällikköindeksi osoitti maan palvelualojen kasvun hieman hidastuneen marraskuussa.

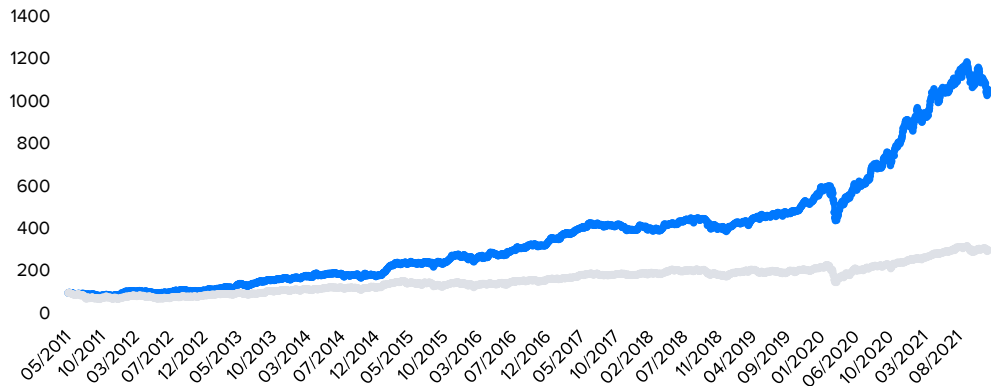
**Valuuttamarkkinoilla** euron kurssi dollaria vastaan oli aamulla 1,130 dollarissa.

**Raaka-ainemarkkinalla** öljyn hinta oli aamulla nousussa ja WTI-futuurit liikkuiivat 67,8 dollarissa/bbl (+1,9 %).

## Indeksit



## 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

**-5%**

1 vuosi

**29%**

3 vuotta

**154%**

Aloituksesta

**942%**

## Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

### Déjà-vu

03.12.2021 | Tecnotree | Osta

### Kasvutölkkiä potkaistiin ensi vuoden puolelle

03.12.2021 | Next Games | Vähennä

### Tulosvaroituksen merkitys rajallinen fuusion edessä

03.12.2021 | Fellow Finance | Vähennä

### Yritysostoja lupa odottaa

02.12.2021 | Aspo | Osta

### Tulosvaroituksen taustalla isot kertatuotot

01.12.2021 | Taaleri | Vähennä

### Kasvuloikan kynnyksellä

01.12.2021 | Norrhydro | Myy

### Kauppa käy

01.12.2021 | Solwers | Lisää

### Koronaharmit eivät ota loppuakseen

01.12.2021 | Finnair | Vähennä

### Osake laskenut kohtuullisemmalle tasolle

01.12.2021 | Admicom | Lisää

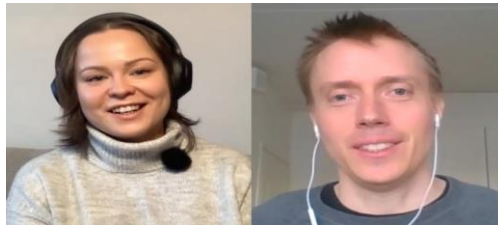
### Odotettu alaskirjaus älylasipuolella

30.11.2021 | Glaston | Lisää

## InderesTV



Naiset rahoitusallalla: Q&amp;A



Aspo: Matkalla sarjayhdistelijäksi



Purmo: Kohti listautumista

## Makrotapahtumat, 3.12.2021

**10:55 Saksa: Markit palveluiden op-indeksi**, marras, ennuste (Reuters) - /edellinen 53,4

**11:00 Euroalue: Markit palveluiden ostopäällikköindeksi**, lopullinen, marras, ennuste (Reuters) 54,7 /edellinen 56,6

**11:00 Euroalue: Markit yhdistetty ostopäällikköindeksi**, lopullinen, marras, ennuste (Reuters) - /edellinen 55,8

**12:00 Euroalue: Vähittäismyynti MM (%)**, loka, ennuste (Reuters) - /edellinen -0,3

**15:30 USA: Maatalouden ulkopuoliset työpaikat**, marras, ennuste (Reuters) 563 000 /edellinen 531 000

**15:30 USA: Yksityiset työpaikat**, marras, ennuste (Reuters) 530 000 /edellinen 604 000

**15:30 USA: Työttömyysaste (%) marras**, ennuste (Reuters) 4,5 /edellinen 4,6

**15:30 USA: Keskimääräiset tulot, MM (%) marras**, ennuste (Reuters) 0,4 /edellinen 0,4

**15:30 USA: Keskimääräiset tulot, YY (%) marras**, ennuste (Reuters) 5,0 /edellinen 4,9

**15:30 USA: Keskimääräinen työviikko**, tuntia marras, ennuste (Reuters) 34,7 /edellinen 34,7

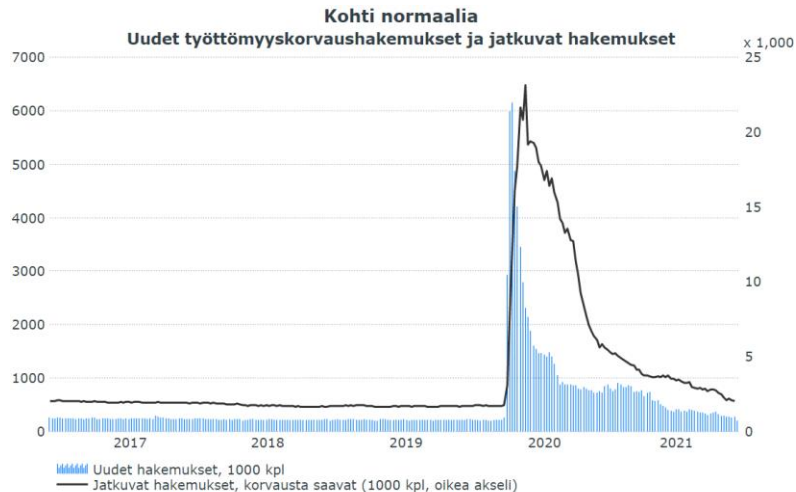
**16:45 USA: Markit yhdistetty ostopäällikköindeksi**, lopullinen marras, ennuste (Reuters) - /edellinen 56,5

**16:45 USA: Markit palvelualojen op-indeksi marras**, ennuste (Reuters) - /edellinen 57,0

**17:00 USA: Tehdastilaukset, MM (%) loka**, ennuste (Reuters) 0,5 /edellinen 0,2

**17:00 USA: Palvelualojen ISM-indeksi marras**, ennuste (Reuters) 65,2 /edellinen 66,7

## Yhdysvaltain työmarkkina kiristyy, velkakattofarssin uudelleenesitys helmikuussa



Source: Refinitiv Datastream, Inderes

Yhdysvaltain työmarkkina toipuu työttömyyskorvaushakemusten valossa nyt vauhdilla. Eilen julkaistujen lukujen mukaan uusien työttömyyskorvaushakemusten määrä nousi viime viikolla odotettua vähemmän (oli 222 000) edellisviikolla saavutetuilta alimmilta tasoilta sitten vuoden 1969. Myös jatkuvien hakemusten määrä tippui alle kahden miljoonan ensimmäistä kertaa alle koronapandemian alun. Tänään julkaistaan marraskuun viralliset luvut, joista odotetaan puolen miljoonan työpaikan lisäystä. Nousun taustalla on nopeasti kasvanut kuluttajakysyntä ja talouden yllättävänkin hyvä veto loppuvuonna.



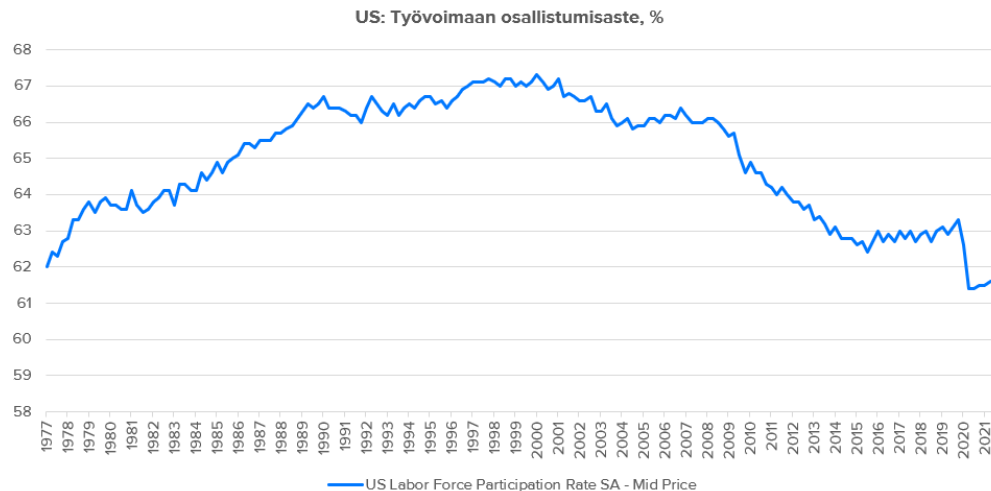
**Marianne Palmu**

Ekonomisti, Aamukatsauksen

tuottaja

+358 50 339 1521

marianne.palmu@inderes.fi



Lähde: Bloomberg

Työmarkkinalla on kuitenkin edelleen meneillään kummallinen epäsuhta. Vaikka avoimia työpaikkoja oli syyskuussa 10,4 miljoonaa, liittovaltion anteliaat työttömyyskorvaukset ovat loppumassa, koulut avautuneet ja palkkapaineet kasvaneet, USA:n työvoiman määrä on edelleen selvästi pienempi ja työvoiman osallistumisaste alempi kuin ennen pandemiaa. Tämä viittaisi siihen, että työmarkkinalla on meneillään rakenteellinen muutos, jossa tekijöitä on yhä vähemmän, mikä asettaa haasteita pitkän aikavälin talouskasvunäkymälle. Lyhyellä aikavälillä omicron-virusmuunnos puolestaan asettaa haasteensa työmarkkinan kasvulle.



**Marianne Palmu**

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

## Velkakattoa nostettiin helmikuulle asti

Tällä kertaa sijoittajat saivat jo joulukalenterin toisesta luukusta velkakattoyllätyksen. USA:n senaatti nimittäin pääsi eilen sopuun velkakaton nostosta, ja tällä kertaa velkatölkkiä potkaistiin helmikuun puoliväliin asti. Mikäli sopua ei olisi saatu aikaan, liittovaltion rahoitus olisi loppunut joulukuun puolivälissä nykyisen 28 900 miljardin velkakaton alla. Velkakattoesitys on USA:n politiikassa tasaisin väliajoin toistuva, mutta nyt sopu onneksi saavutettiin ilman hallinnon sulkutoimia, sillä poliitikkojen murheena on USA:ssakin leviävä omicron-virusmuunnos, jota on todettu tähän mennessä viidessä osavaltiossa.



### Marianne Palmu

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

## Tecnotree: Déjà-vu

Tecnotreen pidemmän aikavälin arvonluontinäkymä ei ole muuttunut ja samat sanat pätevät myös arvioomme yhtiön käyvistä arvosta. Hinta on kuitenkin jälleen laskenut, minkä perässä vuotuinen tuotto-odotus on kivunnut erinomaiseksi. Toistamme 1,70 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää).

### Kilpailukentässä käytännössä kolme kerrosta

Toimialan hajanaisesta rakenteesta johtuen myös kilpailukenttä on monikerroksinen. Näin ollen Tecnotree ei kilpaile pelkästään yhdenlaisten yhtiöiden kanssa, vaan taistoja käydään niin puhtaasti OSS/BSS-markkinaan ja operaattorikenttään keskittyneiden toimijoiden, monikansallisten ja useissa teollisissa vertikaaleissa mukana olevien ohjelmistotalojen kuin pienissä määrin vielä globaalien verkkolaitetoimittajienkin kanssa. Pelkkään operaattorikenttään asemoituneiden toimijoiden keskeisimmät vahvuudet kumpuavat näkemyksemme mukaan syvästä toimialaosaamisesta, pitkistä asiakassuhteista ja näiden tekijöiden kohottamista vaihdon kustannuksista. Globaalien ohjelmistotalojen vahvuudet taas kulmineituvat arvioomme mukaan pitkälti sekä suuriin resursseihin että laaja-alaisiin vertikaaliosaamisiin ja niiden tietynasteisiin skaalausmahdollisuuksiin (mm. eräänlainen parhaiden käytäntöjen jakaminen). Koska Tecnotreen operatiivinen historia on pitkä ja viimeisten vuosien kannattava kasvunäytöt mainioita, pidämme yhtiön suhteellista kilpailukykyä ja -asemaa perustellusti hyvänä.



**Joonas Korkiakoski**

Analyttikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

**Tecnotree** | Kurssi: 1.29

**Osta** | Tavoitehintaa: 1.70



## Horisontissa hyviä asioita

Muuttumattomana pysynyttä kokonaiskuvaa mukaillen emme ole tehneet ennusteisiimme hienosäätöä suurempia muutoksia. Näin ollen odotamme Tecnotreen liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 23 % 65 MEUR:oon. Keskeisimpinä kasvuajureina pidämme aikaisemmin voitettujen kauppojen tuloutumisia sekä omien teknologisten vahvuuksien seurauksena suotuisasti sujuvaa uutta myyntiä. Liikevoiton ennakoimme puolestaan kohoavan 24,9 MEUR:oon liikevaihdon kasvun, korkeiden bruttokatteiden ja mainion kulutietoisuuden ajamana. Vuosina 2022-2023 ennakoimme Tecnotreen jatkavan kannattavaa kasvuun operaattoreiden etenevien toimintamallimurrosten (ts. siirtymät perinteisistä viestintäratkaisuista uusiin digitaalisiin palveluihin), BSS-ratkaisuiden pilvitransformaatioiden, omien investointien sekä liiketoimintamallin skaalautuvuuden ajamana. Viime kuukausien uutisvirrasta mielestämme etenkin Tecnotree Momentsin ensimmäinen isomman kokoluokan [päänavaus](#) on pidempää aikaväliä ajatellen hyvin mielenkiintoinen kasvulähtö. Aikaisemmin mainittuun tapaan se on myös strateginen virstanpylväs, sillä sen myötä yhtiö ottaa ensimmäiset konkreettiset askeleensa telekommunikaation ulkopuolisissa ja täten kokonaisriskitasoa ajan yli alentavissa teollisissa vertikaaleissa.

## Tuotto-odotus jälleen erinomainen

Ennusteillamme Tecnotreen oikaistut P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 22x ja 16x vastaavien EV/EBIT-kertoimien ollessa 15x ja 11x. Ensi vuoteen katsovat kertoimet ovat absoluuttisesti varsin matalia, eivätkä ne mielestämme oikealla tavalla huomioi yhtiön tämänhetkistä suorituskykyä ja pidemmän aikavälin potentiaalia. Maltillisesta hinnoittelusta kielivät myös DCF-mallimme indikoima arvo sekä lähivuosien tuloskasvuodotuksimme suhteutettu 1,2x PEG-kerroin. Viimeisen kuukauden aikana osakkeen hinta on laskenut melko näkyvästi, kun taas yhtiön todellisessa arvossa ei mielestämme ole tapahtunut muutoksia. Tämän myötä näemme arvioimastamme tuloskasvusta ja kertoimien nousuvarasta muodostuvan vuotuisen tuotto-odotuksen jälleen erinomaisena.



**Joonas Korkiakoski**

Analyytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

**Tecnotree** | Kurssi: 1.29

**Osta** | Tavoitehintaa: 1.70

## Next Games: Kasvutölkkiä potkaistiin ensi vuoden puolelle

Next Gamesin eilinen ohjeistuksen peruuttaminen ei tullut meille yllätyksenä, sillä olimme jo aiemmin todenneet sen saavuttamisen vaativan ihmetekoa loppuvuodesta. Sijoittajan näkökulmasta tilanne on kuitenkin turhauttava, sillä kyseessä ei ole ensimmäinen kerta, kun kasvutölkkiä joudutaan potkaisemaan eteenpäin. Ensi vuoden aikana Next Gamesin on käännettävä liikevaihtonsa kasvu-uralle Stranger Things -pelin sekä muiden mahdollisten uusien projektien avulla tai muuten edessä voi olla taas omistajia dilutoivan uuden pääoman kerääminen seuraavien korttien kääntämiseksi. Toistamme Next Gamesin vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehintaa 1,2 euroon (aik. 1,3 EUR).

### Ohjeistuksen peruuttaminen ei tullut yllätyksenä

Next Games perui eilen näkymänsä, jotka aiemmin ennakoivat tälle vuodelle vähintään 40 MEUR:n liikevaihtoa ja positiivista käyttökatetta. Tämän taustalla on Stranger Things -pelin tänä vuonna selvästi aiempia odotuksia alhaisemmaksi jäävä liikevaihto, sillä Next Games on päättänyt lykätä peliin suunniteltuja merkittäviä markkinointi-investointeja lähemmäs Stranger Things -sarjan neljännen tuotantokauden julkaisua. Tällä hetkellä näyttäisi siltä, että uusi tuotantokausi käynnistyy ensi vuonna arviolta huhti-heinäkuun välillä. Ohjeistuksen peruuttamisesta huolimatta Next Games jatkaa Stranger Things -pelin kehittämistä ja skaalaamista loppuvuoden aikana. Viime päivinä Android-alustalla USA:ssa Stranger Thingsin sijoitus tuottavimpien pelien listalla Sensor Towerin mukaan on ollut noin 600 tuntumassa, missä arvioimme pelin tuottaman liikevaihdon olevan vielä melko pientä. Next Gamesin mukaan pelin alustavat tunnusluvut näyttävät edelleen lupaavilta ja yhtiön aiemmin arvioima pelin liikevaihtopotentiali ei ole kadonnut mihinkään, vaikka kasvun ajoitus nyt lykkääntyy.



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

**Next Games** | Kurssi: 1.26  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 1.20

## Näkyvyys liikevaihdon kehitykseen on paksun sumun peitossa

Next Games kertoi myös, että sillä on parhaillaan käynnissä useita yhteistyö- ja sopimusneuvotteluita, joista joillakin saattaa olla vielä vaikutusta vuoden 2021 lukuihin. Neuvottelujen maaliin saattamiseen tämän vuoden aikana liittyy kuitenkin epävarmuutta, jonka vuoksi Next Gamesin mukaan sen ei ole mahdollista antaa luotettavaa liikevaihto- ja kannattavuusnäköymää vuodelle 2021. Pidämme todennäköisenä, että yhtiö tiedottaa lähikuukausina jonkinlaisesta alihankinta- tai yhteiskehityssopimuksesta jonkin isomman tahon kanssa, mutta tässä kohtaa mahdollisen sopimuksen ehtoihin ei ole näkyvyyttä. Mobiilipelimarkkinan kireän kilpailutilanteen vuoksi arvioimme alihankintana tehtävän kehityksen katteiden olevan tiukassa verrattuna vastaaviin sopimuksiin konsoli- ja PC-puolella. Laskimme jo ennestään aiemman ohjeistuksen alapuolella olleita ennusteitamme ja odotamme nyt Next Gamesin liikevaihdon pysyttelevän vakaana 27,3 MEUR:ssa edellisvuoteen nähden (aik. 31,9 MEUR). Ensi vuonna ennustamme liikevaihdon kasvavan 73 % 47,1 MEUR:oon Stranger Thingsin vetämänä, jonka lisäksi mahdolliset uudet projektit voivat auttaa kasvun saavuttamisessa. Uusien pelien skaalaaminen pitää oletettavasti lähivuosien kannattavuuden matalalla tasolla.

## Ensi vuonna osakkeeseen odotettavissa vauhtia ja vaarallisia tilanteita

Next Gamesin arvostukselle ei saada tukea tulokertoimista. Pelkkään liikevaihtokertoimeen (2021-2022e EV/S 1,3x-0,8x) nojaaminen on vaikeaa, kun ensi vuoden ennustetusta liikevaihdosta 51 % on uusien pelien harteilla. Stranger Thingsin menestyksestä riippuen Next Gamesin osakkeelle on piirrettävissä ensi vuoteen katsottaessa hyvin erilaisia skenaarioita erinomaisten tuottojen ja merkittävän kurssilaskun väliltä. Riskinäköiselle sijoittajalle nykyarvostus voi tarjota jo pelipaikan, mutta heikko näkyvyys ja Stranger Thingsin skaalaamiseen liittyvät riskit pitävät meidät vielä varovaisella kannalla.



**Atte Riikola**

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

Next Games | Kurssi: 1.26

Vähennä | Tavoitehinta: 1.20

## Fellow Finance: Tulosvaroituksen merkitys rajallinen fuusion edessä

Fellow Finance julkaisi torstaina negatiivisen tulosvaroituksen, jonka mukaan vuoden 2021 liikevaihto jää edellisvuoden tasolle ja tulos painuu selvästi tappiolle pääasiassa Fellow Pankki -fuusiosta aiheutuvien kuluja vuoksi. Laskimme ennusteitamme, jota heijastellen tarkistamme tavoitehintaamme 3,2 euroon (aik. 3,4 EUR). Itsenäisen Fellow Financen lukujen merkitys on kuitenkin enää rajallinen, sillä katseet ovat jo tulevassa fuusiossa. Tulevan Fellow Pankin arvostus ei näytä yhtiön alustavien pitkän aikavälin tavoitteiden valossa (EBIT >20 % ja ROE >15 %) erityisen korkealta, mutta tavoitteiden realisoituminen tulee viemään vielä vuosia. Nykytiedon valossa osakkeen tuotto/riski-suhde ei ole mielestämme aivan riittävä, jonka vuoksi laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää).

### Fellow Pankki -järjestelyn kulut painavat tuloksen tänä vuonna selvästi tappiolle

Fellow Finance arvioi tulosvaroituksessaan vuoden 2021 liikevaihdon olevan edellisen vuoden tasolla ja tuloksen selvästi tappiollinen Fellow Pankki -fuusion transaktiokustannuksista (950 TEUR) johtuen. Aiemmin yhtiö ennakoii liikevaihdon kasvavan vuonna 2021 ja tuloksen jäävän jonkin verran tappiolliseksi. Fellow Financen lainavolyymi on kääntynyt tänä vuonna vahvaan kasvuun (2021e +57 %), mutta välitetyn rahoituksen keskittyminen heikomman katteen yritysrahoitukseen jarruttaa liikevaihdon kasvua. Matalaksi painunut välitettyjen lainojen palkkio-% on keskeinen syy, miksi Fellow Finance on muuttamassa sulautumisella liiketoimintamalliaan pankiksi. Liikevaihdon pehmeän kehityksen taustalla on myös se, että Lainaamon suunniteltu lainakannan pienentäminen laskee liikevaihdossa raportoivia korkotuottoja.



**Atte Riikola**

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

**Fellow Finance** | Kurssi: 3.01  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 3.20

## Laskimme ennusteita, mutta katseet ovat jo ensisijaisesti tulevassa Fellow Pankissa

Laskimme ennusteitamme negatiivisen tulosvaroituksen myötä ja odotamme Fellow Financen liikevaihdon olevan tänä vuonna nyt 11,2 MEUR (aik. 11,9 MEUR). Hyvin kasvaneesta volyyimista huolimatta välityspalkkioiden osuus siitä näyttää olleen H2:lla aiempia odotuksiamme pienempi. Liikevoiton (0,2 MEUR) ennustamme yltävän lievästi plussalle, mutta nettotuloksen (-1,3 MEUR) painuvan transaktiokulujen vuoksi selvästi tappiolle. Huomautamme, että itsenäisen Fellow Financen raportoimien lukujen merkitys on enää hyvin rajallinen, sillä osakkeen pääajurina toimii yhtiön tuleva tuleva sulautuminen Evlin pankkiliiketoimintaa jatkavan yhtiön kanssa. Sulautumisen täytäntöönpanon suunnitellaan tapahtuvan 2.4.2022 ja pankkitoiminta on myös tarkoitus päästä kunnolla käynnistämään vuoden 2022 ensimmäisellä vuosipuoliskolla.

## Fellow Pankin pitkän aikavälin tavoitteet antavat tukea tasepohjaiselle arvostukselle

Sulautumisjärjestelyssä määritellyllä Evlin pankkiliiketoiminnan arvolla (13,9 MEUR), Fellow Financen nykyinen markkina-arvo (21,6 MEUR) sekä tuleva 11,7 MEUR:n pääomaliäisyys huomioiden, Fellow Pankin arvoksi muodostuu noin 47,2 MEUR. Sulautumissuunnitelman perusteella Fellow Pankin oma pääoma tulee olemaan noin 32,5 MEUR, joten arvostus vastaa siten noin 1,45x P/B-kerrointa. Tasepohjainen arvostus ei ole erityisen korkea Fellow Pankin pitkän aikavälin tavoitteisiin ja vahvaan kasvuhakuisuuteen peilattuna. Lyhyellä aikavälillä tulostaso ja sitä kautta pääoman tuotto tulee kuitenkin oletettavasti jäämään selvästi tavoitteista (ROE > 15 %). Näin myöskään tuloskertoimista ei saada arvostukselle olennaista tukea lähivuosina. Tavoitetason alalaidan mukaisella pääoman tuotolla laskettuna tulospohjainen nykyarvostus vastaisi noin 10x P/E-kerrointa.



**Atte Riikola**

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

**Fellow Finance** | Kurssi: 3.01  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 3.20

## Cargotec: Sivumyötäinen tuuli jatkuu

Osallistuimme eilen Cargotecin analyytikoille järjestämälle joululounaalle. Merkittäviä uutisia ei kuultu, mutta teimme kuitenkin joitakin mielenkiintoisia muistiinpanoja. Emme ole tässä vaiheessa tehneet ennustetarkistuksia ja osta-suosituksemme sekä 55,00 euron tavoitehintamme osakkeelle ovat ennallaan.

Lounastapaamisen keskeinen anti oli seuraava:

- Kysyntä on jatkunut vahvana kaikissa segmenteissä myös Q4:llä. Cargotec kuitenkin uskoo, että joiltakin osin tämän taustalla on edelleen ennakko-ostoja ennen kuin kohonneet raaka-aineiden hinnat pääsevät vaikuttamaan tuotehintoihin täysimääräisesti. Pidemmällä aikavälillä nykyistä noin 4000 MEUR /vuosi kysyntätasoa ei pidetä kestäväenä ja käsitykseksemme jäi, että lievä tasokorjaus alaspäin nähtäisiin H1'22:lla.
- Toimitusajat ovat edelleen pitkiä. Kalmarissa asiakkaan nyt tekemän tilauksen toimitusaika on Q3-Q4'22:lla. MacGregorissa telakan nyt saama laivatilaus näkyy laitetilauksena H2'22:lla ja liikevaihdossa vasta H2'23:lla.
- Komponenttitilanne kokonaisuutena ei ole helpottanut Q4:llä verrattuna Q3:een. Joissakin segmenteissä tilanne on parantunut, mutta joissakin huonontunut. Yhtiö ei arvioinut komponenttipulan vaikutuksia Q4:n liikevaihtoon ja tulokseen, mutta mielikuvaksemme jäi että luvut tuskin ovat Q4:llä pienemmät kuin Q3:lla (jolloin ne olivat liikevaihdossa -50 MEUR eli -6 % ja liikevoitossa -15 MEUR eli lähes -20 %).
- Tehdyt omien tuotteiden hinnankorotukset eivät ole vaikuttaneet kysyntään. Yhtiön mukaan 10 %:n ja jopa 17 %:n hinnankorotukset ovat "menneet hyvin läpi". Cargotec tekee seuraavan hinnantarkistuskierroksen tammikuussa 2022. Yleisellä tasolla korotukset vastaavat raaka-aineiden ja komponenttien hinnankorotuksia eli tähtäimessä on euromääräisten tuotekatteiden pysyminen ennallaan.



**Erkki Vesola**

Analytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Cargotec** | Kurssi: 43.50

**Osta** | Tavoitehintaa: 55.00

- Cargotec toisti näkemyksen Britannian kilpailuviranomaisen tiukasta kannanotosta Konecranes-yhdistymiseen ”keskustelunavauksena”. Cargotec uskoo, että eri maiden ja alueiden kilpailuviranomaisten kantojen poiketessa toisistaan pyrkivät nämä neuvotteluteitse sovittelemaan kantojaan. Yksityiskohtiin asiassa ei kuitenkaan menty.

Kuten todettua, ennustemme ovat tässä vaiheessa ennallaan. Pelkästään Q4'21:tä koskien tarve muutoksiin voi kuitenkin syntyä esim. yhtiön hiljaista aikaa edeltävän konferenssi-puhelun (10.1.2022) yhteydessä. Positiivinen suosituksemme osakkeelle pohjautuu vahvaan kysyntäympäristöön ja tuloskasvunäkymään sekä osakkeen matalaan arvostukseen (2022e P/E = 11x).

**Erkki Vesola**

Analyttikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Cargotec** | Kurssi: 43.50**Osta** | Tavoitehintaa: 55.00

## Orionin ja Bayerin tärkeän ARASENS-tutkimuksen päämuuttuja saavutettiin

Orion tiedotti aamulla positiivisia uutisia koskien Orionin ja Bayerin yhdessä tekemää eturauhassyöpään liittyvää ARASENS-tutkimusta. Vaiheen III ARASENS-tutkimus osoittaa, että darolutamidi yhdessä kemoterapia-aine dosektaxselin ja androgeenideprivaatioterapian (ADT-hoito) kanssa lisää kokonaiselinaikaa verrattuna dosetaxselin ja ADT-hoidon yhdistelmään, joka on levinneen hormonisensitiivisen eturauhassyövän vakiintunut hoito. Orion kertoi jo aiemmin tänä vuonna, että tutkimuksen tuloksia voidaan odottaa tämän vuoden puolella, joten siltä osin tutkimus on nähtävästi edennyt odotusten mukaisessa aikataulussa.

Aamun tiedote oli melko vähäsanainen ja Bayer suunnittelee esittävänsä tarkemmat tutkimustulokset myöhemmin tieteellisessä kongressissa. Tärkein tieto oli kuitenkin se, että tutkimus saavutti päämuuttujansa ja hoito lisäsi merkitsevästi kokonaiselinaikaa verrattuna lumelääkkeen, dosetaxselin ja ADT-hoidon yhdistelmään. Tutkimuksessa raportoidut haittavaikutukset olivat samankaltaisia molemmissa tutkimusryhmissä. ARASENS-tutkimus on ainoa vaiheen III satunnaistettu, kaksoissokkoutettu, lumekontrolloitu monikeskustutkimus, joka alun perin suunniteltiin arvioimaan androgeenireseptorin estäjän, dosetaxselin ja ADT-hoidon yhdistelmää levinnyttä hormonisensitiivistä eturauhassyöpää sairastavilla potilailla.

Orionilla on tällä hetkellä darolutamidin ARAMIS-tutkimuksen nojalla saatu myyntilupa kaupanimellä Nubeqa, joka on markkinoilla maailmanlaajuisesti (ml. Yhdysvallat, EU, Japani ja Kiina). Nubeqan myynti on vasta alkuvaiheessa, mutta se nousi tammi-syyskuun 2021 myyntilukujen perusteella jo Orionin 6. myydyimmäksi lääkevalmistekseksi (liikevaihto 1-9/21: 26,4 MEUR). Nubeqan myynti kasvoi alkuvuonna 139 % ja näemme sillä vielä pitkän kasvupolun edessä. Nubeqan myyntiluvan käyttöaihe on tällä hetkellä kapeampi kuin joidenkin kilpailevien lääkkeiden vastaavat. Orion on todennut, että Nubeqan teho-turvallisuusprofiili on hyvä suhteessa kilpailijoiden tuotteisiin ja ARASENS-tutkimuksen positiiviset tulokset olisivat tärkeitä lääkkeen markkinapotentiaalin kannalta, koska Nubeqa voisi silloin saada yhtä laajan käyttöaiheen kuin kilpailijoilla. Pidämme uutista positiivisena Orionin kannalta, sillä laajentunut indikaatio luo lääkkeelle selvästi nykyistä käyttöä laajempaa markkinapotentiaalia.



**Petri Kajaani**

Analyttikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Orion** | Kurssi: 35.69

**Lisää** | Tavoitehinta: 38.00



Orionin ja Bayerin välisen sopimuksen mukaan Bayerilla on oikeus kaupallistaa tuote maailmanlaajuisesti ja Orionilla on oikeus yhteiseen myynninedistämiseen Euroopassa. Lisäksi Orion vastaa tuotteen valmistuksesta. Sopimusehtojen mukaan Orion sai Bayerilta 2019 ja 2020 merkittävät etappimaksut, kun myynti alkoi Yhdysvalloissa (45 MEUR), EU:ssa (20 MEUR) ja Japanissa (8 MEUR). Etappimaksun suuruuksista voi päätellä jotain Orionin ja Bayerin näkemyksistä markkinoiden myyntipotentiaaleista toisiinsa verrattuna. Etappimaksujen lisäksi Orion saa tuotemyynnistä porrastettua rojaltia, joka on noin 20 % sisältäen myös tuotteen valmistamisesta saatavan tulon. Vaikka Nubeqalla on kilpailevia tuotteita markkinalla, on Bayer viitannut omissa arvioissaan Nubeqan myyntipotentiaaliksi noin 1 miljardia euroa/v., kun lääke on täydessä potentiaalissa. Vaikka tähän lukuun ei päästäisi, tulee Nubeqa kuitenkin toimimaan Orionille merkittävänä kasvujurina ja tuloksentekokoneena sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Tästä syystä pidämme aamun tiedotetta hyvänä uutisena Orionin tulevaisuuden kannalta ja odotamme osakkeen reagoivan uutiseen positiivisesti.

**Petri Kajaani**

Analyytikko

+358 50 527 8680

petri.kajaani@inderes.fi

**Orion** | Kurssi: 35.69**Lisää** | Tavoitehintaa: 38.00

## Purmo Group CMD: Tavoitteena olla johtava kestävien sisäilmaratkaisujen toimittaja

Virala Acquisition Company:n (VAC) kanssa sulautuva Purmo Group kävi strategiaansa läpi torstaina pääomamarkkinapäivässään (CMD). Purmon tavoitteena on olla johtava kestävien sisäilmaratkaisujen tarjoaja maailmanlaajuisesti. Kahdella divisioonallaan ja usean maantieteellisen alueen tukemana yhtiö hakee markkinoita nopeampaa kasvua ja parempaa tulostasoa.

Purmon strategia perustuu kolmeen tärkeään tukipilariin. Ensimmäiseksi yhtiö pyrkii skaalamaan ratkaisumyyntiä korkeammalle tasolle. Purmo haluaa tarjota asiakkailleen yhä enemmän kokonaisia järjestelmiä ratkaisuineen yksittäisten tuotteiden sijaan. Tällä pystytään kasvattamaan liiketoimintaa olemassa olevilla asiakkailla ja myös houkuttelemaan uusia asiakkaita. Toisekseen yhtiö pyrkii lanseeraamaan uusia älytuotteita, joiden on tarkoitus olla älykkäämpiä ja kestävämpiä sekä sopia esteettisemmin nykyaikaisiin koteihin. Kolmanneksi Purmo keskittyy kasvumarkkinoihin, jotta se voisi hyödyntää parhaiten mahdollisuuksia avainmarkkinoiden ulkopuolella. Kasvua haetaan etenkin Venäjältä ja Kiinasta omien tuotantolaitosten avulla.

Näiden lisäksi liiketoiminnan tehostamista pyritään jatkamaan sekä kehittämään. Fokus tulee olemaan myös henkilöstön sitouttamisessa, arvoissa, johtamisessa, taidoissa ja osaamisen kehittämisessä. Tukipilareiden lisäksi yhtiön pyrkii kasvattamaan ja kehittämään liiketoimintaa merkittävillä yritysjärjestelyillä niin maantieteellisesti tai liiketoiminnallisesti kasvaen.

Yhtiön taloudellisina tavoitteina on lähivuosien aikana kasvaa kannattavuutta parantaen. Kasvutavoitteena yhtiöllä on orgaanisesti kasvaa markkinoiden kasvuvauhtia nopeammin. Lähivuosien ajan markkinoiden kasvuvauhti on yhtiön mukaan divisioonasta ja tuotealueesta riippuen noin 2-4 % vuosittain. Lähihistorian kasvuun nähden tavoite vaikuttaa realistiselta, kun esimerkiksi vuonna 2021 yhtiön kasvu on ollut lähemmäs 30 %.



**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee oikaistun EBITDA-marginaalin nostamista yli 15 %:iin keskipitkällä (4-5v) ja pitkällä aikavälillä. Kannattavuustavoite vaikuttaa kunnianhimoiselta. Viime vuonna yhtiö ylsi noin 12,7 %:iin, mutta on korona toi yhtiölle kertaluonteisia säästöjä. Tehokkuusohjelman ansiosta Purmo on saanut ylläpidettyä ja jopa kasvatettua kannattavuuttaan vuonna 2021, mikä parantaa luottamusta tavoitteisiin.

Velkaantuneisuuden osalta yhtiö tavoittelee pitävänsä korollisen nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhdeluvun alle tason 3x. Väliaikaisesti taso voidaan kuitenkin ylittää esim. yritysostojen tai uudelleenjärjestelyjen yhteydessä. Purmo haluaa myös vahvan kassavirtansa myötä jakaa omistajilleen osinkoja. Tavoitteena on jakaa vähintään 40 % nettotuloksesta osinkoina tai pääomanpalautuksina puolivuositain.

Kokonaisuutena taloudelliset tavoitteet sekä strategia vaikuttavat selkeiltä ja saavutettavilta. Isossa osassa strategiaa on myös kestävä kehityksen edistäminen, missä energiankulutuksella ja lämmityksellä/jäähdytyksellä on iso osa. Kestävä kehityksen megatrendin lisäksi kodin merkityksen kasvu, älykkäät järjestelmät (digitalisaatio) ja merkittävä korjausvelka kiinteistöille tukevat lähivuosien strategian toteuttamista.

**Olli Koponen**

Analyttikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

## Enedolle ehdollinen luottopäätös 5 MEUR:n lainajärjestelylle

Enedo tiedotti eilen illalla saaneensa myönteisen ehdollisen luottopäätöksen 5 MEUR:n suuruiselle lainajärjestelylle. Kyseessä on odotettu jatko viime perjantaina tiedotetulle enintään 2 MEUR:n kokoiselle ja yhtiön pääomistaja Inissionin kanssa solmitulle siltalainasopimukselle, jonka tarkoituksena oli vahvistaa Enedon maksuvalmiutta varsinaista lainajärjestelyä edeltävän siirtymäkauden aikana. Nyt saadun ehdollisen luottopäätöksen tarkoituksena taas on luoda yhtiöllä paremmat edellytykset taloudellisesti ja aikataulullisesti haastavammaksi osoittautuneen käänneohjelman toteuttamisessa (mm. 2 MEUR:n erääntyneiden ostovelkojen maksu ja muut loppuunsaattamisen kustannukset).

Yksi lainajärjestelyn toteutumisen keskeisistä ehdoista on se, että pääomistaja Inission takaa lainan kokonais määrän korot ja järjestelykulut mukaan luettuina. Mikäli Inissionille tulisi takauksen perusteella velvollisuus lainan maksuun, olisi yhtiöllä puolestaan velvollisuus vaatia Enedoa maksamaan laina takaisin. Mikäli taas Enedo ei kykenisi näihin vaateisiin vastaamaan, olisi Inissionilla oikeus vaihtaa vastaava lainasumma Enedon osakkeiksi 0,10 euron osakekohtaisella hinnalla. Lainajärjestelyn toteutumisen edellytyksenä taas on se, että Enedon 23.12. järjestettävä ylimääräinen yhtiökokous valtuuttaa hallituksen laskemaan liikkeelle enintään 55 miljoonaa uutta osaketta Inission merkittäväksi nimenomaisella 0,10 euron merkintähinnalla. Pidämme tämän päätöksen toteutumista itsestäänselvyytenä. Korostamme kuitenkin, että valtuutuksen alla olevaa merkintäoikeutta voidaan käyttää vain siiltä osin, kuin Inission on velvollinen maksamaan Enedon lainan takauksen ehtojen perusteella ja vain siinä tapauksessa, ettei Enedo itse pysty maksamaan kyseistä summaa takaisin Inissionille. Koska Inissionin omistusosuus Enedosta on yli 49 % ja lunastusvelvollisuuden raja on 50 %, lainajärjestely on ehdollinen myös sille, että Inission saa Finanssivalvonnalta pysyvän vapautuksen poiketa ulkona olevien osakkeiden lunastusvelvollisuudesta.



**Joonas Korkiakoski**

Analytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

**Enedo** | Kurssi: 0.34

**Myy** | Tavoitehinta: 0.30

Ehdollisen 5 MEUR:n lainajärjestelyn erääntymispäivä on 30.9.2022. Tiedotteessa Enedo arvioi, ettei operatiivisen liiketoiminnan tuottama rahavirta riitä lainan takaisinmaksuun. Yhtiön tilauskanta on tiedotteessa käytettyjen sanaparsien perusteella kuitenkin vahva. Yhdessä tämän ja käänneohjelman etenemisen mukana laskevan kulutason myötä Enedo uskookin pystyvänsä sekä sopimaan lainantajan kanssa laina-ajan pidentämisestä että neuvottelemaan uudesta lainasta jonkin muun rahoituslaitoksen kanssa ja / tai hankkimaan riittävästi omaa pääomaa lainan takaisinmaksuun. Nykyisten omistajien kannalta edellä mainituista kohdista kaksi ensimmäistä olisivat luonnollisestikin suotuisimmat. Toki myös kokonaan uuden oman pääoman kerääminen olisi huomattavasti Inissionille suunnatun ehdollisen ja merkittävän diluutiovaikutuksen kanssa tulevan merkintäoikeuden realisoitumista mielekkäämpi vaihtoehto.

Enedo antoi eilisen tiedotteen yhteydessä myös lyhyen taloudellisen tilannepäivityksen. Tämän mukaan operatiivinen tekeminen on jatkunut vaikeana ja sekä liikevaihto että liiketulos tulee jäämään edellisvuotta pienemmiksi. Annettua tilannetietoa ei voida pitää erityisen yllättävänä, kun huomioidaan vaikea alkuvuosi, globaalin komponenttitilanteen aiheuttamat vaikeudet sekä käänneohjelman toteuttamiseen liittyvät haasteet. Ennen eilisillan tiedotetta olimme odottaneet yhtiöltä kuluvalle vuodelle 4 % volyymilaskua ja vastaavasti 6 % raportoidun liikevoiton laskua. Tätä mukailten ennustemme ovat jokseenkin linjassa yhtiön annetun taloudellisen tilannepäivityksen kanssa. Tulemme kuitenkin tarkastelemaan niitä ja samalla huomioimaan lainajärjestelyn tuomat tasevaikutukset myöhemmin.

**Joonas Korkiakoski**

Analyytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

**Enedo** | Kurssi: 0.34**Myy** | Tavoitehinta: 0.30

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	11.30	-2.6 %	13.5 %	Lisää	13.00	15.0 %	21.4	24.3	16.5	17.1	3.8	0.24	2.1 %	43
Admicom	76.80	-1.9 %	-43.1 %	Lisää	87.00	13.3 %	41.2	34.5	36.2	30.0	14.5	1.10	1.4 %	378
Aktia Bank	11.98	-1.3 %	22.4 %	Osta	14.00	16.9 %	12.0	-	10.6	-	1.2	0.54	4.5 %	863
Alexandria Pankkiiriliike	8.08	-2.1 %	-1.1 %	Vähennä	8.00	-1.0 %	10.0	7.4	13.4	8.2	3.4	0.45	5.6 %	80
Alma Media	10.28	-1.2 %	15.2 %	Vähennä	12.00	16.7 %	16.7	17.4	15.4	14.5	4.1	0.32	3.1 %	845
Apetit	12.45	-1.2 %	16.4 %	Vähennä	12.00	-3.6 %	33.4	22.6	15.4	12.4	0.8	0.40	3.2 %	77
Aspo	10.80	0.2 %	28.6 %	Osta	13.00	20.4 %	11.1	14.6	10.8	12.2	2.7	0.45	4.2 %	339
Aspocomp Group	5.70	-0.7 %	45.4 %	Lisää	6.20	8.8 %	19.9	20.1	10.9	10.3	2.0	0.11	1.9 %	38
Avidly	4.75	-3.5 %	19.3 %	Osta	7.00	47.4 %	22.6	204.8	12.0	38.3	2.6	0.00	0.0 %	25
Basware	31.35	-0.5 %	-25.4 %	Lisää	37.00	18.0 %	neg.	72.7	329.3	61.0	6.6	0.00	0.0 %	453
Bilot	6.30	0.0 %	-13.7 %	Lisää	7.80	23.8 %	17.0	20.0	14.6	13.1	1.5	0.08	1.3 %	35
Bittium	5.00	-0.4 %	-13.6 %	Vähennä	6.00	20.0 %	118.9	81.5	31.7	27.1	1.5	0.00	0.0 %	178
Boreo	67.60	1.8 %	129.9 %	Lisää	88.00	30.2 %	30.9	24.5	22.6	17.6	8.9	0.45	0.7 %	177
CapMan	2.83	-1.7 %	22.5 %	Lisää	3.30	16.4 %	12.3	10.3	13.0	10.4	3.5	0.15	5.3 %	447
Cargotec	43.50	0.3 %	28.6 %	Osta	55.00	26.4 %	13.9	7.2	10.9	8.4	1.8	1.08	2.5 %	2801
Caverion	6.15	-0.9 %	5.9 %	Lisää	7.50	22.0 %	18.6	15.6	14.4	10.8	4.0	0.15	2.4 %	837
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	248.00	-3.4 %	48.0 %	Vähennä	210.00	-15.3 %	20.1	26.9	14.8	25.0	1.9	0.99	4.1 %	1012
Consti Plc	13.15	-0.4 %	30.8 %	Osta	15.00	14.1 %	13.5	18.5	11.2	8.4	3.2	0.42	3.2 %	100
Detection Technology	26.00	-3.7 %	8.8 %	Lisää	33.00	26.9 %	39.5	30.8	24.1	18.0	5.9	0.36	1.4 %	379
Digia	6.60	-0.8 %	-12.2 %	Lisää	8.10	22.7 %	12.7	13.8	12.1	11.9	2.8	0.17	2.6 %	177
EAB Group	2.97	-0.7 %	-5.4 %	Vähennä	3.20	7.7 %	19.4	14.6	12.0	9.2	2.0	0.11	3.7 %	41
EcoUp	5.96	0.3 %	-15.2 %	Osta	8.50	42.6 %	36.0	21.8	21.2	15.3	2.4	0.05	0.8 %	52
Eezy	5.90	0.0 %	0.0 %	Lisää	7.20	22.0 %	20.6	16.6	12.4	11.1	1.4	0.15	2.5 %	146
Efecte	14.00	0.4 %	29.6 %	Lisää	16.50	17.9 %	neg.	neg.	166.7	154.3	32.4	0.00	0.0 %	87
Elisa	52.74	-1.8 %	17.5 %	Vähennä	54.00	2.4 %	24.1	22.2	23.0	20.6	6.9	2.05	3.9 %	8447
Endomines (SEK)	2.55	15.9 %	-16.4 %	Vähennä	2.50	-2.0 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.8	0.00	0.0 %	558

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	0.34	-2.6 %	-62.2 %	Myy	0.30	-11.8 %	neg.	neg.	24.0	17.9	3.0	0.00	0.0 %	23
Enersense International	6.76	-1.2 %	-18.6 %	Vähennä	8.00	18.3 %	14.9	16.7	13.9	8.3	2.0	0.15	2.2 %	90
eQ	25.50	-1.2 %	52.2 %	Vähennä	25.00	-2.0 %	27.5	21.0	27.9	21.3	13.1	0.96	3.8 %	1011
Etteplan	17.50	1.2 %	35.1 %	Vähennä	17.00	-2.9 %	21.3	18.2	19.2	15.6	4.4	0.40	2.3 %	437
Evli Pankki	19.85	-3.6 %	62.7 %	Lisää	24.50	23.4 %	14.5	-	14.0	-	4.5	2.30	11.6 %	480
Exel Composites	6.65	-1.0 %	-9.9 %	Lisää	8.40	26.3 %	21.4	24.5	12.2	11.1	2.7	0.18	2.7 %	79
F-Secure	4.83	-2.4 %	25.8 %	Vähennä	5.30	9.8 %	38.3	35.4	35.6	27.1	8.3	0.04	0.8 %	764
Fellow Finance	3.01	-2.6 %	3.8 %	Vähennä	3.20	6.3 %	neg.	105.3	70.3	29.1	1.8	0.00	0.0 %	21
Finnair	0.60	1.9 %	-21.0 %	Vähennä	0.55	-8.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.5	0.00	0.0 %	843
Fiskars	20.95	-0.7 %	39.9 %	Lisää	24.00	14.6 %	17.3	12.7	14.0	11.0	2.2	0.80	3.8 %	1706
Fodella	7.70	-2.0 %	-8.6 %	Lisää	10.00	29.9 %	39.6	38.7	21.5	21.0	6.0	0.08	1.0 %	56
Fondia	6.82	-1.7 %	-14.7 %	Osta	8.00	17.3 %	39.5	34.3	16.6	11.7	5.0	0.28	4.1 %	26
Fortum	25.03	-2.0 %	27.1 %	Vähennä	25.00	-0.1 %	12.8	neg.	15.9	14.1	1.7	1.14	4.6 %	22233
Glaston	1.13	-0.9 %	26.4 %	Lisää	1.45	28.9 %	25.9	18.9	11.2	9.0	1.4	0.03	2.7 %	94
Gofore	23.80	-1.2 %	38.8 %	Vähennä	20.00	-16.0 %	31.6	28.9	28.3	23.4	5.9	0.30	1.3 %	358
Harvia	55.70	-1.2 %	127.3 %	Lisää	65.00	16.7 %	29.5	22.2	24.1	17.7	11.2	1.20	2.2 %	1038
Heeros	5.98	-0.3 %	-20.3 %	Lisää	7.00	17.1 %	83.2	70.6	27.9	59.4	13.8	0.00	0.0 %	31
Honkarakenne	7.00	0.9 %	63.6 %	Osta	8.00	14.3 %	13.9	9.9	9.1	5.9	2.5	0.28	4.0 %	41
Huhtamäki	38.53	0.2 %	-8.8 %	Lisää	42.00	9.0 %	18.7	18.3	17.0	14.6	2.9	0.95	2.5 %	4020
Ilkka-Yhtymä	4.52	-0.4 %	7.6 %	Lisää	5.00	10.6 %	21.7	310.9	25.8	46.0	0.7	0.20	4.4 %	115
Incap	67.50	-3.8 %	265.9 %	Vähennä	70.00	3.7 %	19.1	15.6	15.6	11.9	6.2	0.80	1.2 %	394
Innofactor	1.46	-2.0 %	14.1 %	Lisää	1.80	23.7 %	17.7	8.1	11.0	9.2	2.1	0.06	4.1 %	54
Investors House	5.70	-0.7 %	0.0 %	Lisää	6.20	8.8 %	62.3	32.9	22.2	15.9	0.9	0.29	5.1 %	35
Kamux	11.17	-2.4 %	-17.9 %	Osta	14.00	25.3 %	20.9	18.1	17.6	13.9	4.3	0.24	2.1 %	446
Kemira	13.36	-0.2 %	3.2 %	Lisää	15.00	12.3 %	13.0	13.6	14.1	12.1	1.7	0.58	4.3 %	2043
Kesko	27.92	-1.6 %	32.7 %	Lisää	31.00	11.0 %	20.1	17.4	20.9	17.8	4.5	0.90	3.2 %	11082

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	5.70	-4.0 %	33.5 %	Lisää	6.50	14.0 %	11.0	11.8	7.9	10.4	1.3	0.20	3.5 %	19
Kone	60.22	-0.1 %	-9.4 %	Vähennä	59.00	-2.0 %	30.1	22.3	29.0	21.0	10.3	1.80	3.0 %	31217
Konecranes	35.59	-0.5 %	23.7 %	Osta	44.00	23.6 %	16.2	15.4	13.1	10.2	2.1	0.89	2.5 %	2808
Kreate Group	11.15	0.0 %	4.3 %	Osta	13.00	16.6 %	13.6	11.3	12.5	10.0	2.2	0.25	2.2 %	99
LeadDesk	20.60	-1.0 %	-41.1 %	Lisää	26.00	26.2 %	73.2	625.4	58.3	276.7	6.0	0.00	0.0 %	110
Lehto Group	0.81	-1.1 %	-39.8 %	Vähennä	1.00	23.0 %	neg.	neg.	10.2	10.3	0.6	0.00	0.0 %	70
Loihde	17.30	1.5 %	-24.0 %	Vähennä	19.00	9.8 %	25.9	90.2	21.2	neg.	1.1	0.27	1.6 %	103
Loudspring	0.20	0.5 %	-55.4 %	Vähennä	0.20	-2.0 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.0	0.00	0.0 %	8
Marimekko	83.40	-2.5 %	83.1 %	Lisää	80.00	-4.1 %	28.5	21.8	31.4	23.6	9.9	1.80	2.2 %	676
Martela	2.30	-5.0 %	-25.6 %	Vähennä	2.30	0.0 %	neg.	neg.	10.8	7.1	1.0	0.00	0.0 %	10
Merus Power	7.74	-2.6 %	13.1 %	Lisää	9.20	18.9 %	neg.	113.3	104.7	73.1	4.7	0.00	0.0 %	59
Metso Outotec	9.13	-0.6 %	11.7 %	Lisää	10.00	9.5 %	23.6	19.8	16.4	13.0	3.5	0.23	2.5 %	7557
Metsä Board	8.75	-0.2 %	1.5 %	Lisää	9.00	2.9 %	10.6	9.0	14.2	11.7	2.0	0.32	3.7 %	3110
Musti Group	29.08	-1.4 %	18.5 %	Vähennä	31.00	6.6 %	43.2	38.5	35.0	27.3	6.2	0.44	1.5 %	975
Neste	41.82	-2.5 %	-29.3 %	Vähennä	50.00	19.6 %	30.6	17.0	22.6	18.7	4.6	0.85	2.0 %	32116
Netum	4.30	-0.7 %	-3.4 %	Lisää	4.80	11.6 %	18.3	20.4	14.3	15.5	3.7	0.07	1.6 %	49
Next Games	1.26	-6.5 %	-39.9 %	Vähennä	1.20	-4.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.8	0.00	0.0 %	37
Nightingale Health	3.37	-2.6 %	-34.6 %	Osta	6.00	78.0 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.6	0.00	0.0 %	203
Nixu	6.86	-0.3 %	-28.7 %	Lisää	9.00	31.2 %	neg.	neg.	45.0	35.8	3.8	0.00	0.0 %	50
NoHo Partners	8.27	1.6 %	2.6 %	Lisää	9.00	8.8 %	neg.	neg.	27.5	18.2	2.5	0.00	0.0 %	158
Nokia Corporation	5.02	-1.7 %	59.3 %	Lisää	5.90	17.5 %	15.3	12.1	14.5	10.3	2.0	0.10	2.0 %	28259
Nokian Renkaat	33.73	-0.7 %	17.0 %	Lisää	35.00	3.8 %	18.3	15.6	15.6	12.2	2.8	1.45	4.3 %	4662
Norrhydro Group	3.88	-6.2 %	-6.2 %	Myy	3.60	-7.2 %	32.5	24.3	34.3	33.2	3.8	0.01	0.3 %	42
Nurminen Logistics	2.25	1.8 %	404.5 %	Lisää	1.70	-24.4 %	25.6	23.4	17.1	15.4	12.0	0.02	0.9 %	173
Oma Säästöpankki	16.65	-2.6 %	57.1 %	Lisää	19.00	14.1 %	12.0	-	11.3	-	1.2	0.35	2.1 %	492
Optomed	9.66	-3.0 %	33.8 %	Vähennä	10.50	8.7 %	neg.	neg.	neg.	neg.	7.8	0.00	0.0 %	129



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
Oriola	1.91	-1.4 %	0.4 %	Lisää	2.20	15.2 %	24.2	21.5	17.3	13.4	2.0	0.07	3.7 %	346
Orion	35.69	-1.4 %	-4.9 %	Lisää	38.00	6.5 %	24.7	18.7	23.1	17.5	6.9	1.50	4.2 %	5013
Orthex	10.00	-2.4 %	34.9 %	Lisää	12.50	25.0 %	19.1	18.0	15.9	13.0	5.4	0.27	2.7 %	177
Outokumpu	5.28	0.3 %	64.0 %	Vähennä	5.50	4.1 %	3.9	3.7	6.0	4.6	0.8	0.05	0.9 %	2390
Ovaro Kiinteistösijoitus	3.23	0.0 %	-22.4 %	Vähennä	3.40	5.3 %	neg.	neg.	neg.	neg.	0.6	0.00	0.0 %	29
Panostaja	0.68	-0.9 %	-9.5 %	Vähennä	0.72	5.3 %	neg.	244.2	neg.	33.6	0.9	0.03	4.4 %	35
Pihlajalinna	12.10	-1.5 %	29.0 %	Lisää	13.20	9.1 %	12.6	15.0	14.8	15.1	2.2	0.24	2.0 %	273
Piippo	3.30	0.0 %	4.4 %	Myy	3.00	-9.1 %	neg.	40.1	15.8	17.6	0.6	0.05	1.5 %	4
Ponsse	41.50	-1.2 %	42.1 %	Vähennä	45.50	9.6 %	18.4	13.2	14.9	11.0	3.9	1.00	2.4 %	1162
PunaMusta Media	5.60	0.0 %	0.9 %	Vähennä	5.80	3.6 %	18.4	neg.	20.5	20.9	1.5	0.15	2.7 %	70
Puulo	7.54	-1.6 %	3.9 %	Lisää	8.50	12.7 %	20.8	19.3	18.4	15.7	19.0	0.25	3.3 %	639
Qt Group	130.40	-4.3 %	126.4 %	Vähennä	160.00	22.7 %	132.2	107.2	70.9	55.9	49.8	0.00	0.0 %	3283
Raisio Vaihto-osake	3.42	-1.4 %	7.4 %	Vähennä	3.50	2.2 %	29.6	19.6	27.6	20.5	2.0	0.13	3.8 %	542
Rapala VMC	8.62	-2.5 %	97.7 %	Lisää	11.00	27.6 %	13.9	10.1	15.1	11.2	2.4	0.20	2.3 %	332
Raute	19.95	-1.7 %	-12.1 %	Vähennä	23.00	15.3 %	neg.	2342.2	12.7	9.4	2.3	0.80	4.0 %	84
Reka Industrial	3.50	-1.4 %	-0.6 %	Vähennä	3.50	0.0 %	12.5	7.5	9.8	7.3	1.8	0.05	1.4 %	20
Relais Group	25.10	0.4 %	70.7 %	Vähennä	26.00	3.6 %	20.7	29.4	17.4	22.2	5.0	0.40	1.6 %	448
Remedy Entertainment	38.40	-2.7 %	-1.5 %	Osta	50.00	30.2 %	43.5	30.2	43.7	30.3	5.9	0.20	0.5 %	501
Revenio Group	55.15	-1.8 %	9.6 %	Lisää	58.00	5.2 %	77.2	67.5	59.0	47.6	18.9	0.38	0.7 %	1471
Robit	3.98	-0.7 %	9.0 %	Lisää	4.50	13.1 %	65.3	35.4	18.3	16.7	1.7	0.00	0.0 %	83
Rovio	6.47	-3.9 %	2.5 %	Lisää	8.00	23.6 %	13.9	8.5	15.6	8.9	2.5	0.12	1.9 %	475
Rush Factory Plc	2.25	-5.9 %	-0.4 %	Lisää	3.30	46.7 %	11.2	10.9	5.3	3.3	6.0	0.00	0.0 %	5
Sampo	43.41	-0.4 %	25.6 %	Lisää	48.00	10.6 %	15.3	8.2	21.1	8.5	1.9	1.80	4.1 %	23824
Sanoma	13.06	-2.5 %	-4.9 %	Lisää	15.50	18.7 %	19.5	19.2	17.4	15.8	3.0	0.54	4.1 %	2129
Scanfil	7.84	-0.5 %	20.2 %	Lisää	8.75	11.6 %	16.6	12.8	13.8	10.6	2.5	0.19	2.4 %	505
Sievi Capital	1.93	-1.8 %	78.5 %	Lisää	2.50	29.7 %	6.4	4.4	9.3	6.1	1.2	0.05	2.6 %	111

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
Siili Solutions	14.36	-2.0 %	8.4 %	Lisää	17.00	18.4 %	15.0	16.7	12.8	13.3	4.4	0.34	2.4 %	100
Sitowise Group	7.86	-2.4 %	-4.2 %	Lisää	9.30	18.3 %	24.0	19.0	17.5	14.5	2.4	0.12	1.5 %	276
Solteq	4.12	-2.8 %	47.1 %	Osta	6.00	45.6 %	17.5	13.8	13.6	10.5	2.8	0.10	2.4 %	79
Solvers	7.65	0.0 %	-8.4 %	Lisää	9.00	17.6 %	26.1	16.8	16.3	11.0	2.0	0.08	1.0 %	65
Soprano	0.38	0.3 %	-2.6 %	Myy	0.30	-21.1 %	neg.	neg.	24.0	22.0	1.8	0.00	0.0 %	7
Sotkamo Silver (SEK)	1.68	-0.6 %	-46.4 %	Vähennä	2.10	25.0 %	neg.	54.0	26.1	15.3	1.4	0.00	0.0 %	336
SRV Group	0.52	-0.6 %	-12.0 %	Vähennä	0.55	5.2 %	68.5	22.0	11.6	12.9	0.7	0.00	0.0 %	137
SSH Communications Security	2.65	-1.9 %	56.3 %	Myy	1.80	-32.1 %	neg.	neg.	neg.	65.9	22.3	0.00	0.0 %	102
Stora Enso	15.80	0.3 %	1.0 %	Vähennä	15.50	-1.9 %	10.6	14.2	15.2	12.7	1.3	0.45	2.8 %	12460
Suominen	4.92	3.7 %	-3.1 %	Lisää	5.25	6.7 %	15.6	11.3	14.9	10.2	1.8	0.20	4.1 %	282
Taaleri	10.80	-6.1 %	33.0 %	Vähennä	11.50	6.5 %	14.5	2.0	22.0	13.4	1.4	1.40	13.0 %	311
Talenom	12.60	0.2 %	-16.3 %	Lisää	15.50	23.0 %	49.0	38.6	40.7	32.8	12.7	0.17	1.3 %	559
Tecnotree	1.29	-4.4 %	83.2 %	Osta	1.70	31.8 %	22.1	15.0	15.8	11.0	6.7	0.00	0.0 %	404
Teleste	4.94	-0.2 %	10.0 %	Vähennä	5.50	11.3 %	19.2	9.8	12.5	9.9	1.4	0.15	3.0 %	89
Telia Company (SEK)	34.91	-0.5 %	2.8 %	Lisää	39.00	11.7 %	21.3	13.1	16.4	18.2	2.1	2.00	5.7 %	142748
Terveystalo	10.76	-2.2 %	7.2 %	Osta	13.00	20.8 %	16.8	16.5	16.9	15.6	2.1	0.30	2.8 %	1377
TietoEVRY	25.74	-1.0 %	-4.2 %	Osta	34.00	32.1 %	11.1	9.9	9.9	10.9	1.8	1.35	5.2 %	3052
Titanium	14.65	-0.7 %	13.1 %	Lisää	16.50	12.6 %	13.8	11.7	11.7	9.6	6.4	0.95	6.5 %	150
Toivo Group	2.73	-6.0 %	7.0 %	Vähennä	2.90	6.4 %	11.8	12.0	8.3	10.4	2.6	0.00	0.0 %	144
Tokmanni Group	18.56	-2.0 %	14.3 %	Osta	25.00	34.7 %	14.4	13.3	13.4	12.8	4.5	0.99	5.3 %	1092
United Bankers	13.50	-1.1 %	26.2 %	Vähennä	14.00	3.7 %	15.1	10.0	14.0	9.0	3.3	0.70	5.2 %	141
UPM-Kymmene	33.28	0.3 %	9.2 %	Lisää	35.00	5.2 %	15.4	12.1	17.4	14.9	1.8	1.30	3.9 %	17755
Vaisala	50.10	-2.5 %	24.2 %	Vähennä	42.50	-15.2 %	31.7	33.9	31.0	29.3	8.0	0.63	1.3 %	1825
Valmet	36.46	-1.3 %	56.1 %	Lisää	38.50	5.6 %	17.9	13.0	16.6	11.5	4.1	1.05	2.9 %	5450
Verkkokauppa.com	6.72	-2.5 %	-5.6 %	Vähennä	8.50	26.5 %	19.3	14.1	17.3	12.7	8.4	0.25	3.7 %	302
Viafin Service	14.95	-0.3 %	-6.0 %	Lisää	16.50	10.4 %	18.9	11.8	17.0	10.0	2.6	0.40	2.7 %	53

## 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
Vincit	8.06	-2.4 %	12.3 %	Lisää	9.80	21.6 %	20.0	20.6	15.7	13.4	3.9	0.20	2.5 %	101
Wulff Group	4.63	3.6 %	42.9 %	Lisää	5.80	25.3 %	12.2	5.6	9.1	7.5	1.7	0.13	2.8 %	31
Wärtsilä	12.22	-2.9 %	50.0 %	Lisää	14.00	14.5 %	29.4	23.2	20.5	15.5	3.2	0.30	2.5 %	7233
YIT Corporation	4.46	-1.5 %	-9.6 %	Vähennä	5.00	12.1%	15.3	19.0	11.0	11.4	0.9	0.15	3.4 %	932

## 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 1/2

### **Aapeli Pursimo**

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

### **Antti Luio**

Analyytikko  
antti.luio@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

### **Eemeli Oikarainen**

Analyytikko  
eemeli.oikarainen@inderes.fi  
+358 50 360 9195

### **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

### **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

## Yhteystiedot 2/2

### **Petri Gostowski**

Analyttikko

petri.gostowski@inderes.fi

+358 40 821 5982

### **Petri Kajaani**

Analyttikko

petri.kajaani@inderes.fi

+358 50 527 8680

### **Rane Robotti**

Roboanalyttikko (huollossa)

info@inderes.fi

+358 10 219 4690

### **Roni Peuranheimo**

Analyttikko

roni.peuranheimo@inderes.fi

+358 505610455

### **Sauli Vilén**

COO, analyttikko

sauli.vilen@inderes.fi

+358 44 025 8908

### **Thomas Westerholm**

Analyttikko

thomas.westerholm@inderes.fi

+358 50 541 2211