



Harvia Q1: Pysyttelemme nykyarvostuksella ylälauteilla

06.05.2022

AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Outokumpu Q1: Velkavuori on pian sulatettu
- TietoEvry: Kasvunäytöt lisäävät luottamusta
- Taaleri Q1-aamutulos: Operatiivisesti hyvin linjassa odotuksiin
- Martela Q1-aamutulos: Tulostukäänne otti harppauksen oikeaan suuntaan
- Boreo Q1: Kasvaen ja kehittäen
- Optomed Q1: Etene äärimmäisellä varovaisuudella
- Teleste: Navigointia vaikeassa ympäristössä
- Etteplan Q1: Hyvä suorittaminen jatkuu
- Sievi Capital: Osake valunut alelaariin
- Cibus Q1: Operatiivisesti odotusten mukainen alkuvuosi
- Pihlajalinna: Palveluallttius kantaa hedelmää
- Relais kasvattaa palveluliiketoimintaansa yritystollalla

Yhtiöt aamukatsauksessa:

Harvia, Outokumpu, TietoEvry, Taaleri, Martela, Boreo, Optomed, Teleste, Etteplan, Sievi Capital, Cibus Nordic Real Estate, Pihlajalinna, Relais Group, NoHo Partners, Finnair, LapWall

Markkinakatsaus

Kehittyneillä markkinoilla Euroopassa nähtiin keskiviikkona laskupäivä (Eurostoxx 600 -0,7 %). Yhdysvalloissakin nähtiin reipas laskupäivä (Nasdaq -5,1 %, Dow Jones -3,1 %, S&P 500 -3,6 %).

Aasian markkinoilla aloitettiin päivä ristiriitaisissa tunnelmissa. Kiinan Shanghai Composite oli aamukahdeksalta -2,3 %:n laskussa, mutta Japanin Nikkei lievässä nousussa (+0,6 %).

Valuuttamarkkinalla euron kurssi dollaria vastaan liikkui aamulla 1,05 dollarissa.

Raaka-ainemarkkinalla öljyn hinta oli aamulla nousussa ja WTI-futuurit liikkuivat 109,0 dollarissa/bbl (+0,7 %).

Indeksit

OMXH

-1.25 %
10891.3

OMXS

-1.29 %
1985.1

DAX

-0.49 %
13902.5

EUROSTOXX 600

-0.70 %
438.3

S&P 500

-3.56 %
4146.9

Nikkei 225

0.58 %
26973.2

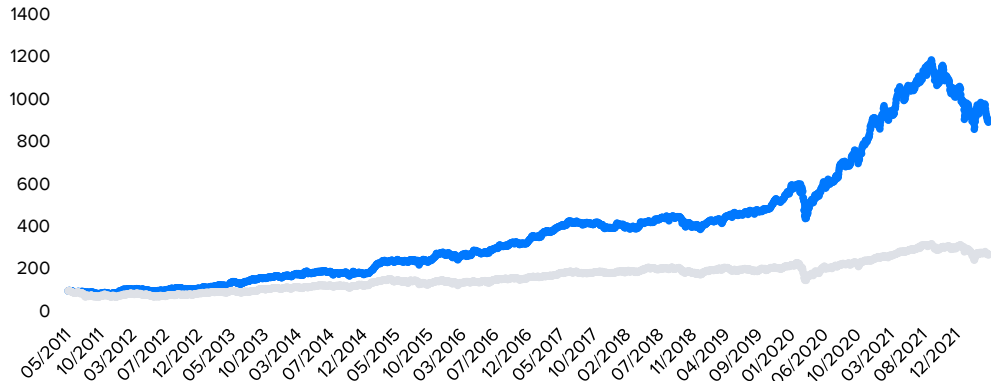
Shanghai

-2.31 %
2997.0

EUR/USD

-0.12 %
1.053

Inderes mallisalkku



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

1kk

-8%

1 vuosi

-12%

3 vuotta

96%

Aloituksesta

795%

Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

Kasvunäytöt lisäävät luottamusta

06.05.2022 | Tietoevry | Osta

Pysyttelemme nykarvostuksella ylälauteilla

06.05.2022 | Harvia | Osta

Navigointia vaikeassa ympäristössä

06.05.2022 | Teleste | Vähennä

Etene äärimmäisellä varovaisuudella

06.05.2022 | Optomed | Lisää

Hyvä suorittaminen jatkuu

06.05.2022 | Etteplan | Lisää

Kasvaen ja kehittäen

06.05.2022 | Boreo | Osta

Velkavuori on pian sulatettu

05.05.2022 | Outokumpu | Lisää

Palvelualltius kantaa hedelmää

05.05.2022 | Pihlajalinna | Vähennä

Osake valunut alelaariin

05.05.2022 | Sievi Capital | Osta

Operatiivisesti odotusten mukainen alkuvuosi

05.05.2022 | Cibus Nordic Real Estate | Vähennä

InderesTV



Outokumpu Q1'22: Kuuma meno jatkuu



Sievi Q1'22: Kaksijakoiset tunnelmat



Etteplan Q1'22: Hyvä vire pitää

Makrotapahtumat, 6.5.2022

- 09.00 Saksa: Teollisuustuotanto MM** , maaliskuu , ennuste (Reuters) -0,8 /edellinen 0,2
- 15.30 USA: Maatalouden ulkopuoliset työpaikat huhti** , ennuste (Reuters) 380 000 /edellinen 431 000
- 15.30 USA: Yksityiset työpaikat huhti** , ennuste (Reuters) 400 000 /edellinen 426 000
- 15.30 USA: Työttömyysaste (%) huhti** , ennuste (Reuters) 3,5 /edellinen 3,6
- 15.30 USA: Keskimääräiset tulot, MM (%) huhti** , ennuste (Reuters) 0,4 /edellinen 0,4
- 15.30 USA: Keskimääräiset tulot, YY (%) huhti** , ennuste (Reuters) 5,5 /edellinen 5,6
- 15.30 USA: Keskimääräinen työviikko, tuntia huhti** , ennuste (Reuters) 34,7 /edellinen 34,6
- 22.00 USA: Kulutusluotot, \$** , maaliskuu , ennuste (Reuters) 25 000 000 000 /edellinen 41 820 000 000
- 04.45 Kiina: Caixin palvelualojen op-indeksi** , huhti , ennuste (Reuters) - /edellinen 42,0
- 09.00 Saksa: Teollisuustilaukset, MM (%)** , maaliskuu , ennuste (Reuters) -0,8 /edellinen -2,2
- 15.30 USA: Uudet työt, korvaushakemukset** , ennuste (Reuters) 180 000 /edellinen 180 000
- 15.30 USA: Jatkuvat työt, korvaushakemukset** , ennuste (Reuters) 1 400 000 /edellinen 1 408 000
- 15.30 USA: Alustava tuottavuus, Q1** , ennuste (Reuters) -4,5 /edellinen 6,6

Harvia Q1: Pysyttelemme nykyarvostuksella ylälauteilla

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	39,6	50,8	49,3	48,2	47,2	- 49,3	202
Käyttökate	12,3	13,7	13,1	13,5	13,1	- 14,0	51,5
Liikevoitto	11,0	12,1	11,3	11,9	11,1	- 12,7	44,7
EPS (raportoitu)	0,44	0,5	0,45	0,47	0,45	0,50	1,74
Liikevaihdon kasvu-%	94,6 %	28,2 %	24,4 %	21,6 %	19,1 %	- 24,4 %	12,8 %
Liikevoitto-% (oik.)	28,1 %	23,8 %	23,0 %	24,6 %	0,0 %	25,8 %	22,2 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Harvian Q1-raportti oli lukujen valossa aavistuksen odotuksiamme vahvempi, mutta kustannusinflaatioon ja materiaalien sekä komponenttien saatavuuteen liittyvien huolien vuoksi teimme ennusteisiimme pieniä negatiivisia tarkennuksia. Näemme Harvian pitkän aikavälin kasvutarinan nykyarvostuksella edelleen houkuttelevana, minkä seurauksena toistamme osakkeen 42,0 euron tavoitehinnan ja osta-suosituksen.



Thomas Westerholm

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



Atte Riikola

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

Harvia | Kurssi: 32.22

Osta | Tavoitehinta: 42.00

Kasvu ja kannattavuus olivat ennusteitamme vahvempia

Harvian Q1-liikevaihto kasvoi 28 %, mikä ylitti sekä meidän että konsensuksen odotukset. Kasvusta 18 % oli orgaanista ja 10 %-yksikköä liittyi viime kesän Kirami- ja Sauna-Eurox-yritysjärjestelyihin. Venäjän liikevaihto laski odotetusti yhtiön keskeytettyä liiketoimintansa maassa maaliskuun alussa. Keski-Euroopassa kasvu hidastui edellisvuodesta kysynnän oltua pehmeää etenkin paikallisten verkkokauppojen alemman hintaluokan tuotteiden myynnissä (Saksan liikevaihto +1 %). Muilla markkina-alueilla kasvu oli edelleen totutun vahvaa (Suomi +42 %, Muut Pohjoismaat +17 %, Muut Euroopan maat +28 %, Pohjois-Amerikka +43 %, Muut maat +95 %). Harvian oikaistu liikevoitto oli 12,1 MEUR, mikä ylitti lievästi sekä meidän että konsensuksen odotukset. Yhtiö kertoi perusraaka-aineiden, kuten teräksen ja puutavaran hinnannousujen ja saatavuusongelmien kasvaneen poikkeuksellisen suuriksi, mutta varautuneensa heikkoon saatavuuteen suurilla varastoilla. Laaja-alainen kustannusinflaatio oli tiedossa, mutta bruttokate koki Q1:llä hieman odotuksiamme enemmän painetta.

Ennusteissa iso kuva ennallaan Q1-raportin jälkeen

Liikevaihtoennusteemme ovat pitkälti ennallaan, mutta markkinakohtaisissa painotuksissa on joitain muutoksia. Suurin kysymys kuluvaan vuoteen ajatellen on, missä määrin Keski-Euroopan laantunut kysyntä johtui vahvasta vertailukaudesta, ja miltä osin taustalla oli heikentynyt kuluttajaluottamus ja/tai laantunut kysyntä saunomista kohtaan. Kuluvana vuonna Harvian liikevaihto saa vielä epäorgaanista tukea Kirami-kaupasta toukokuun loppuun ja Sauna-Euroxista elokuun loppuun, mutta sen jälkeen kasvu on orgaanisten lähteiden varassa. Kasvuennusteissamme Pohjois-Amerikalla on nyt kriittinen rooli, mutta EOS:n myynnin suhteen odotuksemme ovat vielä mallilliset kyseisellä markkina-alueella tämän vuoden osalta. Laskimme lähivuosien liikevoittoennusteitamme 1-2 % kustannusinflaatiota ja heikentyvää myyntimixiä ennakkoiden. Odotamme Harvian kasvun olevan korkeakatteisissa ohjauskeskus- ja kiuas-tuoteryhmissä muita tuoteryhmiä mallillisempina, mikä painaa suhteellista kannattavuutta ennusteissamme.



Thomas Westerholm

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



Atte Riikola

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

Harvia | Kurssi: 32.22

Osta | Tavoitehintaa: 42.00

Markkina hinnoittelee sisään kasvun tyrehtymistä

Ennusteillamme Harvian 2022-2023 P/E-luvut ovat 18x ja 15x, mikä on näkemyksemme mukaan maltillinen taso Harvian pitkän aikavälin tuloskasvunäkymiin peilattuna. Tuloskasvun lisäksi osake tarjoaa noin 2-3 %:n osinkotuottoa ja historiallisesti tehokkaasti hyödynnettyä yritysostokorttia. Odotamme vuoden 2022 olevan tuloskasvun osalta välivuosi Venäjän menetetyistä liikevaihdosta johtuen, mutta siitä huolimatta markkina katsoo osaketta nyt mielestämme turhan lyhytjänteisesti. Markkinan epäilykset kulutuksen siirtymisestä tavaroista palveluihin on näkynyt myös Harvian verrokkiryhmän laskeneessa arvostuksessa. Saunamarkkinan neitseellisestä luonteesta ja korkeasta korvauskysynnästä johtuen odotamme kotoilutrendin tuoman myötätuulen poistumisen vaikuttavan Harviaan verrokkeja vähemmän.



Thomas Westerholm

Analyttikko

+358 50 541 2211

thomas.westerholm@inderes.fi



Atte Riikola

Analyttikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

Harvia | Kurssi: 32.22

Osta | Tavoitehinta: 42.00

Outokumpu Q1: Velkavuori on pian sulatettu

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erutus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	1673	2760	2347	2623	2285	- 2794	18 %	9511
Käyttökate (oik.)	177	377	353	355	337	- 434	7 %	1302
Liikevoitto	116	313	292	294	272	- 374	7 %	1052
Tulos ennen veroja	101	305	278	269	259	- 304	10 %	1002
EPS (raportoitu)	0,20	0,55	0,52	0,50	0,47	- 0,66	7 %	1,84
Liikevaihdon kasvu-%	3,6 %	64,9 %	40,3 %	56,8 %	36,6 %	- 67,0 %	24,7 %-yks.	23,4 %
Käyttökate-%	10,6 %	13,7 %	15,0 %	13,5 %	14,7 %	- 15,5 %	-1,4 %-yks.	11,1 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Olemme nostaneet kuluvan vuoden ennusteitamme odotuksia vahvempaa alkuvuotta heijastellen, kun taas pidemmän tähtäimen ennusteemme ovat pitkälti ennallaan. Huomattavan velkatason laskun ansiosta Outokummun riskitaso on mielestämme ottanut harppauksen maltillisemmaksi ja osake on pidemmän tähtäimen arvioituun tulostasoon nähden arvostettu maltillisesti. Siten vaikka toimintaympäristöön liittyvä uutisvirta onkin jatkanut heikentymistä, pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta jo pidemmän tähtäimen sijoittajalle kohtuullisen hyvänä. Näin ollen nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tarkistamme tavoitehintamme 5,5 euroon (aik. 6,0 euroa). Yhtiön johdon Q1-haastattelu on katsottavissa [täällä](#).



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

Outokumpu | Kurssi: 4.65
Lisää | Tavoitehintaa: 5.50

Odotettua kovempi vauhti Q1:llä

Outokumpu teki Q1'22:lla 377 MEUR oikaistua käyttökateetta, mikä ylitti sekä meidän että konsensuksen odotukset. Tulosta vahvisti selvästi kohonneet ruostumattoman teräksen keskihinnat, joiden suotuisa vaikutus oli kustannustason nousua voimakkaampaa. Vastaavasti tulosta painoi 42 MEUR:n varasto- ja johdannaistappiot, mistä puhdistettuna alla oleva tulos oli vielä vahvempi. Segmenteittäin katsottuna Europen tulos ylitti ennusteemme odotuksiamme korkeampia volyymeja sekä odotuksiamme enemmän nousseita keskihintoja mukailien. Tämän vaikutusta kuitenkin konsernitasolla jarrutti jokseenkin Americasin ennusteidemme alitus. Operatiivisen tuloksen ennusteiden ylitys kantoi myös alemmille riveille, joten Q1:n 0,55 euron osakohtainen tulos ylitti myös odotukset. Aiemmin kerrotun mukaisesti ja myös tavanomaista kausiluonteisuutta mukailien Q1:n rahavirtaa jarrutti tuntuva käyttöpääoman sitoutuminen. Siten neljänneksen vapaa rahavirta oli 116 MEUR ja Outokummun nettovelka oli laskenut Q1:n lopussa 294 MEUR:oon. Tätä ja lyhyen tähtäimen näkymää heijastellen yhtiö lähestyy nettovelattomuutta, mikä laskee riskitasoa huomattavasti.

Lyhyen tähtäimen ennusteet edelleen ylämäessä

Outokumpu ohjeisti sen Q2:n toimituksien pysyvän samalla tasolla kuin Q1'22:lla, kun taas oikaistun käyttökateensa yhtiö arvioi olevan korkeampi Q1'22:lla. Q1:n toteuma huomioiden tulosoheistuksen sanamuodot olivat positiivinen yllätys suhteessa odotuksiin, jotka odottivat tulostrendin kääntyvän Q1:n jälkeen. Olemmekin tarkistaneet lyhyen tähtäimen ennusteitamme ylöspäin, mutta odotamme tulostrendin yhä kääntyvän H2:lla. Viime aikainen toimintaympäristön uutisvirta tukee tätä näkemystä, mutta käänteen ajoitukseen ja voimakkuuteen liittyy luonnollisesti epävarmuutta. Siten tämä muodostaa merkittävimmän ennusteisiimme liittyvän riskin.



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

Outokumpu | Kurssi: 4.65
Lisää | Tavoitehintaa: 5.50

Laskeneen velkatason ansiosta arvostuskuva on houkuttelevampi

Osakkeen lyhyen tähtäimen tulosperustainen arvostus on poikkeuksellisen matala, mutta historiallisen hyvän tulostason ansiosta pidämme lyhyen tähtäimen arvostuskertoimia käyttökelpoisina. Outokumpun riskitaso on laskenut merkittävästi etenkin viimeisen vuoden aikana laskeneen velkatason ansiosta. Odotammekin yhtiön yltävän nettovelattomaksi kuluvan vuoden aikana, mikä laskee syklisyyteen liittyvää riskiä huomattavasti suhteessa yhtiön haastavaan historiaan. Tämän ansiosta pidemmän tähtäimen tulos- ja kassavirtatasoon pohjautuva arvostus antaa mielestämme osakkeelle jo tukinojaa, vaikka tulostrendin ennen pitkää koittava käänne kohottaakin lyhyen tähtäimen epävarmuutta merkittävästi. Pidemmän tähtäimen ja yli syklin suotuisan vaiheen katsovaan tuloskuuntoon suhteutettuna osake on mielestämme jo maltillisesti hinnoiteltu.



Petri Gostowski

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Outokumpu | Kurssi: 4.65

Lisää | Tavoitehinta: 5.50

TietoEvry: Kasvunäytöt lisäävät luottamusta

Toistamme Tietoevryn osta-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 31,0 euroon (aik. 32,0) heijastellen ennustemuutoksia. Liikevaihdon kasvu vahvistui vastatuulista huolimatta ja tulosrivit jäivät hieman markkinoiden odotuksista Q1:llä. Erityisen positiivista raportissa oli vahva orgaaninen kasvu. Kokonaisuutena Tietoevryn historian tehokas strategia toteutus, hyvä läpinäkyvyys liiketoimintaan ja suunnitelmiin sekä ennakoitava suorittaminen laskevat riskiprofiilia. Ennustamme vakaata tuloskasvua vahvistuneen liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden kautta sekä hyvää osinkotuottoa tulevilta vuosilta. Osakkeen arvostuskuva on useasta näkökulmasta katsottuna edelleen hyvin houkutteleva (2022e oik. P/E 9x ja osinkotuotto >6 %).

Liikevaihto kasvoi orgaanisesti vahvasti ja tulos jäi hieman odotuksista

Tietoevryn Q1-liikevaihto kasvoi 3 % 731 MEUR:oon ja ylitti meidän ja konsensuksen 720-725 MEUR:n odotukset. Liikevaihto kasvoi orgaanisesti 5 % (Q4 3 %), mikä on hyvä tasonnosto Ukrainan sodan vastatuulista huolimatta ja Tietoevryn kokonaisuudelle vahva suoritus. Kertaeristä oikaistu liikevoitto oli 85 MEUR Q1:llä (Q1'21: 712 MEUR) tai 11,6 % liikevaihdosta ja jäi hieman markkinaodotuksista. Tulospasvua tukivat yhdistymiseen liittyvät synergianettohyödyt. Raportoitu liikevoittoa painoivat odotettua suuremmat oikaisuerät (39 MEUR vs. 24 MEUR ennuste), jotka liittyivät odotettuihin PPA-poistoihin ja odotettua suurempiin tehostamisohjelman kuluihin.

Ukrainan sodan vaikutukset jäävät Tietoevryn liiketoiminnalle rajallisiksi

Tietoevryn Ukrainasta tehdyn työn osuus oli noin 3 % liikevaihdosta viime vuonna ja lähes koko työ tehdään kansainvälisille asiakkaille. Suurin osa työntekijöistä on siirretty turvallisemmille alueille Ukrainaan ja ulkomaille. Näin työtä pystytään edelleen tekemään ja vaikutus liikevaihtoon oli rajallinen Q1:llä, kuten myös arviomme mukaan Q2:lla. Yhtiö kirjasi pienet kertaluonteiset kulut (alle 1 MEUR), jonka odotamme jatkuvan sodan jatkuessa.



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

Tietoevry | Kurssi: 22.72
Osta | Tavoitehinta: 31.00

Tietoevry toisti ohjeistuksen, mikä oli positiivinen signaali vastatuulet huomioiden

Pidimme konsensuksen tavoin ennen Q1-raporttia mahdollisena, että yhtiö tarkentaa ohjeistusta kasvun suhteen alaspäin. Näin ohjeistuksen toisto ja Q1:n vahva kasvu poisti epävarmuutta. Tietoevry arvioi koko vuoden orgaanisen kasvun olevan 2-4 %. Lisäksi yhtiö arvioi koko vuoden oikaistun EBITAn olevan 13,1-13,6 % (2021: 13,0 %). Laskimme hieman (~3 %) tulosennusteita Venäjän sekä Ukrainan vaikutuksien, nousseiden kertaerien ja palkkainflaation myötä (nyt 4 % aik. 3 %). Ennustamme liikevaihdon kasvavan 3 % ja orgaanisesti 4 %. Lisäksi odotamme oikaistun liikevoitto-%:n nousevan tänä vuonna 13,2 %:iin (2021: 13,0 %) Vuosina 2023-2024 ennustamme tuloskasvun olevan keskimäärin 6 % liikevaihdon kasvun ja kannattavuusparannuksen ajamana. Yhtiö on kommentoinut olevansa aktiivinen yritysostorintamalla, mihin tase (1,1x nettovelka/käyttökate-suhde) ja vahva kassavirta antavat hyvin liikkumavaraa. Pidämme edelleen myös uusia divestointeja mahdollisina.

Arvostuskuva puoltaa vahvaa näkemystä

Tietoevryn ja sektorin kysyntäfundamentit ovat vahvat, yhtiön näkymät hyvät, liiketoiminnan riskiprofiili monia pohjoismaisia verrokkeja matalampi ja lyhyen aikavälin epävarmuus helpotti Q1-raportin myötä. Ennusteillamme vuoden 2022 oikaistut P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 8x tai <40 % alle verrokien. Näkemyksemme mukaan osakkeen absoluuttinen ja suhteellinen arvostus on edelleen hyvin houkutteleva. Yhtiö oikaisee tuloksesta reilu 10 % enemmän kuluja, kun verrataan suomalaisiin verrokkeihin, mikä huomioiden osake on edelleen houkuttelevasti hinnoiteltu. Osakkeen tuotto-odotus nousee myös 6 %:n tuloskasvun, 6 %:n osinkotuoton ja arvostuskertoimien nousuvaran valossa hyvin houkuttelevalle >15 %:n tasolle. Lisäksi kassavirtalaskelma indikoi selvästi nykytasoa korkeampaa arvoa.



Joni Grönqvist

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

Tietoevry | Kurssi: 22.72

Osta | Tavoitehinta: 31.00

Taaleri Q1-aamutulos: Operatiivisesti hyvin linjassa odotuksiin

Ennusteta ulukko MEUR / EUR	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liikevaihto	13,7	7,2	5,4				32 %		70,4
Liikevoitto (oik.)	5,7	-0,9	-3,7						36,1
Liikevoitto	5,7	-0,9	-3,7						36,1
EPS (oik.)	0,14	-0,05	-0,11						0,94
Liikevaihdon kasvu-%		-47,6 %	-60,4 %				12,7 %-yks.		0,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	42,0 %	-12,6 %	-68,6 %				56,1 %-yks.		51,3 %

Lähde: Inderes

Taaleri julkaisi aamulla numeroiden valossa odotuksiamme paremman Q1-tuloksen. Tuloslilytys selittyy kuitenkin puhtaasti Garantian sijoitustuottojen kirjanpitokäytännöillä ja operatiivisesti raportti vaikuttaisi olevan varsin hyvin linjassa odotuksiemme kanssa. Alustavasti emme näe suuria muospaineita ennusteissamme. Taalerin tulosinfoa voi seurata [InderesTV:stä](#) 11.00 alkaen.

Tuloslilytys selitty suurilta osin sijoitustuottojen kirjanpitokäytännöillä

Taalerin liikevoitto oli -0,9 MEUR ja se ylitti selvästi -3,7 MEUR:n tasolla olleen ennusteamme. Ero selittyy käytännössä täysin Garantian sijoitustuottojen kirjauskäytännöillä, sillä iso osa Garantian sijoitussalkun arvonlaskusta kirjattiin laajaan tuloslaskelmaan. Kyseessä on puhtaasti kirjanpidollinen käsittely ja laajassa tuloslaskelmassa liikevoitto oli -5,0 MEUR.



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



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

Taaleri | Kurssi: 10.14
Vähennä | Tavoitehintana: 11.00

Pääomarahastoissa yhtiö kirjasi hieman odotuksiamme enemmän kertatuottoja ja näiden johdosta liikevaihto 5,3 MEUR ylitti 4,6 MEUR:n ennusteemme. Jatkuvat palkkiot (4,9 MEUR) olivat täysin linjassa ennusteisiimme. Hieman korkeamman liikevaihdon ansiosta liiketappio oli hieman odotuksiamme pienempi (-0,6 MEUR vs. -1,1 MEUR). Hallinnoitavat varat olivat niin ikään linjassa ennusteemme kanssa ja tulospöytähuomio on kasvun kiihdyttämiseen tähtäävissä toiminna.

Garantian operatiivinen suorittaminen jälleen vahvaa

Garantian osalta vakuutusmaksutuottojen kasvu oli odotuksiamme hitaampaa ja ne olivat kvartaalilla 4,0 MEUR (Q1e: 4,5 MEUR). Garantialla jaksotettavien vakuutusmaksutuottojen kasvu vaihtelee jonkin verran kvartaalien välillä, emmekä siten ole odotuksia matalammasta tasosta erityisen huolissamme takausvakuutuskannan pysytyä hyvällä tasolla. Yhdistetty kulusuhde oli jälleen erinomainen 31 % ja korvauskulut lähellä nolaa. Kokonaisuutena Garantian operatiivista suoritusta voidaan jälleen pitää erittäin mallikkaana. Sijoitustuotot olivat odotetusti reippaasti miinuksella, kun sekä korot että osakkeet laskivat alkuvuonna. Sijoitustuotoista odotuksiamme suurempi osa näkyi vain laajassa tuloslaskelmassa ja näin ollen Garantian liikevoitto oli odotuksiemme vastaisesti plussalla.

Muut-segmentin sijoitustuotot odotuksiamme korkeammat

Muut-segmentin osalta kulutaso laski odotetusti poikkeukselliselta Q4-tasolta, mikä on huojentava uutinen. Muut-segmentin sijoitustuotot olivat odotuksiamme korkeammat johtuen Fellow Finance järjestelyn odotettua isommasta positiivisesta vaikutuksesta. Konsernin tasesijoitusten osalta ei Q1:llä odotetusti tapahtunut suurempia muutoksia. Yhtiö on toteuttanut katsauskauden jälkeen kaksi suurempaa irtaantumista, ja taseen siivous on edennyt viimeisen puolen vuoden aikana hyvin. Yhtiöllä onkin edelleen merkittävästi ylimääräistä pääomaa taseessaan ja tämän pääoman käyttö tulee jälleen olemaan huomion kohteena.



Sauli Vilén

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



Kasper Mellas

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

Taaleri | Kurssi: 10.14

Vähennä | Tavoitehinta: 11.00

Martela Q1-aamutulos: Tulokäänne otti harppauksen oikeaan suuntaan

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liikevaihto	19,9	27,0	22,9				18 %		101
Liikevoitto (oik.)	-1,4	0,1	-0,6				-118 %		2,2
Liikevoitto	-2,0	0,1	-0,6				-120 %		2,2
Tulos ennen veroja	-2,4	-0,1	-0,8				-84 %		1,4
EPS (raportoitu)	-0,52	-0,01	-0,19				-95 %		0,25
Liikevaihdon kasvu-%	-8,1 %	35,9 %	14,9 %				21 %-yks.		10,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	-7,1 %	0,4 %	-2,5 %				2,8 %-yks.		2,2 %

Lähde: Inderes

Martelan Q1-liikevaihto kasvoi vahvasti ja yhtiö sai poikkeuksellisesti ensimmäisen neljänneksen liikevoiton punnerrettua voitolliseksi. Kasvua ajoi etenkin yksityisen sektorin elpyvä kysyntä, mutta kasvun vahva painottuminen Ruotsiin ja Muille markkina-alueille yllätti meidät. Yhtiön ohjeistus lupaa hyvää kuluvalle vuodelle, ja tähän asti näytöt ovat olleet sen mukaiset. Materiaalien heikko saatavuus ja laaja-alainen kustannusinflaatio säilyvät kuitenkin lyhyen aikavälin riskitekijöinä.



Thomas Westerholm

Analyttikko

+358 50 541 2211

thomas.westerholm@inderes.fi

Martela | Kurssi: 2.55

Lisää | Tavoitehinta: 3.00

Vahvan kasvun neljännes

Martelan Q1-liikevaihto kasvoi 36 % 27,0 MEUR:oon ylittäen selvästi 22,9 MEUR:n ennustemme. Suomessa, joka tuo valtaosan Martelan myynnistä, liikevaihto säilyi vertailukauden tasolla, mutta muilla markkina-alueilla liikevaihto kasvoi sangen rivakasti (Ruotsi +115 %, Norja +2 %, Muut +486 %). Martelan Työympäristö ja Oppimisympäristö palveluna -palvelumallien tuoma liikevaihto kasvoi 12 % vertailukaudesta, mutta niiden tuoma liikevaihto on vielä konsernin mittakaavassa pientä (0,2 MEUR). Uusmyynti vaikuttaa jatkuneen hyvänä Q1:llä ja yhtiö kertoo uusien tilauksien jatkaneen kasvua erityisesti yksityisellä puolella kaikilla markkina-alueilla.

Poikkeuksellisesti positiivinen liiketulos kausiluonteisesti hiljaiselta jaksolta

Martelan Q1-liikevoitto oli 0,1 MEUR, kun se vertailukaudella oli -2,0 MEUR. Q1 on kausiluonteisesti tyypillisesti hiljainen toimialalla ja tyypillisesti tappiollinen Martelalle, joten suoritus on erittäin vahva. Kannattavuuden kehitystä tuki kasvaneet myyntivolyymit, mutta myös yhtiön toimet kulurakenteen keventämiseksi ja kustannusnousun hillitsemiseksi sekä omien myyntihintojen ylläpitämiseksi. Viime aikoina valmistavan teollisuuden bruttokatteen ovat olleet koetuksella, koska sota Ukrainassa on heikentänyt raaka-aineiden saatavuutta nostaten niiden hintoja.

Martelan liiketoiminnan rahavirta oli Q1:llä 1,2 MEUR (Q1'21: -0,5 MEUR), mikä vahvistaa yhtiön omavaraisuutta. Yhtiön tase on velkainen (nettovelkaantumisaste 68 %) eikä se kestä suuria negatiivisia yllätyksiä. Tämän takia liiketoiminnan kyky generoida rahavirtaa myös kausiluonteisesti heikommilla neljänneksillä on todella rohkaiseva merkki. Martelan rahoitusjärjestelyt sisältävät kovenanttiehdon, jossa tarkastellaan nettovelkojen suhdetta käyttökatteeseen. Q1:n lopussa yhtiön tunnusluvut täyttivät kyseisen kovenanttiehdon.



Thomas Westerholm

Analytikko

+358 50 541 2211

thomas.westerholm@inderes.fi

Martela | Kurssi: 2.55

Lisää | Tavoitehintaa: 3.00

Kuluvan vuoden ohjeistus toistettiin

Q1-tuloksen yhteydessä Martela toisti odotetusti yli 10 % kasvavaa liikevaihtoa ja positiivista liikevoittoa indikoivan ohjeistuksensa. Vahva Q1-suoritus vahvisti luottoamme vireillään olevan tuloskäänteen jatkuvuutta kohtaan. Näemme Q1-raportin perustella nousupainetta ennusteissamme.



Thomas Westerholm

Analyttikko

+358 50 541 2211

thomas.westerholm@inderes.fi

Martela | Kurssi: 2.55

Lisää | Tavoitehinta: 3.00

Boreo Q1: Kasvaen ja kehittäen

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'21		Q1'22		Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	<u>Inderes</u>	Konsensus	Alin	Ylin	<u>Tot. vs. inderes</u>	<u>Inderes</u>	
Liikevaihto	28,9	37,8	34,1				11 %		159
Liikevoitto (oik.)	1,5	2,0	1,8				14 %		9,5
Liikevoitto	2,2	1,4	1,7				-15 %		6,9
EPS (oik.)	0,35	0,41	0,30				36 %		2,02
Liikevaihdon kasvu-%	54,7 %	30,6 %	17,9 %				12,7 %-yks.		8,7 %
Liikevoitto-% (oik.)	5,2 %	5,3 %	5,1 %				0,2 %-yks.		6,0 %

Boreo julkaisi eilen Q1-raportin. Lyhyellä aikavälillä epävarmuuksien kirjo on runsaslukuinen, mutta pitkän aikavälin arvonluontikykyyn tai -edellytyksiin nämä eivät asiat mielestämme vaikuta. Tähän peilattuna emme pidä osaketta kalliina. Toistamme osta-suosituksemme ja 62 euron tavoitehintamme.



Joonas Korkiakoski

Analytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

Boreo | Kurssi: 42.00

Osta | Tavoitehintaa: 62.00

Tasapainoinen aloitus

Boreon liikevaihto kasvoi Q1:llä 31 % vajaan 38 MEUR:oon, mikä oli jonkin verran ennakoimaamme myyntikertymää korkeampi taso. Liikevaihdon absoluuttisesta kasvusta hieman alle 5 MEUR oli viimeisen vuoden aikana toteutettujen yritysjärjestelyjen tuomaa ja vastaavasti noin 4 MEUR liiketoimintojen orgaanisten onnistumisten aikaansaamaa. Liiketoiminta-alueista Elektroniikka operoi vahvasti ja ylsi toimituskykyä haitanneesta komponenttien allokatiotilanteesta huolimatta vahvaan orgaaniseen kasvuun. Myös Tekninen Kauppa operoi mainiosti. Raskas Kalusto puolestaan kärsi aikaisempien kvartaalien tapaan toimitusketjun häiriöistä ja niiden liikevaihtoon aiheuttamisista ajallisista siirtymistä. Boreo teki Q1:llä 2,0 MEUR:n operatiivisen tuloksen ylittäen 1,8 MEUR:n tasalla olleen ennusteemme. Elektroniikan ja Teknisen Kaupan hyvät vireet tukivat tulokehitystä, kun taas Raskaan Kaluston heikentynyt myyntimix ja ajassa eteenpäin siirtyneet toimitukset sekä konsernialustaan tehdyt strategiset panostukset painoivat sitä. Kokonaisuudessaan ja normaalia vaikeammat olosuhteet huomioiden Boreon vuoden aloitusta voidaan mielestämme pitää tasapainoisena suorituksena.

Lyhyen aikavälin epävarmuutta ja pitkän rakentamista

Johdon tarkempien kommenttien, teollisuuden yleisen uutisvirran ja melko muuttumattomana pysyneen geopoliittisen tilanteen perusteella toimintaympäristön yleiskuva vaikuttaa käyneen aikaisempaa vaikeammaksi. Käsitteemme mukaan Elektroniikan ja Raskaan Kaluston tilauskirjat ovat absoluuttisesti korkeilla tasoilla, mutta toimituskyvyssä olevat kitkat vaikeuttavat edelleen terveellisen kysyntätilanteen hyödyntämistä. Vastaava dynamiikka pätee arviomme mukaan rakentamisen ja varavoiman osalta myös Tekniseen Kauppaan. Lyhyen aikavälin suurimmat epävarmuudet kohdistuvatkin tällä hetkellä selvästi investointivetoisempiin ja joko OEM-yhtiöiden lopputuotteisiin ja tuotantoprosesseihin meneviin tai alihankintaketjun kysymiin hyödykkeisiin. Pitkää aikaväliä ajatellen Boreon tilanne on sen sijaan tukeva, sillä viimeisen kahden vuoden aikana kasvualustaa on rakennettu pala kerrallaan ja arvonluontiedellytyksiä vahvistettu johdonmukaisesti. Toiminta- ja ajattelumallin aikahorisonttia mukailen uskomme, että jatkuva kehittäminen tulee myös jatkossa olemaan keskeinen prioriteetti.



Joonas Korkiakoski

Analytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

Boreo | Kurssi: 42.00

Osta | Tavoitehintaa: 62.00

Omistaminen on perusteltua

Boreon ennusteidemme mukaiset ja vielä suurimmilta osin käyttämättömän hybridilainan korkokulut huomioivat P/E-luvut vuosille 2022 ja 2023 ovat 21x ja 17x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet (hybridilaina huomioitu nettovelassa) ovat 14x ja 10x. Kertoimet eivät ole Boreon liiketoimintojen laadut (mm. pääoman käytön tehokkuudet) ja hybridilainaan vielä toistaiseksi liittyvä epäsymmetrisyys (ts. instrumentin 1,6 MEUR:n vuotuiset korkokulut juoksevat, mutta iso osa lainapääomasta on vielä allokoimatta) huomioiden kovinkaan vaativia. Suhteellisesti Boreo hinnoitellaan puolestaan noin 15 % alennuksella, joskin edellä mainituista tekijöistä johtuen verrokkiryhmään vertaaminen on vajavaista. Pidämme johdonmukaisesti toteuttavan strategian ja hyvänä pitämämme pääoman allokoitkyvyn (RONIC > WACC) muodostamaa vuotuista tuotto-odotusta erinomaisena.



Joonas Korkiakoski

Analytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

Boreo | Kurssi: 42.00

Osta | Tavoitehinta: 62.00

Optomed Q1: Etene äärimmäisellä varovaisuudella

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	<u>Inderes</u>	Konsensus	Alin	Ylin	<u>Tot. vs. <u>inderes</u></u>	<u>Inderes</u>	<u>Inderes</u>
Liikevaihto	3,9	3,2	3,8				-14 %		15,0
Käyttökate	-0,3	-0,9	-0,8				-20 %		-3,0
Liikevoitto	-0,9	-1,5	-1,3				-8 %		-5,2
EPS (raportoitu)	-0,04	-0,10	-0,10				-3 %		-0,40
Liikevaihdon kasvu-%	30,0 %	-18,5 %	-4,9 %				-13,6 %-yks.		1,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	-21,6 %	-45,4 %	-35,9 %				-9,5 %-yks.		-34,9 %

Lähde: Inderes

Nostamme Optomedin suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä), mutta laskemme tavoitehintamme 4,2 euroon (aik. 7,5 euroa). Q1-tulos oli pettymys ja näkymä Q2:lle on heikko Kiinan myynnin romahduksen takia. Kesän aikana yhtiön pitäisi kuitenkin saada FDA-myyntilupa Aurora AEYE-ratkaisulle ja loppuvuoden näkymät ovat muutenkin paremmat. Kasvuosakkeiden hinnoittelun vahvaa vastatuuli on voimakasta, mutta eilisen osakeannin jälkeen ainakin rahoitukseen liittyvä riski pienentyi. Nykyhinnalla (2023e EV/S 3x) olemme valmiita katsomaan Aurora AEYE:n tekoälykortin, mutta korkeiden riskien takia suosittelemme etenemään äärimmäisellä varovaisuudella.



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

Optomed | Kurssi: 3.70
Lisää | Tavoitehintaa: 4.20

Kiina painoi Q1-lukuja ja raha virtasi kassasta pois päin

Optomedin liikevaihto laski Q1:llä -18,5 % yhteensä 3,2 MEUR:oon, kun Kiinan laitemyynti putosi 90 % Phoebus- ja Sinopharm-jakelu yhteistyön loppumisen jälkeen. Optomed palasi Kiinassa vanhaan jakelumalliin, mutta myynnin ”uudelleenrakentamista” vaikeutti edelleen Kiinan voimakkaat koronatoimet. Toisaalta muualla laiteliikevaihto kasvoi yli 50 %, joten Yhdysvalloissa ja Euroopassa yhtiö etenee oikeaan suuntaan. Heikkojen toimitusvolyymien takia tulos oli raskaasti tappiolla, mutta yleisesti kulurakenne oli kuitenkin odotuksiamme matalampi. Q1-käyttökate oli -0,9 MEUR (Q1'21: -0,3 MEUR) jääden suhteellisen vähän ennusteestamme (-0,8 MEUR). Osakekohtainen tulos oli lopulta ennustamallamme -0,10 euron tasolla. Silti rahaa virtasi 2,2 MEUR yhtiön kassasta pois päin, mitä kautta vuoden vaihteessa nettovelka (0,2 MEUR) paisui 1,8 MEUR:n tasolle. Aiemmin liputtamamme riski osakeannista toteutui eilen illalla, kun kertoi 4,8 MEUR:n bruttovarojen keräämisestä noin 10 %:n osakemäärän kasvulla ([tiedote](#)).

Kriittisiä rajapyykkeitä edessä

Optomed toisti ohjeistuksensa, jossa yhtiö odottaa liikevaihdon kasvavan vuonna 2022 vuoteen 2021 verrattuna. Q2:n näkymiä painaa kuitenkin edelleen Kiinan merkittävä vastatuuli, ja kasvuodotukset siirtyvät jo vuoden toiselle puoliskolle. Sinne kysyntänäkömää on yleisesti vahva ja Aurora AEYE on oletettavasti myös markkinoilla. Lähivuosien tulosennusteemme laskivat, mutta yhtiön sijoitustarinan kannalta kriittiset askeleet ovat silti ennallaan: Aurora AEYE:n FDA-luvan saaminen kesällä 2022, uuden liiketoimintamallin käyttöönotto Yhdysvalloissa sekä tekoälyratkaisun myynnin kiihdyttäminen. Rahoitusriskin yhtiö taklasi eilen osakeannilla, ja rahoituksen pitäisi riittää kaupallistamisen yrittämiseen. Jos yhtiö onnistuu tässä läpimurrossa, esimerkiksi Kiinan myynti olisi mielestämme sivuseikka. Onnistumistodennäköisyyksiä on vaikea arvioida ja ikkuna on tiukka kilpailun kiristytessä, mutta Yhdysvaltain korvattavuuskoodi tekoälyn hyödyntämiselle tekee asiakkaista lähtökohtaisesti vastaanottavaisia.



Juha Kinnunen

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

Optomed | Kurssi: 3.70

Lisää | Tavoitehintaa: 4.20

Osake ei sovellu heikkohermoisille, mutta riskien vastineeksi saa myös tuottomahdollisuuksia

Optomed voi lähivuosina yhtiö muuntautua tappiollisesta laite- ja ohjelmistoyhtiöstä kannattavaksi kokonaisratkaisun toimittajaksi. Jos skenaario toteutuisi, osake olisi yli 60 %:n romahduksen jälkeen hyvinkin edullinen, mutta lopputulemien hajonta on todella suuri. Lyhyellä aikavälillä osakeannin alennus (6,8 %) ja erityisesti edelleen voimakas vastatuuli tappiollisia kasvuyhtiöitä kohtaan painavat yhtiön arvostusta. Optomedin EV/S-kertoimet (2022e 4x ja 2023e 3x) ovat sinänsä kohtuullisia ja yli 50 % verrokkiryhmää alhaisempia, mutta varsinaista selkänojaa ne eivät arvostukselle tarjoa. Silti riski/tuotto-suhde on mielestämme tällä kurssitasolla kohtuullinen huomioiden suhteellisen epätodennäköisen onnistumisen mukanaan tuoma suuri potentiaali. Näin ollen olemme valmiita katsomaan Aurora AEYE-tekoälyratkaisun käynnistämää murrosta lisää-suosituksella.



Juha Kinnunen

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

Optomed | Kurssi: 3.70

Lisää | Tavoitehintaa: 4.20

Teleste: Navigointia vaikeassa ympäristössä

Toistamme Telesten vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehintaa 4,3 euroon (aik. 5,0 EUR). Telesten Q1-tulos jäi heikoksi komponenttipulan vaikeuttaessa ennätysvahvan tilauskannan toimittamista. Alkuvuodesta toimintaympäristö on muuttunut entistä vaikeammaksi ja tilanne näyttäisi helpottavan aikaisintaan ensi vuoden aikana. Laskeneilla ennusteillamme osakkeen arvostus ei näytä pörssin jäähtyneessä sentimentissä erityisen matalalta ja kurssinousu vaatisi taakseen parempaa näkyvyyttä lähivuosien tuloskasvuun.

Tilaukanta pullistelee ennätystasoilla, mutta komponenttipula vaikeuttaa toimituksia

Telesten Q1-liikevaihto kasvoi 3 % 38,0 MEUR:oon ja jäi lievästi odotuksistamme. Liikevaihto kasvoi videovalvonta- ja informaatiojärjestelmissä, mutta laski tilaajaverkkotuotteissa. Liikevaihdon pehmeästä kehityksestä huolimatta saadut tilaukset olivat jälleen vahvassa kasvussa (Q1'22: 59,9 MEUR, +66 %), missä näkyy matkustajainformaatiojärjestelmissä Telesten suurimmalta asiakkaalta Alstomilta saatu merkittävä tilaus. Myös tilaajaverkkolaitteissa tilaukset olivat hyvällä tasolla, mutta uusien hajautetun arkkitehtuurin tuotteiden osalta suuremmat tilaukset antavat vielä odottaa itseään. Telesten uusiin ennätyksiin kohonnut tilaukanta (Q1'22: 130,6 MEUR) antaa hyvän pohjan loppuvuoden kehitykselle, mutta komponenttien saatavuus luo epävarmuutta toimitusten ajoitukseen ja sitä kautta liikevaihdon tuloutukseen.



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

Teleste | Kurssi: 4.20
Vähennä | Tavoitehintaa: 4.30

Toimitushaasteet näkyivät alkuvuoden heikossa tuloksessa

Telesten Q1-liikevoitto heikkeni vertailukaudesta 0,1 MEUR:oon (Q1'21: 1,5 MEUR) ja alitti 0,8 MEUR:n ennusteemme. Komponenttien saatavuushaasteet käytännössä pilasivat alkuvuoden tuloksen, kun Telesten kiinteä kulutaso oli viritetty korkeampaa liikevaihtotasoa ajatellen. Kustannusinflaation suhteen Teleste kommentoi onnistuneensa viemään kohoavia kustannuksia hyvin asiakashintoihin tilaajaverkkolaitteissa. Matkustajainformaatiojärjestelmissä pitkiä projekteja on kuitenkin sovittu kiintein hinnoin, mikä todennäköisesti tuottaa kannattavuushaasteita jatkossa. Samalla Telesten kasvuinvestoinnit USA:n markkinalle rasittavat kannattavuutta. Rapakon takana asiat ovat alkaneet koronapandemian jäljiltä taas edetä ja ensimmäisiä kaupallisia avauksia voidaan nähdä vihdoin tämän vuoden aikana.

Epävarmat näkymät heijastuvat laskeneisiin tuloseennusteisiimme

Teleste toisti tälle vuodelle liikevaihdon (2021: 144 MEUR) sekä oikaistun liiketuloksen (2021: 5,5 MEUR) kasvua ennakoivan ohjeistuksensa. Yhtiön toimintaympäristö on kuitenkin muuttunut alkuvuodesta entistä haastavammaksi pahenevan komponenttipulan sekä kiihtyvän kustannusinflaation myötä. Kaiken kaikkiaan Telesten ohjeistuksen saavuttaminen on kiinni kasvun realisoitumisesta, mikä ei komponenttipulan vuoksi ole täysin yhtiön omissa käsissä. Laskimme näkymien pohjalta tuloseennusteitamme ja odotamme Telesten liiketuloksen kasvavan tänä vuonna vain maltillisesti 5,9 MEUR:oon.



Atte Riikola

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

Teleste | Kurssi: 4.20

Vähennä | Tavoitehinta: 4.30

Sumuinen tuloskasvunäkymä ei houkuta vielä riskinottoon

Telesten arvostus näyttää kuluvan vuoden ennusteellamme (oik. P/E 17,5x ja EV/EBIT 17x) korkealta. Vuoden 2023 kertoimilla (oik. P/E 13x ja EV/EBIT 11x) arvostus painuu jo kohtuulliseksi, mutta tässä kohtaa epävarmuus tuloskasvun suhteen on vielä korkea. Lisäksi tänä vuonna laaja-alaisen pörssilaskun myötä Telesten suhteellinen arvostus on kiristynyt, kun arvostustasot ovat yleisesti tulleet alaspäin. Samalla sijoittajien aikahorisontti on lyhentynyt ja arvostukselle haetaan aiempaa enemmän tukea lyhyen aikavälin tuloksesta. Siten Telesten osakkeen nousuajurit ovat nähdäksemme vähissä ennen kuin epävarmuus Telesten tuloskasvunäkymien ympäriltä hälvenee.



Atte Riikola

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

Teleste | Kurssi: 4.20

Vähennä | Tavoitehinta: 4.30

Etteplan Q1: Hyvä suorittaminen jatkuu

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	73,0	89,6	87,7	85,7	81,2	- 88,2	2 %	356,5
EBITA	7,7	9,0	8,5	8,6	7,7	- 9,2	5 %	37,2
EPS (raportoitu)	0,21	0,23	0,22	0,22	0,19	- 0,24	3 %	0,95
Liikevaihdon kasvu-%	2,3 %	22,8 %	20,3 %	17,5 %	11,3 %	- 20,9 %	2,5 %-yks.	18,8 %
EBITA-%	10,6 %	8,5 %	9,7 %	10,0 %	9,5 %	- 10,4 %	-1,2 %-yks.	10,4 %

Lähde: Inderes & Infront

Toistamme Etteplanille lisää-suosituksen 17,0 euron tavoitehinnalla. Q1-raportti oli vahva ylittäen odotuksemme. Yhtiö toisti ohjeistuksensa ja odottaa kysyntätilanteen pysyvän hyvänä loppuvuonna, vaikka epävarmuustekijöitä markkinakehityksen ympärillä tietysti riittää. Emme tehneet oleellisia ennustemuutoksia ja olemme luottavaisia yhtiön kykyyn operoida kannattavasti haastavassakin markkinaympäristössä. Osakkeen arvostus (2023e P/E 16x ja EV/EBIT 13x) on mielestämme neutraali, mutta emme näe syytä hypätä laadukkaan arvonluojan kyydistä pois.



Juha Kinnunen

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

Etteplan | Kurssi: 16.10

Lisää | Tavoitehinta: 17.00

Tasaisen vahvaa tekemistä

Etteplanin liikevaihto kasvoi Q1:llä 23 % yhteensä 89,6 MEUR:oon. Reippaan orgaanisen kasvun (+14 %) taustalla oli vaisu vertailukausi sekä ulkoistusliiketoiminnan menestys. Loput kasvusta tuli lukuisista yritysostoista. Kysyntätilanne säilyi hyvänä, mutta kasvuun ja kannattavuuteen vaikutti negatiivisesti koronasta johtuvat runsaat sairauspoissaolot. Liiketoiminnan kannattavuutta kuvaa parhaiten EBITA-tunnusluku, joka oli 9,0 MEUR eli 10,0 % liikevaihdosta. Kaikki palvelualueet tekivät hyvät tulokset, mutta Ohjelmistot ja sulautetut järjestelmät - alueella kannattavuus oli pieni pettymys. Taustalla oli projektien aloituksiin liittyvää tehottomuutta sekä alihankinnan lisääntyminen. Suunnittelupalveluiden kannattavuus oli sen sijaan jälleen erinomaisella tasolla. Yleisesti yhtiön toiminta oli operatiivisesti tutun vahvaa sekä liikevaihdon että kannattavuuden ylittäessä ennusteemme.

Kysyntänäkymät ovat edelleen hyvät, joskin riskejäkin on

Etteplanin toisti ohjeistuksensa, joka odottaa vuoden 2022 liikevaihdon olevan 340-370 MEUR ja liikevoiton 28-32 MEUR. Omat ennusteemme (2022e liikevaihto 356 MEUR ja liikevoitto 31 MEUR) ovat linjassa ohjeistuksen kanssa. Yhtiö arvioi kysyntätilanteen säilyvän kohtuullisen hyvänä loppuvuoden aikana. Konkreettisia merkkejä kysynnän hidastumisesta yhtiö ei ollut havainnut, mutta epävarmuutta muun muassa geopolittisista jännitteistä ja voimakas kustannusinflaatio tietysti luovat. Asiakassectoreiden välillä voi tulla siirtymää, mutta heikkoja alueita voidaan todennäköisesti kompensoida esimerkiksi puolustusteollisuuden ja vihreän siirtymän kiihdyttämisestä syntyvällä kysynnällä. Koronapandemia aiheuttaa edelleen harmia etenkin Kiinassa, jossa useat kaupungit ovat sulkutilassa, mutta vaikutukset Etteplaniin ovat rajalliset. Sairaspoissaolojen suhteen huippu oli oletettavasti Q1:lle. Yhtiö vaikuttaisi etenevän suunnitellulla uralla, emmekä ole tehneet raportin pohjalta oleellisia ennustemuutoksia.



Juha Kinnunen

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

Etteplan | Kurssi: 16.10

Lisää | Tavoitehintaa: 17.00

Osakkeen arvostus on neutraali

Etteplanin arvostuskertoimet ovat suhteellisen haastavia kuluvan vuoden ennusteilla (2022e P/E 17x ja EV/EBIT 15x), mutta kohtuullisia ensi vuoteen katsottaessa (2023e P/E 16x ja EV/EBIT 13x). Etteplanin näytöt kannattavasta kasvusta ovat vakuuttavat ja oikaistu EPS on kasvanut 15,6 % vuosittain 2016-2021 (CAGR-%). Nykytasolta tuloskasvu hiipunee väkisin ilman merkittäviä yritysostoja, kun tuloskasvu ei saa enää vipua kannattavuudesta. Toisaalta vakautta liiketoiminnassa on paljon aiempaa enemmän. Vahvan ja pitkäaikaisen omistaja-arvon luonnin ansiosta arvostuksessa voi mielestämme ottaa lievää etunojaa ensi vuoteen, mutta nousuvaraa kertoimissa ei ole ja omat riskinsä arvostuskertoimiin liittyy. Tätä korostaa se, että Etteplan hinnoitellaan tällä hetkellä selvällä preemiolla suhteessa verrokkeihin, joiden kehitys on toisaalta ollut viimeaikoina vaisumpaa. Lyhyellä aikavälillä merkittävin riski on mielestämme osakemarkkinoilla yleisesti puhaltava vastatuuli ja osakkeen rajallinen nousuvara, mutta emme näe hyppää pois kyydistä liiketoiminnan rullatessa kuitenkin vakuuttavasti eteenpäin.



Juha Kinnunen

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

Etteplan | Kurssi: 16.10

Lisää | Tavoitehintaa: 17.00

Sievi Capital: Osake valunut alelaariin

Toistamme Sievi Capitalin 1,80 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää). Arviomme yhtiön osien summasta on pysynyt ennallaan ja alennus suhteessa tähän on revennyt poikkeuksellisen leveäksi. Yhtiön riski/tuotto-suhde onkin noussut mielestämme hyvin houkuttelevaksi sijoittajan saadessa ostokselleen merkittävää turvamarginaalia.

Kaksijakoinen kvartaali

Suurimman omistuksen Indoorin Q1 oli selkeä pettymys, kun liikevaihto laski ja tulos heikkeni merkittävästi. Taustalla ovat ennen kaikkea toimitusketjuhaasteet, viilentynyt kotimainen kysyntä ja yhtiön ERP-projekti. Yhtiön toisen syömähampaan KH-Koneiden Q1 oli puolestaan iloista luettavaa. Yhtiön liikevaihto kasvoi 40 %:lla ja saatavuushaasteet ovat rasittaneet sitä yllättävän vähän. Markkinatilanne vaikuttaa myös olevan edelleen hyvin suotuisa. Yhtiön tulos nousi kausiluontoisesti vaisulla kvartaalilla merkittävästi. Pienempien omistusten osalta raportti ei tarjoillut suurempia yllätyksiä. Logistikas jatkoi vahvaa kasvuaan yritystojen vetämänä ja HTJ:n suoritus vaikuttaa kaikilta osin mallikkaalta. NRG:lla vaikuttaa olevan edelleen selkeitä haasteita. Sievin sijoitusten substanssiarvo laski vastoin odotuksiamme lievästi vuodenvaihteen tasolta 1,57 euroon per osake (2021: 1,61e).



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



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

Sievi Capital | Kurssi: 1.36
Osta | Tavoitehintaa: 1.80

Osien arvo ennallaan, KH-Koneet matkalla arvokkaimmaksi omistukseksi

Olemme tarkistaneet alaspäin näkemystämme Indoorin arvosta 58 MEUR:oon (aik. 68 MEUR) johtuen laskeneista tulosennusteista. Huomautamme myös, että kotimaisten kauppayhtiöiden arvostustasot ovat olleet kovassa paineessa viimeaikoina. 2022 tulee olemaan Indoorille välivuosi ERP-hankkeen ja kotoilukrapulan johdosta. Tuloksen tulisi tehdä selvä tasokorjaus 2023-2024 ja olemme edelleen luottavaisia Indoorin kykyyn jauhata Sievin omistajille tasaista kassavirtaa. KH-Koneiden osalta olemme tarkistaneet näkemystämme arvosta reippaasti ylös (53 MEUR vs. 42 MEUR). Taustalla ovat kohonneet kasvu- ja tulosennusteet. Sijoittajien on tärkeä huomioida, että olemme KH-Koneiden osalta kannattavuusennusteissamme edelleen varsin varovaisia samoin soveltamamme arvostuskertoimet ovat konservatiivisia. Kohdeyhtiöiden arvon kehityksen osalta suurin potentiaali kohdistuukin mielestämme edelleen KH-Koneisiin, joka voimakkaan kasvun jatkuessa voisi kasvattaa arvoaan vielä selvästi sekä tuloskasvun että asteittain nousevan hyväksyttävän arvostustason kautta. Muiden omistusten osalta muutokset jäävät konsernitasolla pieniksi niiden pienten kokoluokkien johdosta. NRG:ssä otimme ennusteisiimme ja arvostukseen selvää turvamarginaalia johtuen yhtiön jatkuvista ongelmista. Logistikkasen sekä HTJ:n arvoja tarkistimme ylöspäin niiden mallikkaan kehityksen johdosta. Kokonaisuutena näkemysemme osien summasta on pysynyt lähes ennallaan ja se on nyt 1,85 euroa per osake.

Osaketta hinnoitellaan perusteetta rajusti alle osien summan

Sievin kurssi on laskenut voimakkaasti edellisen päivityksemme jälkeen ja alennus suhteessa osien summaan on revennyt huomattavaksi. Mielestämme alennus jo valmiiksi suhteellisen konservatiiviseen osien summaamme ei ole perusteltu ja näemmekin osakkeen tarjoavan nykykursilla merkittävää turvamarginaalia. Hinnoittelun palautuminen osien summan tasolle vaatii arviomme mukaan yhtiön strategiapäivitystä, joka antaa askelmerkit yhtiön lähivuosien suunnalle ja osien arvon realisoitumiselle. Johdon kommenttien perusteella strategiapäivitys voidaan saada varsin pian ja uskomme tämän toimivan selkeänä ajurina osakkeelle.



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



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

Sievi Capital | Kurssi: 1.36
Osta | Tavoitehintaa: 1.80

Cibus Q1: Operatiivisesti odotusten mukainen alkuvuosi

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	<u>Inderes</u>	Konsensus	Alin	Ylin	<u>Tot. vs. inderes</u>	<u>Inderes</u>	
Bruttovuokratuotto	19,4	23,5	23,2	23,2	23,0	- 23,3	1 %		109
Nettovuokratuotto	18,2	21,8	21,7	21,6	21,0	- 22,0	0 %		102
Vuokraustoiminnan tulos	11,6	14,6	14,2	14,1	14,0	- 14,2	2 %		66
EPS (raportoitu)	0,28	0,79	0,36	-	-	-	118 %		2,01
Bruttovuokrien kasvu-%	38,4 %	20,8 %	19,2 %	19,4 %	18,4 %	- 19,9 %	1,5 %-yks.		34,5 %

Cibuksen alkuvuosi sujui operatiivisesti odotustemme mukaisesti, mutta raportoitu tulos ylitti ennustemme positiivisten arvonmuutosten tukemana. Yhtiön arvostus on kurssilaskun myötä järkevöitynyt, mutta erityisen houkuttelevana emme sitä kuitenkaan vielä näe. Tarkistamme tavoitehinnan laskeneen sektoriarvostuksen myötä 210 SEK:iin (aik. 230 SEK) ja toistamme vähennä-suosituksemme.



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

Cibus Nordic Real Estate | Kurssi: 216.90
Vähennä | Tavoitehinta: 210.00

Operatiivinen kehitys odotusten mukaista, arvonmuutokset paisuttivat raportoitua tulosta

Cibuksen nettovuokratuotot kasvoivat Q1:llä viimeisen 12kk aikana tehtyjen kiinteistöhankintojen johdosta 21,8 MEUR:oon (Q1'21: 18,2 MEUR) ja taso oli linjassa ennusteidemme kanssa (21,7 MEUR). Vuokraustoiminnan tulos asettui Q1:llä 14,6 MEUR:oon ja ylitti 14,0 MEUR:n ennusteemme. Yhtiön rahoituskulut pitivät kuitenkin sisällään noin 0,9 MEUR:n positiiviset valuuttakurssivaikutukset ja hallinnon kuluissa oli sisällä noin 0,3 MEUR:n edestä kertaluontoisia kuluja. Näistä puhdistettuna vuokraustoiminnan tulos olisi ollut 14,0 MEUR ja lähellä 14,2 MEUR:n ennustettamme. Cibuksen raportoitua tulosta paisutti kiinteistösalkun realisoitumattomat 26,5 MEUR:n arvonmuutokset, minkä myötä EPS kohosi 0,79 euroon ja ylitti 0,36 euron ennusteemme. Käyvän arvon muutosten taustalla olivat vuokrien indeksikorotukset sekä hienoisesti laskeneet tuottovaatimukset Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa.

Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Emme ole tehneet lähivuosien ennusteisiin oleellisia muutoksia pitkälti operatiivisesti odotusten mukaisen Q1-raportin jälkeen. Odotamme yhtiöltä uusia kiinteistöhankintoja vielä loppuvuonna ja ensi vuonna noin 150 MEUR:lla. Olemme sisällyttäneet ennusteisiimme vain nykyisen taseen ja arvioimme tuloskehityksen mahdollistamat hankinnat ja näin ollen portfolion kasvua koskevat ennusteemme ovat selvästi yhtiön vuoden 2023 loppuun ulottuvan tavoitetason (2,5-3,0 mrd.) alapuolella. Kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii Cibukselta huomattavan määrän uutta oman pääoman ehtoista rahoitusta ja arvioimme pääomatarpeen olevan IG-luottoluokituksen edellyttämä 50 % LTV-taso huomioiden noin 510-760 MEUR (50-75 % Cibuksen nykyisestä markkina-arvosta).



Matias Arola

Analyytikko

+358 40 935 3632

matias.arola@inderes.fi

Cibus Nordic Real Estate | Kurssi: 216.90

Vähennä | Tavoitehintaa: 210.00

Arvostus järkevöitynyt, mutta ei vielä houkuta

Pohjoismaisten listattujen kiinteistösjoiutusyhtiöiden osakekurseissa on nähty alkuvuoden aikana iso korjausliike (YTD -29 %), minkä myötä sektorin vuodenvaihteen noin 16 % NAV-preemio on kääntynyt noin 11 % NAV-alennukseksi. Arviomme mukaan yleisen kurssilaskun taustalla on etenkin viime kuukausina vauhdilla nousseet odotukset korkotason ja tuottovaatimusten noususta, joita osakemarkkinat ennakoivat. Paineessa ollut sektoriarvostus on heijastunut myös Cibukseen (YTD -25 %), jonka arvostustaso on kurssilaskun myötä järkevöitynyt. Erityisen houkuttelevana emme nykyistä arvostuskuvaa (~42 % NAV-preemio ja 4,8 % implisiittinen nettotuotto) kuitenkaan näe ja osakemarkkinat ovat edelleen valmiita hyväksymään yhtiölle mielestämme turhan korkean arvostuksen. Sijoittajien on myös hyvä huomata, että Cibuksen velkaantuneisuus on selvästi listaverrokkien keskitasoa korkeampi ja tämän myötä yhtiön osakekurssi on herkempi mahdollisille tuottovaatimuksissa tapahtuville muutoksille. Näkemyksemme mukaan Cibuksen nykyinen arvostus heijastelee myös yhtiön vahvoja kasvuambitioita, joiden saavuttamista rahoitusolojen mahdollinen kiristyminen voisi vaikeuttaa. Tällä voisi edelleen toteutuessaan olla negatiivinen vaikutus yhtiön arvostukseen.



Matias Arola

Analyytikko

+358 40 935 3632

matias.arola@inderes.fi

Cibus Nordic Real Estate | Kurssi: 216.90

Vähennä | Tavoitehinta: 210.00

Pihlajalinna: Palvelualltius kantaa hedelmää

Pihlajalinna on lisännyt terveystalvaiden tarjontaa merkittävästi, mikä johti Q1:llä hyvään kasvuun ja vertailukelpoiseen kannattavuuteen. Nostimme hieman ennusteitamme, mutta iso kuva on ennallaan. Arvostus ei tarjoa merkittävää nousuvaraa, joten toistamme vähennä-suosituksen tavoitehinnalla 12,5 euroa.

Kasvu ja vertailukelpoinen kannattavuus ylittivät odotukset

Pihlajalinnan Q1-liikevaihto kasvoi 163 MEUR:oon (+17 % v/v) ja ylitti sekä meidän että konsensusen odotukset. Liikevaihdon kasvusta 11 %-yksikköä selittyi Pohjola Sairaalan ja Työterveys Virran ostoilla vuoden 2021 aikana. Orgaaninen kasvu oli 5 % ja siihen vaikutti erityisesti terveystalvaiden tarjonnan kasvattaminen. Tarjolla olevien vastaanottoaikojen määrä kasvoi 30 % vertailukaudesta ja käyntimäärät kasvoivat 23 %, mitä avitti edelleen jatkunut hyvä kasvu etätapaamisissa. Oikaistu liikevoitto laski 5,9 MEUR:oon (Q1'21: 6,7), mutta oli kuitenkin odotuksia parempi (Inderes: 4,5, konsensus: 3,6). Katsauskauden henkilöstökustannukset olivat yhtiön mukaan poikkeuksellisen korkeat mm. sairauspoissaolojen takia. Helmikuun alussa ostetun Pohjola Sairaalan kannattavuus sen sijaan kehittyi odotettuakin paremmin. Raportoitu liiketulos oli kuitenkin -1,2 MEUR negatiivinen, mikä johtui mm. Jämsän Terveys Oy:n ja Jämsän kaupungin sopimuskiistaan liittyvistä kertaluonteisista kirjauksista.



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



Pauli Lohi
Analytikko
+35845 134 7790
pauli.lohi@inderes.fi

Pihlajalinna | Kurssi: 11.50
Vähennä | Tavoitehinta: 12.50

Kasvua haetaan laajalla rintamalla palvelutarjontaa kasvattamalla

Pihlajalinna toisti ohjeistuksensa, jonka mukaan liikevaihdon odotetaan kasvavan selvästi (2021: 578 MEUR) ja oikaistun EBITA:n pysyvän vuoden 2021 tasolla (2021: 37 MEUR). Yhtiö uudisti organisaatorakennettaan, niin että sillä on jatkossa kaksi toimintasegmenttiä: Julkiset palvelut sekä Lääkärikeskus- ja sairaalapalvelut. Kasvua haetaan laajalla rintamalla kaikista asiakasryhmistä. Lääkärikeskus- ja sairaalaverkoston kasvattaminen, tarjolla olevien tapaamisaikojen lisääminen ja uudet yritysostot toimivat liikevaihdon ajureina yksityisten- ja yritysasiakkaiden suuntaan. Julkisissa palveluissa palvelumyynnin kasvuun tähdätään vastikään nimitetyn kokeneen Eetu Salusen johdolla. Pihlajalinna uskoo terveyspalveluiden kysynnän olevan vahvaa mm. koronapandemiaan liittyvän hoitovelan sekä lähestyvän SOTE-uudistuksen vuoksi, minkä takia se uskoo, että nyt on oikea aika kasvattaa palvelukapasiteettia merkittävästi.

Vanhoin ulkoistussopimuksiin liittyvät riskit varjostavat yhtiön vahvoja kasvupanostuksia

Pihlajalinna tekee lujasti töitä kasvun eteen ja liikevaihto tulee jatkossa painottumaan entistä enemmän yksityiselle sektorille sekä julkisen sektorin palvelumyyntiin, mikä on arviomme mukaan positiivinen ajuri sekä kannattavuuden että kasvun osalta. Kokonaiskehitykseen liittyy kuitenkin merkittäviä epävarmuustekijöitä, sillä nykyisten julkisen sektorin kokonais- ja osaulkoistussopimusten (41 % liikevaihdosta) jatko vuoden 2025 jälkeen on epävarmaa hyvinvointialueisiin siirtymisen myötä. Ulkoistusten kannattavuustaso on jo nyt matala ja kustannustason nousu tekee ulkoistusliiketoiminnasta nykysopimuksilla haastavaa. Ulkoistusten tulostason lasku voi siten osittain syödä sitä tuloskasvua, mitä Pihlajalinna luo muissa asiakasryhmissä. Pidämme yhtiön kasvuprofilia riskeistä huolimatta kohtuullisena, mutta sijoitetun pääoman tuoton näkökulmasta yhtiöllä on vielä parannettavaa. Vuosille 2022-23 osaketta hinnoitellaan EV/EBIT-kertoimella 16x ja 13x sekä EV/EBITDA-kertoimilla 7x ja 6x. Yhtiön arvostus on siis lähivuosien kertoimilla lähellä verrokkiryhmän tasoa, eikä siinä tästä näkökulmasta tarkasteltuna ole merkittävää nousuvaraa.



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



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

Pihlajalinna | Kurssi: 11.50
Vähennä | Tavoitehinta: 12.50

Relais kasvattaa palveluliiketoimintaansa yritystollalla

Relais tiedotti torstaina yrityskaupasta, jossa yhtiö ostaa ruotsalaisen Skeppsbronsa Jönköpin AB:n. Näkemyksemme mukaan raskaiden hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoyhtiön hankinta istuu yhtiön strategiaan varsin hyvin ja pidämme myös yritystoston arvostusta hyvin kohtuullisena. Nämä tekijät antavatkin erittäin hyvät edellytykset arvonluonnille tämänkaltaisella add-on-yritystollalla.

Skeppsbrons on vuonna 1984 perustettu raskaiden hyötyajoneuvojen korjaamo- ja huoltoyhtiö, joka toimii Ruotsin Jönköpingissä. Skeppsbrons on monimerkkikorjaamo, jolla on myös MAN-, Iveco- ja DAF-merkkien korjaamoedustus. Yhtiö on erikoistunut kuorma-autojen, bussien, perävaunujen, jäähdytysjärjestelmien ja nostinten korjaukseen ja huoltoon. Yhtiöllä on myös erikoisosaamista raskaiden sotilasajoneuvojen kustomoinnissa puolustussektorille.

Ostettavan yhtiön vuosien 2020 ja 2021 liikevaihto oli noin 76 MSEK (7,3 MEUR). Vastaavien vuosien vertailukelpoiset käyttökateet olivat noin 14,4 ja 14,6 MSEK (noin 1,4 MEUR). Nämä vastaavat keskimäärin reilun 19 %:n käyttökatemarginaalia, mikä on erittäin hyvä taso. Käsityksemme mukaan hyvän kannattavuuden taustalla on paitsi toiminnan operatiivinen tehokkuus myös tietyt erottautumistekijät, minkä ansiosta Skeppsbronsilla on myös erikoisosaamista kustomoinnissa.

Kauppahinta yhtiön osakkeista on arviolta noin 87,3 MSEK, josta 14,0 MSEK maksetaan Skeppsbronsin toimitusjohtaja ja pääomistaja Bengt Hestnerille suunnattavilla Relaisin uusilla osakkeilla. Käsityksemme mukaan yhtiö on käytännössä nettovelaton ja siten kauppahinta vastaa noin 6x EV/käyttökate-kerrointa. Tämä on mielestämme absoluuttisesti varsin maltillinen ja se on myös selvästi Relaisin omaa arvostustasoa matalampi (2022e EV/käyttökate 12x).



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

Relais Group | Kurssi: 18.80
Lisää | Tavoitehinta: 24.00

Relaisin kattavan tukkutoiminnan ansiosta yritysosto myös mahdollistaa synergiahyötyjä varaosahankinnoissa ja toisaalta tarjoaa mahdollisuuksia ristiinmyydä Relaisin omia tuotteita. Nämä tekijät yhdessä maltillisen arvostuksen kanssa muodostavat yritysostolle erinomaiset lähtökohdat arvonluonnille. Yritystoston odotetaan toteutuvan kuluvan kuukauden aikana edellyttäen, että tietyt tavanomaiset kaupan täytäntöönpanoehdot toteutuvat. Tulemme huomioimaan sen ennusteissamme Relaisin ensi torstaina (12.5.) julkistettavan Q1-raportin yhteydessä.

**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Relais Group | Kurssi: 18.80**Lisää** | Tavoitehintaa: 24.00

NoHo Partners Q1 tiistaina: Katset ohjeistuksessa

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus	2022e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	20,2		47,7				302
Liikevoitto	-9,7		-1,0				23,9
Tulos ennen veroja	-12,1		-4,0				13,6
EPS (raportoitu)	-0,49		-0,14				0,54
Liikevaihdon kasvu-%	-59,8 %		136,6 %				62,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	-48,3 %		-2,7 %				6,8 %

Lähde: Inderes

NoHo Partners julkistaa Q1-tuloksensa tiistaina noin 08.15. Q1 meni yhtiöllä vielä osin penkin alle koronarajoituksista johtuen, mutta katsauskauden lopulla toiminta lähti kunnolla lentoon rajoitusten poistumisen myötä. Raportissa Q1-numeroilla onkin hyvin rajallista merkitystä ja fokus on ohjeistuksessa etenkin kannattavuuden osalta.



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



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

NoHo Partners | Kurssi: 8.09
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 9.00

Q1-numerot jäävät vielä vaisuiksi

NoHon vuosi lähti käyntiin katastrofaalisissa merkeissä rajujen ravintolarajoitusten ympäristössä. Helmikuun aikana rajoitukset lieventyivät ja maaliskuu oli jo rajoitusvapaa kuukausi. Yhtiön liiketoiminta onkin elpynyt rajoitusten poistumisen mukana ja karmean tammikuun jälkeen maaliskuu oli jo erittäin vahva. Q1-liikevaihto tulee ennakkotietojen perusteella olemaan noin 48 MEUR ja laskelmiemme mukaan tämä tarkoittaa liikevoittotasolla suunnilleen nollatulosta. Yhtiö kirjaa katsauskaudella Eezyn myynnistä noin 0,5 MEUR myyntivoiton ja lisäksi odotamme yhtiön saavan Suomen valtiolta jonkin verran tukia (1-2 MEUR). Konsernituloksella ei raportissa ole lopulta mitään merkitystä fokuksen ollessa näkymissä ja taseessa.

Yhtiön operatiivinen kassavirta pinnisti vahvan maaliskuun myötä hieman plussalle. Käyttöpääoma on myös kehittynyt volyymien nousun myötä suotuisasti ja tämä yhdessä Eezyn kevennyksen kanssa tulisi laskea hieman yhtiön velkataakkaa. Q4'21 nettovelka oli 152 MEUR ja arviomme mukaan sen tulisi laskea hieman alle 150 MEUR:oon Q1-raportissa.

Kannattavuusohjeistus kiinnostaa

NoHo tulee arviomme mukaan antamaan ohjeistuksen Q1-raporttinsa yhteydessä. Koska yhtiö kirjaa Eezyn myyntivoitot tuloslaskelmaansa, odotamme yhtiön selvytyden vuoksi ohjeistavan pelkkää Ravintolaliiketoimintaa tai vaihtoehtoisesti Eezyn myyntivoitoista oikaistuja numeroita. Odotamme yhtiön ohjeistavan noin 300 MEUR:n liikevaihtoa ja tähän ei pitäisi liittyä suurempaa epävarmuutta. Kannattavuuden osalta ohjeistus onkin huomattavasti kiinnostavampi, sillä se kertoo, kuinka lähellä yhtiö tällä hetkellä on tavoittelemaansa erittäin kunnianhimoista 10 %:n kannattavuustasoa. Ennustamme itse Ravintolat-segmentin 2022 liikevoittomarginaalin olevan 6,8 % ja ohjeistuksen tulisi heijastella tätä (esim. noin 7 %). Huomautamme, että heikosta Q1-tuloksesta johtuen 2022 liikevoittomarginaali ei kerro oikeaa kuvaa yhtiön kannattavuudesta ja Q2-Q4'22 liikevoittomarginaaliennusteemme on 8,7 %.



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



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

NoHo Partners | Kurssi: 8.09
[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 9.00

Q2 on lähtenyt liikkeelle todella hyvin

Yhtiö tulee myös antamaan huhtikuun liikevaihtonumerot sekä todennäköisesti arvion toukokuusta. Huhtikuu tulee arviomme mukaan olemaan hyvin linjassa yhtiön aiemmin arvioiman 28 MEUR:n liikevaihdon sekä operatiivinen kassavirta yli 4 MEUR. Toukokuun osalta ohjeistuksen pitäisi olla todella vahva, sillä jääkiekon MM-kilpailut antavat merkittävää tukea kuukausitason myyntiin. Odotamme yhtiön ohjeistavan toukokuulta yli 30 MEUR:n liikevaihtoa ja yli 5 MEUR:n operatiivista kassavirtaa.



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



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

NoHo Partners | Kurssi: 8.09

Lisää | Tavoitehinta: 9.00

Finnairin liiketoiminnan toipuminen jatkui huhtikuussa

Finnair julkisti torstaina liikennetietoraporttinsa huhtikuulta. Aasian yhä kireät matkustusrajoitukset ja Venäjän ylilentokiello kuristivat Finnairia yhä, mutta Euroopan ja Pohjois-Amerikan liikenteessä kysyntä jatkoi elpymistään. Vertailukaudella tilanne oli huomattavasti vaikeampi ja Finnair nosti taas kapasiteettiaan rajusti suhteessa hyvin mataliin vertailulukuihin. Vuoden 2019 normaalit kapasiteetti ja volyymitasot ovat kuitenkin vielä kaukana, sillä yhtiön huhtikuun matkustajamäärä oli 55 % ja myyty volyymi 47 % huhtikuun 2019 toteutumista. Kokonaisuutena Finnairin huhtikuun liikennereportti oli suurin piirtein odotustemme mukainen.

Volyymit kasvoivat rajusti vertailukaudesta ja nousivat pandemia-ajan parhaalle tasolle

Maantieteellisistä alueista Aasian liikenne on edelleen rajallista johtuen Koillis-Aasian maiden koronarajoituksista ja Venäjän ylilentokiellosta. Pohjois-Amerikassa toipuminen koronaviruksesta sen sijaan jatkui ja kapasiteetin uudelleenallokointitoimien takia Pohjois-Amerikan matkustajamäärä, kapasiteetti ja myyty volyymit olivat vuoden 2019 vastaavan jakson yläpuolella. Euroopan ja Kotimaan liikenne kasvoivat merkittävästi erittäin heikosta vertailukaudesta. Euroopassa toipuminen jatkui vauhdilla myös maaliskuuhun verrattuna, kun taas Kotimaassa kuukausitason numerot laskivat huhtikuussa kausitekkijöiden myötä. Matkustajamäärät ja mydyt volyymit alittivat ennusteemme Euroopassa ja Kotimaassa, mutta Aasian ja Pohjois-Amerikan numerot nousivat odotuksiamme korkeammalle.

Finnairin matkustajakäyttöasteet olivat liiketoiminnan normaaliin luonteeseen peilattuna yhä matalia. Huhtikuussa saavutettu 60 %:n matkustajakäyttöaste ylitti kuitenkin ennusteemme etenkin kaukoreittien takia lievästi. Käyttöasteiden osalta valopilkku oli Kotimaa, jossa saavutettu 71 %:n käyttöaste on alueelle hyvä lukema.



Antti Viljakainen

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Finnair | Kurssi: 0.48

Myy | Tavoitehintaa: 0.40

Rahti raportoi jälleen hyvistä numeroista alkuvuoden kausiluonne huomioiden

Huhtikuussa Finnairin rahtikapasiteetti koostui pääosin matkustajalentojen mukana ruumien rahtikapasiteetista, vaikka Aasian osalta Venäjän ylilentokielto sotkikin Finnairin operaatioita selvästi. Rahtipuolen kapasiteetti- ja volyymi pysyi vuositasolla selvässä kasvussa, kun taas kuukausitason vertailussa rahdin numerot pysyivät vakaana. Kokonaisuutena rahtimarkkinan vahva kysyntätilanne vaikuttaa kuitenkin jatkuneen, vaikka pidämmekin mahdollisena, että huippu rahdin osalta alkaakin jo löytyä ja Venäjän tilanne aiheuttaa rahdillekin volyymi- ja kustannushaasteita.

Emme tee muutoksia näkemykseemme Finnairista raportin jälkeen

Kokonaisuutena Finnairin huhtikuun liikenneraportti oli matkustajamäärän osalta hieman odotuksiamme heikompi, mutta kapasiteetti, myyty volyymi ja käyttöasteet ylittivät ennusteemme lievästi. Välttömiä muutospaineita Q2:n ennusteisiimme, jotka ovat linjassa yhtiön Q2-ohjeistuksen kanssa, raportti ei aiheuta. Arviomme mukaan markkinoiden huomio Finnairissa pysyy toistaiseksi geopolitisessä tilanteessa, pakotteissa sekä Venäjän vastapakotteissa ja näiden tekijöiden Finnairin strategian ylle luomiin kysymysmerkeissä. Euroopan ja länsimaiden osalta kesän matkustusongista on odotettavissa jo jonkun aikaan jatkuneiden signaalien myötä hyvä, kun koronarajoituksen poistuvat. Kulupuolella polttoaineen korkea hinta haastaa edelleen lentoyhtiöitä ja myös Finnairia.

Finnairin lyhyellä tähtäimellä monilta osin yhä haastavan liiketoimintaympäristön ja nykystrategian pitkän aikavälin toteutettavuuteen liittyvän merkittävän epävarmuuden takia emme tee muutoksia näkemykseemme yhtiöstä huhtikuun liikenneraportin jälkeen. Finnairista Q1-päivityksen aikaan tekemämme yhtiöraportti on luettavissa [täältä](#).



Antti Viljakainen

Pääanalyytikko

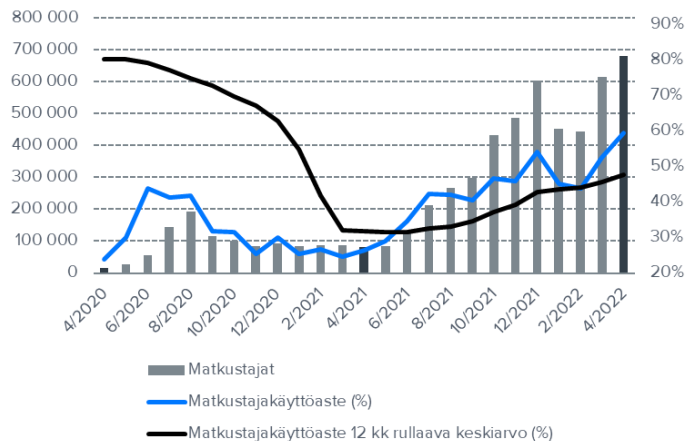
+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Finnair | Kurssi: 0.48

Myy | Tavoitehinta: 0.40

Finnairin kuukausittainen liikennedata 4/2020-4/2022



Antti Viljakainen

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Finnair | Kurssi: 0.48

Myy | Tavoitehinta: 0.40

LapWallin sopi 2,5 MEUR:n toimituksesta Nordecin kanssa

LapWall tiedotti torstaina, että yhtiö allekirjoittanut noin 2,5 MEUR:n sopimuksen Nordecin kanssa Nrep Oy:n Nurmijärvelle rakennuttaman logistiikkakeskuksen kattoelementtiurakasta. Kauppaan sisältyy kattoelementtien suunnittelu, valmistus ja asennus LEKO-elementointijärjestelmän mukaisesti. Kohteen elementtisuunnittelu aloitetaan heti ja tuotanto alkaa kesäkuun lopussa. Kattoelementtien asennus käynnistyy Nurmijärvellä syyskuun alussa ja kohde on LapWallin osalta valmis arviolta marraskuussa.

Hyvän kokoluokan projekti kattaa lähes 10 % yhtiön H2:n liikevaihtoennusteestamme

Täysin LapWallin strategian mukainen ja yhtiön mukavuusalueen ytimessä oleva toimitus on mielestämme yhtiön mittakaavassa hyvän ja keskimääräistä suuremman kokoluokan hanke. Huhtikuun alussa julkistetussa seurannan aloitusraportissamme arvioimme LapWallin H2:n liikevaihdon olevan noin 27 MEUR, joten nyt tiedotettu yksittäinen projekti kattaa ennusteesta jo lähes 10 % (arvioimme hankkeen tuloutuvan valtaosin H2:lla). Hanke ei aiheuta siten välittömiä muutospaineita LapWallin, mutta H2:n ennusteisiimme liittyvä riski laskee hieman hyvän kokoluokan tilauksen varmistettua. Huhtikuussa julkistettu laaja raportti LapWallista on edelleen hyvin ajankohtainen ja luettavissa [täällä](#).



Antti Viljakainen

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

LapWall | Kurssi: 2.78

Lisää | Tavoitehinta: 3.40

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT				INDERES.FI		YHTIÖT		TUNNUSLUVUT			
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
Aallon Group	10.25	-1.9 %	-13.1%	Lisää	12.00	17.1%	15.2	18.5	14.5	14.6	3.3	0.22	2.1%	39
Admicom	58.40	-1.2 %	-30.9%	Lisää	77.00	31.8%	26.4	23.5	23.6	20.3	9.5	1.30	2.2%	291
Aktia Bank	9.58	0.6 %	-22.0%	Lisää	12.00	25.3%	9.5	-	8.6	-	0.9	0.61	6.4%	690
Alexandria Pankkiiriliike	7.96	0.5 %	-1.1%	Vähennä	8.50	6.8%	12.0	7.6	10.8	6.4	2.7	0.64	8.0%	79
Alma Media	9.95	0.3 %	-8.0%	Lisää	11.00	10.6%	14.6	13.1	14.7	12.9	4.2	0.38	3.8%	819
Apetit	12.35	-0.8 %	-3.9%	Vähennä	12.00	-2.8%	27.6	17.6	16.7	11.1	0.8	0.45	3.6%	77
Aspo	6.92	-4.3 %	-39.1%	Vähennä	7.50	8.4%	7.7	15.4	8.7	12.3	2.0	0.46	6.6%	217
Aspocomp Group	5.80	1.8 %	-3.3%	Vähennä	6.80	17.2%	9.7	9.2	9.2	7.8	1.7	0.24	4.1%	39
Avidly	4.00	2.0 %	-22.8%	Osta	5.00	25.0%	14.2	294.9	10.4	22.2	2.0	0.00	0.0%	21
Basware	39.60	0.0 %	30.9%	Vähennä	40.10	1.3%	187.8	71.0	93.4	52.4	7.6	0.00	0.0%	572
Bilot	4.06	0.7 %	-28.5%	Vähennä	5.00	23.2%	15.9	37.3	10.5	11.5	1.2	0.10	2.5%	23
Bittium	5.02	-1.8 %	-5.3%	Vähennä	5.50	9.6%	60.2	48.3	19.3	16.2	1.5	0.05	1.0%	179
Boreo	42.00	-6.2 %	-28.8%	Osta	62.00	47.6%	20.8	18.7	16.6	12.3	2.6	0.44	1.0%	111
CapMan	2.57	-3.7 %	-15.3%	Osta	3.10	20.6%	10.0	7.3	12.0	8.9	2.8	0.16	6.2%	407
Cargotec	31.32	-2.1 %	-28.6%	Lisää	38.00	21.3%	10.1	10.0	8.6	7.8	1.2	1.30	4.2%	2017
Caverion	4.70	-0.9 %	-26.5%	Osta	6.50	38.4%	12.6	10.1	9.2	7.3	2.8	0.20	4.3%	640
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	216.90	2.6 %	-25.4%	Vähennä	210.00	-3.2%	10.6	23.4	12.3	22.0	1.4	1.04	5.0%	1001
Consti Plc	9.22	-2.9 %	-23.8%	Osta	13.00	41.0%	10.3	8.4	8.3	6.4	2.0	0.47	5.1%	71
Detection Technology	21.90	3.8 %	-25.3%	Vähennä	21.00	-4.1%	26.4	19.4	20.6	14.7	4.0	0.41	1.9%	325
Digia	7.20	-0.7 %	2.3%	Lisää	8.40	16.7%	12.6	12.6	11.3	10.4	2.5	0.20	2.8%	192
Duell	5.09	1.6 %	-29.9%	Lisää	7.20	41.5%	15.4	16.6	13.1	10.9	3.7	0.07	1.4%	129
EAB Group	3.23	-1.8 %	5.9%	Vähennä	3.50	8.4%	14.6	10.9	9.8	7.5	2.0	0.15	4.6%	44
EcoUp	5.90	5.4 %	-10.3%	Osta	8.50	44.1%	22.4	17.0	11.9	8.3	2.1	0.09	1.5%	52
Eezy	5.72	1.1 %	-4.3%	Lisää	6.80	18.9%	13.5	11.4	10.5	8.5	1.3	0.20	3.5%	143
Efecte	12.80	2.0 %	-2.3%	Osta	14.00	9.4%	303.2	282.5	224.8	193.7	22.5	0.00	0.0%	79
Elisa	54.76	-0.8 %	1.2%	Vähennä	52.00	-5.0%	24.0	21.5	23.4	20.9	7.1	2.15	3.9%	8772

ETUSIVU

MARKKINAT

SIJOITUSIDEAT

INDERES.FI

YHTIÖT

TUNNUSLUVUT

Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
Endomines (SEK)	2.33	-1.1 %	-8.5 %	Vähennä	2.30	-1.1 %	neg.	neg.	28.0	22.6	1.8	0.00	0.0 %	613
Enedo	0.34	2.4 %	-2.9 %	Myy	0.30	-11.2 %	56.6	26.2	19.4	13.6	2.8	0.00	0.0 %	23
Enersense International	7.35	-0.8 %	7.5 %	Vähennä	7.00	-4.8 %	33.2	16.1	23.8	7.8	2.3	0.13	1.8 %	117
eQ	22.10	-3.7 %	-14.2 %	Lisää	26.00	17.6 %	21.7	16.1	18.8	13.9	10.9	1.06	4.8 %	886
Etteplan	16.10	3.2 %	-4.7 %	Lisää	17.00	5.6 %	16.8	15.0	15.7	12.9	3.6	0.47	2.9 %	403
Evli	17.88	0.8 %	-3.5 %	Vähennä	20.00	11.9 %	15.8	10.5	14.6	10.0	5.1	2.35	13.1 %	432
Exel Composites	6.20	1.3 %	-23.5 %	Lisää	7.00	12.9 %	13.0	12.9	10.4	10.3	2.3	0.22	3.5 %	73
Fellow Pankki	0.43	-4.5 %	-98.4 %	Vähennä	0.45	5.6 %	neg.	-	13.1	-	1.1	0.00	0.0 %	37
Fifax	1.31	-5.1 %	1.2 %	Myy	1.05	-19.8 %	neg.	neg.	neg.	neg.	2.2	0.00	0.0 %	33
Finnair	0.48	-0.6 %	-19.2 %	Myy	0.40	-16.8 %	neg.	neg.	neg.	51.6	13.6	0.00	0.0 %	676
Fiskars	18.80	-1.6 %	-18.3 %	Lisää	24.00	27.7 %	11.1	9.9	10.6	8.5	1.7	0.96	5.1 %	1530
Fodella	6.66	-1.5 %	-14.0 %	Vähennä	7.40	11.1 %	26.2	27.8	16.8	17.6	4.4	0.08	1.2 %	49
Fondia	6.74	0.6 %	-5.1 %	Lisää	7.00	3.9 %	21.7	16.7	16.2	10.4	5.3	0.28	4.2 %	26
Fortum	15.59	0.7 %	-42.2 %	Vähennä	16.00	2.6 %	9.8	9.8	11.7	11.4	1.1	1.14	7.3 %	13848
Glaston	0.94	1.7 %	-17.7 %	Lisää	1.20	27.9 %	13.6	9.5	9.1	6.6	1.1	0.04	4.3 %	79
Gofore	22.90	-0.9 %	-4.6 %	Lisää	25.00	9.2 %	21.3	20.4	19.2	16.7	4.7	0.35	1.5 %	351
Harvia	32.22	3.2 %	-45.1 %	Osta	42.00	30.4 %	18.4	13.9	15.4	11.2	5.9	0.70	2.2 %	598
Heeros	3.89	0.0 %	-26.6 %	Vähennä	4.50	15.7 %	45.2	93.5	25.6	34.6	2.8	0.00	0.0 %	20
Honkarakenne	4.72	0.4 %	-35.5 %	Lisää	5.20	10.2 %	12.2	6.9	9.7	4.2	1.6	0.17	3.6 %	27
Huhtamäki	33.69	-3.6 %	-13.4 %	Osta	40.00	18.7 %	14.1	13.8	13.5	12.6	2.1	0.97	2.9 %	3516
Ilkka-Yhtymä	4.58	-0.2 %	-3.8 %	Lisää	5.00	9.2 %	24.6	44.1	21.4	33.4	0.7	0.22	4.8 %	116
Incap	13.04	-5.2 %	-83.4 %	Vähennä	14.80	13.5 %	14.6	11.9	12.8	9.9	4.5	0.18	1.4 %	381
Innofactor	1.17	0.2 %	-22.9 %	Lisää	1.45	24.1 %	12.2	8.6	9.5	7.0	1.6	0.06	5.1 %	42
Investors House	5.44	0.4 %	-2.5 %	Vähennä	5.20	-4.4 %	20.1	16.3	19.7	16.2	1.1	0.31	5.7 %	34
Kamux	9.16	-2.2 %	-20.1 %	Osta	13.00	41.9 %	13.8	10.8	11.0	8.7	2.9	0.24	2.6 %	366
Kemira	12.44	-1.8 %	-6.7 %	Lisää	13.00	4.5 %	12.0	11.6	12.8	11.2	1.4	0.58	4.7 %	1904

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT				INDERES.FI			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT		
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
Kesko	23.88	-0.7 %	-18.6 %	Lisää	27.00	13.1 %	16.4	14.5	17.2	15.0	3.5	1.07	4.5 %	9481
Kesla	4.22	-4.3 %	-28.2 %	Vähennä	4.50	6.6 %	15.6	22.3	9.6	11.3	1.0	0.12	2.8 %	14
Kone	43.44	-1.3 %	-31.1 %	Lisää	51.00	17.4 %	24.7	17.9	19.5	13.6	7.6	1.80	4.1 %	22518
Konecranes	26.43	-0.5 %	-24.8 %	Osta	39.00	47.6 %	10.2	10.5	9.1	7.5	1.4	1.50	5.7 %	2085
Kreate Group	9.00	0.0 %	-20.7 %	Osta	12.00	33.3 %	10.6	9.2	9.3	7.8	1.8	0.47	5.2 %	80
LapWall	2.78	1.8 %	-10.6 %	Lisää	3.40	22.3 %	9.5	7.7	9.9	7.5	2.9	0.14	5.0 %	39
LeadDesk	10.95	-3.1 %	-47.9 %	Osta	14.00	27.9 %	neg.	neg.	57.0	neg.	3.4	0.00	0.0 %	62
Lehto Group	0.37	-2.4 %	-57.1 %	Myy	0.35	-5.1 %	neg.	neg.	8.8	17.7	0.4	0.00	0.0 %	32
Lemonsoft	12.00	-3.7 %	-33.3 %	Vähennä	13.00	8.3 %	42.1	36.6	33.7	27.6	9.2	0.15	1.3 %	219
Loihde	15.55	-1.6 %	-4.0 %	Vähennä	16.00	2.9 %	22.5	62.6	19.5	neg.	0.9	0.20	1.3 %	93
Marimekko	12.04	-4.3 %	-28.9 %	Vähennä	15.00	24.6 %	20.1	15.1	18.7	13.8	7.5	0.38	3.2 %	489
Martela	2.55	-0.8 %	11.4 %	Lisää	3.00	17.6 %	10.3	8.0	7.0	5.3	1.0	0.00	0.0 %	11
Merus Power	6.90	0.0 %	-18.7 %	Lisää	8.20	18.8 %	108.0	61.8	46.5	34.7	3.9	0.00	0.0 %	52
Metso Outotec	7.87	-1.3 %	-15.9 %	Vähennä	9.20	17.0 %	16.3	11.4	13.5	9.5	2.6	0.34	4.3 %	6509
Metsä Board	10.07	-0.1 %	17.0 %	Lisää	10.50	4.3 %	9.8	7.9	14.8	12.1	1.8	0.50	5.0 %	3580
Musti Group	20.52	-1.8 %	-33.7 %	Lisää	24.00	17.0 %	28.0	23.6	22.3	17.9	4.2	0.60	2.9 %	688
Neste	42.55	-2.0 %	-1.9 %	Lisää	44.00	3.4 %	25.0	17.1	21.8	18.0	4.1	0.85	2.0 %	32677
Netum	4.10	-1.0 %	-8.1 %	Lisää	4.60	12.2 %	14.5	17.6	13.2	14.8	3.6	0.12	2.9 %	47
Next Games	2.09	0.5 %	84.0 %	Vähennä	2.10	0.5 %	neg.	neg.	neg.	neg.	4.5	0.00	0.0 %	64
Nightingale Health	1.83	0.2 %	-50.2 %	Osta	4.00	118.3 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.0	0.00	0.0 %	111
Nixu	6.60	0.0 %	-6.0 %	Lisää	7.30	10.6 %	neg.	763.6	27.0	23.3	3.9	0.00	0.0 %	49
NoHo Partners	8.09	0.7 %	6.2 %	Lisää	9.00	11.2 %	22.1	17.3	11.9	15.0	2.1	0.20	2.5 %	156
Nokia	4.86	-1.1 %	-12.8 %	Lisää	5.40	11.1 %	13.3	10.1	12.1	8.0	1.5	0.12	2.5 %	27165
Nokian Renkaat	11.90	-3.1 %	-64.3 %	Vähennä	13.00	9.2 %	13.0	12.8	7.7	7.3	1.0	0.55	4.6 %	1644
Norrhydro Group	3.42	0.6 %	-20.8 %	Vähennä	4.10	19.9 %	21.7	19.5	19.0	13.9	3.1	0.05	1.5 %	37
Nurminen Logistics	1.04	1.4 %	-46.7 %	Vähennä	1.25	20.0 %	18.0	14.8	9.7	9.8	4.6	0.02	1.9 %	81

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT				INDERES.FI			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT		
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
Oma Säästöpankki	20.30	0.7 %	18.7 %	Osta	22.00	8.4 %	11.2	-	11.5	-	1.5	0.40	2.0 %	608
Optomed	3.70	-4.6 %	-62.2 %	Lisää	4.20	13.5 %	neg.	neg.	neg.	neg.	3.4	0.00	0.0 %	55
Oriola	2.04	-0.7 %	1.5 %	Lisää	2.30	13.0 %	13.0	7.5	11.9	6.5	1.5	0.06	2.9 %	369
Orion	35.84	-1.5 %	-1.9 %	Lisää	45.00	25.6 %	25.7	19.6	21.8	16.6	7.2	1.55	4.3 %	5034
Orthex	6.90	-3.2 %	-37.5 %	Lisää	8.00	15.9 %	25.5	18.9	13.7	11.4	3.7	0.19	2.8 %	122
Outokumpu	4.65	3.4 %	-15.4 %	Lisää	5.50	18.2 %	2.5	1.8	8.3	4.1	0.5	0.20	4.3 %	2106
Ovaro Kiinteistösjointus	3.20	-1.5 %	4.6 %	Vähennä	3.40	6.2 %	neg.	neg.	74.0	34.2	0.6	0.00	0.0 %	28
Panostaja	0.61	-0.3 %	-16.4 %	Vähennä	0.68	11.1 %	8.3	49.0	46.2	19.3	0.8	0.03	4.9 %	32
Partnera Oyj	1.82	0.6 %	-18.2 %	Vähennä	2.20	20.5 %	8.9	10.6	8.1	8.7	0.9	0.08	4.4 %	65
Pihlajalinna	11.50	4.2 %	-9.0 %	Vähennä	12.50	8.7 %	9.3	20.9	12.0	13.7	2.0	0.32	2.8 %	259
Piippo	2.82	-6.6 %	-16.6 %	Myy	2.70	-4.3 %	18.1	23.6	12.9	15.3	0.5	0.05	1.8 %	3
Ponsse	27.00	-3.2 %	-36.0 %	Vähennä	30.00	11.1 %	16.2	11.8	13.0	8.7	2.3	0.85	3.1 %	756
PunaMusta Media	5.90	0.0 %	7.3 %	Vähennä	5.60	-5.1 %	53.5	61.1	28.2	30.5	1.7	0.20	3.4 %	73
Purmo Group	10.40	-1.9 %	-26.8 %	Lisää	13.00	25.0 %	10.0	9.7	8.9	8.3	1.0	0.37	3.6 %	426
Puulo	6.25	-1.4 %	-33.1 %	Osta	8.50	35.9 %	14.4	12.5	13.1	10.9	6.7	0.35	5.6 %	530
QPR Software	1.11	1.4 %	-40.0 %	Vähennä	1.20	8.1 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-21.1	0.00	0.0 %	13
Qt Group	81.66	-2.8 %	-38.9 %	Osta	110.00	34.7 %	55.7	50.4	37.1	30.7	23.7	0.40	0.5 %	2104
Raisio Vaihto-osake	2.08	-1.4 %	-38.1 %	Lisää	2.40	15.1 %	37.0	24.2	18.4	12.3	1.3	0.10	4.8 %	330
Rapala VMC	5.85	4.5 %	-32.9 %	Lisää	7.00	19.7 %	15.1	11.3	11.6	9.4	1.5	0.20	3.4 %	225
Raute	13.00	3.2 %	-34.3 %	Vähennä	14.00	7.7 %	neg.	neg.	20.9	16.3	1.7	0.00	0.0 %	55
Reka Industrial	3.30	0.6 %	-14.7 %	Vähennä	3.50	6.1 %	7.9	5.6	10.4	7.1	1.5	0.10	3.0 %	19
Relais Group	18.80	-0.5 %	-28.5 %	Lisää	24.00	27.7 %	14.8	23.0	14.8	22.2	3.7	0.40	2.1 %	338
Remedy Entertainment	30.65	-0.8 %	-22.8 %	Osta	50.00	63.1 %	45.4	30.8	32.9	21.9	4.4	0.20	0.7 %	410
Revenio Group	45.34	1.6 %	-18.4 %	Vähennä	48.00	5.9 %	51.9	43.1	42.1	33.0	13.2	0.46	1.0 %	1209
Robit	2.45	-4.7 %	-39.2 %	Lisää	3.20	30.6 %	47.7	28.4	10.5	10.0	1.0	0.04	1.6 %	51
Rovio	8.98	-1.9 %	36.5 %	Lisää	9.50	5.8 %	22.2	14.6	18.6	10.8	3.2	0.12	1.3 %	685

ETUSIVU

MARKKINAT

SIJOITUSIDEAT

INDERES.FI

YHTIÖT

TUNNUSLUVUT

Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
Rush Factory Plc	2.75	0.0 %	14.1 %	Lisää	3.30	20.0 %	17.9	15.1	5.6	3.5	5.5	0.00	0.0 %	6
Sampo	44.94	-1.9 %	2.0 %	Lisää	48.00	6.8 %	18.3	11.6	20.0	12.5	2.0	1.80	4.0 %	23268
Sanoma	12.00	-1.2 %	-11.9 %	Lisää	14.00	16.7 %	16.0	15.9	14.8	14.0	2.6	0.58	4.8 %	1954
Scanfil	6.50	-3.3 %	-12.9 %	Lisää	8.00	23.1 %	12.0	10.3	11.0	8.1	1.8	0.21	3.2 %	419
Sievi Capital	1.36	-3.8 %	-28.8 %	Osta	1.80	32.0 %	11.5	7.6	5.8	3.5	0.8	0.05	3.7 %	79
Silli Solutions	14.60	0.3 %	0.0 %	Osta	17.50	19.9 %	11.7	11.0	10.5	9.4	3.3	0.40	2.7 %	102
Sitowise Group	6.00	-1.6 %	-25.5 %	Lisää	7.20	20.0 %	14.7	12.8	13.5	11.3	1.7	0.14	2.3 %	212
Soiteq	3.08	-0.8 %	-34.3 %	Osta	4.60	49.6 %	12.2	10.7	9.7	8.5	1.9	0.15	4.9 %	59
Solwers	6.50	-0.3 %	-21.7 %	Vähennä	7.00	7.7 %	19.1	16.1	16.7	13.5	1.7	0.07	1.1 %	57
Soprano	0.40	2.6 %	13.6 %	Myy	0.30	-25.0 %	41.9	25.2	16.0	16.3	2.1	0.00	0.0 %	7
Sotkamo Silver (SEK)	1.69	0.5 %	7.5 %	Vähennä	1.90	12.6 %	11.0	9.7	110.8	24.4	1.2	0.00	0.0 %	338
Springvest	6.86	0.0 %	-15.7 %	Myy	6.70	-2.3 %	58.4	41.7	58.4	41.7	2.2	0.08	1.2 %	37
SRV Group	0.31	-0.3 %	-41.7 %	Vähennä	0.35	13.3 %	neg.	neg.	7.5	13.1	2.2	0.00	0.0 %	81
Stora Enso	18.04	-1.2 %	11.7 %	Vähennä	18.00	-0.2 %	10.7	9.9	14.5	12.4	1.3	0.65	3.6 %	14222
Suominen	3.12	0.0 %	-39.9 %	Vähennä	3.30	5.9 %	43.6	21.1	12.5	9.6	1.1	0.10	3.2 %	179
Taaleri	10.14	-0.6 %	-9.5 %	Vähennä	11.00	8.5 %	13.0	7.7	11.4	6.3	1.3	0.92	9.1 %	292
Talenom	10.06	0.4 %	-14.0 %	Osta	12.00	19.3 %	34.9	28.8	29.5	24.2	8.9	0.19	1.9 %	449
Tecnotree	0.81	-2.0 %	-44.7 %	Osta	1.10	35.1 %	13.6	9.8	10.1	6.9	3.3	0.00	0.0 %	259
Telest	4.20	-8.7 %	-19.8 %	Vähennä	4.30	2.4 %	17.5	16.6	12.6	11.2	1.1	0.15	3.6 %	76
Telia Company (SEK)	40.51	-0.6 %	14.4 %	Vähennä	41.00	1.2 %	22.1	20.6	19.7	19.5	2.1	2.10	5.2 %	165670
Terveystalo	10.78	1.1 %	-9.0 %	Lisää	12.50	16.0 %	16.7	17.1	15.4	14.6	2.0	0.32	3.0 %	1363
Tietoevry	22.72	-5.3 %	-17.3 %	Osta	31.00	36.4 %	9.4	11.9	8.6	9.7	1.5	1.40	6.2 %	2690
Titanium	13.25	0.0 %	-11.7 %	Osta	16.00	20.8 %	9.9	7.6	9.0	6.4	5.1	1.13	8.5 %	136
Toivo Group	2.35	2.6 %	-19.4 %	Vähennä	2.90	23.4 %	6.7	9.1	5.6	9.7	1.7	0.00	0.0 %	124
Tokmanni Group	12.61	1.5 %	-35.8 %	Osta	15.00	19.0 %	11.6	11.9	10.7	11.1	2.9	0.80	6.3 %	742
Tulikivi	0.47	0.4 %	-1.7 %	Vähennä	0.45	-4.3 %	12.2	11.4	14.0	12.2	2.4	0.00	0.0 %	28

ETUSIVU

MARKKINAT

SIJOITUSIDEAT

INDERES.FI

YHTIÖT

TUNNUSLUVUT

Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
United Bankers	14.00	0.0 %	-1.4 %	Vähennä	14.00	0.0 %	15.8	10.8	13.0	8.6	3.3	0.80	5.7 %	149
UPM-Kymmene	32.20	-0.6 %	-3.8 %	Lisää	34.00	5.6 %	14.5	13.7	16.2	14.7	1.5	1.30	4.0 %	17179
Vaisala	41.45	-2.0 %	-22.2 %	Vähennä	45.00	8.6 %	23.6	20.7	22.8	19.2	5.8	0.74	1.8 %	1510
Valmet	25.24	-1.1 %	-33.1 %	Osta	32.00	26.8 %	12.5	10.6	12.0	9.2	2.0	1.30	5.2 %	4648
Valoe	0.08	-2.4 %	-3.6 %	Vähennä	0.06	-25.0 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-5.3	0.00	0.0 %	31
Verkkokauppa.com	4.28	-0.3 %	-40.0 %	Vähennä	4.50	5.3 %	22.4	16.4	16.9	12.5	5.9	0.26	6.1 %	193
Viafin Service	13.95	3.3 %	-4.8 %	Lisää	17.00	21.9 %	16.2	6.7	14.9	6.0	2.2	0.45	3.2 %	48
Vincit	5.80	4.3 %	-27.7 %	Lisää	6.70	15.5 %	11.4	9.9	9.5	7.6	2.5	0.22	3.8 %	70
WithSecure Corporation	4.91	-2.4 %	-1.1 %	Lisää	5.60	14.1 %	55.5	61.0	38.4	27.0	4.8	0.05	1.0 %	856
Wulff Group	4.50	0.2 %	-8.5 %	Lisää	5.20	15.6 %	10.3	9.3	8.8	7.7	1.5	0.14	3.1 %	30
Wärtsilä	7.41	-1.6 %	-40.1 %	Lisää	9.50	28.3 %	16.9	30.4	13.1	10.0	2.0	0.31	4.2 %	4382
YIT Corporation	3.87	-0.4 %	-10.2 %	Lisää	4.40	13.6 %	12.8	12.5	10.4	10.5	0.9	0.15	3.9 %	810

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

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 Luiro

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

Antti Siltanen

Analyytikko
antti.siltanen@inderes.fi
+358 45 119 6869

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

Frans-Mikael Rostedt

Analyytikko
frans-mikael.rostedt@inderes.fi
+358 44 327 0395

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

Yhteystiedot 2/2

Olli Vilppo

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

Pauli Lohi

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

Petri Gostowski

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

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