

# Pöyry

## Seurannan aloitus

11/2018

inde  
res.

# Kriisistä kannattavaan kasvuun

Aloitamme konsultointi- ja suunnitteluyhtiö Pöyryn seurannan lisää-suosituksella ja tavoitehinnalla 8,4 euroa. Pöyry on viime vuosina onnistunut kääntämään suuntansa. Tänä vuonna yhtiö tekee erittäin vahvan tuloksen ja näkymät ovat hyvät myös ensi vuodelle voimakkaasti kasvaneen tilauskannan ansiosta. Myös osake on noussut voimakkaasti, mutta arvostustaso on edelleen varsin maltillinen ja selvästi alle verrokkien. Selkeänä riskinä näemme investointisyklin kestävyuden, ja markkinatilanteen kehittymiseen liittyy mielestämme tällä hetkellä merkittävää epävarmuutta.

## Teollisuuteen, energiaan ja infraan erikoistunut kansainvälinen konsulttiryitys

Pöyry on perinteikäs konsultointi- ja suunnitteluyritys, joka tarjoaa liikkeenjohdon konsultointia sekä palveluita koko projektin elinkaaren ajan. Yhtiö osallistuu vuosittain yli 10 000 projektiin noin 100 maassa. Yhtiön globaaleja ydinosaamisalueita ovat erityisesti metsäteollisuus ja energia, joissa yhtiöllä on merkittävä markkina-asema ja mielestämme kilpailuetu avainalueilla. Pöyryn liiketoiminta jakautuu neljään liiketoimintaryhmään, jotka ovat teollisuus (38 % 2017 liikevaihdosta), Energia (23 %), Infra, Vesi ja Ympäristö (26 %) ja Liikkeenjohdon konsultointi (13 %). Yhtiöllä on noin 5 500 asiantuntijaa ja noin 115 toimistoa noin 40 maassa.

## Aikaisempi tähti ajautui kriisiyhtiöksi, mutta nyt suunta on jälleen oikea

Pöyryllä oli finanssikriisiin asti vahva kannattavan kasvun track-record, mutta tämän jälkeen yhtiö ajautui merkittäviin vaikeuksiin. Investointimarkkina käytännössä jäätyi finanssikriisin jälkeen 12-18 kuukaudeksi, mikä heijastui voimakkaasti Pöyryn kysyntään ja paljasti samalla yhtiön sisäiset ongelmat. Yhtiö teki nousukaudella todella paljon yritysostoja, joiden integrointi oli heikkoa. Samalla myös kulurakenne nousi kestävämmän korkeaksi. Vuonna 2012 Pöyry aloitti muutosohjelman, jossa konsernirakennetta muutettiin voimakkaasti, toimintoja yksinkertaistettiin ja henkilöstöä vähennettiin. Pöyryn liiketoiminnan kannattavuus kääntyi hiljalleen, kun heikot liiketoiminnat saatiin karsittua ja kulurakenne saatiin painettua jälleen kilpailukykyiselle tasolle. Operatiivisesti vuosi 2017 oli Pöyrylle jo kohtuullinen, mutta todellinen tuloskäännös nähtiin vasta vuonna 2018 (Q2 ja Q3 olleet erittäin vahvoja). Voimakkaasti uudistunut yhtiö on onnistunut tuloksen lisäksi kääntämään myös sisäiset indikaattorit, ja vanhat vahvuudet on jälleen löydetty.

## Arvostustaso on maltillinen huomioiden edelleen positiiviset tuloskasvunäkymät

Pöyryn tilauskanta oli Q3'18:n lopussa 581 MEUR eli 26 % vuoden takaista korkeammalla, joten yhtiölle on helppo ennustaa liikevaihdon kasvua ensi vuodelle. Vahvan tilauskannan ansiosta näkyvyys ensi vuoteen on suhteellisen hyvä, vaikka markkinatilanteen kehitykseen liittyy merkittävää epävarmuutta. Odotamme yhtiön keskimääräisen tuloskasvun olevan lähivuosina lähes 10 % (CAGR-%), vaikka suurin tasokorjaus nähtiin jo tänä vuonna. Tuloskasvu antaa kuitenkin osakkeelle tärkeän ajurin ja tukee arvostusta, joka on mielestämme varsin maltillinen (2019e P/E alle 13x ja EV/EBITDA alle 7x). Yhtiö on myös selvästi aliarvostettu suhteessa verrokkeihin, ja vaikka osa tästä on perusteltua, on noin 23 %:n alennus mielestämme selvästi liian suuri. Pöyryllä on voimakas positiivinen momentum, mutta samalla myös epävarmuus nykyisen hyvän investointisyklin kestävyuden suhteen on noussut selvästi viime aikoina.

## Analyytikko

Juha Kinnunen

+358 40 778 1368

Juha.kinnunen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

Edellinen: -

**8,40 EUR**

Edellinen: -

**Osakekurssi: 7,48 EUR**

**Potentiaali: +12,3 %**



## Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	522	572	628	663
<b>kasvu-%</b>	-1 %	9 %	10 %	6 %
<b>EBIT oik.</b>	26,0	42,9	50,4	53,1
<b>EBIT-% oik.</b>	5,0 %	7,5 %	8,0 %	8,0 %
<b>Nettotulos</b>	5,7	48,0	36,8	38,3
<b>EPS (oik.)</b>	0,25	0,53	0,59	0,64
<b>P/E (oik.)</b>	19,5	14,1	12,8	11,7
<b>P/B</b>	2,2	2,6	2,3	2,4
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,0 %	3,6 %	3,9 %	4,3 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,4	8,6	7,2	7,1
<b>EV/EBITDA</b>	9,7	7,9	6,6	6,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,6	0,6	0,6

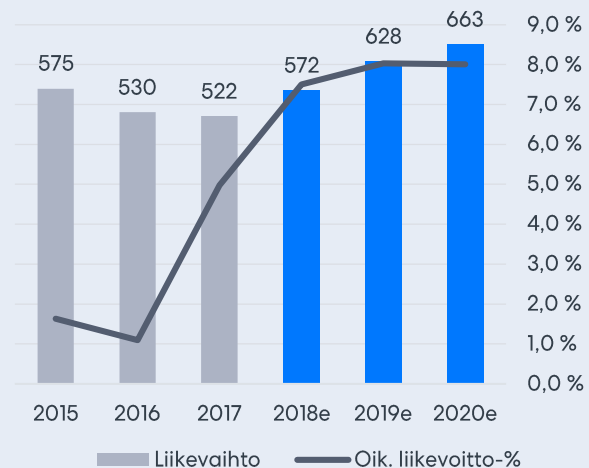
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys



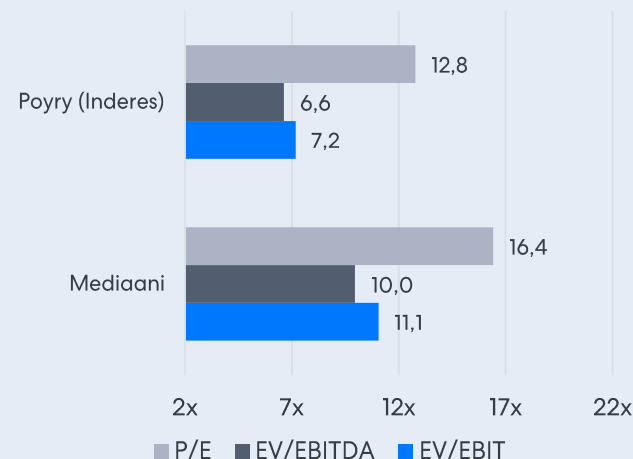
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto (M€) ja liikevoitto-%

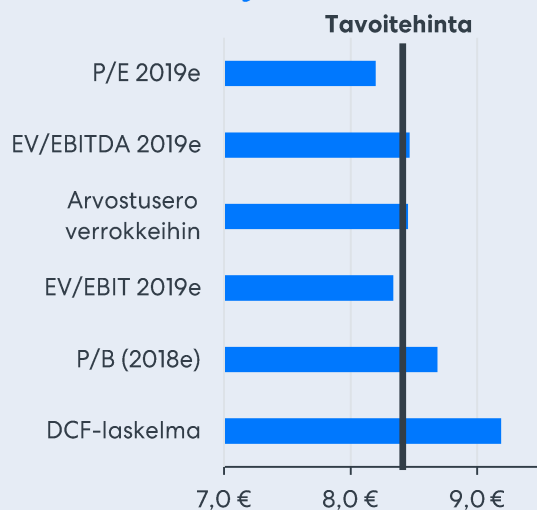


Lähde: Inderes

## Arvostuskertoimet (2019e) vs. ydinverrokkiryhmän mediaanit



## Arvonmääritys eri menetelmillä



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Voimakkaan tulokäänteen jatkuminen lähivuosina
- Tilauskannan kasvu indikoi selvää liikevaihdon kasvua
- Kannattavuudessa edelleen parannettavaa
- Vahva markkina-asema ydinliiketoiminnoissa
- Pitkän tähtäimen megatrendit ovat hyvät



### Riskitekijät

- Kysynnän sykliisyys ja investointisyklin tämän hetken tilanne
- Globaalin talouskasvun mahdollinen merkittävä heikentyminen
- Suuriin projekteihin liittyy aina riskejä (projektitappiot)
- Mahdolliset yllätykset yhtiön riita-asioissa
- Kilpailun kiristyminen



### Arvostus

- Arvostuskertoimet ovat maltillisia, jos tuloskasvu jatkuu odotetusti
- Osake on voimakkaasti aliarvostettu suhteessa sen verrokkeihin
- Kassavirta on ollut erittäin vuolas, minkä ansiosta tase on nyt vahva
- Odotamme yhtiön osingon nousevan hyvälle tasolle

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiöesittely</b>	<b>s. 5-10</b>
<b>Taloudellinen kehitys</b>	<b>s. 11-12</b>
<b>Sijoitusprofiili</b>	<b>s. 13-15</b>
<b>Strategia ja taloudelliset tavoitteet</b>	<b>s. 16-19</b>
<b>Toimiala ja kilpailukenttä</b>	<b>s. 20-25</b>
<b>Taloudellinen tilanne ja tase</b>	<b>s. 26-28</b>
<b>Ennusteet</b>	<b>s. 29-35</b>
<b>Arvonmääritys ja suositus</b>	<b>s. 36-41</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 42-47</b>
<b>Vastuuvapauslauseke</b>	<b>s. 48</b>

# Pöyry lyhyesti

Pöyry on perinteikäs kansainvälinen konsultointi- ja suunnitteluyritys, joka tarjoaa liikkeenjohdon konsultointia sekä palveluita koko projektin elinkaaren ajan. Yhtiön ydinosamisaalueita ovat erityisesti metsäteollisuus ja energia, joissa yhtiöllä on merkittävä markkina-asema myös globaalisti.

**#1 markkina-osuus**

**GLOBALISSA METSÄTEOLLISUUDESSA**

**#1 ENERGIAKONSULTTI**

**SUURIN EUROOPASSA**

**522 MEUR (-1 % vs. 2016)**

**LIKEVAIHTO 2017**

**26,0 MEUR (5,0 % lv:sta)**

**OIKAISTU LIKEVOITTO 2017 (+348 % v/v)**

**581 MEUR**

**TILAUSKANTA  
Q3'18 (+26% v/v)**

**4650**

**HENKILÖSTÖ Q1-  
Q3'18 KESKIMÄÄRIN**

## EDELLINEN KULTAKAUSI

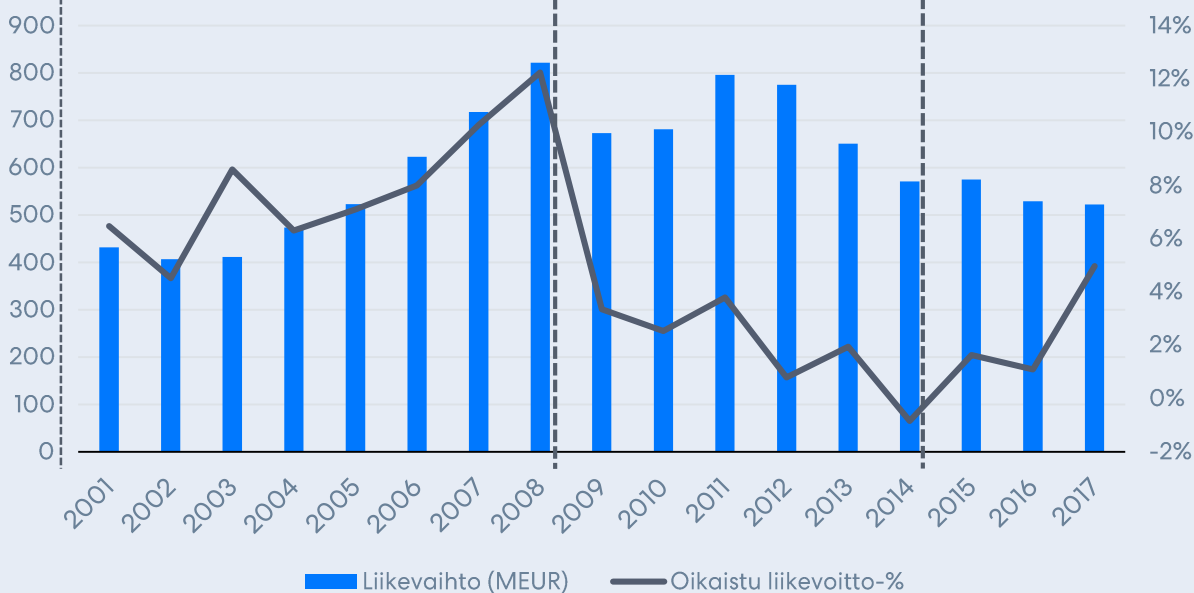
Pöyryn pitkään kestänyt kannattavan kasvun aikakausi päättyi tylsti vuoteen 2008, jolloin finanssikriisi jäädettiin markkinat. Markkinan heikkeneminen paljasti Pöyryn merkittävät sisäiset heikkoudet, kun fokus oli kadonnut kasvukautena (mm. yritysostot).

## SYVIÄ HAASTEITA

Pöyry taistelee sekä ulkoisten että sisäisten haasteiden kanssa ja käy läpi suuria uudistusta. Ongelmat ovat syviä ja ulottuvat osittain kulttuuriin. Tase heikkenee huolestuttavasti.

## KÄÄNNE

Yhtiö pystyy uusiutumaan, saa jälleen kulurakenteen järkeväksi ja luo pohjan tulokäänteelle. Indikaattorit kääntyvät.



# Yhtiökuvaus 1/3

## Pöyry on kansainvälinen konsultointi- ja suunnitteluyritys

Pöyry on kansainvälinen konsultointi- ja suunnitteluyritys, joka tarjoaa liikkeenjohdon konsultointia sekä palveluita koko projektin elinkaaren ajan. Yhtiöllä on globaaleja ydinosaamisalueita, joita ovat energia, metsäteollisuus ja infra. Erityisesti globaalissa energia- ja metsäteollisuudessa syntyvää osaamista yhtiö pyrkii hyödyntämään paikallisella tasolla laajassa toimistoverkostossaan. Infrassa yhtiö toimii paikallisiin resurssein. Yhtiöllä on noin 5 500 asiantuntijaa ja noin 115 toimistoa yhteensä noin 40 maassa.

Yhtiö tarjoaa asiakkailleen lämpö- ja sähkövoiman tuotantoon, siirtoon ja jakeluun, metsäteollisuuteen, biojalostukseen ja kemianteollisuuteen, kaivos- ja metalliteollisuuteen, sekä infraan, vesihuoltoon ja ympäristöön liittyviä palveluja. Yhtiö osallistuu vuosittain yli 10 000 projektiin noin 100 maassa.

Pöyryn liikevaihto vuonna 2017 oli 522 MEUR, ja yhtiön osakkeet on listattu Nasdaq Helsingin pörssissä. Yhtiön perustaja Jaakko Pöyry oli uranuurtaja metsäteollisuudesta, jossa yhtiöllä on edelleen erittäin vahva asema. Vuonna 2018 Pöyry juhlistaa 60-vuotista taivaltaan.

## Pöyry tarjoaa palveluita asiakkaan koko liiketoiminnan elinkaareen

Pöyry tarjoaa palveluita asiakkaan koko liiketoiminnan elinkaareen, millä yhtiö myös erottautuu monista pääkilpailijoista. Pöyryn vahvuuksiin kuuluu mielestämme erityisesti vahva asema johdon konsultoinnissa erityisesti yhtiön ydinalueilla eli metsä- ja energiateollisuudessa. Tämän avulla Pöyryllä on lähtökohtaisesti hyvä

mahdollisuus olla mukana merkittävässä projekteissa hyvin varhaisesta vaiheesta asti. Pöyryn tarjonta voidaan jatkaa seuraavaan neljään alueeseen, jotka esittelemme lyhyesti:

**1. Strateginen neuvonanto** pääoma- ja resurssi-intensiivisille teollisuudenaloille. Palvelut kattavat koko arvoketjun raaka-aineiden hankinnasta näkemyksiin lopputuotteiden kysynnästä.

**2. Suunnittelupalvelut** pohjautuvat eri sektoreiden prosessiosaamiseen ja ymmärrykseen laitoksen tai kohteen toiminnasta. Palvelut kattavat teknisen ja konseptisuunnittelun sekä perus- ja detaljisuunnittelun.

**3. Projektin toteuttamiseen** yhtiöllä on laaja valikoima palveluita. Nämä sisältävät mm. projektinjohtopalvelut paikallisesti työmailla sekä monipuoliset projektin toteutuspalvelut, jotka kattavat projektin kokonaisuudessaan.

**4. Toiminnan tukipalveluissa** Pöyry voi auttaa asiakasta esimerkiksi toiminnan tehostamisessa ja kunnossapidon optimoinnissa. Palveluilla pyritään pienemmässä mittakaavassa uudistamaan ja päivittämään laitteita ja prosesseja jatkuvasti.

Pöyry ei raportoi liikevaihdon jakaumaa näihin alueisiin, mutta strateginen neuvonanto kuuluu selvästi johdon konsultointi -liiketoiminta-segmenttiin. Suunnittelu- ja projektin toteuttamiseen liittyvät palvelut ovat selvästi yhtiön merkittävin tulolähde, mutta täälläkin liikevaihto jakautuu edelleen suuriin CAPEX-hankkeisiin ja ns. ylläpito-investointeihin ("CAPEX sustaining"). Asiakkaiden operatiivisen toiminnan tukeminen on käsityksemme mukaan pienin osa Pöyryn liiketoimintaa, mutta se on jatkuvan luonteensa takia houkuttelevaa liiketoimintaa. Yhtiöllä on paljon pitkiä asiakassuhteita.

## Suurien projektien erikoisosaaja

Pöyryn liiketoimintasegmenttejä yhdistää korkea pääomaintensiivisyys, projektien merkittävä kokoluokka sekä pitkäaikaisuus. Näin ollen Pöyryn liiketoiminta nojaa merkittäviin investointihankkeisiin ja yhtiön asiakkaiden tukemiseen näissä projekteissa. Suurien projektien kompleksisuus kasvaa koko ajan, mikä tarkoittaa jatkuvaa osaamis- ja vaatimustason kasvua.

Historiassa Pöyry on ollut tietyissä projekteissa kokonaistoimittaja ns. avaimet käteen-mallilla, jolloin yhtiö on kantanut myös merkittävää taloudellista riskiä projektien onnistumisesta. Tätä liiketoimintaa Pöyryllä on edelleen, mutta se on arviomme mukaan alle 10 % liikevaihdosta eikä yhtiö tee sopimuksia avoimella kokonaisriskillä vaan riskit ovat aina rajatut. Nykyään Pöyry tekee kokonaistoimituksia käytännössä ainoastaan tiettyihin energialaitoksiin, jotka yhtiö tuntee hyvin ja on konseptoinut ne hyvin tarkasti. Pöyryn projektiriskit ovat siis rajatut.

## Liiketoimintarakenne

Pöyryn liiketoiminta perustuu neljään segmenttiin tai liiketoimintaryhmään:

- Teollisuus (38 % 2017 liikevaihdosta)
- Energia (23 %)
- Infra, Vesi ja Ympäristö (26 %)
- Liikkeenjohdon konsultointi (13 %)

Emoyhtiö Pöyry Oyj on vastuussa mm. strategian kehittämisestä ja sen toimeenpanon valvonnasta, rahoituksesta, synergiaetujen toteuttamisesta sekä toiminnan koordinoinnista.

# Yhtiökuvaus 2/3

## Energia-liiketoimintaryhmä

Energia-liiketoimintaryhmä tarjoaa teknisiä neuvonanto-, suunnittelu-, valvonta- ja projektinhallintapalveluja. Yhtiön globaaleihin painopistealueisiin kuuluvat vesivoima, lämpövoima, ydinvoima, uusiutuva energia sekä sähkön siirto ja jakelu. Pöyry on energiasektorilla yksi johtavista suunnittelu- ja konsulttiyhtiöistä. Yhtiöllä on pitkä historia energiasektorilla ja se on ollut mukana toteuttamassa yli 100 GW:n tuotantokapasiteettia globaalisti, kun maailman tuotantokapasiteetti on käsityksemme mukaan kokoluokassa 6500 GW.

Näkemyksemme mukaan yhtiön palvelut keskittyvät erityisesti lämpövoimaan ja vesivoimaan, joissa projektit ovat suuria, yhtiöllä on vahva osaamispohja ja merkittäviä referenssejä. Uusiutuvassa energiassa yhtiö on arviomme mukaan erityisen vahva metsäsektorin ”liitännäisissä” (esim. sellutehtaan ylijäämäenergia), mutta esimerkiksi aurinkoenergia on suhteellisen suoraviivaista eivätkä suuretkaan projektit aiheuta paljon konsultointityötä. Sähkön siirto ja jakelu on sitä vastoin mielenkiintoinen alue sähköntuotannon hajautuessa ja verkkoihin kohdistuvien vaatimuksien kasvaessa. Ydinvoimassa Pöyry on mukana, mutta lähinnä jo olemassa olevien asiakkaiden ja alueiden osalta. Emme näe tätä yhtiölle kasvualueena.

## Teollisuus-liiketoimintaryhmä

Teollisuus-liiketoimintaryhmä tarjoaa koko investoinnin elinkaaren kattavia teknisiä neuvonanto-, suunnittelu-, projektinhallinta- ja toteutuspalveluja prosessiteollisuuden asiakkaille. Pöyry on markkinajohtaja sellu- ja paperiteollisuudesta, mutta merkittäviä projekteja

ja osaamista yhtiöllä on myös kemianteollisuudessa ja biojalostuksessa. Yhtiö toimittaa ratkaisuja monimutkaisiin uusinviestintähankkeisiin sekä olemassa olevien laitosten uudistamisiin. Kaivossektorilla yhtiö on saanut asemaa erityisesti Pohjois-Euroopassa.

Teollisuussektorissa korostuu näkemyksemme mukaan erityisesti Pöyryn poikkeuksellisen vahva asema metsäteollisuudessa. Pöyry perustettiin alun perin metsäsektorin osaamisen varaan ja yhtiö on ollut vuosikymmeniä johtavia asiantuntijoita metsäsektorin projekteissa. Pöyry on esimerkiksi ollut mukana toteuttamassa yhdeksää kymmenestä maailman suurimmista sellutehtaista ja tällä sektorilla sen brändi on erittäin vahva. Tämän takia myös liikkeenjohdon konsultointi on arviomme mukaan tällä sektorilla erityisen vahvaa.

Metsäteollisuuden lisäksi Pöyry on mukana kemianteollisuuden ja biojalostuksen sekä kaivos- ja metalliteollisuuden alueilla. Erityisesti biojalostus on linkissä metsäteollisuuden uudistumiseen ja kemianteollisuudessa on myös vastaavia prosesseja. Sen sijaan kaivossektorilla yhtiön asema on arviomme mukaan hyvä vain erittäin rajatuilla markkinoilla, joihin toiminta on fokusoitunut.

## Infra, Vesi ja Ympäristö-liiketoimintaryhmä

Infra, Vesi ja Ympäristö -liiketoimintaryhmä muodostuu konsultointi- ja suunnittelukokemuksesta liittyen rautateihin, maanteihin, tunneleihin, ympäristökonsultointiin, veteen sekä jätevesiin. Yhtiö tarjoaa infraan, veteen ja ympäristöön liittyviä palveluita Pohjois-Euroopassa sekä Saksassa, Sveitsissä ja Itävallassa. Kyseessä on siis paikallinen tai alueellinen toiminta, johon Pöyry pyrkii toki

yhdistämään globaalia osaamistaan.

Pöyry tarjoaa paikallisesti laajoja suunnittelu- ja konsultointipalveluita väyläinfran, vesi- ja jätehuollon sekä rakentamisen projekteihin. Erityisen vahva yhtiö on arviomme mukaan tunneleissa ja vastaavissa suurissa infrahankkeissa. Vaikka Pöyry on mukana rakentamisessa, on hyvä korostaa, ettei yhtiö ole mukana varsinaisella rakennussektorilla toimitiloissa tai asunnoissa. Tämä erottaa yhtiön sen pääkilpailijoista (erityisesti Sweco), ja tekee yhtiöstä vähemmän syklisen.

Veden puhdistus vaatii jälleen merkittävää prosessiosaamista, minkä lisäksi suolan poistaminen (meri)vedestä vaatii merkittävää energiaosaamista. Nämä linkittyvät siis Pöyryn ydinalueisiin, mutta alueilla on myös erittäin mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia puhtaan veden yhä kasvavan merkityksen takia.

Ympäristöasiat ovat myös sidoksissa kaikkiin ison skaalan hankkeisiin niin energiassa kuin teollisuudessa, ja niiden merkitys korostuu koko ajan. Näemme tämän kuitenkin Pöyryn kannalta enemmän tärkeänä tukitoimintona kuin omana merkittävänä liiketoimintamahdollisuutena. Erityistä kilpailuetua emme sektorilla näe.

## Liikkeenjohdon konsultointi-liiketoimintaryhmä

Liikkeenjohdon konsultointi -liiketoimintaryhmä tarjoaa strategisia neuvonantopalveluja pääoma- ja resurssivaltaisille toimialoille maailmanlaajuisesti. Pöyryn asiantuntemus perustuu vahvaan markkinatuntemukseen ja kvantitatiivisiin malleihin sekä syvälliseen sektorikohtaisten strategioiden ja teknologioiden ymmärtämiseen.

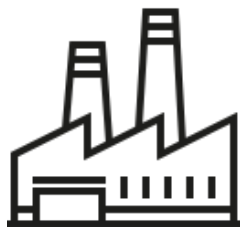
# Pöyryn liiketoiminta-alueet ja palvelut

## Energia



- Pöyry on ollut luomassa yli 100 GW vesivoimaa (suunnitellut 1/8 suurista padoista)
- Merkittävää osaamista lämpövoimaloissa
- Globaali energiantarve on varsin tasaisesti kasvava, joskin voimalaitosinvestointien ajoitukset voivat vaihdella

## Teollisuus



- Pöyry on markkinajohtaja metsäteollisuudessa (sellu, paperi & kartonki)
- Suunnitellut 80 % maailman suurista sellutehtaista
- Merkittävää prosessiosaamista voidaan käyttää myös kemikaaleissa ja biojalostamoissa

## Infra



- Useita referensseja tunneleissa ja muutoin tie- ja raidehankkeissa
- Tehnyt yli 3000 ympäristö due diligence-prosessia viimeisen vuosikymmenen aikana
- Vedenpuhdistus-osaamista, joka yhdistää energia- ja prosessiosaamisen

## Konsultointi



- Metsäteollisuudessa Pöyry on erinomaisessa asemassa strategisessa neuvonannossa
- Lisäksi yhtiö on Euroopan suurin energiakonsultti
- Globaalin osaamisen ja merkittävien referenssien hyödyntäminen suurissa projekteissa

Projektin elinkaari

Strateginen neuvonanto

Suunnittelu

Projektien toteutus

Operatiiviset tukipalvelut

Pöyryn palveluita



Pöyryn mahdollinen rooli

*Johdon konsultointi suurissa investoinneissa*

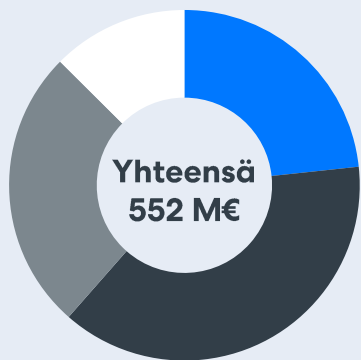
*Projektin suunnittelu ja selvitystyöt*

*Projektin johto ja kokonaisuuden hallinta*

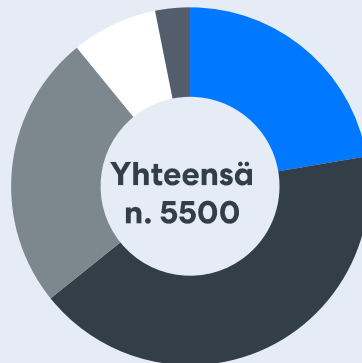
*Prosessin tehostaminen ja optimointi*

# Liiketoimintarakenne avainlukujen pohjalta

Liikevaihdon jakautuminen (2017)



Henkilöstö (H1'18 lopussa)

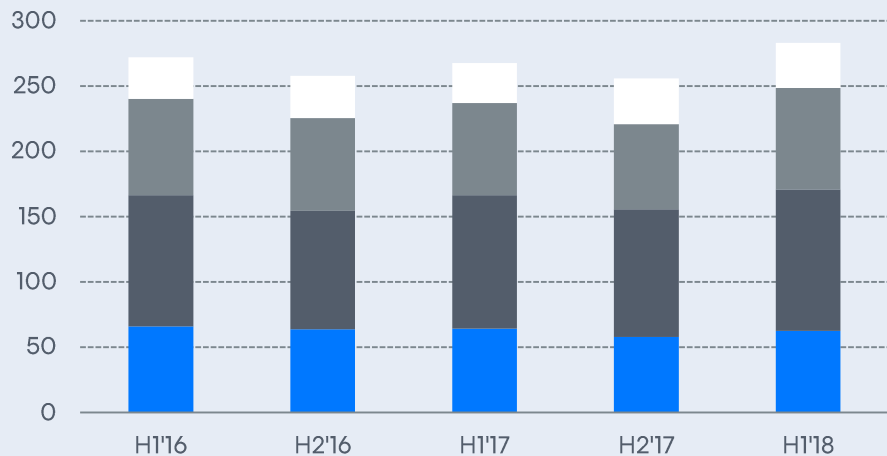


Liiketuloksen jakautuminen (2017)

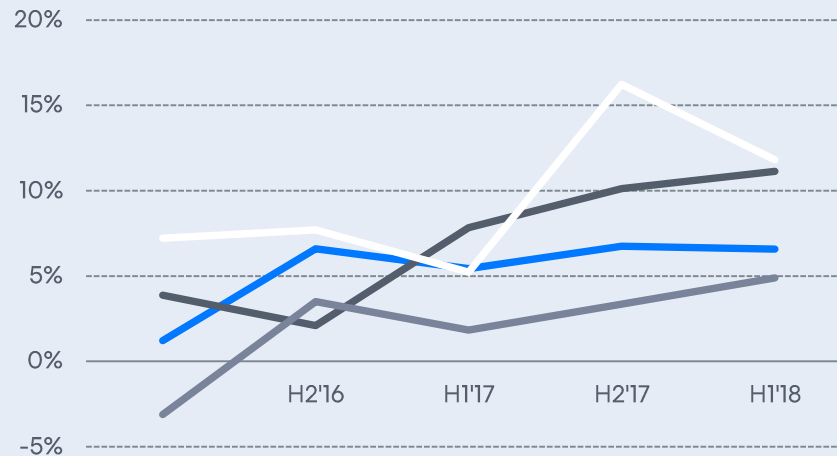


■ Energia   ■ Teollisuus   ■ Infra, Vesi ja Ympäristö   ■ Liikkeenjohdon konsultointi   ■ Kohdistamaton

Liikevaihdon jakauma (MEUR)



Oik. liiketulosmarginaali (%)



# Yhtiökuvaus 3/3

## Organisaatorakenne

Pöyry on kansainvälinen yhtiö, ja yhtiöllä on nykyään noin 115 toimistoa yhteensä noin 40 maassa. Selvästi suurimmat toiminnot yhtiöllä on Pohjoismaissa, Keski-Euroopassa (Saksa, Itävalta ja Sveitsi), Brasiliassa sekä Thaimaassa. Vakituisen henkilöstön puolesta Pöyryn suurimmat maat ovat:

- Suomi (noin 1700 työntekijää)
- Ruotsi (550)
- Saksa (550), Sveitsi (400) ja Itävalta (250)
- Brasilia (350)
- Thaimaa (250)

Pohjoismaat ovat Pöyrylle ydinaluetta jo historiallisista syistä. Metsäteollisuus on erittäin merkittävä teollisuudenala Suomessa ja Ruotsissa, ja näitä voidaan pitää yhtiön ydinalueina. Käsitksemme mukaan metsäteollisuus sekä suuret sellutehtaat ovat luoneet pohjan myös Brasilian liiketoiminnalle. Brasilian taloudellinen kehitys on ollut heikkoa viime vuosina, mutta poliittisten ongelmien lisäksi Brasiliassa on myös laaja potentiaali.

Keski-Euroopassa Pöyryn asema on rakentunut monien yritystostojen kanssa, joista suurin on 1990-luvulla ostettu Elektrowatt. Yhtiön Energia-liiketoiminta on Keski-Euroopassa vahvaa, ja aikaisempi kaupunki-liiketoiminta oli keskittynyt Keski-Eurooppaan. Keski-Euroopan vahvuuksiin kuuluu myös tunneli-, raide- ja tieosaaminen.

Thaimaa on Pöyrylle selkeä Aasian solmukohta, jonne yhtiö keskittänyt omia toimintojaan. Thaimaan kautta liiketoimintaa johdetaan Intiassa,

Indonesiassa, Malesiassa, Filippiineillä, Vietnamissa ja monissa muissa maissa. Poikkeuksia ovat Kiina, jota johdetaan Suomesta, ja Saudi-Arabia, jota johdetaan Sveitsistä.

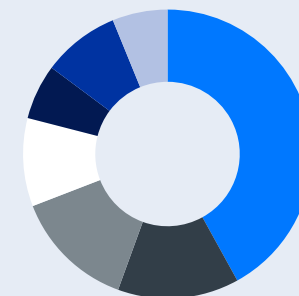
Yhtiön organisaatorakenne vaikuttaa suhteellisen järkevältä, mutta kansainvälinen verkosto aiheuttaa toki myös merkittäviä kiinteitä kuluja. Tämä oli näkemyksemme mukaan yksi suurista ongelmista, kun yhtiön palveluiden kysyntä laski pidemmäksi ajaksi. Nyt yhtiöllä on kuitenkin toimiva toiminnanohjausjärjestelmä (ERP), minkä avulla näkyvyys eri toimintoihin on nyt paljon parempi.

## Oikeuskiistat ovat olleet osa liiketoimintaa

Pöyryn liiketoimintaan on kuulunut oikeustaistelut ja riita-asiat. Tälläkin hetkellä yhtiöllä on käynnissä oikeustoimia, vaikka riita-asiat ovat vähentyneet viime vuosina. Projektiliiketoiminnan luonteeseen kuuluu, että osaan projekteista kohdistuu erityisiä toteuttamiseen liittyviä haasteita ja riskejä. Osassa näistä projekteista asianomaiset tytäryhtiöt ovat osallisina riitaisuuksissa ja oikeudenkäynneissä, joiden lopputulos ja päätösten aikataulu ovat epävarmoja. Pöyryn johto on vahvasti sitoutunut ratkaisemaan kyseiset haasteet, ja niiden kehitystä tarkastellaan ja arvioidaan säännöllisesti yhtiön riskienarviointiprosessien mukaisesti.

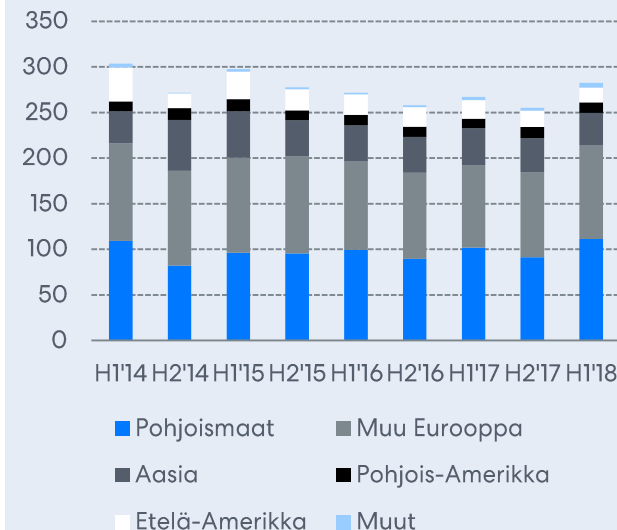
Kesällä 2018 Pöyry pääsi sovintoon koskien entisen Kaupunki-liiketoimintaryhmän projekteja. Sovinnot koskevat tehtyä maksamatonta työtä, projekteihin liittyviä lisätöitä ja viivästyskorkoja. Tulosvaikutus jakautuu liiketulokseen, rahoitus-tuottoihin ja veroihin. Sovintojen seurauksena Pöyryn tilikauden tulos kasvaa noin 14 MEUR ja osakekohtainen tulos paranee n. 0,24 euroa.

## Henkilöstön jakauma



- Suomi
- Ruotsi
- Saksa
- Sveitsi
- Itävalta
- Brasilia
- Thaimaa

## Liikevaihdon jakauma (MEUR)



# Taloudellinen kehitys 1/2

## Yhtiö on onnistunut kääntämään suunnan

Pöyryllä oli finanssikriisiin asti pääasiassa vahva kannattavan kasvun track-record, mutta tämän jälkeen yhtiö ajautui merkittäviin vaikeuksiin. Tämä näkyy hyvin alla olevissa graafeissa, joissa on esitetty Pöyryn avainlukuja koko sen pörssihistorian ajalta. Graafeista näkyy myös Pöyryn liiketoimintaan liittyvä syklisyys, mikä on kriittinen tekijä sijoittajien kannalta.

## Fokus katosi pitkällä nousukaudella

Vaikka Pöyryn kasvutarinassa oli kauneusvirheitä, yhtiön kehitys oli kuitenkin vuosina 1997-2008 todella vakuuttavaa. Yhtiön liikevaihto kasvoi keskimäärin 12,8 % vuosittain (CAGR-%). Kasvu oli myös kannattavaa, ja osakekohtainen tulos kasvoi jaksolla keskimäärin 17,9 % (CAGR-%). Kasvu hyytyi väliaikaisesti teknokuplan puhkeamisen jälkeen 2000-luvun alussa, mutta ns. teollisuuden supersykliissä Pöyryn vauhti kiihtyi erinomaiseksi. Todellisuus paljastui kuitenkin julkasti sen jälkeen, kun koko investointimarkkina käytännössä jäätty finanssikriisin jälkeen 12-18

kuukaudeksi. Tämä heijastui Pöyryn liikevaihtoon, mutta erityisen voimakasta lasku oli liikevoitossa koska kannattavuus heikentyi liikevaihdon laskua nopeammin.

Jälkeenpäin on helppo sanoa, ettei Pöyryn kasvu ollut kestäväällä pohjalla. Yhtiö teki nousukaudella 1995-2008 noin 150 yritysostoa, joiden integrointi oli heikkoa. Yritysostojen joukkoon osui merkittäviä epäonnistumisia ja ne on myöhemmin divestoitui, mikä on ollut yksi syy käänteeseen hitauteen. Kasvussa myös kulurakenne nousi kestävämmän korkeaksi ja näkyvyys koko konsernin toimintoihin muuttui todella heikoksi. Pöyry oli laaja kokoelma yksiköitä, joista monien taloudellinen tilanne oli heikko. Silti yhtiö pystyi pääosin hyviin tuloksiin ydinliiketoiminnassaan.

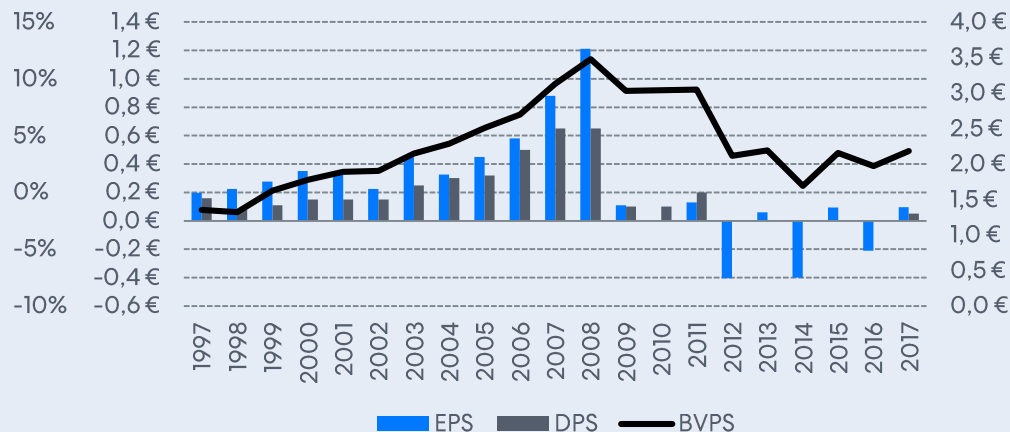
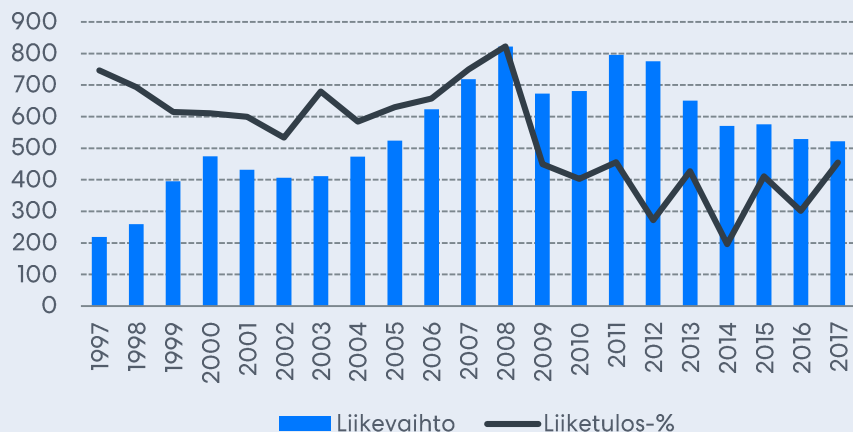
## Finanssikriisin jälkeen ongelmat paljastuivat

Finanssikriisin alkaessa Pöyryllä oli suhteellisen vahva tilauskanta (2008: 539 MEUR), joka tarjosi surkeaksi muuttuneessa markkinatilanteessa tukea ja näkyvyyttä. Vaikka heikommat liiketoiminnat painoivat edelleen kannattavuutta,

metsäteollisuudessa Pöyry sai suuria projekteja. Vuonna 2011 tilanne vaikutti jo paranevan, mutta tässä vaiheessa eurokriisi oli jo käynnissä ja heikensi markkinatilannetta edelleen. Liikevaihdon lasku vaikeutti edelleen sekavassa tilanteessa olleen konsernin kannattavuutta, ja hiljalleen tuli selväksi, että tilanteen oikaisemiksi vaadittaisiin merkittäviä rakennemuutoksia.

## Suuri laiva kääntyi hitaasti

Vuonna 2012 Pöyry aloitti muutosohjelman, jossa konsernirakennetta muutettiin voimakkaasti, toimintoja yksinkertaistettiin ja henkilöstöä vähennettiin. Kriisitilanteessa päätökset keskitettiin konsernijohtolle, jonka näkyvyys liiketoiminnan kehitykseen palasi Pöyryn muuttuessa jälleen hiljalleen yhdeksi yhtenäiseksi yhtiöksi. Pahimmat tappiopesäkkeet saatiin hoidettua, mutta liikevaihtokehitys oli kuitenkin heikkoa ja tulos pysyi pitkään surkealla tasolla. Tiukan ajanjakson jälkeen liiketoiminnan pohja saatiin kuitenkin kuntoon, ja hiljalleen pystyttiin jälleen keskittymään myös yhtiön pitkän aikavälin kehittämiseen.



# Taloudellinen kehitys 2/2

## Uusi aika alkoi vuonna 2016

Pöyryn liiketoiminnan kannattavuus kääntyi hiljalleen, kun heikot liiketoiminnat saatiin karsittua ja kulurakenne saatiin painettua jälleen kilpailukykyiselle tasolle. Vaikka käänteen pohja luotiin jo aikaisemmin, näkemyksemme mukaan uuden ajan alku voidaan asettaa vuoden 2016 alkuun.

Martin à Porta aloitti Pöyryn toimitusjohtajana 1.1.2016, mikä päätti Alexis Friesin toimitusjohtaja kauden. Friesin epäkiitollisena tehtävänä oli siivota historialliset virheet ja saneerata, mitä toki Porta joutui myös pienemmässä mittakaavassa vielä jatkamaan. Samalla alettiin kuitenkin myös luomaan pohjaa tulevaisuuden kasvulle. Operatiivisesti vuosi 2017 oli Pöyrylle jo kohtuullinen, mutta selkeä tuloskäänte nähtiin vasta vuonna 2018. Tässä auttoi toki myös merkittävästi piristynyt markkinatilanne.

## Johto teki merkittäviä sijoituksia yhtiöön

Pöyryn ylin johto sijoitti syyskuussa 2017 yhteensä noin 2 MEUR omia varojaan yhtiön osakkeisiin. Tämä oli vahva positiivinen signaali luottamuksesta ja sitoutumisesta, sillä summat olivat henkilöille merkittäviä. Omistajuuden kulttuuri on yhtiön mukaan osa muutosohjelmaa, joka kannustaa sisäiseen yrittäjyyteen ja vastuunottoon yhtiön tulevaisuudesta.

## Myös tasetta on saatu vahvistettua

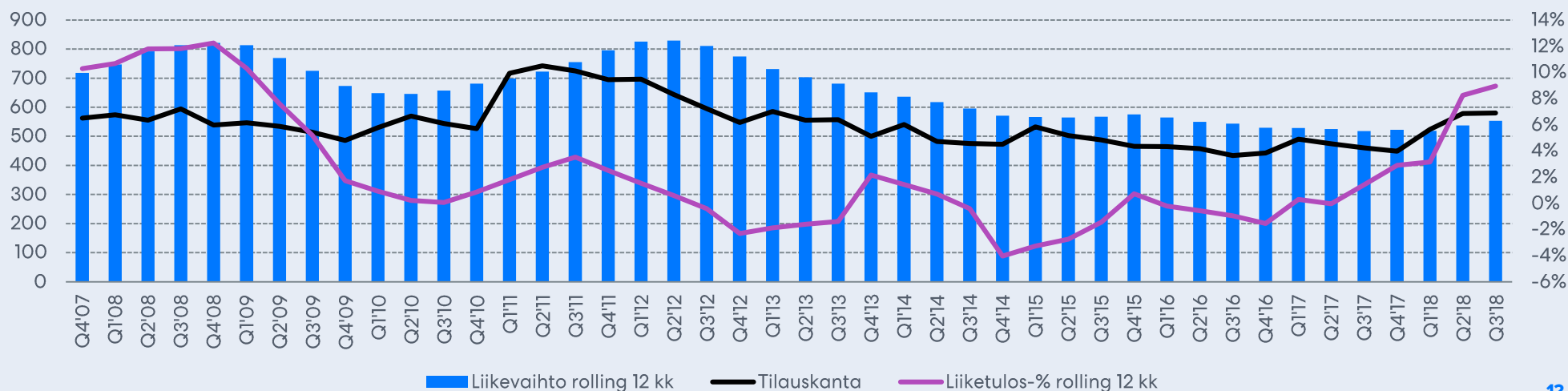
Pöyryn pitkä heikko taloudellinen kehitys jätti jälkensä myös taseeseen. Pöyry laski vuoden 2015 lopussa liikkeeseen 30 MEUR:n hybridilainan. Lainan korko on kiinteä 7,50 % 25.11.2019 saakka, minkä jälkeen korko muuttuu vaihtuvaksi. Hybridilainalla ei ole eräpäivää, mutta yhtiöllä on oikeus lunastaa se takaisin tietyin edellytyksin neljän vuoden kuluttua liikkeeseenlaskupäivästä eli samaan aikaan, kun

korko muuttuisi vaihtuvaksi. Hybridilaina on laina, joka on muita velkasitoumuksia heikommassa asemassa. Sitä käsitellään konsernin IFRS-tilinpäätöksessä omana pääomana. Hybridilainan haltijalla ei ole osakkeenomistajalle kuuluvia oikeuksia, eikä hybridilaina laimenna nykyisten osakkeenomistajien omistuksia.

## Pöyryllä oli haasteita myös osajien parissa

Arviomme mukaan Pöyry kärsi vaikeina vuosina myös "aivovuodosta" eli useat halutut työntekijät siirtyivät kilpailijoille, joiden taloudellinen kehitys ja kasvunäkymä olivat houkuttelevampia ja joiden henkilöstöpolitiikka oli houkuttelevampaa. Käsityksemme mukaan tilanne on nykyään tässä suhteessa paljon parempi, ja Pöyry nähdään jälleen kilpailukykyisenä ja houkuttelevana työpaikkana. Tämä luo pohjaa myös tulevalle kasvulle, sillä työnantajaprofiili on toimialalla tärkeä kilpailutekijä.

Pöyryn pitkän aikavälin talouskehitys avainlukujen rullaavien keskiarvojen avulla tarkasteltuna (MEUR, %)



# Sijoitusprofiili 1/2

## Tulos on käännetty, seuraavaksi on pystyttävä kasvamaan kannattavasti

Pöyryn sijoitusprofiili on mielestämme toistaiseksi käänneyhtiö. Pitkän korpivaelluksen jälkeen yhtiön sai tuloksensa jälleen oikealle kehityskaarelle ja tuloskäänte on jo vahvalla pohjalla. Kannattavuuden kääntämisen taustalla on määrätietoista työtä yhtiön organisaatio- ja kukturakenteen parantamisen eteen. Seuraavana edessä on liikevaihdon saaminen takaisin kasvu-uralle, mikä mahdollistaa sekä kannattavuuden nostamisen edelleen uudelle tasolle että yhtiön pitkän aikavälin positiivisen kehityksen.

Toimialalla on tiettyjä skaalautuja ja suurien yhtiöiden kannattavuudet ovat pieniä parempia. Lisäksi kasvu on kriittinen tekijä henkilöstön kannalta, koska se avaa uusia mahdollisuuksia (supistuvalla liikevaihdolla käänteinen vaikutus).

## Sijoitusprofiilia leimaa myös sykliisyys

Mielestämme sijoittajien kannalta kriittistä on myös Pöyryn sykliisyys. Liiketoiminta ei ole pelkästään suurien investointiprojektien varassa, mutta investointisyklillä on yhtiöön erittäin suuri vaikutus. Näkemyksemme mukaan Pöyry on jälkisyklinen, eli sen tilanne on parhaimmillaan taloussyklin loppuvaiheessa, johon suuret investoinnit yleensä ajoittuvat. Koska nykyinen noususykli on jo ennätyksellisen pitkä ainakin joillain markkinoilla, mielestämme sijoittajien on perusteltua olla huolissaan tilanteesta.

Vaikka kysyntä on syklistä, Pöyryllä on moniin muihin yhtiöihin nähden vahva ja pitkä tilauskanta. Mielestämme finanssikriisin tapainen markkinan täydellinen jäätyminen on erittäin epätodennäköistä, eikä myöskään noususykli ole ollut synkronoitu Pöyryn päämarkkinoiden kohdalla (esim. Brasilian heikkous).

Pöyry lähtee seuraavaan laskusykliin yhtiönä selvästi paremmassa kunnossa kuin esimerkiksi finanssikriisiin. Tase on vahvistunut merkittävästi (joskin se sisältää hybridilainan) ja operatiivisesti toiminta on saatu aivan eri tasolle. Yhtiön läpiviemä ERP-projekti paransi merkittävästi läpinäkyvyyttä liiketoimintoihin ja mahdollistaa nopean puuttumisen mahdollisiin ongelmiin. Syklin kääntyminen on merkittävä riski Pöyryn tuloskasvun kannalta, mutta yhtiön jatkuvuuden kannalta se ei mielestämme sitä enää ole.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Pöyryn keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Tuloskasvu:** Pöyryn orgaanisen kasvun mahdollisuudet ovat hyvät, mutta riippuvaisia markkinoiden kehityksestä. Viime vuosina yhtiön fokus on ollut heikon kannattavuuden korjaamisessa, mutta tämä on muuttumassa. Pöyryllä on potentiaalia kannattavuuden parantamiseen strategian edistymisen ja konsernikulujen skaalautumisen kautta. Merkittävät parannukset 2018-tasolta (oikaistu liikevoittomarginaaliennuste 7,5 %) vaativat kuitenkin jo liikevaihdon kasvua. Pöyry etenee tällä hetkellä oikeaan suuntaan ja olemme luottavaisia positiivisen tuloskehityksen jatkumisen suhteen, ellei markkinatilanne muutu merkittävästi.
- **Vahvat megatrendit:** Pöyryn liiketoiminnan taustalla on merkittäviä megatrendejä, jotka pitävät toimialan kysynnän kasvussa (yli syklien). Näitä ovat mm. ilmaston muutos, rajallisten resurssien tehokkaampi käyttö, kaupungistuminen, energian jatkuvasti kasvava tarve, digitalisaatio ja biotalous. Lisäksi maailmasta muodostuu koko ajan monimutkaisempi eli kompleksisuus kasvaa,

mitä Pöyryn kaltaisten yhtiöiden täytyy pystyä hallitsemaan kilpailukykyisesti.

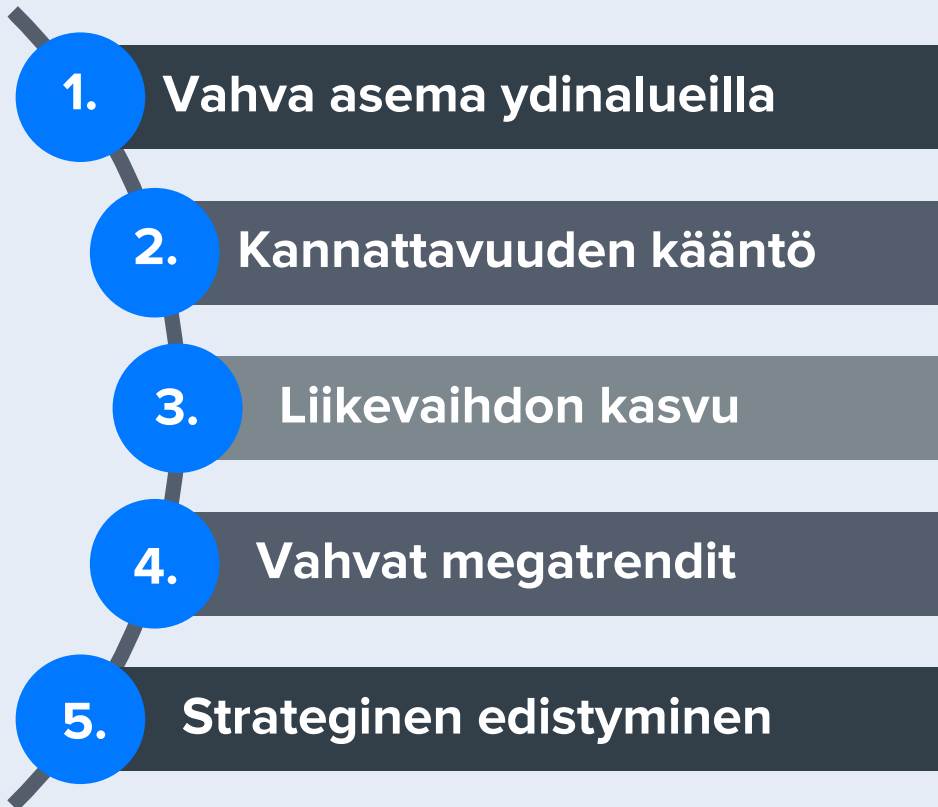
- **Matala pääoman tarve:** Pöyryn liiketoiminta sitoo suhteellisen vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat pieniä. Yhtiön tilauskannan kasvu tarkoittaaakin yleensä ennakkomaksuja ja kassan vahvistumista. Tämä mahdollistaa korkean pääoman tuoton.

## Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariskit:** Pöyryn palveluiden kysyntä on riippuvaista sen asiakkaiden tilanteesta ja investoinneista. Asiakasyhtiöiden kysyntä on monilla sektoreilla syklistä, mikä tarkoittaa kysynnän vaihtelua. Nyt markkina on ollut pitkään vahva, mikä on tukenut Pöyryä.
- **Projektiriskit:** Suuriin projekteihin liittyy aina epävarmuutta, mutta viime aikoina Pöyry on pystynyt hallitsemaan niitä varsin hyvin.
- **Jatkuva riitely:** Pöyryn liiketoimintaan on ainakin viime vuosina kuulunut oikeustoimet ja erimielisyydet asiakkaiden kanssa. Käsityksemme mukaan riskit ovat hallinnassa ja pidämme todennäköisempänä, että nykyiset kiistat tuovat Pöyrylle positiivista kassavirtaa. Silti jatkuvat kiistatilanteet aiheuttavat päänvaivaa yhtiölle ja sijoittajille.
- **Liikearvo:** Pöyryn taseen suurin riski on mielestämme liikearvo (H1'18: 118 MEUR), mikä on huomattava suhteessa omaan pääomaan (H1'18: 154 MEUR). Pidämme oleellisen alaskirjauksen riskiä kuitenkin pienenä.

# Sijoitusprofiili 2/2



## Potentiaali

- Kasvanut tilauskanta antaa kohtuullisen näkyvyyden
- Liikevaihdon kasvu
- Kannattavuus skaalautuu osittain kasvun mukana
- Liiketoiminnan matala pääomantarve, merkittävät ennakkomaksut
- Hyvä pääoman tuotto

## Riskit

- Markkinoiden heikentyminen
- Projektiriskit ovat osa yhtiön liiketoimintaa
- Kilpailun oleellinen kiristyminen
- Taseen liikearvo
- Osakekurssiin on jo ladattu tulokasvu-odotuksia

# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso Korkea riskitaso



Inderesin arvio Pöyryn liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Pöyryn strategiset elementit

Pöyryllä ei ole viime vuosina ollut varsinaista julkistettua strategiaa, koska yhtiön johto on keskittynyt muutosohjelman läpivientiin suhteellisen akuutin taloudellisen tilanteen takia. Muutosohjelmalla pyrittiin korjaamaan Pöyryn DNA ja kulttuuri, missä onnistuminen näkyi viime vuosien tulokehityksessä ja muissa mittareissa kuten henkilöstön tyytyväisyys. Olemme esittäneet muutosohjelman rungon seuraavalla sivulla.

Pöyryn strateginen kehitys kuitenkin perustuu yhtiön mukaan seuraaviin strategisiin elementteihin, jotka muodostavat yhtiön mukaan ohjaavan perustan tulevaisuuden kasvulle.

**1. Tavoitteena tulokset.** Tulostavoitteellisuus merkitsee Pöyrylle kaiken tekemisen optimointia. Yhtiö pyrkii huomioimaan asiakkaiden tarpeet ja räätälöimään palvelunsa niin, että ne vastaisivat tavoitteita ja auttaisivat asiakkaita maksimoimaan investointien tuottotavoitteet.

**2. Palvelut asiakkaan koko elinkaaren.** Pöyry pystyy tarjoamaan palveluja strategisesta liikkeenjohdon konsultoinnista projektien toteutukseen ja toiminnan tukeen, projektin koosta riippumatta.

**3. Paikallinen toiminta.** Laajan paikallisverkoston kautta yhtiö pyrkii kestäviin asiakassuhteisiin ja tarjoamaan laajan valikoiman palveluita, joissa huomioidaan paikalliset olosuhteet ja markkinoiden vaatimukset. Alueelliset toiminnot toteuttavat tuhansia pieniä ja keskisuuria toimeksiantoja vuosittain.

**4. Globaalit osaamisalueet.** Pöyry pyrkii

ydinalueillaan olemaan yhteistyökumppani, joka voi taata suurten ja monimutkaisten projektien toteutuksen. Globaaleilla osaamisalueilla asiantuntijoilla täytyy olla maailmanluokan konsultointi- ja suunnitteluosaamista ja uusin tietämys ympäri maailmaa.

**5. Globaali ja paikallinen yhteistyössä.** Pöyryn asiantuntijat toimivat yhtenä tiiminä ja yhteistyössä yli maantieteellisten rajojen, jolloin tarkoituksena on yhdistää globaali asiantuntemus ja paikallistuntemus.

## Strategiset fokusalueet

Pöyryn väljään strategiaan tuo enemmän konkretiaa yhtiön valitsemat fokusalueet, joilla yhtiö haluaa olla globaalisti paras. Yhtiön minimivaatimus on olla kärkikolmikossa kaikilla toiminta-alueilla sekä globaalisti että paikallisesti. Ydinalueilla, eli metsäteollisuudessa ja energiateollisuuden valituilla alueilla, yhtiö haluaa olla globaalisti johtavassa asemassa.

**Metsäteollisuudessa** Pöyry haluaa turvata johtavan markkina-asemansa. Pöyry on historiallisesti tunnettu erityisesti metsäteollisuuden osaamisesta (sellu, paperi- ja kartonki ja nykyään myös biotalous) ja yhtiö on edelleen sektorilla markkinajohtaja. Tämän aseman Pöyry haluaa säilyttää (tai vahvistaa edelleen), ja metsäsektori on kaikissa muodoissaan Pöyryn fokus- ja vahvuusalueita.

**Energiassa yhtiö keskittyy vesi- ja lämpövoimaan.** Energia-liiketoiminnassa yhtiö panostaa erityisesti vesivoimaan, jossa yhtiöllä on paljon osaamista sekä Pohjoismaista että Keski-Euroopan markkinoilla. Vesivoimasta erityisen mielenkiintoiseksi tekee se, että se on päästötöntä ja sitä voidaan käyttää myös

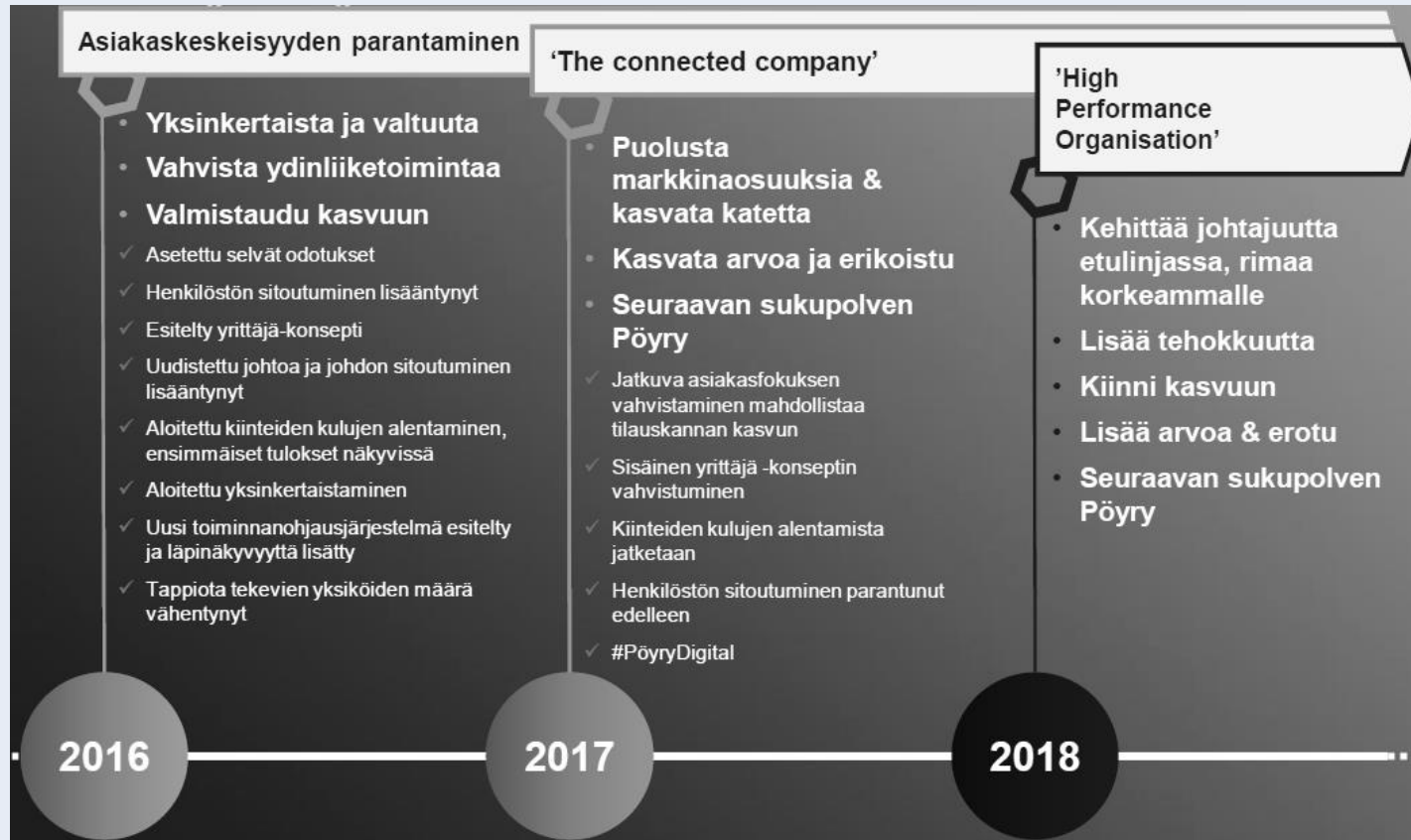
säästövoimana energiantuotannon yleisesti hajautuessa. Molempien tekijöiden merkitys korostuu koko ajan ja on tulevaisuudessa kriittistä.

Pöyrylle mielenkiintoisin markkina-alue on käsityksemme mukaan Keski- ja Kaakkois-Aasia, jossa on merkittävää vesivoimapotentiaalia ja koko ajan kasvava energiantarve. Suuret projektit keskittyvätkin todennäköisesti tulevaisuudessa kehittyville markkinoille, kun kehittyneillä markkinoilla, kuten Euroopassa, fokus siirtyy erityisesti sähköverkkoihin ja niiden kasvaviin vaatimuksiin (hajautettu energiantuotanto, vaihtelun aiheuttamat virtapiikit ja sähkön ”varastointi”). Lisäksi energiasektorilla yhtiö keskittyy lämpövoimaan.

**Infraassa fokus on liikenteessä, myös veden käsittelyyn panostetaan.** Infrastruktuurissa Pöyryn fokus on liikenteessä (raide- ja tieinvestoinneissa) ja erityisesti tunneleissa. Kaupungistuminen ja väestötiheyden kasvaminen tarkoittavat ennen pitkään joko kaupunkien korkeuden kasvattamista (korkeampia rakennuksia) tai maanalaista laajentumista (tunneleita). Usein nämä kehittyvät käsi kädessä, koska esimerkiksi pilvenpiirtäjät vaativat erilaisia ratkaisuja myös maan alla, jotta liikenne saadaan järjestettyä järkevästi. Lisäksi infra tuo Pöyrylle paikalliselle tasolle tarvittavaa volyyymia, ja on suhteellisen defensiivistä.

Lisäksi tämän sektorin sisällä Pöyry keskittyy vedenpuhdistukseen kaupunkien vesijärjestelmissä sekä suolan poistamiseen merivedestä. Tämä on pitkällä tähtäimellä erittäin mielenkiintoinen alue puhtaana juomaveden saatavuuden ollessa yhä suurempi ongelma globaalisti.

# Pöyryn muutosohjelman runko



## **Inderesin kommentti:**

*Pöyry käynnisti vuonna 2016 merkittävän muutosohjelman, joka on edennyt toistaiseksi pitkälti johdon suunnitelmien mukaisesti.*

*Ohjelman tarkoituksena ei ollut pelkästään kääntää aikaisempi surkea tuloskehitys, vaan myös muuttaa organisaation DNA ja kulttuuri.*

*Ohjelman edistyminen on heijastunut myös taloudelliseen kehitykseen, mikä kasvattaa merkittävästi luottamusta yhtiöön. Luottamusta vahvisti myös yhtiön johdon syksyllä 2017 tekemät merkittävät sijoitukset yhtiön osakkeisiin.*

*Odotamme Pöyryltä strategian ja taloudellisten tavoitteiden päivitystä vuonna 2019, mahdollisesti virallisen yhtiökokouksen yhteydessä*

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

## Yhtiöllä on myös muita ”avauksia”

Pöyryllä on myös ”perinteisten” toimialojen ulkopuolella mielenkiinnon kohteita, joissa yhtiö hakee vahvaa asemaa tulevaisuudessa. Ne ovat luonteelta nousevia teknologioita tai raaka-aineita, joilla voi olla merkittäviä vaikutuksia kehitykseen pitkällä aikavälillä. Yksi tämänkaltaisista mahdollisuuksista on grafeeni, jota käsittelemme esimerkkinä asiantuntija-alan monimuotoisuudesta. Tällä hetkellä sen merkitys Pöyrylle on pieni, mutta nykyisestä pienestä osaajien ryhmästä voi tulla joskus merkittävä liiketoiminta (ei ennusteissa mukana).

Grafeeni koostuu yhdestä kerroksesta toisiinsa sitoutuneita hiiliatomeja. Grafeeni on hiilen allotrooppinen muoto, joka koostuu kerroksesta toisiinsa sitoutuneita sp<sup>2</sup>-hybridisoituneita hiiliatomeja. Grafeeni on erittäin vahva aine ja yksi sen mielenkiintoisista ominaisuuksista on erittäin hyvä sähkönjohtavuus, minkä lisäksi se on myös erittäin valoaläpäisevää ja johtaa hyvin myös lämpöä. Grafeenin monipuolisten ominaisuuksien vuoksi grafeenista tulee

mahdollisesti merkittävä teollisuuden raaka-aine ja sovellukset voivat vaikuttaa laajalti ihmisten arkielämään. Grafeenia tullaan käyttämään elektroniikkateollisuudessa, rakennusteollisuudessa, auto- ja ilmailuteollisuudessa, lääketieteessä, elintarviketeollisuudessa ja aseteollisuudessa. Kehittyvien tuotantomenetelmien ansiosta myös aineen hintaa on saatu koko ajan painettua alaspäin.

## Pöyryn kilpailuetu

Yhtiön kilpailuedun voi mielestämme tiivistää seuraavaan kolmeen tekijään:

**Erittäin vahva markkina-asema** tietyillä Pöyryn vahvoilla sektoreilla. Pöyryn osaamista arvostetaan erityisesti metsäteollisuudessa sekä energiasektorin tietyillä alueilla. Esimerkiksi merkittävässä sellutehdas-projekteissa Pöyry on käytännössä aina jotenkin mukana. Tämän aseman ylläpitäminen tekee yhtiöstä ”vaikean ohittaa” merkittävässä hankkeissa ja on vahvuus myös esimerkiksi osaajien rekrytoinnissa. Pidämme yhtiön asemaa myös suhteellisen

kestävänä, vaikka sen ylläpitäminen toki vaatii yhtiöltä jatkossakin onnistumisia.

**Johdon konsultointi** on osittain liitännäinen edelliseen vahvaan asemaan. Pöyry on usein asiantuntijan roolissa asiakkaan strategisesti tärkeissä päätöksissä, mikä antaa yhtiölle erittäin hyvän aseman monilla sektoreilla. Toimivan johdon konsultointi-liiketoiminnan ansiosta Pöyry myös differoiuu markkinalla monista pääkilpailijoista.

**Pitkät asiakassuhteet** johtavien yhtiöiden kanssa luovat jatkuvuutta Pöyryn liiketoimintaan. Asiantuntijoita ei tarvitse myydä jokaiseen projektiin uusina tekijöinä, vaan he voivat toimia tiiviissä yhteistyössä asiakkaiden kanssa. Tämä tietty jatkuvuus on tärkeä tekijä myös yhtiön sijoitusprofiilin kannalta.

**Avainalueilla vahva brändi.** Yleisesti on hyvä huomata, että toimialalla on erittäin vaikea luoda kestävää kilpailuetua ”konkreettisten” tekijöiden varaan. Silti Pöyryllä on 60-vuotias historia ja siinä esimerkiksi brändin merkitys on korkea.

## Pöyryn kilpailuedun ydin (Inderesin näkemys)

### Vahva markkina-asema ydinalueilla



Pöyryn osaamista arvostetaan erityisesti metsäteollisuudessa sekä energiasektorin tietyillä alueilla. Vahva markkina-asema antaa mm. mahdollisuuden olla mukana avainprojekteissa ja ylläpitää osaamista globaalisti.

### Johdon konsultointi



Hyvä asema johdon konsultoinnissa parantaa yhtiön näkyvyyttä, kilpailukykyä ja erottaa yhtiötä kilpailijoista. Yhtiöllä on suora yhteys päätöksentekijöihin ja taustalla oleviin prosesseihin.

### Pitkät asiakassuhteet ja hyvä maine



Pitkät asiakassuhteet johtavien yhtiöiden kanssa luovat jatkuvuutta Pöyryn liiketoimintaan. Pöyryllä on 60-vuotias historia ja erityisesti ydinalueilla hyvä maine ja vahva brändi, minkä merkitys on suuri asiantuntijatoimialalla.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

## Taloudelliset tavoitteet

Pöyry julkisti tällä hetkellä voimassa olevat taloudelliset tavoitteensa maaliskuussa 2017 yhtiökokouksen yhteydessä. Kyseiset tavoitteet on räätälöity yhtiön muutosprosessiin ja yhtiö on kertonut, että taloudellisia tavoitteita tullaan tarkastelemaan uudestaan vuonna 2019. Looginen aika tavoitteiden uudistamiselle voisi olla vuoden 2019 yhtiökokouksen (7.3.2019) yhteydessä. Nykyiset tavoitteet olivat mielestämme hyviä erityisesti yhtiön muutosprosessin johtamiseen, mutta seuraavaksi yhtiö hakenee yleisempiä tavoitteita seuraavalle 3-5 vuoden jaksolle.

- **Liiketulosmarginaali 6-9 %.** Käsitksemme mukaan liiketulosmarginaalitavoitteen haarukka on asetettu niin, että kannattavuuden pitäisi olla syklin ajan 6-9 %:n haarukassa. Toisin sanoen vahvassa kysyntätilanteessa kannattavuuden pitäisi olla 9 %:n tasolla, kun taas heikossa tilanteessa 6 %:n taso olisi tavoitteiden mukainen. Vuonna 2018 oikaistu liiketulosmarginaali tulee olemaan selvästi yli 6 %, ja oma ennustemme on nyt 7,5 %.
- **Sijoitetun pääoman tuotto (ROI) yli 20 %.** Toimialan selkeisiin vahvuuksiin kuuluu perinteisesti korkeat pääomat tuotot, koska liiketoiminta ei sido merkittävästi pääomia (ei tarvetta tehtaalle tai vastaaville). Pöyryn taseessa on kuitenkin 118 MEUR liikearvoa, mikä painaa sijoitetun pääoman tuottoa. Yli 20 %:n ROI vaatii yhtiöltä vähintään kannattavuustavoitteen saavuttamista (ja/tai kasvua) nykyisellä taserakenteella. Vahvan tuloskehityksen ansiosta ROI-tavoite toteutuu

vuonna 2018, vaikka sen laskisi oikaistusta operatiivisesta liiketuloksesta. Mielestämme tavoite on myös pitkällä aikavälillä realistinen, kunhan kannattavuus kestää ja yhtiön taserakenne pysyy järkevänä.

- **Nettovelkaantumisaste alle 50 %.** Pöyryn nettovelkaantuminen on laskenut merkittävästi viime vuosina tulostäänneen myötä. Taseessa oleva 30 MEUR:n hybridilaina, joka lasketaan IFRS:n alla omaksi pääomaksi, parantaa huomattavasti suhdelukua. Jos hybridilaina laskettaisiin puhtaasti korolliseksi velaksi ja samalla poistettaisiin omasta pääomasta, Pöyryn nettovelkaantumisaste olisi arviomme mukaan silti noin -25 % (muutokset tehty H1'18-taseeseen, johon lisätty Q3:n vahva kassavirta). Taseen suhteen tavoite on siis saavutettu selvästi ja vaatisi merkittäviä muutoksia tai esimerkiksi yritysostoja, että tavoitteesta tulisi uudelleen relevantti.
- **Osinkopolitiikka:** Pöyryn tavoitteena on jakaa osinkona vähintään 50 % osakekohtaisesta tuloksesta. Mikäli konsernin velkaantumisaste nousee yli 50 prosenttiin, osingonjakosuhdetta voidaan tarkistaa. Uskomme yhtiön pyrkivän maksamaan kasvavaa osinkoa pitkällä aikavälillä. Pitkän tauon jälkeen Pöyry maksoi tilikaudelta 2017 osinkona 0,05 euroa osakkeelta, mutta tänä vuonna osinko tulee nousemaan jo voimakkaasti.

## Kannattavuustavoite on saavutettu

Pöyryn operatiivinen kannattavuus on noussut viime vuosina kohtuullisen tasaisesti määrätietoisien työn seurauksena, ja viime

neljänneksinä vauhti on kiihtynyt. Q3'18:lla Pöyryn oikaistu liikevoittomarginaali oli 8,1 %, mikä on erinomainen taso vuosien vaikeuksia peilaten. Samalla yhtiön raportoitu liikevoittomarginaali (8,6 %) oli jo lähellä tavoitehaarukan ylälaitaa. Taloussykli on toki tällä hetkellä erittäin hyvä, minkä takia kannattavuuden pitäisikin mielestämme olla lähiaikoina tavoitehaarukan ylälaidassa (9 %).

Ennustamme kannattavuuden parantumisen jatkuvan lähiaikoina, mutta keskeinen tekijä on liikevaihdon kasvu. Orgaaninen kasvu mahdollistaisi kiinteiden kulujen ja osaamisen tehokkaamman skaalautumisen tukien kannattavuutta. Toimialalla kannattavuudet korreloivat yleensä kokoluokan kanssa. Parhaat kannattavuudet löytyvät myös Pohjoismaissa alan suurimmista yhtiöistä, joita ovat Sweco (2017 EBITDA-% 10,7 %) ja ÅF (2017 EBITDA-% 10,0 %).

## Toimialan dynamiikka painostaa kasvuun

Kannattavuuden tietty skaalautuminen ja kilpailuedun keskittyminen suurimpiin yhtiöihin on johtanut toimialan voimakkaaseen konsolidaatioon, jossa Pöyryn täytyy mielestämme olla mukana. Vaikka Pöyry on tietyillä aloilla kuten metsäteollisuudessa jopa globaali markkinajohtaja, on se edelleen suhteellisen pieni toimija jo Euroopan mittakaavassa. Toimialalla suuret ovat menestyneet pienempiä paremmin, minkä takia kasvu on myös Pöyrylle mielestämme kriittistä. Tämän takia odotamme yhtiöltä myös selkeää kasvutavoitetta, kun taloudelliset tavoitteet uusitaan. Samalla kasvua tukevaan rooliin nousevat todennäköisesti myös yritysostot.

# Toimiala ja kilpailukenttä 1/3

## Globaalisti valtava toimiala

Globaali suunnittelu-, projektin johto ja konsultointiala on valtava, mutta voimakkaasti pirstaloitunut. Sen koosta liikkuu paljon erilaisia arvioita, mutta mielestämme Pöyryn kannalta kokonaismarkkinan koko ei ole relevantti. Yhtiön kannalta merkityksellistä on mielestämme sen ydinalueiden koko, ja erityisesti näiden kasvunäkymät ja kilpailutilanne. Pöyry on kokonaismarkkinan kannalta erittäin pieni toimija, mutta kuitenkin ydinalueillaan suhteellisen hyvässä markkina-asemassa.

Käsitlemme tässä raportissa markkinaa pääasiassa ENR:n 16.7.2018 julkaistun raportin pohjalta. ENR kerää vuosittain 225 maailman suurimmalta suunnittelu-yhtiöltä dataa, jonka perusteella se arvioi markkinan ja eri yhtiöiden kehitystä. Vuoden 2017 kyselyyn osallistui 205 yhtiötä. Tiedot ovat yhtiöiden ilmoittamia ja yhtiöiden omien määritelmien mukaisia, joten niihin liittyy tulkinnanvaraisuutta. Käsityksemme mukaan ne antavat kuitenkin yleisesti hyvän kuvan toimialasta ja sen kehityksestä.

ENR:n raportin mukaan 225 suurimman yhtiön yhteenlaskettu liikevaihto oli noin 144 miljardia dollaria vuonna 2017. Kokonaismarkkina on huomattavasti suurempi, koska suurimpien yhtiöiden markkinaosuus on rajallinen. Jos ajattelemme esimerkiksi Suomea, tietonsa ovat käsityksemme mukaan antaneet Suomen markkinoilta suurimmat Pöyry ja Sweco. Näiden markkinaosuus on Suomen markkinalla rajauksista riippuen korkeintaan 50 %. Suuremmilla markkinoilla suhde voi olla erilainen, mutta jotain suuntaa Suomen tilanne todennäköisesti antaa.

## Toimialan kasvunäkymät

Mielestämme toimialan näkymät ovat pitkällä tähtäimellä positiiviset ja pidämme selvänä, että kasvu ylittää pitkällä aikavälillä globaalin bkt:n kasvun. Kasvu ei kuitenkaan tule olemaan tasaista, mikä on nähty myös historiassa. Vuosi 2017 oli sektorille suhteellisen hyvä, mutta sitä edeltävät neljä vuotta olivat vaisuja. Viimeisen vuoden aikana Pöyryn tilauskanta on kasvanut voimakkaasti ja käsityksemme mukaan myös yleinen aktiviteetti on parantunut selvästi.

On vaikeaa arvioida, millaisena kehitys jatkuu lähivuosina. Tällä hetkellä epävarmuutta aiheuttaa protektionismi ja erityisesti kauppasota, mikä vaimentaa yhtiöiden investointeja erityisesti Kiinassa. Samalla osittain samasta syystä valuuttakurssien voimakkaat vaihtelut vaikeuttavat tilannetta erityisesti kehittyvillä markkinoilla ja muut paikalliset haasteet, kuten Brexit (UK-yhtiöt tarvitsevat osin EU-työvoimaa). Lisäksi investointeja voi painaa Yhdysvalloissa nousussa olevat korot, jotka tarjoavat vihdoin pääomamarkkinoilla vaihtoehtoja sijoittajille ja nostavat siten osittain tuottovaatimuksia myös investoinneille.

Teollisuuden ostopääällikköindeksit ovat heikentyneet globaalisti jo merkittävästi, mutta ovat kuitenkin edelleen yleisesti hyvillä tasoilla. Globaali talouskasvu tulee näkemyksemme mukaan hidastumaan ensi vuonna, mutta heikentymisen voimakkuudesta on hyvin erilaisia mielipiteitä ja epävarmuus on korkealla. Talouskasvun hidastuminen tulee arviomme mukaan heijastumaan myös yhtiöiden investointeihin, mutta kokonaisvaikutuksia on vaikea arvioida. Esimerkiksi Kiinan mahdollisesta elvytyksestä on keskusteltu jo pitkään, mutta toistaiseksi toimenpiteet ovat olleet maltillisia.

Olemme lähivuosien markkinakehityksen suhteen varovaisia, mutta emme toisaalta tällä hetkellä näe mitään perusteita sille, että toimialan kysyntä laskisi merkittävästi tai jäätyisi kokonaan kuten finanssikriisin jälkeen.

## Taustalla on vahvoja megatrendejä

Pidemmällä aikavälillä näkymät ovat kuitenkin positiiviset, sillä kasvava kompleksisuus vaatii koko ajan lisää eri alojen asiantuntemusta. Pöyry on itse avannut pitkän aikavälin näkymiä merkittävien megatrendien kautta. Näitä ovat:

- **Ilmastonmuutos**, jonka takia energian tuotantoa täytyy siirtää fossiilisista uusiutuviin energialähteisiin (kuten vesivoima)
- **Energia- ja resurssitehokkuus**, mikä pakottaa yhtiöitä prosessien yhä tarkempaan suunnitteluun ja resurssien optimointiin
- **Kaupungistuminen ja älykäs infra**, mikä vaikuttaa sekä suoraan esimerkiksi tunneleiden määrän että välillisesti suunnitteluun
- **Uudet talouden voimakeskukset**, mitkä vaikuttavat kokonaisuudessaan talouden rakenteisiin ja vaativat suuria investointeja
- **Digitalisaatio**, joka muuttaa yhtiöiden toimintaa ja mahdollistaa uudenlaiset liiketoimintamallit – ja vaikuttaa myös Pöyryn omaan liiketoimintaan merkittävästi
- **Biotalous** on pohjimmillaan uusiutuvien luonnonvarojen tehokasta käyttöä, ja vahvasti liitoksissa metsäteollisuuden uusiutumiseen

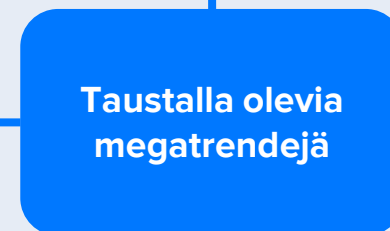
Näistä erityisesti kaupungistuminen, ilmaston muutos, digitalisaatio ja resurssitehokkuus korostuvat läpi koko toimialan.

# Megatrendit

Maailman väkiluku 2018 7.6 miljardia	
50% Asuu kaupungeissa	8.4 miljardia Internetiin yhdistettyä laitetta
1 / 12 Väestöstä yli 65-v	93% energiasta öljypohjaista
31% metsää maapinta-alasta	10.8% Väestöstä aliravittua
41% Kasvihuonekaasujen kasvu vs. 1990	40% puukaupasta sellu- ja paperiteollisuudelle



Väkiluku 2050 9.6 miljardia	
66% Asuu kaupungeissa	100 miljardia Laitetta IOT-kasvaa räjähdysmäisesti
1 / 6 Väestöstä yli 65-v	100% Kasvu energiantuotantoon
8% kasvu metsäpinta-alaan	3.9 miljardia Kärsii vakavasta veden puutteesta
1/3 Energiasta liikenteeseen Smart mobility muokkaa kaupunkeja	<b>Biomateriaalit</b> Ja uusiutuvat raaka-aineet



# Toimiala ja kilpailukenttä 2/3

## Teollisuudessa Pöyry oli sijalla kuusi

Pöyryn kannalta mielenkiintoisimpia ovat teollisuus- ja energiasektorit. Pöyry oli ENR:n Industrial-kategoriassa sijalla kuusi. Edellä olivat Jacobs, Intertek-PSI, Hatch, Fluor ja Bechtel, joista tutuin on listakärki Jacobs jo aiemman Neste Jacobsin kautta. Heti Pöyryn jälkeen oli SNC-Lavalin ja Sweco, joka on ruotsalaisena ja myös voimakkaasti Suomessa toimivana yhtiönä tuttu myös monille sijoittajille. Top10-joukkoon mahtui vielä Arcadis ja Larsen & Toubro. Kaikki edellä mainituista on ainakin laajennetussa verrokkiryhmästämme.

Koko teollisuussektorin vuoden 2017 liikevaihto oli ENR:n mukaan 3445 MUSD, mistä Top10-yhtiöiden osuus oli 2482 MUSD. Pöyryn Teollisuus-liiketoiminnan liikevaihto oli 149 MEUR vuonna 2017, joten tässä vertailussa Pöyryn markkinaosuus on alle 5 % (ENR:n ilmoittamasta markkinasta). Silti yhtiö ylsi listalla kuudenneksi, mikä kertoo markkinan olevan sirpaloitunut. Samalla on tärkeää huomioida, että Pöyryn teollisuus keskittyy metsäteollisuuteen, jonka osuus kokonaisuudesta on suhteellisen pieni. Metsäteollisuuden sisällä Pöyry on käsityksemme mukaan markkinajohtaja.

## Pöyry on myös energiassa top10-listalla

Pöyry oli ENR:n Power-kategoriassa sijalla seitsemän. Huomautamme, että ENR:n kategorioissa on erikseen Petroleum (oletettavasti Oil & Gas), joten Power sisältää käsityksemme mukaan sähkön- ja energian tuotannon. Sektori vastaa siis hyvin Pöyryn Energia-liiketoimintaa, sillä Oil & Gas-liiketoiminnasta yhtiö luopui jo pitkä aika sitten.

ENR:n sektorin kärki löytyy Kiinasta, sillä suurin on Power Construction Corp. of China ja toisena China Energy Corp. Näistä ensimmäisen fokus on oletettavasti rakentamisessa, minkä takia vertailu ei ole relevantti. Näiden jättien jälkeen listalta löytyy yhtiöitä, jotka ovat käsityksemme mukaan selkeitä Pöyryn kilpailijoita sektorilla: SNC-Lavalin, Tractobel Engineering, Fugro ja WorleyParsons. Sen jälkeen onkin Pöyryn vuoro, ja heti perässä ovat Stantec ja WSP. Kiinalaisia lukuun ottamatta yhtiöt ovat mukana Pöyryn laajassa verrokkiryhmässä pois lukien Tractobelia (ei ole listattu).

Koko ENR:n Power-sektorin vuoden 2017 liikevaihto oli 7,5 miljardia dollaria, mistä Top10-yhtiöiden osuus oli 4,0 miljardia. Pöyryn Energia-liiketoiminnan liikevaihto oli 122 MEUR vuonna 2017, joten Pöyryn markkinaosuus on erittäin pieni (1-2 %:n ENR:n markkinasta). Energia-markkina on erittäin suuri ja globaalisti hajautunut, koska voimalaitokset ovat lähtökohtaisesti lähellä käyttökohdetta. Pöyryn asemaa voidaankin pitää suhteellisen hyvänä, ja markkinaosuus on paljon suurempi yhtiön ydinalueilla (esimerkiksi vesivoima).

Muiden sektoreiden Top10-listoille Pöyry ei ymmärrettävästi noussut.

## Pöyry on merkittävä toimija globaalisti

Koko toimialan ENR-rankingissa Pöyry löytyi sijalta 35 vuonna 2017. Sijoitus nousi kahdella pykälällä edellisvuodesta. Listasijoituksessa on mielestämme oleellista huomioida, että kyseisellä suunnittelutoimialan listalla suurimmilla yhtiöillä on tarjolla arkkitehtuuria, insinööriosaamista, ympäristöosaamista sekä erityisesti korkean liikevaihdon mutta matalan

lisäarvon rakennustoimintaa. Pöyry on näissä kategorioissa keskittynyt engineering-kategoriaan, eikä yhtiön liiketoimintaan kuulu rakentaminen merkittävässä mittakaavassa.

Vertailun vuoksi pohjoismaiset konsulttitalot Sweco, Ramboll ja ÅF ovat listalla sijoilla 15, 16 ja 40. Merkittävistä kilpailijoista mainittakoon WSP (4), Arcadis (5), WorleyParsons (9) ja Mott MacDonald (13). Olemme esittäneet Pöyryn pääkilpailijoita sekä vertailleet niiden avainlukujen kehitystä seuraavilla sivulla.

## Toimiala konsolidoituu voimakkaasti

Toimialan konsolidointi on jatkunut jo pitkään, eikä trendille näy loppua. Vuoden 2017 aikana Jacobs nousi ENR:n listan kärkeen, kun se osti CH2M:n. Vastaavasti kanadalainen SNC-Lavalin hankki WS Atkinsin nousten listalla sijalle kolme. Wood Plc osti myös AMEC Foster Wheelerin. Taustalla ovat tietyt skaalaedut ja suurien asiakkaiden kasvavat tarpeet, jotka eivät rajoitu esimerkiksi Suomen paikallisille markkinoille. Kyse on globalisaatiosta, mikä heijastuu sektorin yhtiöihin myös kasvavasta yhä kansainvälisemmästä asiakaskunnasta johtuen.

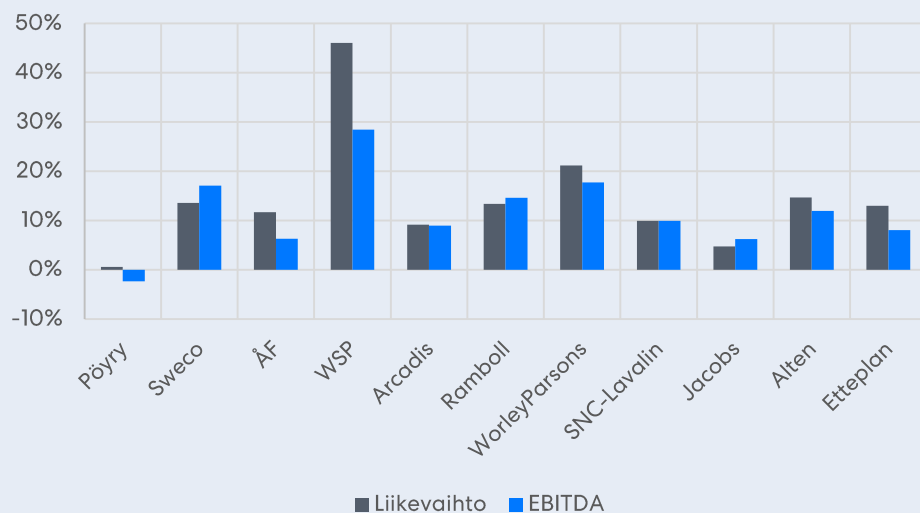
Paikallisten toimijoiden kannalta pidämme kehitystä ongelmallisena, sillä ne ovat vaarassa jäädä palvelemaan ainoastaan paikallisia asiakkaita. Kilpailukentän muuttuessa yhä enemmän globaaliksi, tämä markkina ei vaikuta mielestämme houkuttelevalta. Alan pienemmät (mutta kuitenkin laadukkaat) yritykset ovat houkuttelevia ostokohteita suuremmille muuttuvassa markkinassa. Alalla suuret toimijat kasvavat markkinoita nopeammin ja merkittävä osa kasvusta erityisesti viime vuosina on tullut yritysostoista, joita on nähty alalla paljon.

# Pöyryn pääkilpailijoita ja verrokkeja

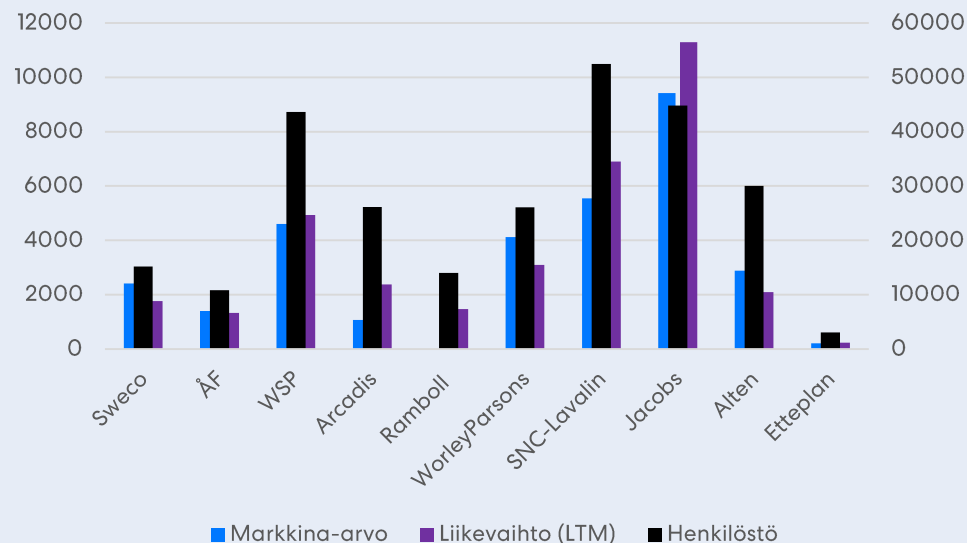
Yhtiö	Lyhyt kuvaus	Markkina-arvo	Liikevaihto (LTM)	EBITDA (LTM)	EBITDA-%	Henkilöstö
Pöyry	Kansainvälinen konsultointi- ja suunnitteluyritys	478	538	64	12,0 %	4650
Sweco	Suuri ruotsalainen konsulttitalo, pääkilpailijoita	2274	1782	189	10,6 %	15187
ÅF	Suuri ruotsalainen verrokkiyhtiö, merkittävä kilpailija	1409	1324	130	9,8 %	10844
WSP	Globaali ja laaja-alainen verrokki ja kilpailija	4693	5106	402	7,9 %	43900
Arcadis	Globaali verrokki, erityisesti vahva rakentamisessa	1082	2382	228	9,6 %	26162
Ramboll	Pääkilpailijoita erityisesti Pohjois-Euroopassa	Ei listattu	1475	104	7,0 %	14000
WorleyParsons	Verrokki, joskin vahvasti energiasektorilla	4490	3099	230	7,4 %	26050
SNC-Lavalin	Verrokki erityisesti energiasektorilla	5461	6823	664	9,7 %	52448
Jacobs	Vahva erityisesti energiasektorilla (öljy & kaasu)	9672	11291	701	6,2 %	44800
Alten	Harvemmin kilpailija, mutta listattu verrokki Euroopassa	2883	2092	216	10,3 %	30000
Etteplan	Suomalainen suunnittelu-yhtiö, relevantti verrokki	206	232	25	10,6 %	3050

Lähde: Thomson Reuters, kuvaukset Inderes. Luvut ovat miljoonia euroja, Ramboll DKK/EUR-konversio tehty kurssilla 7,45.

Liikevaihdon ja EBITDA:n kasvu 2000-luvulla (CAGR-%)



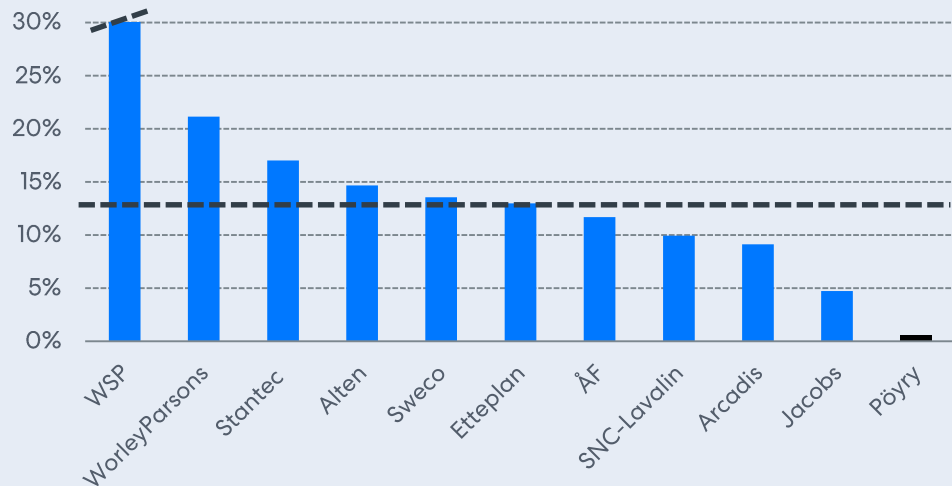
Avainlukuja (MEUR)



Lähde: Inderes, data kerätty Thomson Reuters-tietokannasta 28.10.2018. Huomaus: Ramboll ei ole listattu, minkä takia sille ei ole määritelty markkina-arvoa.

# Pöyryin kehitys suhteessa sektoriin

Liikevaihdon kasvu (CAGR-%) 2000-luvulla

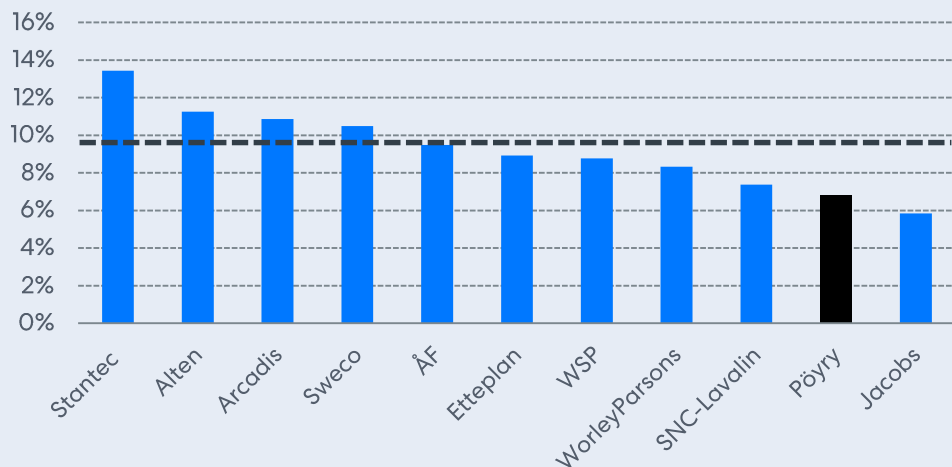


Toimialan suuret yhtiöt ovat kasvaneet 2000-luvulla nopeasti, mutta suuri osa kasvusta tulee jatkuvista yritysostoista ja alan konsolidaatiosta.

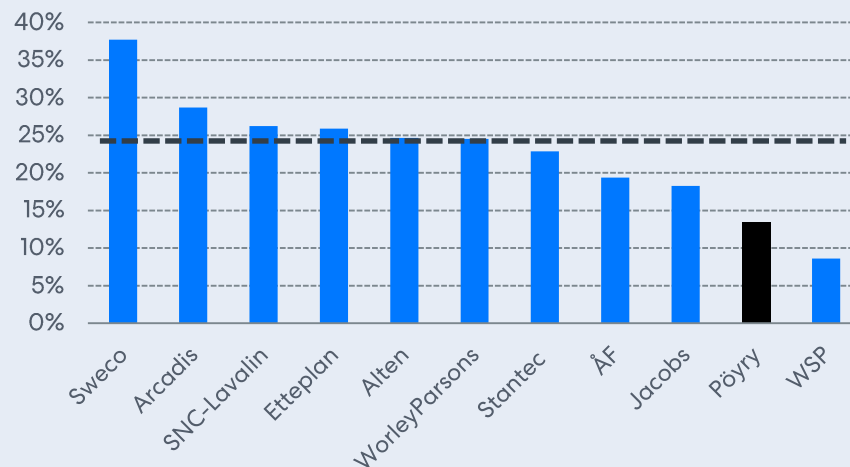
Toimialan kannattavuus on hyvä, ja ryhmän käyttökate-% (EBITDA-%) on ollut 9,9 % 2000-luvulla (Pöyry keskimäärin 6,8 %).

Toimialalla on mahdollista saavuttaa korkea pääoman tuotto, koska liiketoiminta ei sido merkittäviä pääomia. Tämä tekee sektorista sijoittajille houkuttelevan.

Keskimääräinen EBITDA-% 2000-luvulla



Pääoman tuotto-% 2000-luvulla



# Toimiala ja kilpailukenttä 3/3

## Brasilia on Pöyrylle mahdollisuus

Brasilian talouden ja erityisesti investointiympäristön elpyminen olisi Pöyrylle merkittävä mahdollisuus. Brasilian markkina on ollut heikko jo pitkään maan poliittisen epävakauden takia, mutta maa on hyvän puunsaatavuuden kannalta houkutteleva investointikohde esimerkiksi sellutehtailla. Brasilia oli aikoinaan Pöyrylle erinomainen markkina ja yhtiö teki parhaina vuosina maassa voittoa enemmän kuin se tekee tällä hetkellä liikevaihtoa (2017 Etelä-Amerikan liikevaihto: 38,4 MEUR). Vaikeista ajoista huolimatta Pöyryllä on edelleen noin 350 työntekijää Brasiliassa ja yhtiö on pitänyt kiinni avainhenkilöistä, kun samalla monet ulkomaiset kilpailijat ovat vetäytyneet maasta.

Näkemyksemme mukaan tämä antaa Pöyrylle poikkeuksellisen hyvän markkina-aseman Brasiliassa, jos maassa alkaisi tapahtua positiivista kehitystä. Käsityksemme mukaan Pöyryn liiketoiminta on saatu myös Brasiliassa käännettyä kannattavaksi, mutta sen kokoluokka on murto-osa parhaista vuosista. Maan talousnäkyvät ovat tällä hetkellä varovaisen positiiviset ja investoinnit ovat olleet suhteellisen matalia niin pitkään, että maassa on paljon potentiaalisia investointihankkeita, jos luottamus maan talouskehitykseen vahvistuu. Pidämme tätä merkittävänä mahdollisuutena Pöyrylle, mutta se ei suuren epävarmuuden takia heijastu merkittävästi ennusteisiimme.

Hieman samanlainen tilanne on Venäjällä, jossa suurien projektien (kuten paljon puhutut sellutehtaat) eteneminen vaatisi näkemyksemme mukaan poliittisen tilanteen muutosta. Tällä hetkellä ulkomaiset pääomat välittelevät Venäjää talouspakotteiden takia, emmekä pidä projektien

etenemistä puhtaasti kotimaisella pääomalla erityisen todennäköisinä lyhyellä aikavälillä. Potentiaalia Pöyryllä on kuitenkin myös Venäjällä, jossa sen kilpailuasema on lähtökohtaisesti erittäin hyvä.

## Keskimääräiset henkilöstökulut ovat olleet rakenteellisessa laskussa

Viime vuosina toimialalla keskimääräinen palkkakustannus henkilöä kohti on laskenut, vaikka kustannusinflaatio on yleisesti noussut selvästi viime aikoina. Kehitys on ollut laaja-alaista eikä sitä mielestämme selitä pelkästään toimialan osittain heikko kysyntätilanne. Käsityksemme mukaan palkkakustannus / henkilö on laskenut noin 3 % vuosittain viime vuosina, mitä voidaan pitää merkittävänä. Pöyry on käynyt viime vuosina läpi useammankin suuremman rakennemuutoksen, minkä takia vertailua on vaikea tehdä pidemmällä aikavälillä. Vuonna 2016 keskimääräinen kulu/työntekijä oli kuitenkin lähes 77 TEUR/vuosi ja vuonna 2017 noin 71 TEUR, mikä tarkoittaa lähes 8 %:n laskua. Mukana on kuitenkin myös poikkeavia elementtejä kuten kilpailukykyudistus Suomessa.

Arviomme mukaan kehityksen taustalla onkin erityisesti toimialan ikäjakauma. Ikäpyramidi on monissa yhtiöissä ollut keskittynyt kokeneisiin ja korkeapalkkaisiin asiantuntijoihin, joiden työurat ovat loppuvaiheessa. Näiden asteittainen poistuminen ja toisaalta nuorten palkkaaminen tilalle on heijastunut keskimääräiseen henkilöstökuluun positiivisesti, sillä uransa alkuvaiheessa olevien nuorten palkat ovat selvästi matalampia. Tämän kehityksen voidaan odottaa jatkuvan, mikä vähintäänkin hillitsee sektorin yleistä palkkakehitystä

markkinatilanteen pysyessä terveenä.

Toinen merkittävä tekijä on kustannuksiltaan selvästi halvempien maiden laajempi hyödyntäminen liiketoiminnassa, ja osittain myös liiketoiminnan siirtyminen näihin maihin (heijastuu myös henkilöiden keskimääräiseen laskutukseen). Pöyry oli vielä ennen finanssikriisiä voimakkaasti länsimaisen ja erityisesti pohjoismaisen osaamisen varassa. Palkkatasot ovat Suomessa ja muissa Pohjoismaissa huomattavasti korkeampia kuin esimerkiksi Aasiassa (Pöyryn kohdalla erityisesti Thaimaa) tai Etelä-Amerikassa (Brasilia), mikä tarkoittaa toista merkittävää rakenteellista muutosta palkkakustannuksissa. Globalisaation mukana myös kansainvälisen osaamisen arvostus on noussut. Vaikka globalisaatio on juuri tällä hetkellä vastatuuleissa, pidämme tämän trendin jatkumista selkeänä. Toisaalta esimerkiksi Aasiassa osajien palkat nousevat tällä hetkellä nopeasti, joten suhteellinen etu pienenee hiljalleen.

Nämä trendit huomioon ottaen odotamme Pöyryn keskimääräisten palkkakustannuksien pysyvän suhteellisen stabiileina, mutta ennustamme silti tiettyä kustannusinflaatiota erityisesti noususuhdanteessa. Näkemyksemme mukaan sektorilla on selkeitä palkankorotuspaineita, mutta rakenteelliset trendit kumoavat niistä ainakin valtaosan. Absoluuttiset henkilöstökulut kasvavat henkilöstömäärän mukana, mutta tämä on luonnollista, eikä aiheuta painetta kannattavuuksille. Toisella puolella vaikuttaa tietysti hinnoitteluvoima, jos kustannukset laskevat sektorilla yleisesti. Käsittelemme asiaa lyhyesti myös ”Ennusteet”-kappaleessa.

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Tase on jälleen hyvässä kunnossa

Pöyryn tase on vahvistunut viime aikoina nopeasti, ja H1'18-lopussa tase oli jo hyvässä kunnossa. Puolivuotiskatsauksessa Pöyryn nettovelkaantumisasaste oli -15,9 % ja omavaraisuusaste 45,3 %. Molemmissa on tapahtunut raju positiivinen muutos verrattuna vuoden takaisiin lukuihin (30,5 % ja 35,7 %).

Q3'18-lopussa nettovelat olivat jo -65 MEUR ja nettovelkaantumisasaste siten -38,6 %, eli yhtiöllä on jo merkittävä nettokassa. Tässä on kuitenkin tärkeää huomioida, ettei nettovelkaan ole laskettu taseen 30 MEUR:n hybridilainaa, mikä on mielestämme hyvä oikaista nettovelasta. Silti yhtiöllä oli Q3:n likvidejä varoja noin 35 MEUR enemmän kuin korollista velkaa, joten tase on hyvässä kunnossa ja likviditeettiasema vahva.

## Omaa pääomaa on paljon, käyttöpääoma on yleensä negatiivinen

Pöyry ei julkaissut Q3-katsauksessaan tasetta, joten tarkemman analyysin pohjalla joudumme käyttämään H1'18-tasetta. Q3:lla liiketoiminnan nettorahavirta oli erinomainen 36 MEUR, joten tase on vahvistunut selvästi jaksolla.

Taseen loppusumma oli H1'18-lopussa noin 422 MEUR. Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli vuoden puolivälissä 154,5 MEUR, mikä on kasvanut Q3:lla hyvän tuloksen ansiosta. Hybridilainaa käsitellään IFRS:n mukaisesti omana pääomana, joten ilman tätä lukema olisi 30 MEUR vähemmän. Pitkäaikaiset velat ovat valtaosin eläkevelvoitteita (17,9 MEUR), jotka ovat lähtökohtaisesti korottomia. Korollista lyhytaikaista velkaa taseessa oli yhteensä noin 40 MEUR, mutta H1'18:n jälkeen elokuussa yhtiö kertoi maksaneensa pois marraskuussa 2016 nostaneensa lainat.

Arviomme mukaan vuoden 2018 lopun taseessa yhtiöllä ei ole enää oleellista korollista velkaa.

Mielestämme vastattavaa-puolella korostuu erityisesti saadut projektiennakot, jotka olivat H1'18-raportissa 81,4 MEUR (H1'17: 55,0 MEUR). Pöyry saa perinteisesti suurissa projekteissaan merkittäviä ennakkomaksuja, joten erä liikkuu yhtiön tilauskannan mukana. Ennakkojen avulla Pöyryn nettokäyttöpääoma on yleensä negatiivinen, minkä ansiosta liiketoiminnan pääomaprofiili on erittäin hyvä. Taso vaihtelee tilauskannan tason ja rakenteen kanssa, ja tilauskannan kääntyessä laskuun käyttöpääoma voi hyvin muodostua positiiviseksi. Yleensä Pöyryn käyttöpääoma on kuitenkin merkittävästi alempi kuin kilpailijoilla, mikä on positiivista.

Taseessa oli myös lähes 12 MEUR varauksia, jotka liittyvät projektien onnistuneeseen suoritukseen epävarmuuden (esim. kiistat) vallitessa. Muuten lyhytaikaiset velat sisältävät perinteisiä eriä kuten osto- ja siirtovelat.

## Taseessa on paljon liikearvoa

Vastaavaa puolella H1'18-taseessa korostuu liikearvo (118 MEUR), joka vastaa noin 73 %:sta taseen pitkäaikaisista varoista. Liikearvo on kertynyt Pöyryn todella useiden yritysostojen seurauksena vuosien varrella. Suurin kasvu tapahtui 2005-2011 (katso graafi seuraavalla sivulla), jolloin liikearvo moninkertaistui Pöyryn yritysostovimmassa. Liikearvon tarkasta kohdistumisesta meillä ei ole tietoa, mutta nyt jäljellä oleva liikearvo on kestänyt tarkastelun selvästi heikommillakin ajoilla. Näin ollen emme näe merkittävää riskiä siitä, että liikearvoon kohdistuisi laajempaa painetta. Liikearvo on toimialalla normaalia ja verrokkiyhtiöillä on suhteessa enemmänkin liikearvoa. Silti liikearvo on mielestämme Pöyryn taseen suurin riski.

Liikearvon jälkeen toiseksi suurin erä pitkäaikaisissa varoissa on laskennalliset verosaamiset (H1'18: 24,9 MEUR). Pitkän tappiollisen kauden jälkeen Pöyryllä on merkittäviä hyödynnettäviä tappioita, jotka ovat kuitenkin käsityksemme mukaan jakautuneet ympäri eri liiketoimintoja ja toimintamaita. Näin ollen Pöyryn veroaste pysynee näistä huolimatta suhteellisen korkeana myös lähiaikoina, mutta laskee tappiollisten toimintojen kääntyessä voitolle, jolloin tappioita voidaan hyödyntää.

## Likvidejä varoja riittää

Pöyryllä oli jo H1'18-taseessa merkittävä lähes 65 MEUR:n käteispositio, joka kasvoi edelleen Q3:n erinomaisen kassavirran takia. Tällä hetkellä kassassa on todennäköisesti 80-90 MEUR, ellei yhtiö ole tehnyt merkittäviä muutoksia viime aikoina. Taso on korkea, muttei liiketoiminnan luonne huomioiden poikkeuksellinen. Pöyryllä on perinteisestikin ollut erittäin paljon käteistä taseessa. Asiakkaiden maksaessa merkittäviä ennakkomaksuja heidän täytyy myös olla varmoja siitä, että Pöyry pystyy toimittamaan tilanteessa kuin tilanteessa. Näin ollen taseen ja likviditeettiaseman täytyykin lähtökohtaisesti olla erittäin vahva. Negatiivinen käyttöpääoma korostaa kassaa tilauskannan ollessa kasvussa, mutta toisaalta myös supistaa sitä laskukaudella.

Lyhytaikaisissa varoissa suurin erä on myyntisaamiset (H1'18: 110 MEUR). Pöyryllä on historiassa ollut tiettyjä haasteita saamsiensa kanssa, mutta tällä hetkellä taso on mielestämme neutraali suhteessa liikevaihtoon. Tämän suhteen emme siis näe tällä hetkellä ongelmia. Lisäksi lyhytaikaisissa varoissa on keskeneräisiä töitä, joita yhtiö ei ole vielä saanut valmiiksi tai laskutukseen. Näiden taso on toimialalle normaalia alhaisempi.

# Taloudellinen tilanne 2/2

## Rahoituskuluja nostaa kallis hybridi

Pöyryn rahoitusasema on parantunut nopeasti viime vuosina ja on mielestämme tällä hetkellä vahva huomioiden liiketoiminnan hyvä tila. Arviomme mukaan yhtiö saakin tällä hetkellä rahoitusta alhaisella korolla. Yhtiöllä on kuitenkin nyt merkittävä nettokassa, jolle on kuitenkin vaikea saada tuottoa nykyisessä korkoympäristössä. Tämän takia odotamme yhtiön maksavan pois kaikki korolliset lainat heti, kun se on mahdollista lainaehtojen mukaan. Arvioimme nettorahoituskulujen pysyvän kuitenkin hieman negatiivisina lähivuosina, koska käteisestä ei saa järkevää korkoa ja esimerkiksi yhtiön luottolimiitin ylläpitämisestä aiheutuu tiettyjä kuluja ja valuuttakurssien muutokset voivat aiheuttaa yllätyksiä. Arvioimme nettorahoituskulujen kuitenkin olevan hyvin maltillisia eli noin -0,5 MEUR/vuosi.

Hybridilainan korot eivät kuitenkaan näy yhtiön rahoituskuluissa. 30 MEUR:n hybridilainan korko on 7,50 % vuodessa, mikä tarkoittaa noin 2,25 MEUR:n korkokulua vuosittain. Efektiiivinen vaikutus ei ole näin korkea, koska kulut voidaan vähentää verotuksessa. Vuosittain vaikutus onkin noin 1,8 MEUR raportoidun nettotuloksen jälkeen. Tämä tarkoittaa noin 0,03 euroa negatiivista vaikutusta osakekohtaiseen tulokseen vuosittain niin kauan, kun hybridilaina on voimassa. Yhtiö pystyy käsityksemme mukaan lunastamaan lainan aikaisintaan marraskuussa 2019, jolloin hybridin lainakorko muuttuisi joka tapauksessa vaihtuvaksi. Hybridilainan korko on korkea erityisesti nykyisessä korkoympäristössä, ja mielestämme Pöyryn kannattaa lunastaa hybridilaina pois heti kun se on mahdollista (olettaen järkevä liiketoiminnan kehitys). Tällä hetkellä vaikuttaa

voimakkaasti siltä, että tämä voidaan tehdä heti vuoden 2019 lopussa. Olemme ennusteissamme yksinkertaistukseksi poistaneet hybridin vuosien 2019-2020 vaihteessa ja olettaneet yhtiön korvaavan laina pitkäaikaisella velalla.

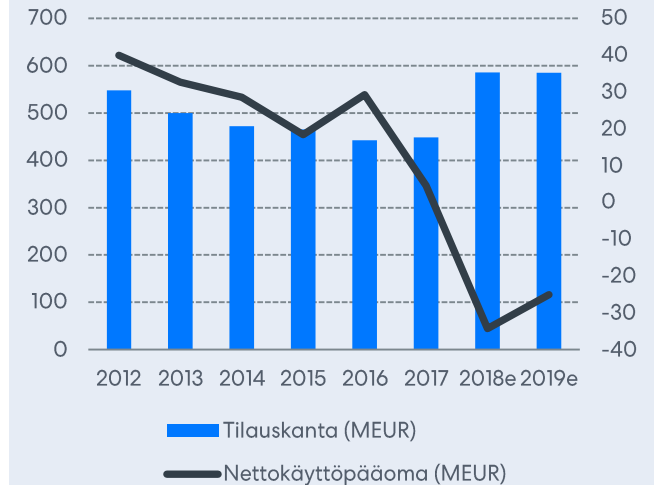
## Tase mahdollistaa jo korkeat osingot

Pöyryn taloudellinen tilanne on parantunut viime aikoina nopeasti. Liiketoiminnan kannattavuus on parantunut ja samalla tilauskannan kääntymisen nousuun nostaa kassavirtaa edelleen (ennakkomaksut). Yhtiö palasi jo osingon maksajaksi viime vuonna 0,05 euron osingolla, mutta odotamme tason nousevan reippaasti tänä vuonna. Tämän vuoden osingon odotamme nousevan noin 0,27 euroon, mikä tarkoittaisi 50 %:n jakosuhdetta oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta.

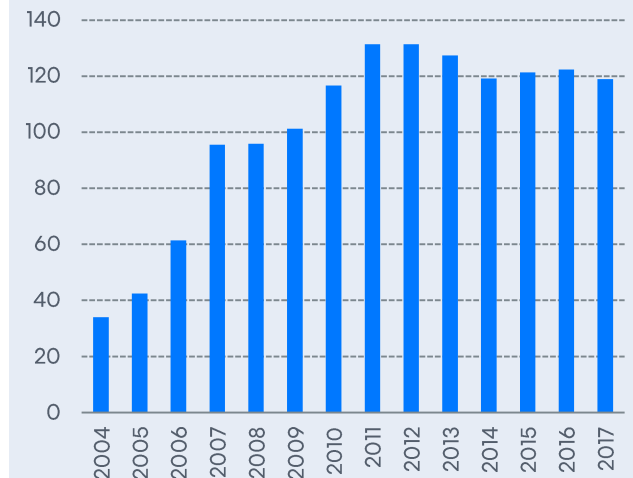
Pöyryn investointitarve käyttöomaisuuteen on erittäin matala, koska liiketoiminta pohjautuu vahvasti henkilöstön osaamiseen. Valtaosa toimitiloista on vuokrattu, kuten myös yhtiön pääkonttori. Pöyryn investoinnit olivat H1'18:lla vain 1,2 MEUR eikä yhtiöllä ole käsityksemme mukaan myöskään odotettavissa merkittäviä investointeja. Rajallisten investointien takia ja pääomarakenteen optimoinnin ansiosta liiketoiminta mahdollistaa hyvin noin 50 %:n osingonjakosuhteen, jota käytämme tällä hetkellä osinkoennusteidemme pohjana.

Lähivuosina Pöyry miettinee jälleen vakavammin yritysostoja, mutta arviomme mukaan historiallisten virheiden takia niihin suhtaudutaan kriittisesti. Tämän takia uskomme, että yritysostoja tehdään erittäin harkitusti ja niin, että ne vahvistavat Pöyryn liiketoiminnan ydintä. Pidemmällä aikavälillä on kuitenkin selvää, että yritysostot ovat osa Pöyryn kasvua.

Tilaukannan ja käyttöpääoman yhteys



Liikearvo Pöyryn taseessa (MEUR)

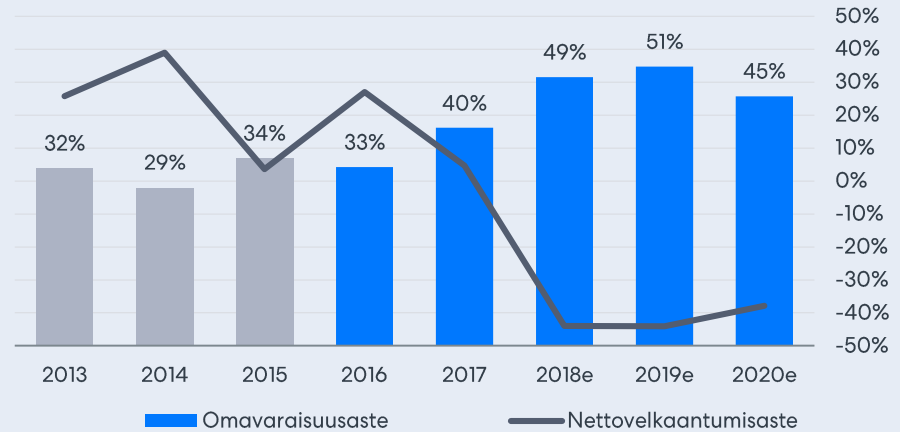


# Taserakenne ja taseen avainluvut

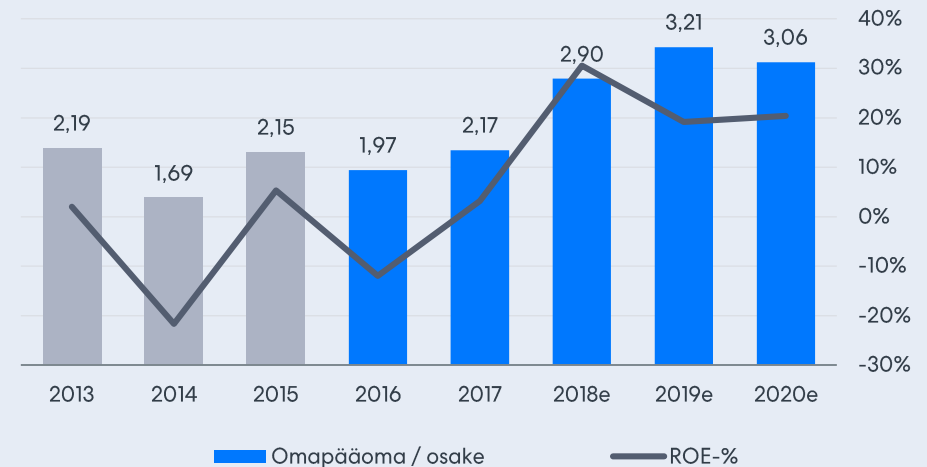
Taserakenne H1'18 (MEUR)



Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



# Ennusteet 1/5

## Syklin vaihe aiheuttaa lieviä huolia

Pöyryn markkinatilanne on piristynyt selvästi viime vuosina, kun vahva globaali talouskasvu on heijastunut investointeihin. Kokonaisuudessa Pöyryn kysyntätilanne onkin tällä hetkellä erittäin hyvä. Viime aikoina aikaisemmin vahvat talousluvut ovat kuitenkin heikentyneet, ja talouskasvun momentum on heikentynyt. Talouskasvunäkymää painaa näkemyksemme mukaan rahapolitiikan kiristyminen erityisesti Yhdysvalloissa ja kauppasodan jatkuminen, joka heikentää erityisesti kehittyvien markkinoiden näkymää. Kehittyvien markkinoiden talouskasvu on jo monin osin heikentynyt ja valuuttakurssit painuneet voimakkaasti. Epävarmuus on heijastunut myös pääomamarkkinoihin.

Tämä vuosi tulee olemaan vahva ja lähtökohdat ensi vuoteen ovat hyvät (tilauskanta), mutta tämän jälkeen näkyvyys heikkenee ja riskit ovat koholla. Pöyry on jälkisyklinen, koska merkittävät investoinnit tehdään yleensä taloussyklin loppuvaiheessa ja projektit kestävät yleensä vuosia. Pöyryn liiketoiminnan dynamiikka on siinä mielessä selkeä, että positiivinen kehitys heijastuu ensin tilauskantaan. Tämän jälkeen liikevaihto nousee projektien edetessä, ja liikevaihdon mukana myös kannattavuus nousee merkittävän osan kuluista ollessa kiinteitä. Tilauskannan takia näkyvyys on suhteellisen hyvä, vaikka suuret investoinnit ovat erittäin syklisiä ja päätöksenteko vaikeasti ennakoitavaa.

## Pöyryn markkinanäkymät ovat neutraalit

Pöyry odotti Q3-katsauksen yhteydessä antamissaan näkymissä markkinaolosuhteiden noudattavan yleisesti samoja trendejä kuin viimeisen 12 kuukauden aikana. Pöyryn teollisuussektorilla kehitys on yhtiön mukaan

jatkonut vahvana erityisesti Euroopassa ja trendin ennustetaan jatkuvan. Muilla alueilla näkymät vaihtelevat. Energiemarkkina Euroopassa tarjoaa muutamia valikoituja mahdollisuuksia ja säilyy vahvana erityisesti konsultointi- ja markkinamallinnus- sekä due diligence - palveluille. Infra-, vesi ja ympäristömarkkinat ovat vakaat ja yhtiö odottaa tasaista toimeksiantojen virtaa ydinmarkkinoilla. Yhtiön mukaan kasvu euroalueella jatkuu, mutta volatiliteetti pääomamarkkinoilla saattaa vaikuttaa investointipäätöksiin. Oman arviomme mukaan pääomamarkkinoiden haasteet voivat heikentää markkinatilannetta, jos tilanne pitkittyy.

Aasiassa Pöyry kertoi yhtiölle tärkeiden markkinoiden olevan edelleen aktiiviset ja ne tarjoavat mahdollisuuksia erityisesti yhtiön energiatarjonnalle. Tämä on Pöyrylle erittäin tärkeä markkina ja energiainvestointien tarve on hyvin stabiili, vaikka investointien ajoitusta on erittäin vaikea arvioida ja siihen liittyy aina epävarmuutta. Yhtiön mukaan Lähi-idässä korkea kysyntä jatkuu suolanpoistolle merivedestä ja uudelle energiatuotannolle.

Yhtiön mukaan kysyntä Latinalaisessa Amerikassa vaihtelee maittain. Tällä markkinalla Pöyryn toiminta keskittyy erityisesti Brasiliaan, jossa oikeistolainen Jair Bolsonaro voitti vasta vaalit. Tätä pidetään talousodotuksien kannalta positiivisena asiana, ja talouden aikaisemmin herkkä tila todennäköisesti vahvistuu. Yhtiön mukaan investointiaktiivisuuden kasvusta on merkkejä Brasiliassa, mutta tämä ei ole muuttunut suuremmiksi projekteiksi. Tilanne tässä suhteessa lienee nyt parempi. Pohjois-Amerikan markkinoiden kysyntä on yhtiön mukaan edelleen hyvää, mutta USA:n asettamat kaupankäynnin esteet ja mahdolliset vastatoimet aiheuttavat epävarmuutta globaaleilla markkinoilla.

## Pöyryn ydinliiketoimintojen näkymät ovat pääosin hyvät:

**Metsäteollisuuden** näkymät ovat edelleen positiiviset ja eri arvioiden mukaan hankeputkessa olisi esimerkiksi ainakin 5-6 uutta sellutehdasta. Ajoitukseen liittyy kuitenkin paljon epävarmuutta.

**Energiasektorilla** merkittävin ajuri on kehittyvien markkinoiden suuret energiainvestoinnit. Tarve on merkittävä ja energiasektorin investoinnit ovat hieman defensiivisempiä kuin teollisuuden.

**Kaivossektori** on Pöyryn Teollisuudessa merkittävä Pohjois-Euroopassa, mutta kaivosyhtiö on pitkälti sama globaalilla tasolla jolla lopputuotteiden hinnat määritetään. Epävarmuus on tällä hetkellä korkealla.

# Ennusteet 2/5

## Tilaukkan kehitys on ollut vahvaa

Pöyryn tilaukkan oli Q3'18:n lopussa 581 MEUR, mikä on käytännössä sama taso kuin H1'18:lla (578 MEUR). H1'18:lla tilaukkan nousi voimakkaasti, sillä vuoden 2017 lopussa tilaukkan oli vain 448 MEUR. Tilaukkan nousi H1'18:n kuluessa voimakkaasti molemmissa ydinliiketoiminnoissa: Energiassa +41 % ja Teollisuudessa +45 %. Molemmissa Pöyry on saanut jaksolla suurempia tilauksia. Teollisuudessa näitä ovat olleet esimerkiksi toimeksianto Agnico Eaglen Kittilän kultakaivoksen laajennuksen EPCM-palveluista, ja energiasektorilla jaksolle osui monia merkittäviä toimeksiantoja. Positiivista kehitys oli myös Infra, Vesi ja Ympäristö-liiketoiminnassa, jossa tilaukkan kasvoi 9 %. Vuonna 2018 suunta on siis ollut oikea jokaisella Pöyryn liiketoiminta-alueella, ja myös vauhti on ollut kova.

Sijoittajien on hyvä ymmärtää, että tilaukkanassa on koko ajan mukana suurien projektien lisäksi myös kaikki keskeneräiset pienet projektit. Pöyryn liiketoiminnasta noin 70 % on pieniä projekteja, joiden kesto on joitakin kuukausia (keskimäärin 50 TEUR / 4 kk). Tilaukkan koostumus luonnollisesti vaihtelee erityisesti suurien ja pitkien projektien määrän perusteella, mutta tällä hetkellä mahdollisesti noin 25 % on "pieniä, keskeneräisiä tilauksia".

## Tilaukkehityksen ennustaminen on haastavaa

Suurin haaste Pöyryn tulevaisuuden kehityksen ennustamisessa on tilaukkehityksen ennustaminen. Pöyryllä on kohtuullisen hyvä näkyvyys myös tilaukkehityksen kehitykseen, koska yhtiöllä on laaja "pipeline" ja vähintäänkin kohtuullinen käsitys projektien etenemistodennäköisyyksistä sekä omista mahdollisuuksista voittaa tilaukset. Yhtiö

kommentoi tilausnäkömää yleensä varsin vähäsanaisesti, mutta kun johto on kertonut olevansa luottavainen tilaukkehitykseen viimeisinä neljänä kvartaalina, tilaukkan on myös kasvanut.

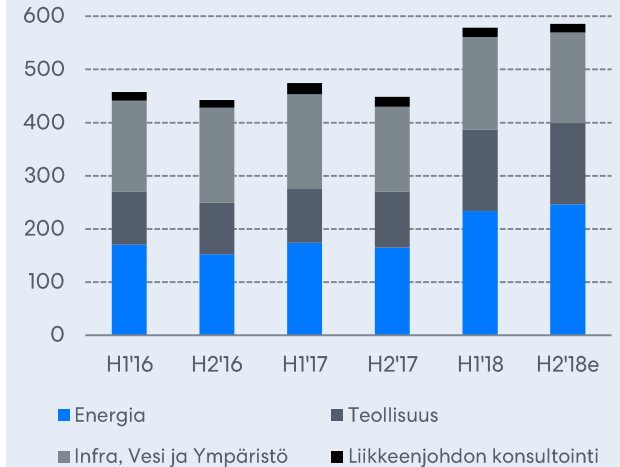
Q3-liiketoimintakatsauksessa toimitusjohtaja Martin à Porta kertoi yhtiön luottavan siihen, että "saadut tilaukset ovat hyvällä tasolla myös neljännellä vuosineljänneksellä". Tulkitsemme tämän signaalina siitä, että yhtiön johto odottaa tilaukkan kehittyvän positiivisesti Q4:n aikana ja tilaus/toimitus-suhteen ("book to bill") olevan Q4:lla vähintään neutraali (1x). Ennustamme edelleen hyvän markkina-aktiiviteetin sekä kommenttien perusteella tilaukkan olevan vuoden lopussa noin 586 MEUR.

Tilaukkan kehitys on Pöyrylle ylivoimaisesti paras tulevaisuuden indikaattori, minkä takia pyrimme ennustamaan myös sen kehitystä. Tämä on kuitenkin haastavaa suurien projektien aiheuttaessa merkittäviä heilahduksia.

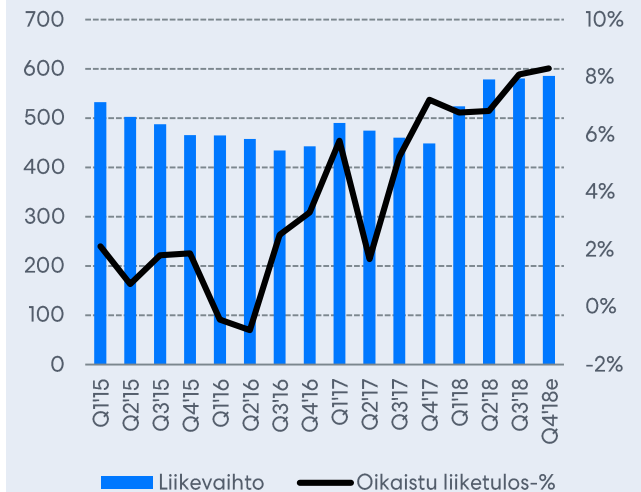
## Liikevaihto on saatu takaisin kasvuun

Pöyryn kehitys on ollut positiivista viimeiset kaksi vuotta, ja viime aikoina nousuvauhti on kiihtynyt. Vuoden 2018 tulos alkaa olla tässä vaiheessa jo hyvin tiedossa, kun enää Q4-tulos on näkemättä. Alkuvuoden aikana liikevaihto on noussut 7,9 %, mutta kasvuvauhti on kasvanut merkittävästi Q1:n jälkeen. Q4:lle tilaukkan antaa vahvan kasvunäkymän, ja ennustamme liikevaihdon kasvavan viimeisellä neljänneksellä noin 14 %. Kausivaihtelun kannalta Q4 on perinteisesti vahva. Koko vuoden 2018 liikevaihdon kasvun ennustamme olevan noin 9,5 %. Koko vuoden 2018 liikevaihdon odotamme siten olevan 572 MEUR, joka korkeampi kuin Varan 29.8. julkaisema konsensusennuste (555 MEUR).

Tilaukkan (MEUR)



Kvartaalitaso avainluvut



# Ennusteet 3/5

## Tuloskasvu ei ole enää säästöjen varassa

Vuoden 2016 alusta yhtiön tulostrendi on ollut erinomainen ja Q3:lla viimeisen 12 kuukauden rullaava oikaistu liikevoittomarginaali nousi jo 7,2 %:n tasolle. Vastaava lukema oli vielä Q4'16 1,1 %, joten tuloskäänte on ollut todella voimakas. Yhtiö on siis päässyt jo omaan kannattavuustavoitehaarukkaansa (6-9 %). Alkuvuoden raportoitu tulosta nosti myös positiiviset kertaluontoiset erät, mutta kannattavuustrendi on joka tapauksessa ollut koko ajan nouseva. Q3'18:lla oikaistu liikevoittomarginaali oli 8,1 %, ja Q3 on perinteisesti kausiluontoisesti varsin heikko (Q3'17: 5,2 %).

Vuosia kestäneen määrätietoisien työn ansiosta kulurakenne on saatu trimmattua kuntoon. Viime vuosina Pöyryn tulosparannuksien taustalla onkin ollut erityisesti kulusäästöt, mutta jatkossa tärkein ajuri on näkemysmme mukaan kasvu. Q4:lla odotamme kulurakenteen nousevan yhtiön panostaessa kasvuun, mutta odotamme oikaistun liikevoittomarginaalin olevan kuitenkin hyvällä noin 8,3 %:n tasolla, mikä tarkoittaisi 12,7 MEUR:n liikevoittoa Q4:llä (emme odota kertaeriä). Taso on maltillinen suhteessa Q3:n oikaistuun liikevoittoon (11 MEUR), sillä Q3 on perinteisesti kausiluontoisesti selvästi heikoin. Q4'17-vertailukaudesta (oik. liiketulos 9,7 MEUR) odotamme kuitenkin selkeää parannusta.

Koko vuoden 2018 oikaistun liikevoiton ennustamme olevan noin 43 MEUR (Varan konsensus 38,5 MEUR). Raportoidun liikevoiton odotamme olevan 57,3 MEUR sisältäen 14,4 MEUR kertaluontoisia eriä. Pöyry on ohjeistanut konserniin oikaistun liiketuloksen parantuvan selvästi vuonna 2018 (2017: 26,0 MEUR), mikä ei anna merkittävästi tukea ennusteille. Yhtiön ohjeistukset ovat viime vuosina olleet varovaisia.

## Osakekohtainen tulos nousee uudelle tasolle

Kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana Pöyryn osakekohtainen tulos oli 0,65 euroa ja oikaistu osakekohtainen tulos oli 0,41 euroa, mikä kuvaa yhtiön operatiivista tulosta. Viime vuoden vertailukaudella vastaavat luvut olivat 0,19 ja 0,18 euroa, joten parannus on ollut voimakas.

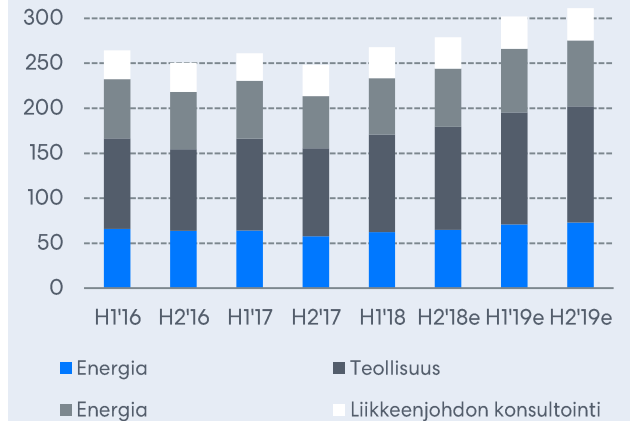
Q4:llä odotamme yhtiöltä 0,12 euron osakekohtaista tulosta, mikä vie koko vuoden 2018 oikaistun EPS:n yhteensä 0,53 euroon (2017: 0,25 euroa). Tämä on jälleen selvästi Varan konsensuksen (0,45 euroa) yläpuolella, mutta konsensusta ei ole päivitetty Pöyryn vahvan Q3-katsauksen jälkeen. Mielestämme omat ennusteemme ovat hyvin varovaisia, mikäli loppuvuonna ei ole tapahtunut mitään yllättävää.

Pöyryn osakekohtaisessa tuloksessa on tärkeää huomata, että hybridilainan korot painavat suoraan osakekohtaista tulosta (eivät näy rahoituskuluissa) luonteensa takia. Vuosittain näiden vaikutus on noin 1,8 MEUR raportoidun nettotuloksen jälkeen, mikä tarkoittaa noin 0,03 euroa negatiivista vaikutusta osakekohtaiseen tulokseen vuosittain niin kauan, kun hybridilaina on voimassa. Omissa ennusteissamme olemme olettaneet, että yhtiö lunastaa hybridilainan pois vuosien 2019-2020 vaihteessa.

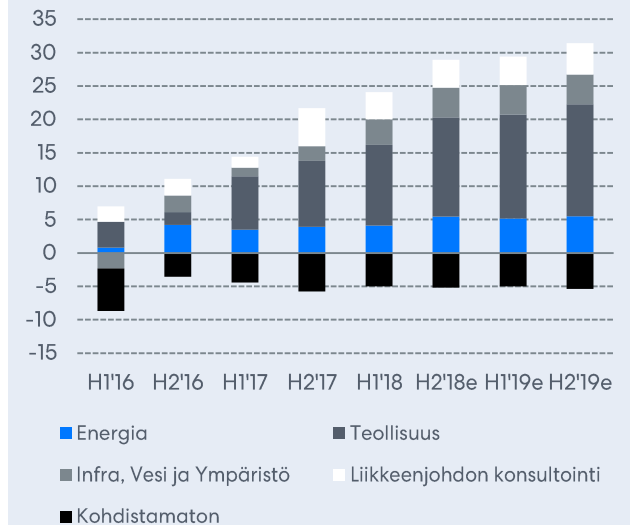
## Osinko nousee myös voimakkaasti

Odotamme Pöyryn maksavan puolet oikaistusta osakekohtaisesta tuloksestaan osinkoina vuonna 2018, mikä tarkoittaisi noin 0,27 euron osakekohtaista osinkoa (2017: 0,05 euroa). Konsensusennuste on jälleen alhaisempi eli 0,17 euroa. Yhtiön osinkopolitiikka huomioiden konsensusennuste on mielestämme erittäin alhainen, koska yhtiön tasekin on nyt kunnossa.

## Liikevaihdon kehitys (MEUR)



## Oikaistun liiketuloksen kehitys (MEUR)



# Ennusteet 4/5

## Vuoden 2019 ennusteet

Tässä vaiheessa vuotta markkinoiden fokus on voimakkaasti vuoden 2019 tuloskehityksessä. Näkyvyys Pöyryn ensi vuoden tuloskehitykseen on tällä hetkellä kohtuullinen hyvän tilauskannan takia. Odotamme tilauskannan olevan 2018 lopussa noin 586 MEUR, eli yli 30 % vuoden takaista korkeampi (2017: 448 MEUR).

Tilaukanta tarjoaa vahvan kasvunäkymän Teollisuus- ja Energia-liiketoiminta-alueille. Energian tilauskannan arviomme olevan yli 49 % vuoden takaista korkeampi, ja Teollisuus-alueellakin lähes 45 %. Näille alueille onkin helppo ennustaa kasvua, vaikka projektit ovat molemmissa segmenteissä pitkiä. Energiassa merkittävien projektien toimitusaika on 2-3 vuotta, kun taas Teollisuudessa suuret projektit kestävät perinteisesti 1,5-2 vuotta. Infra-projektit voivat olla vielä pidempiä, jopa 6-7 vuotta (keskimäärin arviolta neljä vuotta). Infra, Vesi ja Ympäristö-alueella näkymä on kuitenkin varsin vakaa (tilaukanta noin 7 %:n kasvussa).

Ennustamme tällä hetkellä Pöyryn liikevaihdon kasvavan 9,8 % ensi vuonna. Energia- ja Teollisuus-alueilla odotamme 13-14 %:n kasvua, mikä on mielestämme maltillinen ennuste suhteessa tilauskantaan. Samalla on tärkeää huomata, että tilauskannan kiertonopeutta on vaikea ennustaa ilman tietoa sen tarkemmasta koostumuksesta. Merkittävä osa liikevaihdosta on myös ”nopeaa” eli aktiviteettipohjaista, minkä suhteen kannattaa mielestämme olla epävarmassa syklin vaiheessa varovainen.

Pöyryn kannattavuuden odotamme edelleen parantuvan hieman, mutta odotamme myös kulurakenteen lähtevän kasvuun vuonna 2019. Henkilöstökulut nousevat uusien työntekijöiden mukana (joita kasvu vaatii) ja ennusteemme

sisältävät myös yleistä kustannusinflaatiota, mutta kannattavuus paranee kuitenkin selvästi kiinteiden kulujen ollessa suhteellisen stabiileja. Odotamme liikevoittomarginaalin nousevan 8,0 %:n tasolle vuonna 2019 (2018e: 7,5 %). Suurin parannus tapahtuu alkuvuonna, jossa vertailukausi oli vielä heikko. Muuten odotamme liiketoiminta-alueiden kehittyvän nykyisellä trendillä, joskin Teollisuus-alueella kannattavuus onkin jo erittäin hyvällä tasolla (oikaistu liikevoittomarginaaliennuste >12 %). Olemme käsitelleet henkilöstökulujen kehitystä sivulla 25 sekä liiketoimintojen kannattavuuspotentiaaleja erikseen seuraavalla sivulla.

Oikaistun liikevoiton odotamme nousevan vuonna 2019 noin 50,4 MEUR:n tasolle, mikä tarkoittaisi noin 18 %:n parannusta vuodesta 2018 (2018e: 42,9 MEUR). Ensi vuoden ennusteemme ei sisällä kertaluontoisia eriä. Osakekohtaisen tuloksen ennustamme kasvavan 0,59 euroon vuonna 2019, mikä tarkoittaisi noin 10 % parannusta edellisvuodesta.

Tulosvivun puuttumista selittää se, että ennustamme veroasteen nousevan vuonna 2019 noin 27 %:n tasolle, kun vuonna 2018 taso oli käsityksemme mukaan poikkeuksellisen alhainen. Näkemys tarkentuu tilinpäätöksen yhteydessä, sillä Q3-katsauksessa kaikkia lukuja ei raportoitu. Erot selittynevät osittain kertaluontoisilla erillä. Pitkällä tähtäimellä neutraalitaso Pöyrylle on arviomme mukaan noin 24 % ajatellen yhtiön toimintamaita, mutta lähivuosina taso voi vaihdella merkittävästi tuloksen muodostumisen ja hyödynnettävien tappioiden sijainnin perusteella.

Odotamme myös osingon kasvavan linjassa osakekohtaisen tuloksen ja olevan 0,29 euroa/osake. Ennusteemme ovat jälleen selvästi

konsensusta korkeampia, mutta konsensus ei ole mielestämme ajan tasalla.

## Vuoden 2020 ennusteet

Vuoteen 2020 näkyvyys on toistaiseksi heikko, vaikka tilauskannan pidemmät projektit antavat toki indikaatioita myös sinne. Silti on tärkeää ymmärtää, että pidemmän aikavälin ennusteisiin liittyy huomattavaa epävarmuutta ja niihin kannattaa suhtautua mielestämme neutraalina skenaariona. Tällä hetkellä epävarmuutta nostaa globaalit talouskasvuun ja investointeihin liittyvät riskit, jotka ovat selvästi koholla tällä hetkellä.

Odotamme Pöyryn liikevaihdon kasvun hidastuvan vuonna 2020 5,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaalin pysyvän noin 8,0 %:n tasolla. Ennusteemme sisältää turvamarginaalia markkinatilanteen mahdollista heikkenemistä kohtaan. Tällä hetkellä vaikuttaisi todennäköiseltä, että nykyinen noususykli olisi kääntynyt viimeistään vuonna 2020 (muuten nousukaudesta tulee historiallisen pitkä). Odotamme ennusteissamme laskun olevan kuitenkin pehmeä, sillä merkkejä nopeasta tai merkittävästä pudotuksesta ei tällä hetkellä ole.

Jos globaali talouskasvu hidastuisi oleellisesti, Pöyrynkin tuloskasvu lähtee todennäköisesti laskuun tilauskannan antamasta tuesta huolimatta. Vuoden 2020 liikevoitto-ennusteemme on tällä hetkellä 53,1 MEUR eli tulos kasvaa vielä hieman vuodesta 2019. Mielestämme edellytykset tähän ovat hyvät, mutta epävarmuus on silti korkea.

Ennustamme osakekohtaisen tuloksen olevan 0,64 euroa vuonna 2020, kun konsensusennuste on 0,62 euroa. Osingon odotamme olevan 0,32 euroa/osake 50 %:n osingonjakosuhteella.

# Ennusteet 5/5

## Tuloskasvunäkymät ovat mielestämme epävarmuudesta huolimatta hyvät

Jos ennusteemme toteutuvat, tämä tarkoittaisi keskimäärin noin 10 %:n EPS-kasvua 2018-2020 (CAGR-%). Jos aloittaisimme tuloskasvun laskemisen vuoden 2017 heikosta osakekohtaisesti tuloksesta, 2017-2020 CAGR-% olisi peräti 37 %. Vuoden 2017 tulos ei kuitenkaan ole relevantti vertailutaso Pöyryn tulokselle, tai jos on, osake on nyt voimakkaasti yliarvostettu.

Huomioiden Pöyryn surkea track-record viimeisiltä viimeiseltä 10 vuodelta, ennusteet voivat vaikuttaa varsin optimistisilta. Samalla täytyy kuitenkin huomioida, että Pöyryn nykyinen johto on pitänyt omat lupauksensa eikä historian taakkaa voi liikaa korostaa. Riskejä heikko track-record mielestämme kuitenkin nostaa.

Taloussyklin kääntymisellä voi olla yllättävän voimakkaita vaikutuksia Pöyryn tuloskehitykseen, vaikka arviomme mukaan nykyinen tilanne ei ole verrannollinen finanssi- ja eurokriisien yhdistelmään, joka oli Pöyrylle tuhoisa. Silloin Pöyry oli enemmänkin sekalainen kokoelma yritystalojen kautta liitettyjä osia, joiden suhteen kontrolli ja näkyvyys olivat heikkoja. Tällä hetkellä yhtiö on paljon paremmassa kunnossa, eikä taloudessa ei ole nähtävissä merkkejä ns. äkkipysähdyksestä (kuten finanssikriisin jälkeen).

## Eri segmenttien kannattavuuspotentiaali

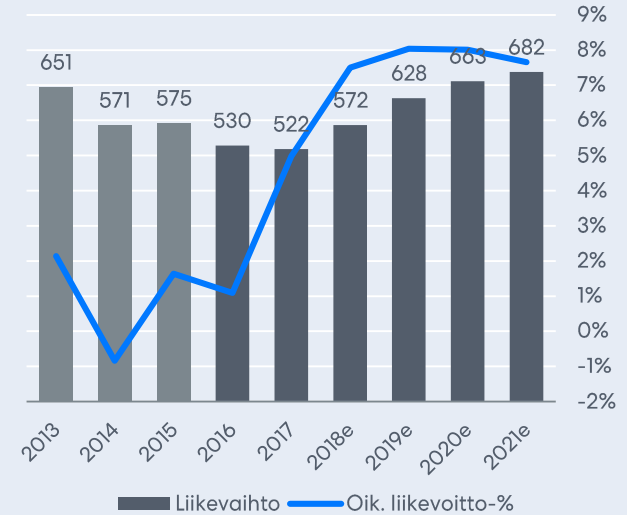
Emme ole käsitelleet raportissa yksityiskohtaisia ennusteita eri liiketoiminnoille tarkemmin, mutta taulukko-osiota löytyy myös segmenttikohtaiset ennusteet. Sijoittajien on kuitenkin hyvä ymmärtää, että Pöyryllä on eri liiketoiminta-alueilla erilaiset kannattavuuspotentiaalit.

Näkemyksemme mukaan tämä liittyy muun muassa toiminta-alueiden dynamiikkaa, Pöyryn markkina-asemaan ja hinnoitteluvoimaan.

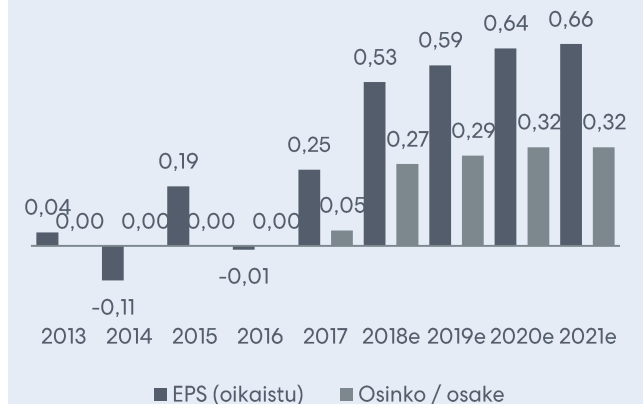
Arviomme mukaan Energia-liiketoiminnassa kannattavuuspotentiaali on suunnilleen 7-12 % (tällä hetkellä noin 7 %), Teollisuudessa 10-15 % (tällä hetkellä noin 11 %), Infra, Vesi ja Ympäristö-alueella 5-8 % (tällä hetkellä noin 5 %) sekä Johdon konsultoinnissa 10-16 % (tällä hetkellä noin 12 %). Tarkoitamme kannattavuudella tässä liikevoittomarginaalia, mikä on Pöyrylle selkein kannattavuusmittari (ei esimerkiksi suuria aineettomia poistoja). Mielestämme Pöyryn kilpailuetu ja sitä kautta hinnoitteluvoima on selkein Teollisuudessa, jossa on myös korkein kannattavuuspotentiaali. Seuraavana on toinen ydinliiketoiminta eli Energia, jossa on kuitenkin enemmän myös suuria, lähtökohtaisesti matalakatteisempia projekteja. Infra, Vesi ja Ympäristö-liiketoimintaa pidämme enemmän tukitoimintona ajatellen erityisesti paikallista läsnäoloa, emmekä näe Pöyryllä alueella varsinaista kilpailuetua. Tämä heijastuu myös matalana kannattavuuspotentiaalina.

Esitettyjen kannattavuushaarukoiden ala- ja ylälaidat indikoivat samalla tasoja, joihin Pöyryn pitäisi mielestämme jatkossa kyetä hyvällä suorituksella eri markkinatilanteissa. Pöyry toimii sykliisellä toimialalla ja kannattavuus vaihtelee aktiviteetin ja liikevaihdon mukana. Poikkeuksellisia tilanteita tulee varmasti eri liiketoiminnoissa, ja esimerkiksi finanssikriisin tapainen markkinan täydellinen jäätyminen johtaisi todennäköisesti selvästi alempiin kannattavuustasoihin. Näkemyksemme mukaan finanssikriisi oli kuitenkin poikkeuksellinen kriisi, eikä kuvannut normaalia taloussykliä.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Osakekohtainen tulos ja osinko

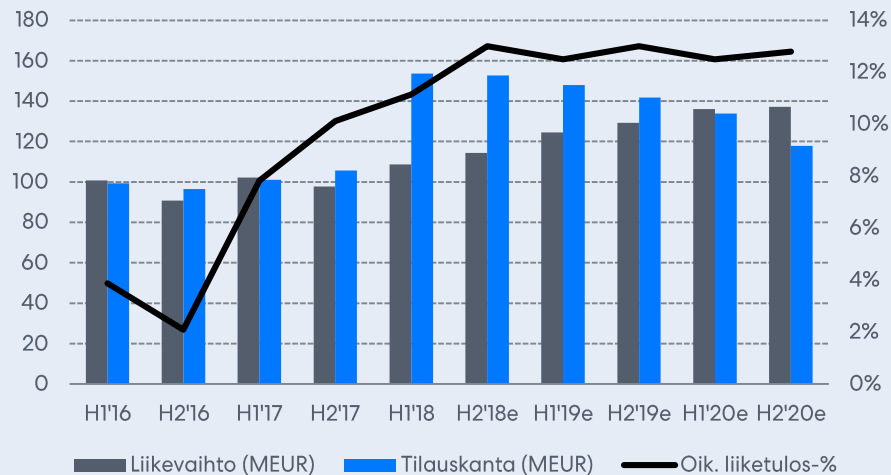


# Lähivuosien ennusteet

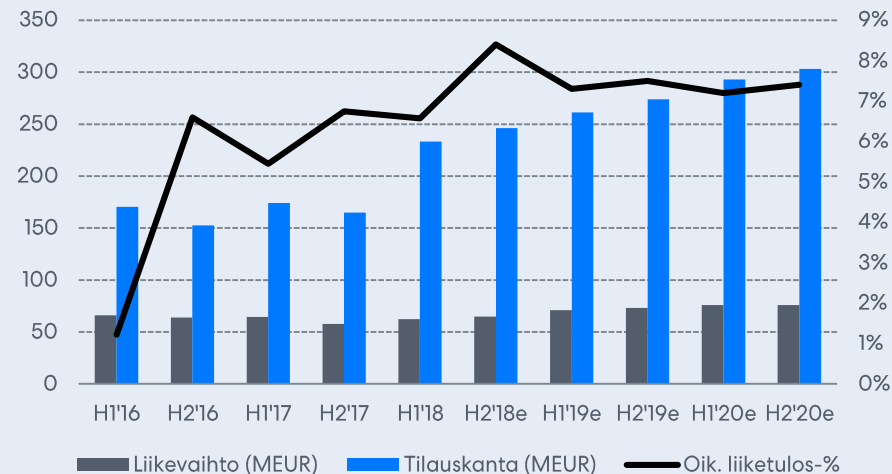
Tuloslaskelma	H1'16	H2'16	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18e	2018e	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	<b>272</b>	<b>258</b>	<b>530</b>	<b>267</b>	<b>255</b>	<b>522</b>	<b>283</b>	<b>289</b>	<b>572</b>	<b>311</b>	<b>316</b>	<b>628</b>	<b>663</b>	<b>682</b>
Energia	65,9	63,7	130	64,3	57,8	122	62,4	64,9	127	70,9	73,0	144	152	159
Teollisuus	78,0	69,5	148	76,4	73,0	149	109	114	223	125	129	254	273	279
Infra, Vesi & Ympäristö	96,3	92,5	189	96,5	90,1	187	77,6	76,2	154	81,1	79,0	160	165	170
Liikkeenjohdon konsultointi	31,9	32,2	64,1	30,6	35,1	65,7	34,7	34,9	69,6	35,9	36,2	72,1	74,1	75,6
Kohdistamaton	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-1,0	-1,5	-0,8	-1,0	-1,8	-1,0	-1,0	-2,0	-2,0	-2,0
Oikaisut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>5,9</b>	<b>13,6</b>	<b>19,5</b>	<b>35,0</b>	<b>26,5</b>	<b>61,5</b>	<b>26,5</b>	<b>28,1</b>	<b>54,6</b>	<b>57,1</b>	<b>56,5</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,3	-2,3	-4,6	-2,2	-2,2	-4,4	-2,1	-2,1	-4,2	-2,1	-2,1	-4,2	-4,1	-4,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-1,7</b>	<b>7,5</b>	<b>5,8</b>	<b>10,0</b>	<b>16,0</b>	<b>26,0</b>	<b>19,2</b>	<b>23,7</b>	<b>42,9</b>	<b>24,4</b>	<b>26,0</b>	<b>50,4</b>	<b>53,1</b>	<b>52,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,9</b>	<b>-8,1</b>	<b>3,7</b>	<b>11,4</b>	<b>15,1</b>	<b>32,9</b>	<b>24,4</b>	<b>57,3</b>	<b>24,4</b>	<b>26,0</b>	<b>50,4</b>	<b>53,1</b>	<b>52,2</b>
Energia	0,8	4,2	5,0	3,5	3,9	7,4	4,1	5,5	9,6	5,2	5,5	10,6	11,1	11,2
Teollisuus	4,4	2,2	6,6	6,0	8,7	14,7	12,1	14,9	27,0	15,6	16,8	32,4	34,6	33,4
Infra, Vesi & Ympäristö	-2,9	2,3	-0,6	3,3	3,4	6,7	3,8	4,4	8,2	4,4	4,4	8,8	9,0	8,5
Liikkeenjohdon konsultointi	2,3	2,4	4,7	1,6	5,7	7,3	4,1	4,2	8,3	4,3	4,7	9,0	8,9	9,1
Kohdistamaton	-6,4	-3,6	-9,9	-4,4	-5,7	-10,1	-5,0	-5,2	-10,2	-5,0	-5,4	-10,4	-10,5	-10,0
Oikaisut	-2,5	-11,4	-13,9	-6,3	-4,6	-10,9	13,7	0,7	14,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,8	-2,2	-3,1	-1,7	-2,1	-3,8	4,7	-0,6	4,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,9</b>	<b>-10,6</b>	<b>2,3</b>	<b>9,5</b>	<b>11,8</b>	<b>37,9</b>	<b>24,1</b>	<b>62,0</b>	<b>24,5</b>	<b>26,1</b>	<b>49,9</b>	<b>52,5</b>	<b>51,6</b>
Verot	-0,8	-1,4	-2,2	-2,0	-4,1	-6,1	-9,2	-4,8	-14,0	-6,4	-6,8	-13,1	-14,2	-12,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-5,6</b>	<b>-7,3</b>	<b>-12,8</b>	<b>0,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>28,7</b>	<b>19,3</b>	<b>48,0</b>	<b>18,1</b>	<b>19,3</b>	<b>36,8</b>	<b>38,3</b>	<b>39,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,10</b>	<b>0,15</b>	<b>0,25</b>	<b>0,24</b>	<b>0,30</b>	<b>0,53</b>	<b>0,29</b>	<b>0,31</b>	<b>0,59</b>	<b>0,64</b>	<b>0,66</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,25</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,08</b>	<b>0,07</b>	<b>0,47</b>	<b>0,31</b>	<b>0,77</b>	<b>0,29</b>	<b>0,31</b>	<b>0,59</b>	<b>0,64</b>	<b>0,66</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>H1'16</b>	<b>H2'16</b>	<b>2016</b>	<b>H1'17</b>	<b>H2'17</b>	<b>2017</b>	<b>H1'18</b>	<b>H2'18e</b>	<b>2018e</b>	<b>H1'19e</b>	<b>H2'19e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	278,7 %	227,4 %	-8,0 %	-1,7 %	-1,0 %	-1,4 %	5,7 %	13,5 %	9,5 %	10,2 %	9,3 %	9,8 %	5,5 %	2,9 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-140,7 %	46,2 %	-38,3 %	-678,0 %	112,5 %	348,3 %	91,5 %	48,3 %	64,9 %	27,6 %	9,6 %	17,6 %	5,2 %	-1,6 %
<b>Käyttökate-%</b>	-0,7 %	-0,6 %	-0,7 %	2,2 %	5,3 %	3,7 %	12,4 %	9,2 %	10,8 %	8,5 %	8,9 %	8,7 %	8,6 %	8,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-0,6 %	2,9 %	1,1 %	3,7 %	6,3 %	5,0 %	6,8 %	8,2 %	7,5 %	7,8 %	8,2 %	8,0 %	8,0 %	7,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	-2,4 %	-3,2 %	-2,8 %	-0,2 %	1,8 %	0,7 %	9,8 %	6,4 %	8,1 %	5,5 %	5,8 %	5,6 %	5,8 %	5,7 %

# Ennusteet liiketoiminta-alueilla

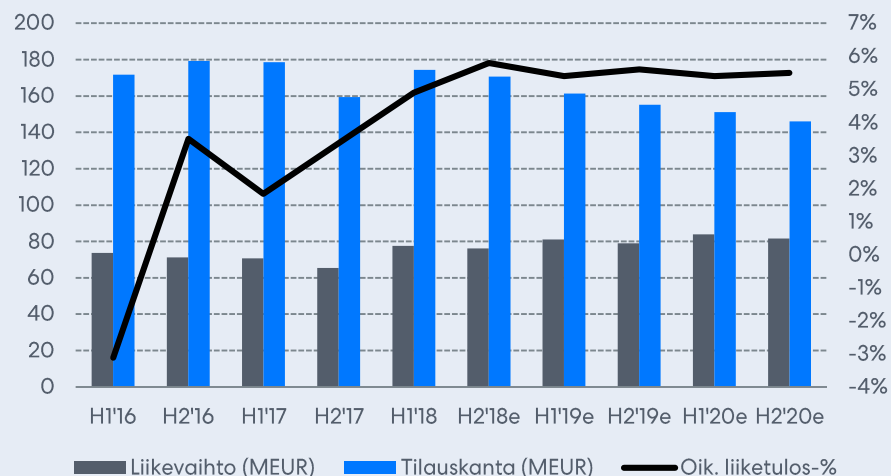
## Teollisuus -segmentin avainluvut



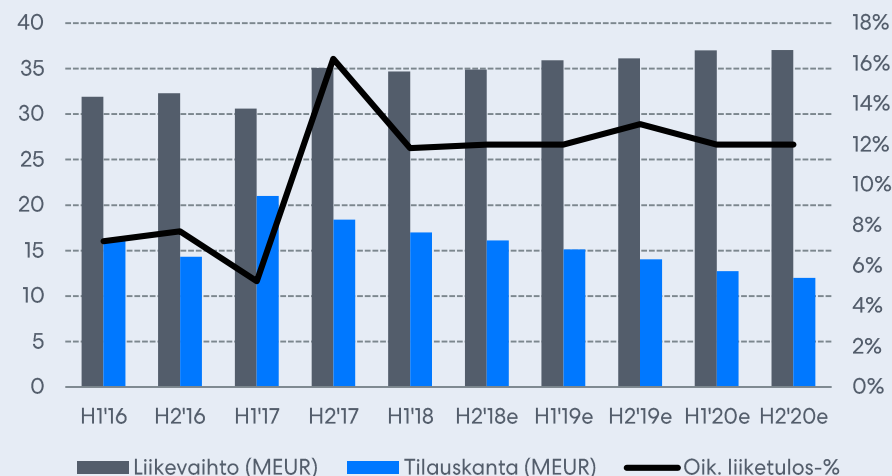
## Energia -segmentin avainluvut



## Infra, Vesi ja Ympäristö -segmentin avainluvut



## Johdon konsultointi -segmentin avainluvut



# Arvonmääritys ja suositus (1/3)

## Arvostuksen perusteet ja ajurit

Hinnoittelimme Pöyryä ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita pystymme myös vertailemaan hyvän kansainvälisen verrokkiryhmän kanssa. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti P/E- ja EV/EBITDA-kertoimia sekä pienemmällä painolla osinkotuottoa. Pöyryn kannattavuus on mielestämme normalisoitunut, joten volyyymi- ja tase pohjaiset arvostusluvut (kuten EV/S ja P/B) eivät enää ole mielestämme kovin relevantteja.

Pöyryn osake on noussut viime vuosien aikana todella voimakkaasti, mutta tämä on pohjautunut valtaosin yhtiön voimakkaaseen tuloskasvuun. Osaketta myös hinnoiteltiin pohjalla kriisiyhtiönä, minkä takia voimakas nousu on perusteltua yhtiön pystytyä kääntämään suuntaa. Nyt osakkeeseen on hinnoiteltu tuloskasvua myös lähivuosille, mutta tämä on mielestämme luonnollista Pöyryn todistettua strategiansa toimivuuden viime vuosina. Saamalla luottamus yhtiötä kohtaan on ymmärrettävästi palannut.

Mielestämme suurin avoin kysymys osakkeen hinnoittelussa on tällä hetkellä toimialan ja yhtiön syklistyys. Pöyry on jälkisyklinen yhtiö, minkä takia odottamme jo ensi vuonna hyvin mahdollinen syklin käänne heikompaa heijastuu tuloskehitykseen todennäköisesti vasta vuonna 2020. Olemmekin epävarmuudesta huolimatta suhteellisen luottavaisia vuoden 2019 (operatiivisen) tulosparannuksen suhteen. Samalla mahdollinen syklin kääntyminen ja pidemmän aikavälin tuloskasvunäkymän heikentyminen ensi vuonna aiheuttaisi painetta hyväksyttäviin arvostuskertoimiin ja osakkeeseen. Emme kuitenkaan näe syytä odottaa Pöyryn toimintaympäristön merkittävää

heikkenemistä, minkä takia näemme tilanteen vaikuttavan hyväksyttävän arvostustason kautta. Syklin tässä vaiheessa arvostuskertoimissa on mielestämme oltava maltillinen.

## Arvostuskertoimet ovat maltillisia

Pöyryn vuosien 2018e ja 2019e P/E-kertoimet ovat ennusteillamme 14x sekä alle 13x tasoilla, mitkä ovat mielestämme maltillisia suhteessa Pöyryn tuloskasvunäkymään ja liiketoiminnan kohtuullisen hyvään näkyvyyteen. Pöyryn tulostaso on ollut valtaosin heikko viimeisen viiden vuoden aikana, ja samalla arvostuskertoimet ovat vaihdelleet voimakkaasti. Yhtiö on myös muuttunut voimakkaasti yli kymmenen vuoden takaisesta Pöyrystä, joten historiallisista kertoimista ei saa hyvää vertailutasoa tulos pohjaisille kertoimille. Mielestämme neutraali P/E ensi vuoden ennusteilla on suunnilleen 14x-tasolla.

Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet noin 8x ja 6,6x, mitkä ovat mielestämme alhaisia. Yhtiön yritys arvo (EV) on laskenut nopeasti nettovelan kääntynyt merkittävästä (Q4'16: +6 MEUR) voimakkaasti negatiiviseksi (Q4'18e: -76 MEUR). Lisäksi on huomioida, ettei kerrointa ole oikaistu hybridilainalla\*. Jos hybridi lisättäisiin korollisiin velkoihin, olisi 2019e EV/EBITDA-kerroin 7,2x. Mielestämme neutraali 2019e EV/EBITDA-kerroin olisi 7-8x, mikä on suunnilleen linjassa mielestämme neutraalin P/E-luvun kanssa.

Volyymi pohjainen EV/liikevaihto-kerroin on vuodelle 2018e 0,6x ja tase pohjainen P/B-kerroin 2,6x, mitkä molemmat ovat selvästi korkeampia kuin viime vuosina keskimäärin. Taustalla on voimakkaasti parantunut kannattavuus. Ennustettu osinkotuotto on kuluvalle vuodelle 3,6 % ja ensi vuodelle 3,9 %.

Arvostustaso	2018e	2019e	2020e
<b>Osakekurssi</b>	7,48	7,48	7,48
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	59,8	59,8	59,8
<b>Markkina-arvo</b>	447	447	447
<b>Yritys arvo (EV)</b>	371	362	377
<b>P/E (oik.)</b>	14,1	12,8	11,7
<b>P/E</b>	9,7	12,8	11,7
<b>P/Kassavirta</b>	4,7	18,0	13,7
<b>P/B</b>	2,6	2,3	2,4
<b>P/S</b>	0,8	0,7	0,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,6	0,6
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	7,9	6,6	6,6
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	8,6	7,2	7,1
<b>Osinko/tulos (%)</b>	34,4 %	50,0 %	50,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,6 %	3,9 %	4,3 %

Arvostusmenetelmä	Arvo	Ero. Vrt. Tavoite
<b>P/E 2019e</b>	8,2 €	-2 %
<b>EV/EBITDA 2019e</b>	8,5 €	1 %
<b>EV/EBIT 2019e</b>	8,3 €	-1 %
<b>P/B (2018e)</b>	8,7 €	3 %
<b>Arvostusero verrokkeihin</b>	8,5 €	1 %
<b>DCF-laskelma</b>	9,2 €	9 %
<b>Keskiarvo/ Tavoitehintaa</b>	8,6 €	8,4 €

Lähde: Inderes

\* Hybridilaina on kirjanpidollisesti omaa pääomaa, mutta sijoittajien kannalta korollista velkaa. Vaikutus laskettu lisäämättä 30 MEUR:n hybridilaina korollisiin velkoihin, mikä kasvattaa samalla yritys arvoa (EV). Oikaisu nostaisi 2019e EV/EBITDA-kerrointa 8,4 %. Hybridi on huomioitu hyväksyttävissä EV-kertoimissa.

# Arvonmääritys ja suositus (2/3)

## Vertailuryhmän lyhyt esittely

Pöyrylle on saatavilla hyvä verrokkiryhmä monien toimialan kansainvälisten listattujen ansiosta. Mielestämme parhaita verrokkeja ovat ruotsalaiset Sweco ja ÅF samankaltaisen sijoittajaprofiilinsa takia. Samalla on hyvä huomata, että näillä yhtiöillä on huomattavasti Pöyryä vakuuttavampi track-record. Ramboll kuuluisi ehdottomasti ryhmään, mutta yhtiö ei ole listattu ja siitä saatava data on rajatumpaa. Hyviä verrokkeja ovat myös yhdysvaltalaiset WSP, Arcadis ja WorleyParsons, jotka kuuluvat myös Pöyryn pääkilpailijoihin ja ovat muutenkin suhteellisen lähellä Pöyryn profiilia. Lisäksi olemme ottaneet ydinverrokkiryhmään Altenin, Bertrandin ja Etteplanin, jotka eivät ole Pöyrylle oleellisia kilpailijoita. Mielestämme on kuitenkin perusteltua ottaa mukaan sektorin suurimpia Euroopasta sekä lähin verrokki Helsingin pörssistä. Mielestämme ydinryhmässä oleellisinta on samankaltainen sijoittajaprofiili, koska ryhmästä haetaan erityisesti viitekehystä hyväksyttävälle arvostukselle.

## Ydinverrokkiryhmän arvostustaso

Vaikka sektorin arvostustasot ovat olleet viime aikoina paineessa, ovat verrokkien arvostuskertoimet mielestämme yleisesti korkeita. Alla esitetyn ydinverrokkiryhmän vuosien 2018e ja 2019e mediaani P/E-kertoimet ovat noin 17x ja noin 15x, kun vastaavat EV/EBITDA-kertoimet noin 11x ja alle 10x. Jos näkemyksemme talouskasvun selvästä hidastumisesta ensi vuonna pitää paikkaansa, näemme verrokkien keskimääräisessä arvostuksessa laskuvaraa.

Pöyryn P/E-kertoimet ovat 16-17 % ja EV/EBITDA-kertoimet lähes 30 % ryhmän mediaaneja alhaisempia. EV/EBITDA-kertoimessa on hyvä huomioida, että tähän heijastuu Pöyryn hybridilaina sekä taseen sisältämät suuret ennakot. Ennakot ovat osittain liiketoimintamallin vahvuutta, mutta jo hybridin takia Pöyryn EV/EBITDA-kertoimien pitääkin mielestämme olla selvästi verrokkeja alhaisempia. Verrokkiryhmän osinkotuotto on lisäksi noin 22 % Pöyryä alhaisempi, joskin tälle emme anna arvonmäärityksessä merkittävää painoarvoa.

## Alennus verrokkeihin on vielä perusteltu

Mielestämme ainakin toistaiseksi on perusteltua, että Pöyry arvotetaan ydinverrokkiryhmän keskimääräisen tason alapuolelle. Pöyryn tuloskasvu on ollut todella vahvaa viime aikoina ja näkymät ovat hyvät, mutta yhtiön taloudellinen track-record on ollut todella heikko 2000-luvulla. Mielestämme on ymmärrettävää, että tämä painaa hyväksyttävää arvostusta toistaiseksi. Verrokkiryhmällä vastaavaa painolastia ei ole, eivätkä niiden näkymät myöskään ole heikot konsensusennusteiden perusteella. Myös riskiprofiilit ovat valtaosin selvästi Pöyryä suuremmilla ja monialaisimmalla yhtiöillä mahdollisesti alhaisempia. Vaikka Pöyryn markkinatilanne ei ole ollut kokonaisuutena erityisen hyvä viime vuosina, on sen tärkein sektori eli metsäteollisuus ollut jo pitkään erinomaisessa vireessä.

Näiden syiden takia pidämme noin 10 %:n (nyt noin 23 %) alennusta ydinverrokkeihin nähden perusteltuna tällä hetkellä. Tilanne voi muuttua, jos Pöyryn positiivinen tuloskehitys jatkuu.

Ydinverrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Sweco	187,00	2211	2504	16,0	14,5	13,4	12,7	18,6	17,3	2,9	3,2	3,4
ÅF	187,60	1366	1362	11,1	10,2	9,8	9,1	16,4	14,9	3,0	3,3	2,7
WSP	65,23	4561	5135	16,3	13,5	11,7	10,0	21,0	17,3	2,3	2,3	2,1
Arcadis	12,01	1059	1543	9,8	8,5	6,9	6,3	9,8	8,1	4,1	4,5	1,0
WorleyParsons	14,18	4177	4641	23,2	20,5	18,4	17,0	22,7	19,7	1,7	2,4	1,9
Alten	82,55	2756	2825	13,1	11,8	12,2	11,0	17,3	15,5	1,2	1,4	2,9
Bertrandt	75,90	789	906	12,6	10,4	8,3	7,1	16,4	13,4	3,1	3,2	2,0
Etteplan	8,06	207	243	12,0	11,1	9,5	8,8	13,6	12,5	3,4	3,8	3,1
<b>Poyry (Inderes)</b>	<b>7,48</b>	<b>447</b>	<b>371</b>	<b>8,6</b>	<b>7,2</b>	<b>7,9</b>	<b>6,6</b>	<b>14,1</b>	<b>12,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,6</b>
<b>Keskisarvo</b>				<b>14,3</b>	<b>12,6</b>	<b>11,3</b>	<b>10,2</b>	<b>17,0</b>	<b>14,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,8</b>	<b>11,4</b>	<b>10,8</b>	<b>9,5</b>	<b>16,9</b>	<b>15,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-33 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>22 %</b>	<b>22 %</b>	<b>7 %</b>

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Arvonmääritys ja suositus (3/3)

## Laajan verrokkiryhmän arvostustaso

Olemme luoneet Pöyrylle myös laajemman verrokkiryhmän, jossa on paljon globaaleja kilpailijoita sektorilta. Yhtiöiden liiketoiminnan painotukset ja sijoitusprofiilit ovat kuitenkin selvästi Pöyrystä poikkeavia. Nämä ovat siis mielenkiintoisia, mutta eivät välttämättä arvostuksen kannalta suoraan relevantteja. Laajan verrokkitaulukko on esitetty seuraavalla sivulla.

Laatimamme laajan verrokkiryhmän vuoden 2018e arvostuskertoimet ovat samansuuntaisia kuin ydinryhmälle (P/E 17x ja EV/EBITDA 10x), mutta vuoden 2019 ennusteilla kertoimet laskevat ydinryhmää voimakkaammin. 2019e mediaani P/E on laajassa ryhmässä vain reilut 13x (lähellä Pöyryn tasoa) ja EV/EBITDA alle 9x. Ryhmän osinkotuotot (2,3-2,8 %) ovat edelleen Pöyryä selvästi alhaisempia.

## DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä esimerkiksi terminaalijakson muuttujiin nähden. Se toimii kuitenkin varmistuksena muulle arvonmääritykselle. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 9,2 euroa realistisella tulevaisuuden skenaariolla. Arvo on korkeampi kuin kertoimien indikoima arvo, mutta tukee kuitenkin näkemystämme.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,0 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 6,2 %:iin liikevaihdosta. Taso on matala suhteessa potentiaaliin, mutta korkea suhteessa finanssikriisin jälkeisiin suorituksiin. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 49 %, mikä on

mielestämme neutraali nykyisessä markkinassa.

Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,4 % ja oman pääoman kustannus on 8,7 %, mitkä ovat mielestämme kohtuullisia yhtiölle. Olemme käyttäneet laskelmassa 24 %:n veroastetta. Riskitön korko on 3,0 %, markkinan riskipreemio 4,75 %, likviditeettipreemio 0,5 % ja beta mielestämme yhtiölle kohtuullinen 1,1x. Se huomioi selvästi liiketoiminnan syklisyyden, mutta toisaalta kohtuullisen hyvän näkyvyyden.

## Omistusrakenne ja yritysjärjestelyt

Pöyryllä on yksi selkeä pääomistaja, joka on Corbis S.A. (omistusosuus 32,99 %). Yhtiön taustalta löytyy Henrik Ehrnrooth, ja hänen veljensä Georg Ehrnrooth ja Carl-Gustaf Ehrnrooth. Henrik Ehrnrooth teki pitkän uran Pöyryllä ja on yhtiön hallituksen puheenjohtaja. Omistuksessa ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia pitkään aikaan emmekä pidä todennäköisenä, että sellaisia tapahtuisi myöskään lähitulevaisuudessa. Nykyinen pääomistaja on nähnyt sekä Pöyryn nousun että pohjakosketuksen, ja kyseessä on näkemyksemme mukaan pitkäaikainen omistaja. Näin ollen yhtiö myös kehitetään pitkää aikaväliä ajatellen kestävästi. Näkemystä vahvistaa myös se, että yhtiön toiseksi suurin omistaja Procurator-Holding Oy (omistus 6,3 %) on Pöyryn perheen sijoitusyhtiö. Muuten omistusrakenne on varsin normaali pitkäaikaiselle pörssi-yhtiölle.

Samalla nykyinen omistajarakenne tarkoittaa näkemyksemme mukaan sitä, ettei Pöyry ole todennäköinen yritysostokohde. Toki yrityskaupat ovat aina mahdollisia, mutta arviomme mukaan Pöyry ei ole suurimmille omistajille ns. finanssisijoitus, minkä takia mahdollisen ulkopuolisen ostotarjouksen pitäisi

olla vähintäänkin poikkeuksellisen houkutteleva. Arvostuksen kannalta tämä tarkoittaa, että yritysostopreemiota ei mielestämme kannata odottaa tai hinnoitella osakkeeseen. Tällä ei ole mielestämme oleellista vaikutusta hyväksyttävään arvostustasoon. Osakkeen free float (vapaasti vaihdettavien osakkeiden osuus) on näkemyksemme mukaan kohtuullinen selkeästä pääomistajasta ja suhteellisen vakaasta omistajakunnasta huolimatta.

## Tavoitehinta ja suositus

Aloitamme Pöyryn lisää-suosituksella ja 8,4 euron tavoitehinnalla. Osake on mielestämme varsin houkuttelevasti hinnoiteltu suhteessa lähivuosien näkymiin ja verrokkiryhmään, mutta huolenamme on taloussyklin kestävyys. Yhtiöllä on mielestämme edelleen paljon potentiaalia, mutta jatkossa kurssinousu vaatii taakseen tulokasvun jatkumista. Myös tilauskannan on pysyttävä vahvana, jotta näkyvyys säilyy hyvänä.

Pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta nykytasolla kohtuullisena suhteellisen vakaiden tulokasvunäkymien, kohtuullisen riskiprofiilin, Brasilian / Venäjän mahdollisuuksien sekä konsolidoituvan toimialan potentiaalini ansiosta.

Selkeä riski on talouskasvun hyytyminen, mistä on selkeitä merkkejä jo tällä hetkellä. Jälkisyklisenä yhtiönä mahdolliset negatiiviset vaikutukset esimerkiksi tulokasvuun heijastuvat Pöyryyn viiveellä, mutta osakemarkkinoilla hinnoittelu tehdään yleensä ennen käännettä. Mielestämme tämä koko toimialaa koskema riski on kuitenkin huomioitu perustellusti osakkeen tämän hetken hinnoittelussa. Mahdolliset tulospettymykset aiheuttaisivat painetta osakekurssiin.

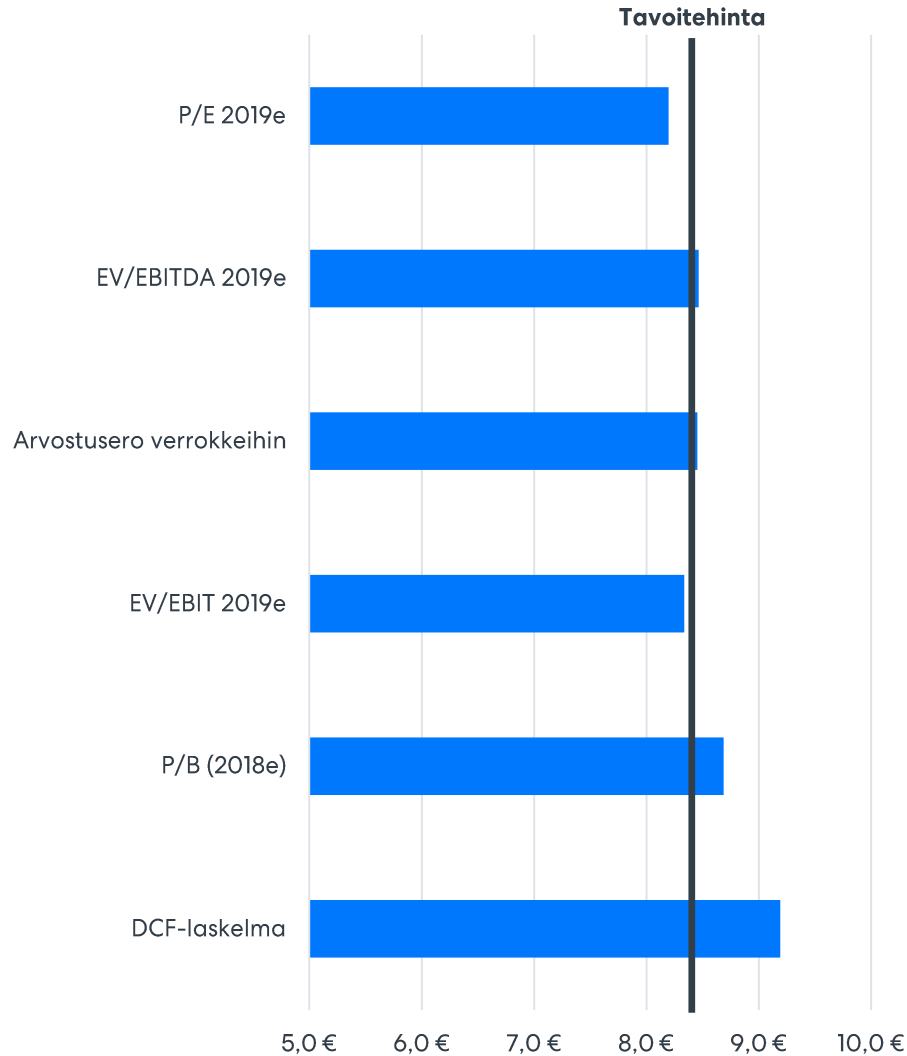
# Laajan verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Sweco	187,00	2211	2504	16,0	14,5	13,4	12,7	18,6	17,3	2,9	3,2	3,4
ÅF	187,60	1366	1362	11,1	10,2	9,8	9,1	16,4	14,9	3,0	3,3	2,7
Etteplan	8,06	207	243	12,0	11,1	9,5	8,8	13,6	12,5	3,4	3,8	3,1
WSP	65,23	4561	5135	16,3	13,5	11,7	10,0	21,0	17,3	2,3	2,3	2,1
Arcadis	12,01	1059	1543	9,8	8,5	6,9	6,3	9,8	8,1	4,1	4,5	1,0
Stantec	30,87	2351	2862	15,8	12,1	11,4	9,6	18,6	14,1	1,8	1,9	
KBR	19,28	2430	2953	8,2	9,0	7,4	7,7	12,8	11,9	1,6	1,6	1,7
WorleyParsons	14,18	4177	4641	23,2	20,5	18,4	17,0	22,7	19,7	1,7	2,4	1,9
SNC-Lavalin	46,31	5492	7289	13,2	10,7	12,3	10,9	17,3	15,3	2,3	2,4	1,6
Fluor	45,03	5545	5508	12,9	8,7	9,2	6,8	24,0	14,1	1,9	1,9	2,0
Jacobs Engineering	73,66	9385	10810	13,6	11,2	11,2	9,4	17,0	14,0	0,8	0,8	1,6
Tecnicas Reunidas	22,19	1184	973	13,2	6,7	10,4	6,2	27,7	12,2	4,5	4,8	2,7
Tetra Tech	66,77	3262	3460	18,2	16,7	15,3	14,5	25,1	23,2	0,7	0,8	3,9
Maire Tecnimont	3,22	1065	881	4,6	4,4	4,4	4,2	9,5	8,9	3,9	4,4	3,2
Larsen & Toubro	1384,70	23688	36027	25,9	20,7	22,2	18,1	27,7	22,3	1,2	1,4	3,4
Power Construction Corporation of	4,78	9315	42180			11,7	10,6	9,0	8,0	2,1	2,3	0,9
IBI Group	4,65	95	177	6,7	7,3	7,1	6,3	10,0	9,5			
Sinopec	7,13	3572	1803	5,3	4,2	4,2	3,4	11,1	9,1	4,5	5,5	1,0
CTCI	44,00	964	1064	11,6	9,6	9,9	8,4	15,9	13,3	6,2	6,6	1,9
Alten	82,55	2756	2825	13,1	11,8	12,2	11,0	17,3	15,5	1,2	1,4	2,9
Bertrandt	75,90	789	906	12,6	10,4	8,3	7,1	16,4	13,4	3,1	3,2	2,0
Rejlers	72,00	113	129	41,2	9,4	17,6	6,9	18,6	11,1	1,4	2,8	1,7
Semcon	50,00	91	89	7,6	6,5	6,9	6,0	10,2	8,8	5,2	5,8	1,6
Multiconsult	59,00	166	199	13,6	9,2	9,9	7,3	16,8	10,7	2,8	4,5	2,6
<b>Poyry (Inderes)</b>	<b>7,48</b>	<b>447</b>	<b>371</b>	<b>8,6</b>	<b>7,2</b>	<b>7,9</b>	<b>6,6</b>	<b>14,1</b>	<b>12,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,6</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>14,2</b>	<b>10,7</b>	<b>10,9</b>	<b>9,1</b>	<b>17,0</b>	<b>13,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>
<b>Mediaani</b>				<b>13,1</b>	<b>10,2</b>	<b>10,2</b>	<b>8,6</b>	<b>16,9</b>	<b>13,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-34 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>52 %</b>	<b>39 %</b>	<b>30 %</b>

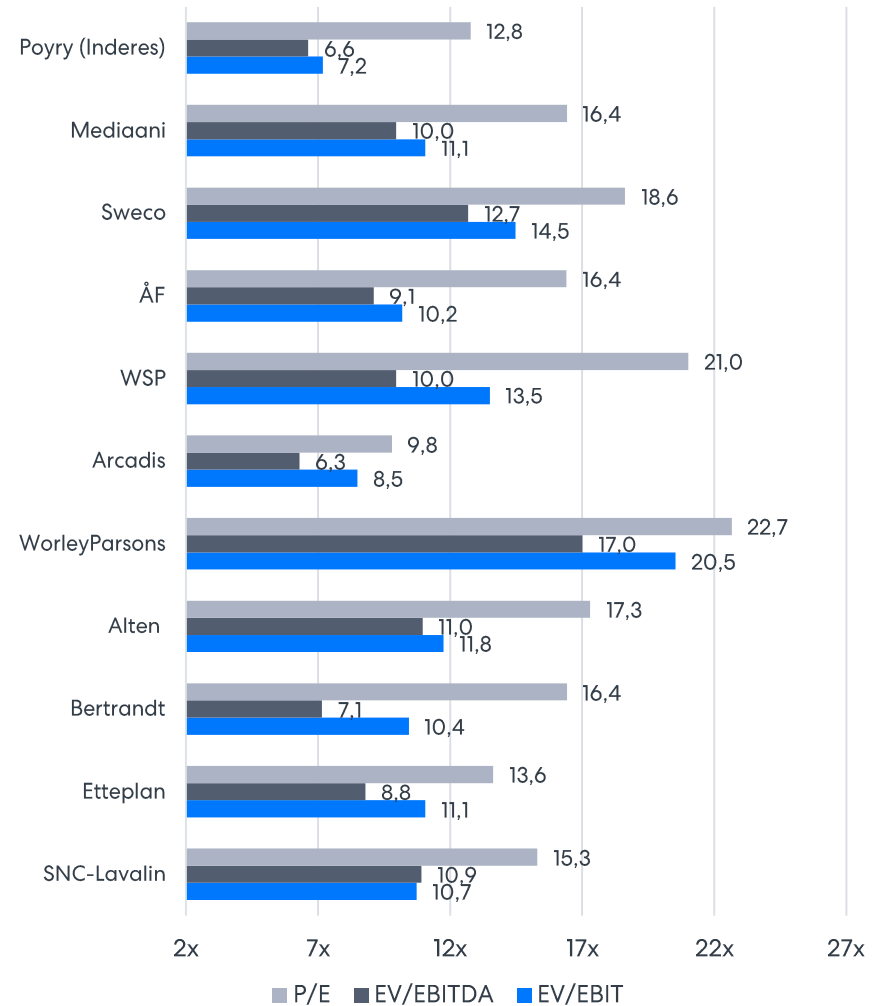
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Arvostus yhteenveto

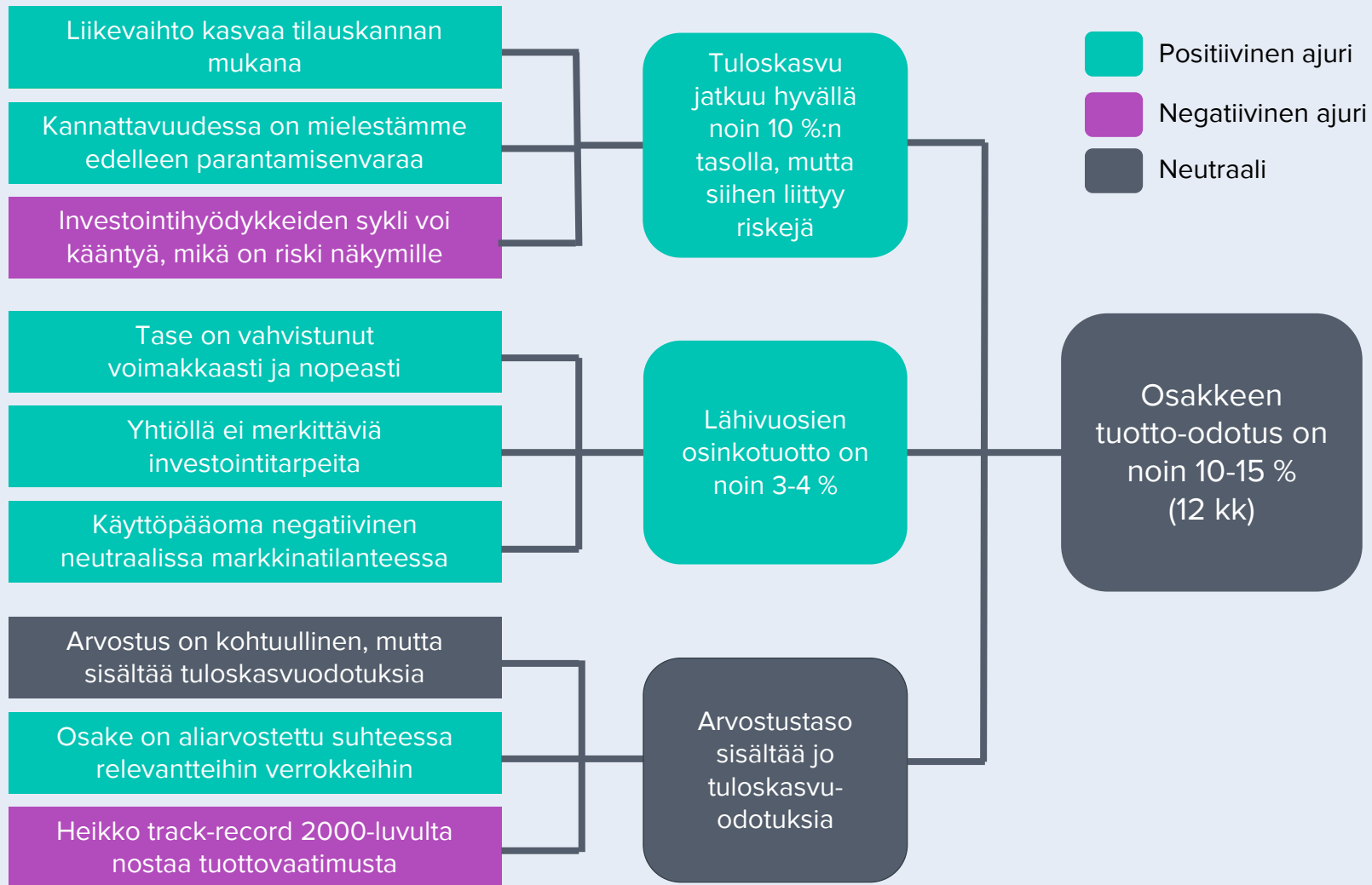
Eri arvostusmenetelmien indikoima osakkeen arvo (€)



Ydinverrokkiryhmän arvostuskertoimet (2019e)



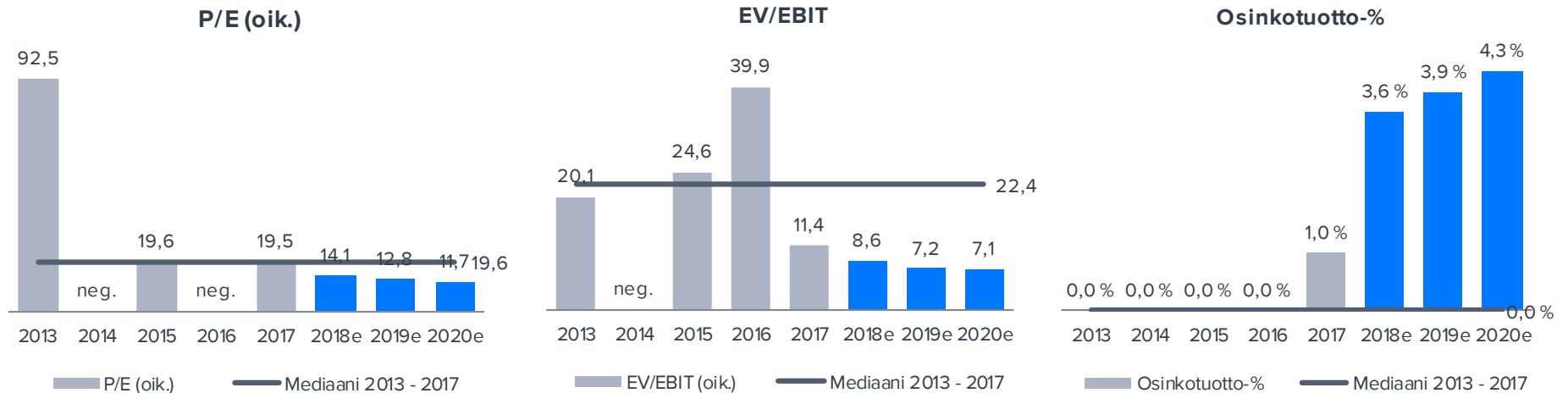
# Pöyryn arvoajurit 2018-2020e



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,07	2,66	3,78	3,32	4,84	7,48	7,48	7,48	7,48
Osakemäärä, milj. kpl	59,1	59,2	59,2	59,3	59,8	59,8	59,8	59,8	59,8
Markkina-arvo	240	158	224	197	289	447	447	447	447
Yritysarvo (EV)	280	200	232	231	296	371	362	377	364
P/E (oik.)	92,5	neg.	19,6	neg.	19,5	14,1	12,8	11,7	11,4
P/E	92,5	neg.	37,2	neg.	74,2	9,7	12,8	11,7	11,4
P/Kassavirta	4,5	neg.	16,9	neg.	14,0	4,7	18,0	13,7	13,6
P/B	1,9	1,6	1,8	1,7	2,2	2,6	2,3	2,4	2,2
P/S	0,4	0,3	0,4	0,4	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	9,9	>100	17,0	22,2	9,7	7,9	6,6	6,6	6,4
EV/EBIT (oik.)	20,1	neg.	24,6	39,9	11,4	8,6	7,2	7,1	7,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	76,6 %	34,4 %	50,0 %	50,0 %	48,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,0 %	3,6 %	3,9 %	4,3 %	4,3 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

# Segmenttien avainlukuja puolivuositain

Tilaukanta (MEUR)	H1'16	H2'16	H1'17	H2'17	H1'18	H2'18e	H1'19e	H2'19e	H1'20e	H2'20e
Energia	170,3	152,5	174,0	164,9	233,3	246,2	261,1	273,9	293,0	303,2
Teollisuus	99,3	96,5	101,0	105,7	153,7	152,7	148,0	141,7	133,9	117,8
Infra, Vesi ja Ympäristö	171,8	179,3	178,5	159,4	174,3	170,7	161,3	155,2	151,1	146,0
Liikkeenjohdon konsultointi	16,3	14,3	21,0	18,4	17,0	16,1	15,1	14,0	12,7	12,0
<b>Yhteensä</b>	<b>457,7</b>	<b>442,6</b>	<b>474,5</b>	<b>448,4</b>	<b>578,3</b>	<b>585,7</b>	<b>585,6</b>	<b>584,9</b>	<b>590,7</b>	<b>579,1</b>

Liikevaihto (MEUR)	H1'16	H2'16	H1'17	H2'17	H1'18	H2'18e	H1'19e	H2'19e	H1'20e	H2'20e
Energia	65,9	63,7	64,3	57,8	62,4	64,9	70,9	73,0	75,9	75,9
Teollisuus	100,7	90,7	102,1	97,8	108,6	114,4	124,5	129,3	136,1	137,2
Infra, Vesi ja Ympäristö	73,7	71,3	70,7	65,4	77,6	76,2	81,1	79,0	83,9	81,5
Liikkeenjohdon konsultointi	31,9	32,3	30,6	35,1	34,7	34,9	35,9	36,2	37,0	37,1
Kohdistamaton	-0,2	-0,2	-0,5	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Yhteensä</b>	<b>272,0</b>	<b>257,8</b>	<b>267,2</b>	<b>255,2</b>	<b>282,5</b>	<b>289,4</b>	<b>311,4</b>	<b>316,4</b>	<b>331,9</b>	<b>330,7</b>

Oik. liiketulos (MEUR)	H1'16	H2'16	H1'17	H2'17	H1'18	H2'18e	H1'19e	H2'19e	H1'20e	H2'20e
Energia	0,8	4,2	3,5	3,9	4,1	5,5	5,2	5,5	5,5	5,6
Teollisuus	3,9	1,9	8,0	9,9	12,1	14,9	15,6	16,8	17,0	17,6
Infra, Vesi ja Ympäristö	-2,3	2,5	1,3	2,2	3,8	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5
Liikkeenjohdon konsultointi	2,3	2,5	1,6	5,7	4,1	4,2	4,3	4,7	4,4	4,4
Kohdistamaton	-6,4	-3,6	-4,4	-5,8	-5,0	-5,2	-5,0	-5,4	-5,0	-5,5
<b>Yhteensä</b>	<b>-1,7</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>	<b>16,0</b>	<b>19,1</b>	<b>23,7</b>	<b>24,4</b>	<b>26,0</b>	<b>26,4</b>	<b>26,6</b>

Henkilöstömäärä (lopussa)	H1'16	H2'16	H1'17	H2'17	H1'18	H2'18e	H1'19e	H2'19e	H1'20e	H2'20e
Energia	1079	1068	1057	1054	1041	1083	1148	1182	1194	1194
Teollisuus	2024	1808	1846	1911	1953	2051	2153	2239	2284	2307
Infra, Vesi ja Ympäristö	1253	1193	1147	1157	1160	1172	1177	1180	1182	1182
Liikkeenjohdon konsultointi	349	353	355	373	362	364	367	369	371	371
Kohdistamaton	174	153	136	141	146	146	147	149	150	152
<b>Yhteensä</b>	<b>4879</b>	<b>4575</b>	<b>4541</b>	<b>4636</b>	<b>4662</b>	<b>4815</b>	<b>4993</b>	<b>5119</b>	<b>5182</b>	<b>5206</b>

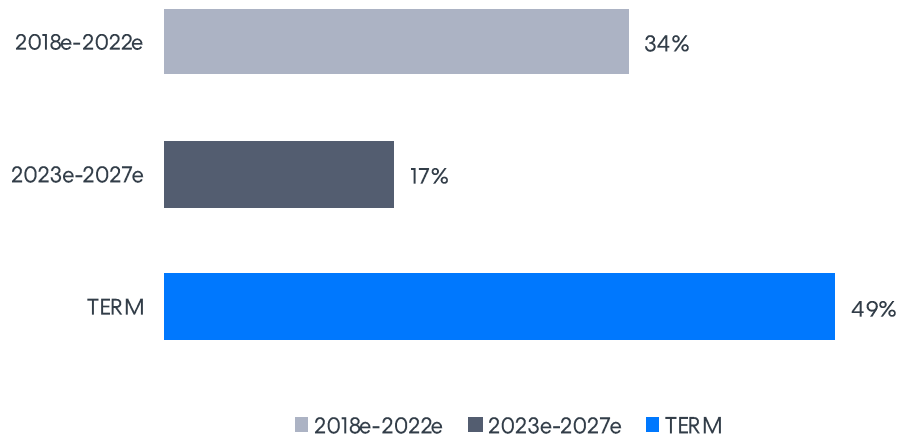
# Kassavirtalaskelma (DCF)

DCF-laskelma	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>15,1</b>	<b>57,3</b>	<b>50,4</b>	<b>53,1</b>	<b>52,2</b>	<b>52,0</b>	<b>50,7</b>	<b>49,5</b>	<b>48,9</b>	<b>47,5</b>	<b>48,4</b>	
+ Kokonaispoistot	4,4	4,2	4,2	4,1	4,3	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	5,5	
- Maksetut verot	0,9	0,0	-13,1	-14,2	-12,4	-12,5	-12,2	-11,9	-11,9	-11,5	-11,8	
- verot rahoituskuluista	-1,3	0,8	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	
- Käyttöpääoman muutos	24,7	38,9	-9,2	-5,2	-6,2	-6,6	-14,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>44,2</b>	<b>101</b>	<b>32,2</b>	<b>37,6</b>	<b>37,7</b>	<b>37,3</b>	<b>28,8</b>	<b>42,1</b>	<b>41,8</b>	<b>40,8</b>	<b>42,1</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-24,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	2,3	-4,1	-5,5	-4,9	-4,8	-4,9	-5,1	-5,1	-5,2	-6,8	-5,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>22,4</b>	<b>97,2</b>	<b>26,6</b>	<b>32,7</b>	<b>33,0</b>	<b>32,4</b>	<b>23,7</b>	<b>37,1</b>	<b>36,7</b>	<b>34,0</b>	<b>36,2</b>	
+/- Muut	-1,8	-3,6	-3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	20,6	93,6	23,0	32,7	33,0	32,4	23,7	37,1	36,7	34,0	36,2	574
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>92,7</b>	<b>21,0</b>	<b>27,5</b>	<b>25,6</b>	<b>23,2</b>	<b>15,7</b>	<b>22,6</b>	<b>20,6</b>	<b>17,6</b>	<b>17,3</b>	<b>274</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		558	465	444	417	391	368	352	330	309	292	274
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>558</b>										
- Korolliset velat		-56,8										
+ Rahavarat		50,7										
-Vähemmistöosuus		-0,3										
-Osinko/pääomapalautus		-3,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>549</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,2</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	24,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,4 %</b>

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Kooste avainluvuihin

Lyhennetty tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	650,8	571	575	530	522	572	628	663	682
Käyttökate (EBITDA)	28,2	-17,8	8,2	-3,5	19,5	61,5	54,6	57,1	56,5
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	13,9	-4,8	9,4	5,8	26,0	42,9	50,4	53,1	52,2
Liikevoitto (EBIT)	13,9	-23,1	4,0	-8,1	15,1	57,3	50,4	53,1	52,2
Tulos ennen veroja	9,1	-28,0	6,0	-10,6	11,8	62,0	49,9	52,5	51,6
Nettotulos	2,6	-24,9	6,0	-12,8	5,7	48,0	36,8	38,3	39,2
Osakekohtainen tulos	0,0	-0,1	0,19	-0,01	0,25	0,53	0,59	0,64	0,66
Vapaa kassavirta	52,9	-3,5	13,2	-27,5	20,6	95,4	24,8	32,7	33,0

Avainluvut	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-16,0 %	-12,2 %	0,7 %	-8,0 %	-1,4 %	9,5 %	9,8 %	5,5 %	2,9 %
Käyttökate-%	4,3 %	-3,1 %	1,4 %	-0,7 %	3,7 %	10,8 %	8,7 %	8,6 %	8,3 %
Oik. liikevoitto-%	2,1 %	-0,8 %	1,6 %	1,1 %	5,0 %	7,5 %	8,0 %	8,0 %	7,7 %
Liikevoitto-%	2,1 %	-4,0 %	0,7 %	-1,5 %	2,9 %	10,0 %	8,0 %	8,0 %	7,7 %
ROE-%	2,0 %	-21,7 %	5,3 %	-12,0 %	3,2 %	30,5 %	19,2 %	20,4 %	20,3 %
ROI-%	6,0 %	-10,3 %	5,6 %	-3,0 %	9,0 %	32,5 %	27,6 %	26,2 %	24,1 %
Omavaraisuusaste	32,3 %	28,8 %	34,1 %	32,5 %	39,7 %	49,0 %	50,8 %	45,4 %	48,9 %
Nettovelkaantumisaste	25,7 %	39,0 %	3,6 %	27,0 %	4,7 %	-44,0 %	-44,0 %	-37,9 %	-40,7 %

Osakelukuja	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
EPS (oikaistu)	0,04	-0,11	0,19	-0,01	0,25	0,53	0,59	0,64	0,66
Kassavirta / osake	0,89	-0,06	0,22	-0,46	0,34	1,60	0,42	0,55	0,55
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,27	0,29	0,32	0,32
Omapääoma / osake	2,19	1,69	2,15	1,97	2,17	2,90	3,21	3,06	3,40

# Tase

Vastaavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>179</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>166</b>	<b>167</b>
Liikearvo	122	119	118	118	118
Aineettomat hyödykkeet	7,2	7,0	8,0	8,8	9,3
Käyttöomaisuus	7,5	6,0	5,7	6,3	6,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Muut sijoitukset	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Muut pitkäaikaiset varat	4,6	3,5	3,5	3,5	3,5
Laskennalliset verosaamiset	34,1	27,1	27,1	27,1	27,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>243</b>	<b>225</b>	<b>271</b>	<b>298</b>	<b>325</b>
Vaihto-omaisuus	58,7	43,7	51,5	56,5	59,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	135	131	143	157	166
Likvidit varat	49,3	50,7	76,1	84,7	99,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>422</b>	<b>390</b>	<b>436</b>	<b>465</b>	<b>492</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Oma pääoma</b>	<b>118</b>	<b>130</b>	<b>173</b>	<b>192</b>	<b>183</b>
Osakepääoma	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
Kertyneet voittovarot	22,7	43,9	87,1	106	127
Oman pääoman ehtoiset lainat	30,0	30,0	30,0	30,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	49,6	41,3	41,3	41,3	41,3
Vähemmistöosuus	1,4	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>58,0</b>	<b>63,8</b>	<b>33,8</b>	<b>33,8</b>	<b>63,8</b>
Laskennalliset verovelat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	12,7	14,8	14,8	14,8	14,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	30,0	0,0	0,0	30,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	45,0	18,8	18,8	18,8	18,8
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>246</b>	<b>196</b>	<b>229</b>	<b>239</b>	<b>245</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	81,2	26,8	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	164	170	229	239	245
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>422</b>	<b>390</b>	<b>436</b>	<b>465</b>	<b>492</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	575,3	529,6	522,3	571,9	627,8
Käyttökate	8,2	-3,5	19,5	61,5	54,6
Liikevoitto	4,0	-8,1	15,1	57,3	50,4
Voitto ennen veroja	6,0	-10,6	11,8	62,0	49,9
Nettovoitto	6,0	-14,6	3,9	46,2	35,0
Kertaluontoiset erät	-5,4	-13,9	-10,9	14,4	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	449,9	421,8	390,1	435,7	464,6
Oma pääoma	129,3	118,3	129,9	173,1	192,2
Liikearvo	121,4	122,4	118,9	118,1	118,1
Nettovelat	4,7	32,0	6,1	-76,1	-84,7

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
Käyttökate	8,2	-3,5	19,5	61,5	54,6
Nettokäyttöpääoman muut	10,2	-10,9	24,7	38,9	-9,2
Operatiivinen kassavirta	11,0	-18,8	44,2	101,3	32,2
Investoinnit	-6,0	-5,6	2,3	-4,1	-5,5
Vapaa kassavirta	13,2	-27,5	20,6	95,4	24,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Corbis S.A.	33,0 %
Procurator-Holding Oy	6,3 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,5 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	3,9 %
Sijoitusrahasto Nordea Nordic Small Cap	3,3 %
Pöyry Oyj	3,3 %

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS (raportoitu)	0,10	-0,25	0,07	0,77	0,59
EPS (oikaistu)	0,19	-0,01	0,25	0,53	0,59
Operat. kassavirta / osake	0,19	-0,32	0,74	1,70	0,54
Vapaa kassavirta / osake	0,22	-0,46	0,34	1,60	0,42
Omapääoma / osake	2,15	1,97	2,17	2,90	3,21
Osinko / osake	0,00	0,00	0,05	0,27	0,29

Kasvu ja kannattavuus	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	1 %	-8 %	-1 %	9 %	10 %
Käyttökateen kasvu-%	-146 %	-143 %	-657 %	215 %	-11 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-296 %	-38 %	348 %	65 %	18 %
EPS oik. kasvu-%	-273 %	-106 %	-2170 %	115 %	10 %
Käyttökate-%	1,4 %	-0,7 %	3,7 %	10,8 %	8,7 %
Oik. Liikevoitto-%	1,6 %	1,1 %	5,0 %	7,5 %	8,0 %
Liikevoitto-%	0,7 %	-1,5 %	2,9 %	10,0 %	8,0 %
ROE-%	5,3 %	-12,0 %	3,2 %	30,5 %	19,2 %
ROI-%	5,6 %	-3,0 %	9,0 %	32,5 %	27,6 %
Omavaraisuusaste	34,1 %	32,5 %	39,7 %	49,0 %	50,8 %
Nettovelkaantumisaste	3,6 %	27,0 %	4,7 %	-44,0 %	-44,0 %

Arvostuskertoimet	2015	2016	2017	2018e	2019e
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	17,0	22,2	9,7	7,9	6,6
EV/EBIT (oik.)	24,6	39,9	11,4	8,6	7,2
P/E (oik.)	19,6	neg.	19,5	14,1	12,8
P/B	1,8	1,7	2,2	2,6	2,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,0 %	3,6 %	3,9 %

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevastä. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

## Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.11.2018	Lisää	8,40 €	7,48 €



**2015**

Ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**

Suosituustarkkuus



**2014, 2015, 2016**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016**

Suosituustarkkuus



**2012, 2016, 2017**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**

Suosituustarkkuus



**2017**

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)