

Suominen

Yhtiöraportti

28.4.2021 23:15



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Raaka-aineturbulenssiin päästään hyvistä asemista

Suomisen eilen julkistama Q1-tulos oli operatiivisesti odotuksiamme parempi. Yhtiön näkymät lähiajoille ovat kysynnän osalta yhä vahvat, mutta raaka-aineiden hintojen nousu tulee lähikvartaaleilla jarruksi. Toistamme silti Suomisen lisää-suosituksemme ja tarkastamme tavoitehintamme 6,25 euroon (aik. 6,00 euroa). Osakkeen matalan arvostuksen nousuvara ja 4 %:n osinkotuotto tarjoavat näkemyksemme mukaan sijoittajille hyvän tuotto-odotuksen, vaikka emme vielä odota yhtiön tuloksen kasvavan lähivuosina viime vuoden korkealta tasolta.

Vuosi lähti käyntiin ennätystuloksella

Suomisen liikevaihto kasvoi Q1:llä 5 % 115 MEUR:oon, mikä alitti ennusteemme selvästi. Myyntiä ajoivat etenkin kohonneet volyymit, joita tuki koronapandemian myötä yhä väkevä pyyhintätuotteiden kysyntä. Valuuttojen vaikutus liikevaihtoon oli selvästi negatiivinen, kun taas myyntihinnat nousivat hieman lähinnä tuotemixiin liittyneistä syistä. Suomisen liikevoitto kohosi Q1:llä reippaasti kohtuullisesta vertailukaudesta 13,6 MEUR:oon ja ylitti ennusteemme selvästi. Ylitys johtui etenkin odotuksiamme korkeammasta bruttokatteesta (Q1: GM-% 17,5 %, +5,5 %-yksikköä v/v), jossa raaka-aineiden hintojen nousu näkyi vielä odotuksiamme maltillisemmin.

Rahoituskulut olivat odotetusti selvästi positiiviset Amerplast-sijoituksesta vetäytymisen takia, kun taas veroaste laski todennäköisesti Euroopassa parantuneen kannattavuuden takia vain 18 %:iin. Siten Suomisen oikaistu EPS ylitti ennusteemme lopulta selvästi etenkin operatiivista tulosta peilaten.

Kysyntä ei näytä heikkouden merkkejä, mutta raaka-aineiden hintojen nousu tuo turbulenssia

Suominen toisti Q1-raportissaan kuluvan vuoden ohjeistuksensa, jonka mukaan yhtiön oikaistu käyttökate on vuonna 2021 vuoden 2020 tasolla (2020: oik. EBITDA 60,9 MEUR). Yhtiö arvioi kysynnän pysyvän vahvana, mutta kasvava volatiliiteetti raaka-aine- ja kuljetusmarkkinoilla lisää epävarmuutta ja voi vaikuttaa tulokseen negatiivisesti. Etenkin Q2:lle yhtiö varoitteli negatiivisista vaikutuksista kun taas kysynnän osalta tilanne vaikuttaa rokotusten etenemisestä huolimatta väkivahvalta. Muuan muassa mekanismipohjaisia sopimuksia lisännyt yhtiön vaikuttaa myös raaka-aineiden hintojen nousuun valmistautuneelta, minkä takia odotamme Suomisen hinnoittelun saavan kiinni kulujen nousua 1-2 kvartaalin viiveellä. Pidimme kuluvan vuoden ja lähivuosien ennusteemme ennallaan Q1-raportin jälkeen tietyistä painopistemutoksista huolimatta ja odotamme yhtiön saavuttavan ohjeistuksensa. Ennusteemme odottavat yhtiön tulostason pysyvän vakaana korkealla tasolla (vrt. 2021e-2023e: oik. EBITDA-% 12-12,4 % vs. 2020 TOT 13,3 % vs. taloudellinen tavoite yli 12 % vuoteen 2025 mennessä), mikä peilaa pandemian kysynnälle luomia positiivisia pitkän ajan nostetta, yhtiön kilpailukykyistä tuotepalettia ja kohonnutta tehokkuutta.

Mielestämme arvostuksen nousuvara ja hyvä osinkotuotto tarjoavat yhä terveen tuotto-odotuksen

Suomisen vuosien 2021 ja 2022 ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut ovat noin 13x ja 14x. Paremmiin yhtiön vahvaa kassavirtaa heijastelevat EV/EBITDA-kertoimet ovat vain 6x. Myös kertoimet ovat yhtiön 5 vuoden mediaanien alapuolella tai niiden tasolla. Sijoittajien riskit Suomisessa liittyvätkin mielestämme kertoimien sijaan vahvan tulostason kestävytyteen, mutta yhtiön hyvät näkymät huomioiden riski on hallittu. Siten mielestämme jo tulostason ylläpitäminen oikeuttaa Suomiselle korkeamman arvostuksen, joka kompensoi lievässä laskussa ennusteidemme mukaan pysyvää tulosta. Tuloksen lievä alamäki, arvostuksen nousuvara ja 4 %:n lähivuosien osinkotuotto muodostavat mielestämme osakkeelle yhä terveen 10 %:n tuotto-odotuksen seuraavalle 12 kk:lle.

Suositus

Lisää

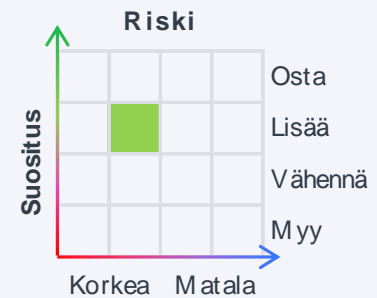
(aik. Lisää)

6,25 EUR

(aik. 6,00 EUR)

Osakekurssi:

5,87



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	458,9	474,6	491,2	502,0
kasvu-%	12 %	3 %	3 %	2 %
EBIT oik.	39,5	37,8	34,6	37,5
EBIT-% oik.	8,6 %	8,0 %	7,0 %	7,5 %
Nettotulos	30,1	29,8	23,5	25,3
EPS (oik.)	0,52	0,47	0,41	0,44

P/E (oik.)	9,7	12,6	14,3	13,3
P/B	2,0	2,1	1,9	1,8
Osinkotuotto-%	3,9 %	3,8 %	4,1 %	4,1 %
EV/EBIT (oik.)	8,5	9,4	9,8	8,6
EV/EBITDA	5,5	6,0	6,0	5,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

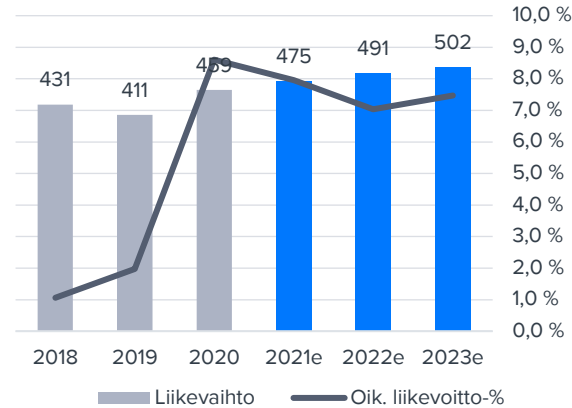
Suominen odottaa, että sen vertailukelpoinen käyttökate (EBITDA) vuonna 2021 on vuoden 2020 tasolla (EBITDA 2020: 60,9 MEUR)

Osakekurssi



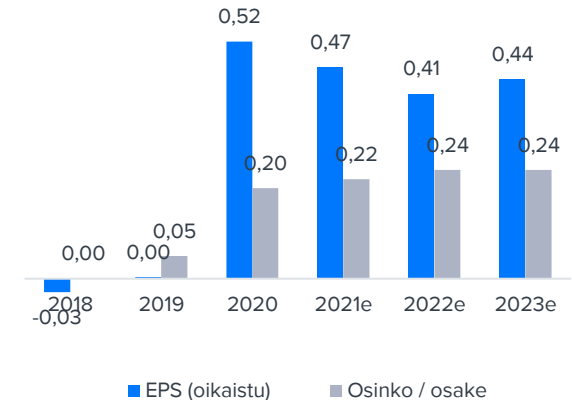
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kannattava kasvu tuotannon määrän ja arvon kautta
- Asteittainen kasvu vaativissa kuitukangastuotteissa (esim. kestävä kehityksen periaatteiden mukaiset kuitukankaat)
- Terve BKT-kasvun ylittävä markkinakasvu
- Pandemian kysynnälle lyhyellä ja etenkin pitkällä aikavälillä antama tuki

Riskitekijät

- Kireä kilpailu
- Heikko historiallinen hinnoitteluvoima
- Ison asiakkaan menettäminen
- Raaka-aineiden hintojen nousu
- Pandemia-ajan jälkeisen kysynnän kehitystä ja lähivuosina markkinoille tuleva uusi kapasiteetti

Arvostus

- Lyhyen ajan kertoimet ovat houkuttelevat etenkin kassavirtapohjaisesti
- Tase- ja volyympohjaiset kertoimet eivät ole vielä hälyttävät
- Yhtiön riskitaso on laskenut selvästi viimeisen vuoden aikana
- Tuotto-odotus seuraavalle 12 kuukaudelle on noin 10 %, mikä muodostuu noin 4 %:n osinkotuotosta ja kertoimien lievästä nousuvarasta

Q1-tulos ylitti ennusteet selvästi

Kysyntä jatkui vahvana alkuvuonna

Suomisen liikevaihto kasvoi Q1:llä vertailukaudesta 5 % 115 MEUR:oon, mikä alitti selvästi meidän ennusteemme, mutta oli linjassa konsensuksen kanssa. Liikevaihdon kasvua ajoi etenkin kasvaneet volyymit (arviomme mukaan + 10 %:n kasvu vs. Q1'20). Vahvan (pyyhintätuotteiden)kysynnän takana oli edelleen koronapandemian aiheuttama kuluttajien kasvanut huomio puhdistukseen, desinfiointiin ja hygieniaan. Myös myyntihinnat nousivat hieman lähinnä paremman tuotemixin tukemana. Sen sijaan valuuttakurssit aiheuttivat kvartaalilla selvää vastatuulta liikevaihdon kehitykseen (Q1: -8,1 MEUR).

Markkina-alueittain raportti jatkoi mielestämme samaa positiivista trendiä Q2-Q4'20:n kanssa ja oli tasapainoinen kokonaisuus. Amerikoissa liikevaihto laski 2 %, mihin valuuttakurssit (vahvistuneet EUR/USD ja EUR/BRL) vaikuttivat arviomme mukaan

merkittävästi. Puolestaan neljännen peräkkäisen vahvan kvartaalin tehneen Euroopan liikevaihto kasvoi lähes 19 %. Tämän perusteella on selvää, että Suominen onnistui vastaamaan voimakkaaseen kysynnän myötätuuleen kaikilla alueilla.

Kannattavuus selvästi yli ennusteiden

Suomisen liikevoitto kohosi Q1:llä reippaasti heikosta vertailukaudesta 13,6 MEUR:oon, mikä ylitti ennusteemme selvästi. Ylitys johtui etenkin odotuksiamme korkeammasta bruttokatteesta (Q1: GM-% 17,5 %, +5,5 %-yksikköä v/v), jossa raaka-aineiden hintojen nousu näkyi vielä odotuksiamme maltillisemmin. Lisäksi bruttokatetta tuki edelleen tuotantotehokkuuden parantuminen ja myös yhtiön matalana pysynyt kiinteä kulurakenne oli piirun odotuksiamme alempi. Liikevaihdon tavoin valuuttakurssit vaikuttivat negatiivisesti myös kannattavuuteen (Q1: valuutat tulokseen -1,5 MEUR).

Erinomainen kassavirta kausiluontoisuus huomioiden

Suomisen rahoituskulut olivat odotetusti selvästi positiiviset järkevän Amerplast-vetäytymisen takia, kun taas veroaste laski todennäköisesti Euroopassa parantuneen kannattavuuden takia vain 18 %:iin. Näin ollen Suomisen oikaistu EPS ylittikin ennusteemme varsin selvästi etenkin operatiivista tulosta peilaten.

Positiivista raportissa oli myös kausiluonteisesti yleensä pääomaa sitovalla Q1:llä 16 MEUR:oon (Q1'20: 9,4 MEUR) noussut liiketoiminnan rahavirta. Vahvan kassavirran (ml. Amerplast saamista kotiutuminen rahoituksen rahavirrassa) ja tuloksen myötä Suomisen nettovelkaantumisaste painui selvästi alle yhtiön tavoitetaso 13 %:iin (tavoite 40-80 %). Tästä johtuen uskomme, että taseen pelivara mahdollistaa yhtiölle halutessaan strategisenkin kasvun tarkastelun (etenkin yritysjärjestelyt Aasiassa) lähivuosina.

Ennustetaulukko	Q1'20	Q1'21	Q1'21e	Q1'21e	Konsensus		Erotus (%)	2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	110	115	120	115	106	120	-4 %	475
Käyttökate	11,3	18,5	16,0	15,2	14,2	16,0	15 %	58,7
Liikevoitto	5,7	13,6	10,8	9,8	8,9	10,8	26 %	37,8
EPS (oik.)	0,06	0,19	0,13	0,14	0,11	0,17	40 %	0,47
Liikevaihdon kasvu-%	0,4 %	4,6 %	9,3 %	3,9 %	-3,5 %	8,9 %	-4,7 %-yks.	3,4 %
Liikevoitto-% (oik.)	5,2 %	11,8 %	9,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,8 %-yks.	8,0 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Toimitusjohtajan haastattelu:



Ennusteemme säilyivät lähes muuttumattomina

Odotamme yhtiön saavuttavan ohjeistuksensa

Suominen toisti odotetusti kuluvan vuoden ohjeistuksena Q1-raportin yhteydessä, jonka mukaan yhtiön oikaistu käyttökate on vuonna 2021 vuoden 2020 tasolla (2020: oik. EBITDA 60,9 MEUR). Lisäksi yhtiö arvioi kysynnän pysyvän vahvana, mutta kasvava volatiliiteetti raaka-aine- ja kuljetusmarkkinoilla lisää epävarmuutta ja voi vaikuttaa tulokseen negatiivisesti. Etenkin Q2:lle yhtiö varoitteli negatiivisista vaikutuksista.

Kysyntätilanne vaikuttaa rokotusten etenemisestä huolimatta väkivahvalta ja arvioimmekin toimialan kysyntä/tarjonta-dynamiikan pysyvän kuluvan vuoden osalta kireänä. Yhtiö vaikuttaa myös valmistautuneen raaka-aineiden hintojen nousuun melko hyvin mm. lisäämällä mekanismipohjaisia sopimuksia Euroopassa, minkä takia odotamme Suomen hinnoittelun saavan kiinni kustannusinflaatiota 1-2

kvartaalin viiveellä. Tämän perusteella odotammekin yhtiön saavuttavan ohjeistuksensa tänä vuonna.

Ennusteet käytännössä ennallaan

Pidimme kuluvan vuoden ja lähivuosien ennusteemme käytännössä muuttumattomina Q1-raportin ja yhtiön kommenttien perusteella tietyistä kvartaalitason painopistemuutoksista huolimatta. Vuonna 2021 odotamme Suomen liikevaihdon kasvavan 3 % 475 MEUR:oon ja oikaistun käyttökateen laskevan lievästi 58,7 MEUR:oon. Tämä vastaa hieman vertailukauden alapuolella olevaa 12,4 %:n EBITDA-marginaalia (EBITDA-% 2020: 13,3 %) peilaten kustannusinflaatiota, jota Suominen ei pysty välittömästi siirtämään myyntihintoihinsa.

Lähivuosien ennusteemme odottavat Suomen absoluuttisen tulostason pysyvän vakaan korkealla tasolla (vrt. 2021e-2023e: oik. EBITDA-% 11,5-12,4 %

vs. 2020 TOT 13,3 % vs. taloudellinen tavoite yli 12 % vuoteen 2025 mennessä), mikä peilaa pandemian kysynnälle luomia positiivisia pitkän ajan vaikutuksia, yhtiön kilpailukykyistä tuoteportfoliota ja kohonnutta tehokkuutta. Kilpailukyvyyn säilyttääkseen Suomen täytyy jatkuvasti kehittää portfoliotaan. Viimeaikaiset merkit tästä ovatkin varsin rohkaisevia, sillä Suomen tilikauden 2020 liikevaihdosta noin 25 % muodostui uusien tuotteiden myynnistä, joiden marginaalit ovat arvioltamme korkeita.

Merkittävimmät Suomen lähivuosien ennusteriskit liittyvät arviomme mukaan raaka-ainehintoihin, pandemia-ajan jälkeiseen kysyntädynamiikkaan sekä lähivuosina markkinoille tulevan uuden kapasiteetin myötä kiristyvään kilpailuun. Näiden riskien realisoituessa selvemmin yhtiön nyt korkeaan kannattavuuteen voisi arviomme mukaan kohdistua painetta ja ennusteissa voisi olla laskuvaraa.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	472	475	0 %	473	491	4 %	479	502	5 %
Käyttökate	59,0	58,7	0 %	56,5	56,7	0 %	58,1	58,3	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	37,2	37,8	2 %	34,5	34,6	0 %	37,4	37,5	0 %
Liikevoitto	37,2	37,8	2 %	34,5	34,6	0 %	37,4	37,5	0 %
Tulos ennen veroja	32,4	37,4	16 %	30,1	30,1	0 %	33,2	33,3	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,44	0,47	5 %	0,40	0,41	1 %	0,44	0,44	0 %
Osakekohtainen osinko	0,22	0,22	0 %	0,24	0,24	0 %	0,24	0,24	0 %

Lähde: Inderes

Mielestämme arvostuksessa on nousuvaraa

Kassavirtapohjainen arvostus edelleen houkutteleva

Suomisen vuosien 2021 ja 2022 ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut ovat noin 13x ja 14x (2020 tuloksella P/E 11x) ja paremmin yhtiön vahvaa kassavirtaa heijastelevat EV/EBITDA-luvut noin 6x. Kertoimet ovat noin yhtiön 5 vuoden mediaanien tasolla (myös huomioiden IFRS 16 -standardin positiivinen vaikutus EV/EBITDA-kertoimeen). Edellisessä [laajassa raportissamme](#) (5/2020) arvioimme, että Suomisen hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat P/E 13x-15x ja EV/EBITDA 6x-7x. Yhtiön positiivisten näkymien ja kohtuullisella tasolla olevien riskien johdosta, mielestämme pelkästään nykyisen tulostason ylläpitäminen oikeuttaa Suomiselle korkeamman arvostuksen.

Odotamme yhtiön investointitason olevan alle suuren poistomassan lähivuosina huolimatta ilmoitetuista investoinneista Italiaan ja USA:han. Myös maksettavat verot voivat arviomme mukaan jäädä alle tuloslaskelmaan kirjattavien verojen määrän. Tästä johtuen ennustamme Suomisen vapaan kassavirtatuoton olevan 8-10 % lähivuosina, mitä pidämme varsin houkuttelevana nollakorkojen ympäristössä. Vahva kassavirtatuotokky laskee myös yhtiön riskiprofiilia. Ennustamme Suomisen osinkotuoton olevan nykykursilla lähivuosina noin 4 % ja antavan sijoittajille näin kohtuullista pohjatuottoa. Siten tulostason lievä lasku ja arvostuksen nousuvara yhdistettynä osinkotuottoon muodostaa Suomisen osakkeelle yhä pääoman kustannuksen ylittävän noin 10 %:n tuotto-odotuksen seuraavalle 12 kuukaudelle.

P/B ja EV/S heijastelevat kohonneita odotuksia

Tasepohjainen P/B-luku on 2,1x ja volyympipohjainen EV/S-luku 0,7x (2021e). Molemmat luvut ovat yli 5

vuoden mediaanien, mikä heijastelee viimeisen vuoden kurssinousun nostamia odotuksia. Mielestämme kumpikaan kerroin ei ole kuitenkaan kohtuuttoman korkea ja molemmat ovat alle 2015-2016 tasojen. Emme usko näiden estävän tuotto-odotuksen realisoitumista tai heikentävän pitkän aikavälin tuotto/riski-suhdetta.

Verrokkiryhmä ei toimi kurssiajurina

Suhteessa löysästi liitännäiseen verrokkiryhmään on Suomisen osake arvostettu EV-pohjaisesti alennuksella verrokkiryhmään. Emme kuitenkaan näe, että suhteellinen arvostus toimisi Suomisen kohdalla kurssiajurina. Varovaisilla oletuksilla etenkin terminaalien osalta rakennettu DCF-mallimme (6,5 €/osake) indikoi myös nousuvaraa.

Pitkän aikavälin potentiaali ei ole täysin hinnassa

Olemme edelleen sitä mieltä, että Suomisen pitäisi ylittää noin 0,50 euron osakekohtaiseen tuloksen vuonna 2025, jos yhtiö saavuttaa taloudelliset tavoitteensa (ylittää markkinoiden kasvu ja 12-% EBITDA-%) vuoteen 2025 mennessä. Mielestämme Suomisen hyväksyttävä arvostustaso P/E-kertoimella mitattuna voisi olla noin 15x tämän kehityksen myötä, mikä tarkoittaisi noin 7,0-7,5 euron osakkeen hintaa vuonna 2025. Tämä puolestaan vastaisi noin 8-10 % vuosittaista IRR-potentiaalia (sisältäen vuosittaiset kasvavat noin 4 %:n osinkotuotot) sijoittajalle, joka sijoittaisi Suomiseen nyt. Täten osakkeessa on mielestämme edelleen pidemmän aikavälin potentiaalia, vaikka viimeisen vuoden kestänyt kurssiralli onkin purkanut aliarvostusta. Lisäksi Suomisen parantunut kannattavuus ja vahva taseasema ovat mielestämme nostaneet yritysosto-option todennäköisyyttä tulevaisuudessa, vaikka emme tämän varaan suositusta tai ennusteita laske.

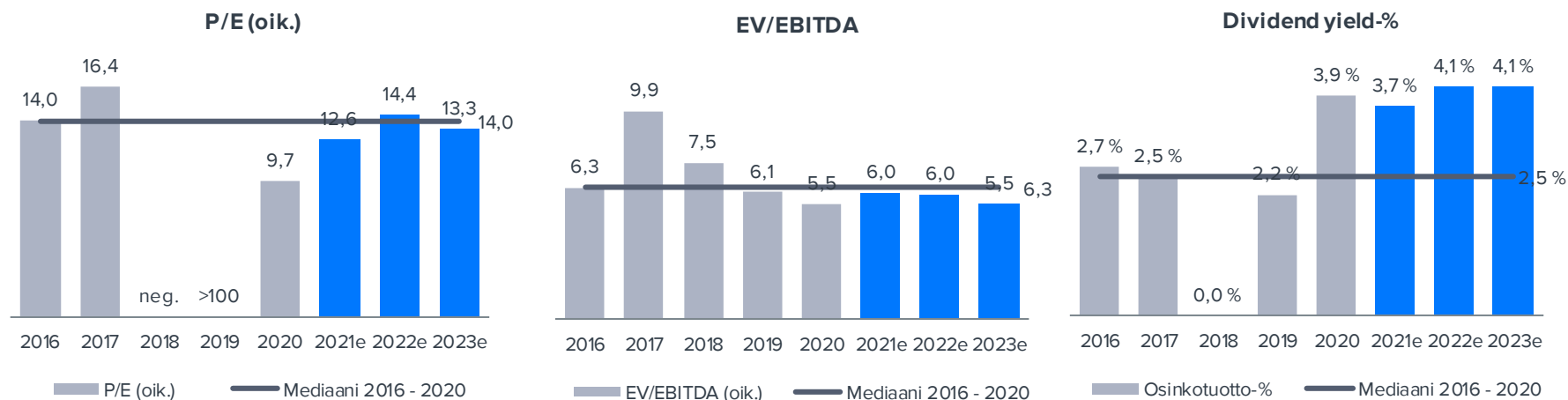
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,87	5,87	5,87
Osakemäärä, milj. kpl	57,5	57,5	57,5
Markkina-arvo	337	337	337
Yritysarvo (EV)	354	338	321
P/E (oik.)	12,6	14,4	13,3
P/E	11,3	14,4	13,3
P/Kassavirta	9,1	10,3	10,1
P/B	2,1	1,9	1,8
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,0	6,0	5,5
EV/EBIT (oik.)	9,4	9,8	8,6
Osinko/tulos (%)	42,5 %	58,7 %	54,6 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,1 %	4,1 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,14	4,42	2,05	2,31	5,08	5,87	5,87	5,87	5,87
Osakemäärä, milj. kpl	51,2	53,6	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5	57,5
Markkina-arvo	212	258	118	133	292	337	337	337	337
Yritysarvo (EV)	277	341	192	204	334	354	338	321	306
P/E (oik.)	14,0	16,4	neg.	>100	9,7	12,6	14,4	13,3	12,2
P/E	14,0	16,4	neg.	>100	9,7	11,3	14,4	13,3	12,2
P/Kassavirta	neg.	43,5	5,5	6,3	5,8	9,1	10,3	10,1	10,7
P/B	1,5	1,9	0,9	1,0	2,0	2,1	1,9	1,8	1,7
P/S	0,5	0,6	0,3	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	0,4	0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,3	9,9	7,5	6,1	5,5	6,0	6,0	5,5	5,1
EV/EBIT (oik.)	10,8	22,7	41,7	25,1	8,5	9,4	9,8	8,6	7,6
Osinko/tulos (%)	37,1 %	44,3 %	0,0 %	1282,8 %	38,2 %	42,5 %	58,7 %	54,6 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,5 %	0,0 %	2,2 %	3,9 %	3,7 %	4,1 %	4,1 %	4,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Huhtamäki	41,42	4540	5541	16,3	15,0	10,5	9,9	1,5	1,4	19,5	18,1	2,3	2,5	2,9
Duni	104,20	479	614	17,9	11,1	8,9	6,4	1,1	1,0	22,1	12,9	5,1	5,3	1,7
Sealed Air	43,70	5634	8478	11,9	11,0	9,5	8,8	2,0	1,9	13,5	12,7	1,7	1,6	20,0
Riverstone	1,45	1343	1288	10,7	8,3	9,7	7,3	4,4	2,6	7,9	12,7	4,9	3,2	3,7
Glatfelter	15,97	589	815	2,6		1,5		0,2			16,8			
Ahlstrom-Munksjo	17,82	2061	2877	13,1	11,3	7,3	6,5	1,0	0,9	13,4	12,8	3,0	3,2	1,5
Berry	51,76	5759	13642	11,4	10,3	7,0	6,4	1,3	1,2	9,6	8,9			2,3
Suominen (Inderes)	5,87	337	354	9,4	9,8	6,0	6,0	0,7	0,7	12,6	14,4	3,7	4,1	2,1
Keskiarvo				12,0	11,2	7,8	7,6	1,6	1,5	14,3	13,5	3,4	3,2	5,4
Mediaani				11,9	11,1	8,9	6,9	1,3	1,3	13,5	12,8	3,0	3,2	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				-21 %	-12 %	-32 %	-14 %	-41 %	-47 %	-7 %	12 %	26 %	29 %	-22 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	411	110	122	115	111	459	115	123	120	116	475	491	502	515
Nonwovens	411	110	122	115	111	459	115	123	120	116	475	491	502	515
Käyttökate	33,7	11,3	18,0	18,1	13,5	60,9	18,5	12,0	15,2	13,0	58,7	56,7	58,3	59,7
Poistot ja arvonalennukset	-25,5	-5,6	-5,6	-5,2	-5,0	-21,4	-4,9	-5,0	-5,4	-5,6	-20,9	-22,1	-20,8	-19,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,1	5,7	12,4	12,9	8,5	39,5	13,6	7,0	9,8	7,4	37,8	34,6	37,5	40,0
Liikevoitto	8,1	5,7	12,4	12,9	8,5	39,5	13,6	7,0	9,8	7,4	37,8	34,6	37,5	40,0
Nonwovens	8,1	5,7	12,4	12,9	8,5	39,5	13,6	7,0	9,8	7,4	37,8	34,6	37,5	40,0
Nettorahoituskulut	-6,0	-1,9	-1,8	-1,8	-0,1	-5,6	3,3	-1,2	-1,2	-1,2	-0,3	-4,4	-4,2	-3,0
Tulos ennen veroja	2,1	3,8	10,5	11,1	8,5	33,9	16,9	5,8	8,6	6,2	37,4	30,1	33,3	37,0
Verot	-1,9	-0,2	-2,2	-0,3	-1,2	-3,8	-3,1	-1,2	-1,9	-1,6	-7,7	-6,6	-8,0	-9,2
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
Nettotulos	0,2	3,6	8,4	10,9	7,3	30,1	13,8	4,6	6,7	4,7	29,8	23,5	25,3	27,7
EPS (oikaistu)	0,00	0,06	0,15	0,19	0,13	0,52	0,19	0,08	0,12	0,08	0,47	0,41	0,44	0,48
EPS (raportoitu)	0,00	0,06	0,15	0,19	0,13	0,52	0,24	0,08	0,12	0,08	0,52	0,41	0,44	0,48

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,6 %	0,4 %	17,7 %	11,7 %	17,6 %	11,5 %	4,6 %	0,6 %	3,9 %	4,9 %	3,4 %	3,5 %	2,2 %	2,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	76,9 %	92,5 %	365,3 %	1064,9 %	507,1 %	385,8 %	138,5 %	-43,5 %	-24,2 %	-13,1 %	-4,3 %	-8,5 %	8,5 %	6,7 %
Käyttökate-%	8,2 %	10,3 %	14,7 %	15,7 %	12,2 %	13,3 %	16,0 %	9,8 %	12,7 %	11,2 %	12,4 %	11,5 %	11,6 %	11,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,0 %	5,2 %	10,1 %	11,2 %	7,7 %	8,6 %	11,8 %	5,7 %	8,2 %	6,4 %	8,0 %	7,0 %	7,5 %	7,8 %
Nettotulos-%	0,1 %	3,2 %	6,8 %	9,4 %	6,6 %	6,6 %	11,9 %	3,8 %	5,6 %	4,0 %	6,3 %	4,8 %	5,0 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	178	164	157	150	144
Liikearvo	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5
Aineettomat hyödykkeet	20,0	16,7	16,8	16,9	17,0
Käyttöomaisuus	136	122	120	112	107
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Muut pitkäaikaiset varat	3,7	4,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Vaihtuvat vastaavat	132	154	152	172	190
Vaihto-omaisuus	39,3	35,4	45,1	46,7	47,7
Muut lyhytaikaiset varat	8,4	9,4	5,9	5,9	5,9
Myyntisaamiset	46,7	51,1	52,9	54,7	55,9
Likvidit varat	37,7	57,9	47,9	64,5	80,9
Taseen loppusumma	310	317	309	322	334

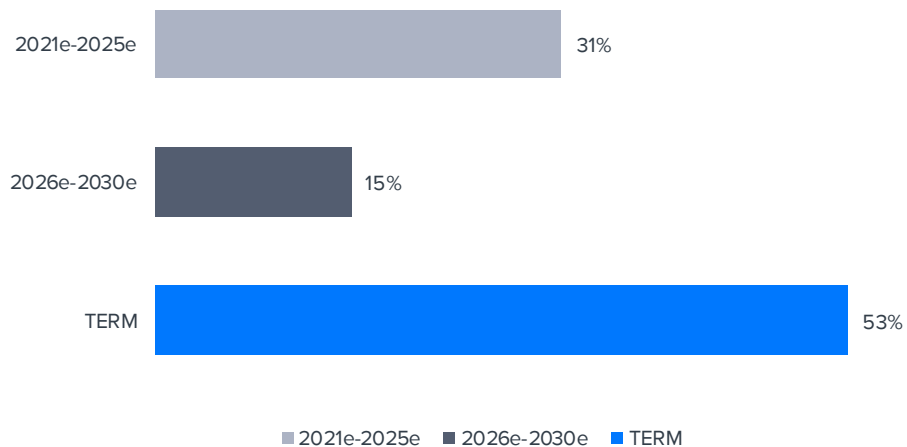
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	132	146	164	175	186
Osakepääoma	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
Kertyneet voittovarot	13,7	42,0	60,2	71,1	82,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	107	92,1	92,1	92,1	92,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	107	114	77,6	77,6	77,6
Laskennalliset verovelat	12,8	13,3	15,0	15,0	15,0
Varaukset	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8
Lainat rahoituslaitoksilta	92,2	97,8	60,0	60,0	60,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Lyhytaikaiset velat	70,4	57,8	66,8	69,0	70,4
Lainat rahoituslaitoksilta	17,0	2,5	5,0	5,0	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	53,3	54,6	61,7	63,9	65,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,7	0,1	0,1	0,1
Taseen loppusumma	310	317	309	322	334

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	39,5	37,8	34,6	37,5	40,0	35,0	33,9	32,6	31,3	32,2	32,9	
+ Kokonaispoistot	21,4	20,9	22,1	20,8	19,7	19,2	18,7	18,9	19,1	19,3	19,4	
- Maksetut verot	-5,2	-6,0	-6,6	-8,0	-9,2	-8,0	-7,7	-7,4	-7,1	-7,3	-7,5	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,1	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,3	-1,4	-1,3	-0,8	-1,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-0,9	
Operatiivinen kassavirta	55,4	51,2	47,8	48,5	48,7	44,3	42,9	42,1	41,3	42,1	43,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-5,0	-14,1	-15,1	-15,1	-17,1	-19,1	-20,1	-20,1	-20,1	-20,1	-20,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	50,5	37,1	32,7	33,4	31,6	25,2	22,8	22,0	21,2	22,0	22,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	50,5	37,1	32,7	33,4	31,6	25,2	22,8	22,0	21,2	22,0	22,7	450
Diskontattu vapaa kassavirta		35,4	29,1	27,7	24,5	18,2	15,3	13,9	12,4	12,1	11,6	230
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		430	395	366	338	314	295	280	266	254	242	230
Velaton arvo DCF		430										
- Korolliset velat		-100,3										
+ Rahavarat		57,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-11,5										
Oman pääoman arvo DCF		376										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,55										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,25 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,2 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osaakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	431,1	411,4	458,9	474,6	491,2	EPS (raportoitu)	-0,03	0,00	0,52	0,52	0,41
Käyttökate	25,6	33,7	60,9	58,7	56,7	EPS (oikaistu)	-0,03	0,00	0,52	0,47	0,41
Liikevoitto	4,6	8,1	39,5	37,8	34,6	Operat. kassavirta / osake	0,63	0,58	0,96	0,89	0,83
Voitto ennen veroja	-1,0	2,1	33,9	37,4	30,1	Vapaa kassavirta / osake	0,37	0,37	0,88	0,65	0,57
Nettovoitto	-1,7	0,2	30,1	29,8	23,5	Omapääoma / osake	2,27	2,31	2,54	2,86	3,05
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,05	0,20	0,22	0,24
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	320,7	310,1	317,4	308,6	321,6	Liikevaihdon kasvu-%	1 %	-5 %	12 %	3 %	3 %
Oma pääoma	130,5	132,5	145,9	164,1	175,0	Käyttökateen kasvu-%	-25 %	31 %	81 %	-4 %	-3 %
Liikearvo	15,5	15,5	15,5	15,5	15,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	-69 %	77 %	386 %	-4 %	-9 %
Nettovelat	73,7	71,4	42,4	17,1	0,5	EPS oik. kasvu-%	-111 %	-113 %	13345 %	-11 %	-12 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	5,9 %	8,2 %	13,3 %	12,4 %	11,5 %
Käyttökate	25,6	33,7	60,9	58,7	56,7	Oik. Liikevoitto-%	1,1 %	2,0 %	8,6 %	8,0 %	7,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	5,6	2,3	0,3	-1,4	-1,3	Liikevoitto-%	1,1 %	2,0 %	8,6 %	8,0 %	7,0 %
Operatiivinen kassavirta	36,3	33,5	55,4	51,2	47,8	ROE-%	-1,3 %	0,2 %	21,6 %	19,2 %	13,9 %
Investoinnit	-15,0	-29,8	-5,0	-14,1	-15,1	ROI-%	1,9 %	3,4 %	16,2 %	15,9 %	14,8 %
Vapaa kassavirta	21,5	21,2	50,5	37,1	32,7	Omavaraisuusaste	40,7 %	42,7 %	46,0 %	53,2 %	54,4 %
						Nettovelkaantumisaste	56,5 %	53,9 %	29,1 %	10,4 %	0,3 %
Suurimmat omistajat				%- osakkeista		Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
AC Invest two B.V				24,0 %		EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,7	0,7	0,7
Oy Etra Invest Ab				13,3 %		EV/EBITDA (oik.)	7,5	6,1	5,5	6,0	6,0
Varma Mutual Pension Insurance Company				7,7 %		EV/EBIT (oik.)	41,7	25,1	8,5	9,4	9,8
Triton				5,8 %		P/E (oik.)	neg.	>100	9,7	12,6	14,4
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company				5,2 %		P/B	0,9	1,0	2,0	2,1	1,9
						Osinkotuotto-%	0,0 %	2,2 %	3,9 %	3,7 %	4,1 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä 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 (välttömät 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 kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavien seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.5.2017	Vähennä	5,10 €	5,00 €
22.6.2017	Vähennä	5,10 €	4,87 €
24.7.2017	Vähennä	4,70 €	4,81 €
9.8.2017	Vähennä	4,70 €	4,90 €
30.10.2017	Vähennä	4,50 €	4,42 €
14.12.2017	Vähennä	4,25 €	4,43 €
31.1.2018	Vähennä	4,25 €	4,40 €
6.4.2018	Vähennä	4,00 €	3,88 €
27.4..2018	Vähennä	3,50 €	3,55 €
4.7.2018	Vähennä	3,50 €	3,40 €
6.8.2018	Vähennä	3,30 €	3,40 €
14.9.2018	Myy	2,85 €	3,10 €
26.10.2018	Vähennä	2,20 €	2,30 €
1.2.2018	Vähennä	2,40 €	2,50 €
25.4.2019	Vähennä	2,50 €	2,60 €
8.8.2019	Vähennä	2,40 €	2,48 €
23.10.2019	Vähennä	2,25 €	2,33 €
30.1.2020	Vähennä	2,35 €	2,48 €
24.4.2020	Lisää	3,25 €	3,02 €
13.5.2020	Lisää	3,40 €	3,17 €
18.6.2020	Lisää	4,00 €	3,69 €
13.8.2020	Lisää	5,40 €	5,00 €
28.10.2020	Lisää	5,40 €	5,06 €
5.2.2021	Lisää	6,00 €	5,74 €
29.4.2021	Lisää	6,25 €	5,87 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**