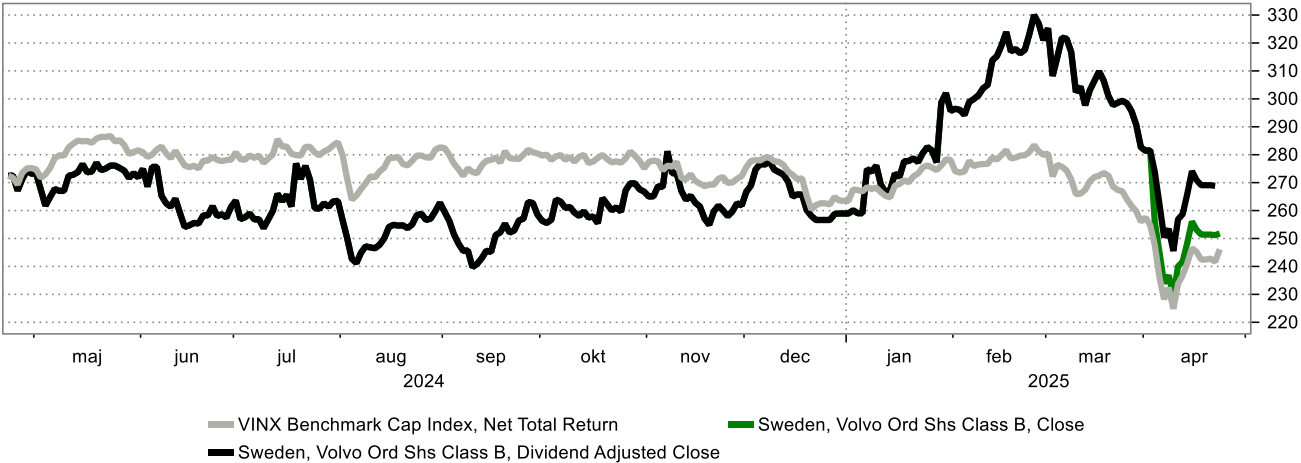


Volvo – tilauskertymä lupaa hyvää marginaalien kannalta

- Volvon vuoden 2025 ensimmäisen neljänneksen tulos oli heikompi kuin me (ja markkinat) odotimme. Liikevoitto 13,3 miljardia Ruotsin kruunua oli runsaat 11 % odotettua vähemmän, mikä johtui pääasiassa alhaisemmista toimituksista ja huonommasta tuotemixistä. Kaikkien divisioonien paitsi Pentan liikevoitto ja liikevoittoprosentti olivat konsensusta pienemmät, Volvo Construction Equipmentin, VCE:n, (-270 peruspistettä) ja Kuorma-autojen (-180 peruspistettä) poikkeamat olivat suurimmat. Kassavirta oli 1,3 miljardia kruunua, huomattava heikennys viime vuoden vahvasta 8,9 miljardista kruunusta.
- Aliarvioimme vuosineljänneksen heikon tuotemixin vaikutukset. Esimerkiksi jopa 55 % VCE:n toimituksista tulivat kiinalaiselta SDLG:ltä, jossa marginaalit ovat merkittävästi alhaisemmat kuin VCE:lle Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa. Myös Kuorma-autojen osalta huonompi tuotemix Pohjois-Amerikassa näyttää selittävän suuren osan vuosineljänneksen marginaalitappiosta. Siitä huolimatta konsernin liikevoittoprosentti oli 10,9 % vuoden 2025 ensimmäisellä neljänneksellä – mikä olosuhteet huomioiden on erittäin hyvä sekä kilpailijoihin että historiaan verrattuna.
- Positiivista on, että sekä Kuorma-autojen että VCE:n tilauskertymä viittaa siihen, että marginaalit todennäköisesti paranevat jatkossa. Kuorma-Autoissa tilauskertymä erittäin kannattavilta Euroopan raskaiden kuorma-autojen markkinoilta kasvoi 35 %, ja VCE:n saamat tilaukset Euroopasta ja Pohjois-Amerikasta kasvoivat 29 % ja 12 %. Volvo ryhtyy myös toimiin sopeuttaakseen Kuorma-autojen tuotantokapasiteetin Pohjois-Amerikassa tilapäisesti alhaisempaan kysyntään.
- Olemme laskeneet vuosien 2025-2027 tuottoennusteitamme jonkin verran (3-5 %) raportin julkistuksen jälkeen, suurelta osin heijastamaan vahvempaa kruunua, mutta myös ottamaan huomioon Yhdysvaltojen heikentyneet kokonaismarkkinat. Tämän vuoksi laskemme myös ennustettamme vuoden 2025 osingosta 16,64 kruunuun osakkeelta (18,50), mikä edelleen merkitsee yli 6,5 %:n osinkotuottoa.
- Arvostus on edelleen erittäin houkutteleva. Perustuen kestäviin marginaaleihin tämänhetkisellä tasolla (11 %) ja pitkän aikavälin noin 3 %:n kasvuun, pidämme Volvon pitkän aikavälin arvona noin 400 kruunua osakkeelta. Nykyinen osakekurssi merkitsee vaatimatonta 6,5 %:n marginaalia - arvonnousulle on runsaasti edellytyksiä! **Pidämme ennallaan positiivisen näkemyksen osakkeesta** haastavasta makrotalouden tilanteesta huolimatta.

Volvo AB, MSEK	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Revenue	552 764	526 816	511 460	540 334	561 861
Operating profit	69 352	68 777	59 079	67 693	71 911
Pretax profit	81 745	68 146	60 754	69 389	72 884
Earnings/share	24.50	24.78	22.15	25.92	27.28
Dividend/share	18.00	18.50	16.10	18.10	18.80
P/E	8.3	10.0	11.2	9.7	9.2
EV/EBIT (adj)	5.7	7.4	7.5	6.6	6.2
Return on equity	29.3%	27.1%	23.0%	24.8%	24.9%
Dividend yield	6.9%	6.9%	6.4%	7.2%	7.5%
Net debt/equity	-42%	-38%	-38%	-43%	-43%
Growth, revenue	17%	-5%	-3%	6%	4%
Growth, earnings/share	56%	1%	-11%	17%	5%
Current share price	251.8 SEK				

Volvo vs VINX Benchmark (SEK)

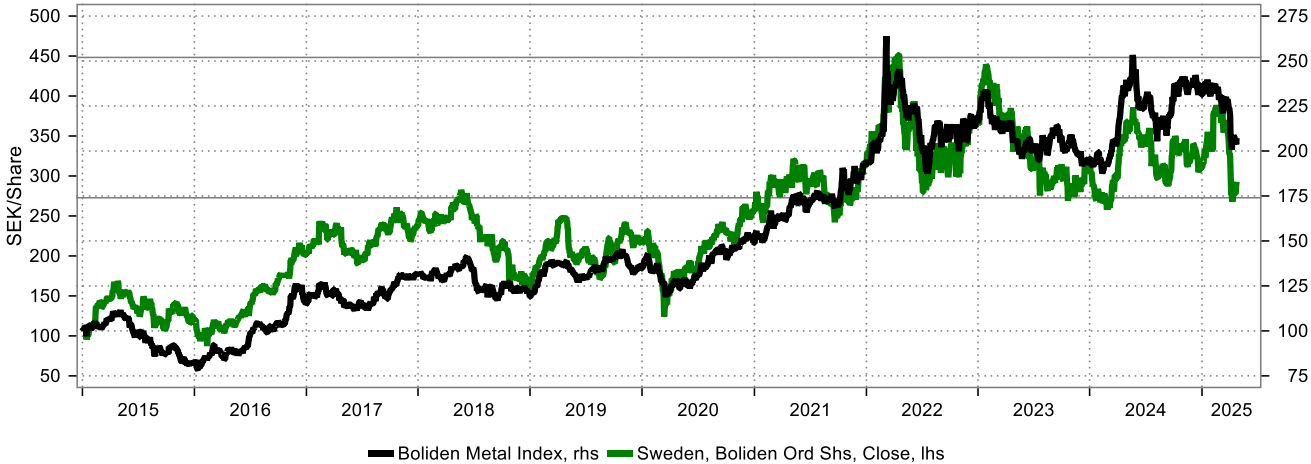


Boliden – korkeampia pitoisuuksia odottaessa

- ❖ **Bolidenin vuoden 2025 ensimmäisen neljänneksen tulos oli jonkin verran odotettua parempi.** Liikevoitto, 2 599 miljoonaa Ruotsin kruunua, ylitti konsensuksen noin 5 %; sulatot poikkесivat tästä positiivisesti, mitä osittain painoi kaivosten alhaisempi tulos. Kassavirta oli negatiivinen (-1,9 miljardia kruunua), pääasiallisena syynä varastojen kausiluonteinen kerryttäminen ennen toisen neljänneksen suunniteltuja huoltoseisokkeja.
- ❖ **Kaivosten tulos 1,3 miljardia kruunua oli merkittävä parannus verrattuna sekä edelliseen neljännekseen että edelliseen vuoteen.** Bolidenin metallituotanto on useissa kaivoksissa edelleen normaalia vähäisempää, mikä johtuu muun muassa pienemmistä metallipitoisuuksista. Kaikkien kaivosten koko vuoden näkymät ovat kuitenkin ennallaan, mikä merkitsee, että alhaisemmat pitoisuudet ovat väliaikaisia.
- ❖ **Sulatoilla oli jälleen vahva vuosineljännes,** heikohkosta markkinasta huolimatta. Lähineljänneksen aikana alhaisempien sulatuspalkkioiden odotetaan heikentävän tulosta entisestään (jonka pitäisi kuitenkin näkyä nykyisissä arvioissa ja jolla on vastaavasti positiivinen vaikutus kaivosten tuloihin). Teemme pieniä muutoksia alla oleviin arvioihin raportin jälkeen.
- ❖ **Boliden antoi myös ensimmäisen tuotantoennusteen äskettäin hankituille Somicorille ja Zinkgruvanille,** jotka liitetään konserniin 16. huhtikuuta alkaen. Yksiköiden odotetaan toimittavan noin 200 kilotonnia sinkkiä ja 32 kilotonnia kuparia vuositasolla, mikä on jonkin verran vähemmän kuin aiemman omistajan Lundin Miningin kertomat ennusteet, mutta Bolidenin mukaan täysin niiden laskelmien mukaisia, jotka yritys teki kaupan yhteydessä. Yksiköiden odotetaan edelleen keskipitkällä aikavälillä pystyvän lisäämään 300-350 miljoona kruunua vuodessa tulokseen.
- ❖ **Pitkällä aikavälillä Bolidenin osakkeen kannalta mielenkiintoista on koska kaivosten pitoisuudet alkavat jälleen lähestyä keskiarvoja.** Aitikin osalta – jonka tuotannon kuparipitoisuus tällä hetkellä on 0,16 % - se merkitsisi lähes 2,8 miljardia kruunua parempaa tulosta tämänhetkisellä metallien hinnoilla ja valuuttakurssilla. Tämä on noin 30 % konsernin odotetusta vuoden 2025 tuloksesta, ja vaikuttaa vahvasti siihen, että pidämme tuloskasvun edellytyksiä hyvänä tulevien vuosien aikana.
- ❖ **Arvostus ei ole erityisen kireä, jopa ottaen huomioon vahvistunut kruunu ja metallien alhaisemmat hinnat.** Tämänhetkiset "mark-to-market"-laskelmat antavat vuoden 2026 P/E-luvuksi 8x, joka laskee entisestään siitä eteenpäin. Yhdessä perusmetallien hintojen pitkän aikavälin positiivisen näkemyksen kanssa tämä saa meidät pitämään ennallaan positiivisen näkemyksemme Bolidenin osakkeesta.

Boliden AB, MSEK	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Revenue	78 554	89 207	92 786	99 604	105 393
Operating profit	8 079	13 435	10 158	13 968	17 204
Pretax profit	7 891	9 669	9 272	12 922	16 212
Earnings/share	22.21	36.65	26.05	36.98	46.30
Dividend/share	7.50		8.60	12.20	15.28
P/E	12.7	10.4	11.5	8.0	6.3
EV/EBIT (adj)	11.6	9.3	8.9	6.5	5.3
Operating margin (adj)	10.3%	15.1%	10.9%	14.0%	16.3%
Return on equity	10.6%	16.5%	10.4%	12.3%	13.2%
Dividend yield	2.4%		2.9%	4.2%	5.2%
Net debt/equity	17%	15%	23%	18%	11%
Growth, revenue	-9%	14%	4%	7%	5%
Growth, earnings/share	-50%	65%	-29%	42%	25%
Current share price	292.8 SEK				

Boliden vs company metal exposure (SEK)

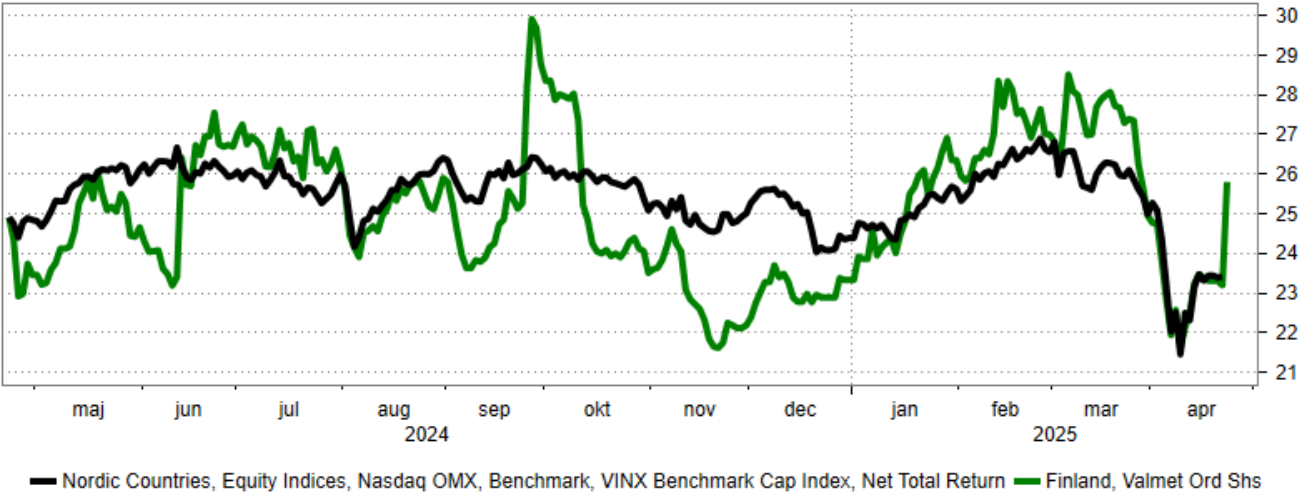


Valmet – vahva alku vuodelle 2025

- ✓ **Valmetin vuoden 2025 ensimmäisen neljänneksen tulos oli meidän ja markkinoiden odotusten mukainen.** Suomalaisen konepajayhtiö Valmetin, joka toimittaa sellu-, paperi- ja energiateollisuuden ratkaisuja, ensimmäisen neljännes poikkesi vain hieman konsensuksesta nettoliikevaihdon ja liikevoiton osalta. Tilauskanta vahvistui odotettua enemmän, vuosimuutos oli +8 %, Automaatio-segmentti oli selkeän positiivinen +12 %:n vuosimuutoksella, jota osittain vauhditti Virtauksensäädön etukäteisostot (~20 % Automaatiosta) ennen tuontitulleja. Etenkin Pohjois-Amerikassa vallitsee merkittävä poliittinen epävarmuus, joten yhtiö pitää kysyntää hyvänä ja sen näkymiä vakaina.
- ✓ **Palvelut-segmentin marginaalit vahvistuivat.** Palvelut-segmentti kehittyi hyvin ensimmäisellä neljänneksellä ja EBITA-marginaali oli 17,6 %, kaikkien aikojen korkein ensimmäisen neljänneksen marginaali. Viime vuoden vastaava luku oli 14,6 %. Kehityksen ajurina oli ennen kaikkea hinnankorotukset. Automaatio-segmentin marginaali oli 16,2 % (16,5 %). Prosessiteknologian liiketoiminta-alueen marginaali oli yksiselitteisen heikko, ainoastaan 1,5 % Paperi-segmentin heikon tilanteen johdosta.
- ✓ **Uutta organisaatorakennetta päivitetään.** Valmet ilmoitti maaliskuussa, että uuden organisaatorakenteen odotetaan vähentävän työntekijöiden määrää maailmanlaajuisesti 1 150:llä nykyisestä 19 000:sta. Yhtiön kokonaissäätöjen odotetaan olevan noin 80 miljoonaa euroa vuodessa ensi tilikauden alusta. Yhtiön odotetaan kertovan tarkempia tietoja puolivuotiskatsauksessa ja pääomamarkkinapäivän yhteydessä kesäkuussa. Uudistuksen tavoitteena on lisätä asennetun laitekannan arvonluontia. Uuden rakenteen odotetaan parantavan orgaanista kasvua, nostavan marginaaleja ja kasvattavan sidotun pääoman tuottoa (ROCE) lähivuosina.
- ✓ **Palvelujen ja Automaation osuus kasvaa.** Valmet on viime vuosina uudistanut strategiaansa ja muuttanut toimintamalliansa. Palvelu- ja Automaatioliiketoimintojen osuus tuotosta on kasvanut, ja samaan aikaan yhtiö on tehnyt valikoituja yritysostoja. Kehitys on osaltaan kasvattanut liikevoittoprosentin (EBITA) 7,7 %:sta vuonna 2018 11,4 %:iin koko vuodelta 2024. Yhtiön taloudellisenä tavoitteena on 12-14 %:n liikevoittomarginaali.
- ✓ **Volyymien odotetaan elpyvän –Araucón vetoavulla.** Kalenterivuosi 2024 oli kokonaisuudessaan välivuosi Valmetille. Prosessiteknologian liiketoiminta-alueen volyymit olivat pieniä ja tilauskertymä heikko. Syksyllä 2024 Valmet sai kuitenkin ennätyksellisen 1 miljardin euron tilauksen Araucolta Brasiliasta, mikä – yhdessä nykyisen tilauskannan ja palvelusopimusten kanssa – tulee näkymään lähineljännesten ja lähivuosien aikana. Yhtiön odotetaan kertovan uudesta strategiasta pääomamarkkinapäivänä 5. kesäkuuta. Uskomme, että kasvustrategia tulee olemaan pääomamarkkinapäivän keskiössä.
Näkemyksemme Valmetista on positiivinen.

Valmet Oyj, MEUR	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Revenue	5 532	5 359	5 277	5 664	5 846
Operating profit	501	447	516	626	677
Pretax profit	488	435	454	575	636
Earnings/share	1,94	1,52	1,82	2,32	2,58
Dividend/share	1,35	1,35	1,34	1,42	1,49
P/E	12,9	14,8	12,5	10,5	9,5
EV/EBIT (adj)	10,4	10,7	10,9	9,0	8,3
Operating margin (adj)	9,1%	8,3%	9,8%	11,0%	11,6%
Return on equity	14,1%	10,8%	14,3%	16,7%	17,5%
Dividend yield	5,2%	5,8%	5,2%	5,5%	5,8%
Net debt/equity	40%	39%	35%	27%	20%
Growth, revenue	9%	-3%	-2%	7%	3%
Growth, earnings/share	8%	13%	18%	18%	10%
Current share price	25,8 EUR				

Valmet vs VINX Benchmark (EUR)



Vastuuvapauslauseke – tärkeää tietoa

Ålandsbankenin Uutiskirjeen kommentit tuottaa Ålandsbanken Rahastoyhtiö Oy, joka on Ålandsbanken Abp:n kokonaan omistama tytäryhtiö. Sijoitusuusitukset laativat seuraavat henkilöt: Lars Söderfjell (osakevastaava), Niklas Wellfelt (päästrategi Ruotsi), Christoffer Ahnemark (salkunhoitaja), Stefan Olsson (analytiikko), Felix Lundqvist (avustava salkunhoitaja), Hanna Lindbo (avustava salkunhoitaja), Hannes Åhl (avustava salkunhoitaja), Marcus Lundqvist (salkunhoitaja), Niclas Erneholm (salkunhoitaja) ja Jyri Suonpää (päästrategi Suomi). Ålandsbanken Abp:n ja Ålandsbanken Rahastoyhtiö Oy:n toimintaa valvoo Suomen Finanssivalvonta. Tietyissä kysymyksissä Ålandsbankenin toimintaa valvoo myös Ruotsin finanssivalvonta (Finansinspektionen). Ålandsbankenilla tarkoitetaan tässä tekstissä sekä Ålandsbanken Abp:tä, mukaan lukien Ålandsbanken Abp (Finland), svensk filial -sivuliike, että Ålandsbanken Rahastoyhtiö Oy:tä.

Yhtiöitä koskevien Ålandsbankenin kommenttien tarkoituksena on perustella, miksi tiettyjen yhtiöiden arvopaperit sisältyvät mallisalkkuihin tai Ålandsbanken Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien rahastojen aktiiviseen omistukseen (ylipainotus verrattuna osakkeen painoon vertailuindeksissä), ja miksi tiettyjen yhtiöiden arvopaperit eivät sisälly tai niillä on rahastossa neutraali- tai alipainotus.

Ålandsbanken Abp:n, mukaan lukien Ålandsbanken Abp (Finland), svensk filial -sivuliikkeen, antamat kommentit saattavat poiketa Ålandsbanken Rahastoyhtiö Oy:n laitimista ja esittämistä allokaatiopäätöksistä, näkemyksistä ja osakevalinnoista. Nämä erot johtuvat tavallisesti siitä, että arvioinnit tehdään eri aikahorisontilla.

Ålandsbankenin kommentit laatineet henkilöt vakuuttavat, että he ovat ilmaisseet henkilökohtaiset näkemyksensä mainitusta yhtiöstä tai mainituista yhtiöistä ("Yhtiöt") ja niiden arvopapereista. Kaikki Ålandsbankenissa työskentelevät henkilöt, jotka ovat laatineet kommentit, vakuuttavat, että he eivät ole saaneet, eivätkä tule saamaan, Yhtiöiltä suoraan tai välillisesti korvausta esityksistä näkemyksistä. Kommentit laatineet henkilöt, Ålandsbanken Abp tai muut konserniin kuuluvat yhtiöt eivät omista pitkä tai lyhyttä nettomääräistä positiota, joka ylittää 0,5 %:n kynnysarvon Yhtiöiden koko liikkeeseen lasketusta osakepääomasta. Sijoittajien tulee olla tietoisia siitä, että Ålandsbanken voi tiettyinä ajankohtina omistaa Yhtiöiden osakkeita. Yhtiöt eivät omista yli 5 %:a Ålandsbanken Abp:n tai sen konserniin kuuluvien yhtiöiden osakepääomasta. Ålandsbanken Abp tai sen konserniyhtiö ei ole ollut Yhtiöiden rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun tai julkisen tarjouksen pääjärjestäjä tai järjestäjä, jos sitä ei selvästi mainita kommenteissa. Ålandsbanken Abp tai sen konserniyhtiö ei ole 12 viime kuukauden aikana solminut Yhtiöiden kanssa sopimuksia sijoituspankkipalvelujen tarjoamisesta, jos sitä ei selvästi mainita kommenteissa. Ålandsbanken Abp tai sen konserniyhtiö ei toimi Yhtiöiden rahoitusvälineiden markkinatakaajana. Kommentit laatineet henkilöt, Ålandsbanken Abp, tai sen konserniyhtiöt, eivät ole solmineet sopimuksia Yhtiöiden kanssa kommenttien laatimisesta. Eturistiriitojen estämiseksi ja välttämiseksi Ålandsbanken on vahvistanut konsernin sisäiset säännöt ja ryhtynyt muun muassa seuraaviin toimenpiteisiin: - Kommentit laativa osasto on fyysisesti erillään muista osastoista. - Kommentit laatineiden palkitseminen ei ole suoraan sidottu Ålandsbanken Abp:n tai sen konserniyhtiöiden toteuttamiin transaktioihin. - Yhtiökommentteja ei paljasteta Yhtiöille ennen niiden julkaisua.

Kommenttien laatimista varten Ålandsbanken voi käyttää erilaisia arvostusmenetelmiä. Yhtiöiden arvostus voidaan tehdä perustuen rahavirta-analyyysiin, jolloin tulevat rahavirrat diskontataan kommenttien julkaisupäivään. Toinen menetelmä on verrata Yhtiöiden oman pääoman tuottoa oman pääoman arvostukseen. Eri yhtiöiden vertailuun voidaan käyttää myös kertoimia (esim. P/E-lukuja). Arvostus voi perustua myös siihen, miten yksittäinen yhtiö arvostetaan suhteessa toimialansa muihin yhtiöihin. Korkosijoitusten arvostusmenetelmiä ovat muun muassa Leverage, ICR, Gearing, Equity ratio, ROCE.

Tähän aineistoon sisältyviä yhtiökommentteja ei päivitetä ennalta määritellyin väliajoin. Ålandsbanken ei sitoudu päivittämään yhtiöitä koskevia kommentteja tai ilmoittamaan, kun näkemys jonkin yhtiön arvopapereista muuttuu tai muulla tavalla lakkaa olemasta voimassa, muutoin kuin mitä jäljempänä mainitaan. Uutiskirjeessä ilmoitetut hinnat ovat hintoja, jotka olivat voimassa kunkin markkinan sulkiessa Uutiskirjeen julkistamista edeltävänä perjantaina. Uutiskirjeessä mainittuja yhtiöitä koskevilla kommentteilla olevat hinnat ovat markkinahintoja, jotka olivat saatavilla kunkin yhtiökommentin alkuperäisenä julkistamispäivänä noin klo 08.00 Ruotsin aikaa.

Kommenteissa käytettyjen ilmaisujen määritelmät Positiivinen = Odotamme, että osakkeen kokonaistuotto ylittää osakemarkkinoiden odotetun tuoton tulevien 6–12 kuukauden aikana. Neutraali = Odotamme, että osakkeen kokonaistuotto seuraa osakemarkkinoiden odotettua tuottoa tulevien 6–12 kuukauden aikana. Odottava = Odotamme, että osakkeen kokonaistuotto alittaa osakemarkkinoiden odotetun tuoton tulevien 6–12 kuukauden aikana.

Aiemmin julkaistut yhtiökommentit Ålandsbankenin Uutiskirjeissä aiemmin julkaistut yhtiökommentit ovat saatavilla Ålandsbankenin verkkosivustolla: Sverige: <https://www.alandsbanken.se/banktjanster/spara-placera/aktier/information-om-bolagskommentarer> Åland: <https://www.alandsbanken.ax/banktjanster/spara-placera/aktier/information-om-bolagskommentarer> Finland (finska): <https://www.alandsbanken.fi/pankkipalvelut/sijoita-saasta/osakkeet/tietoa-yhtiokommenteista> Finland (svenska): <https://www.alandsbanken.fi/sv/banktjanster/spara-placera/aktier/information-om-bolagskommentarer>

Lähteet: Ålandsbankenin kommentit perustuvat Ålandsbankenin luotettaviksi katsomiin lähteisiin ja kommenttien laatimishetkellä saavilla olevaan tietoon. Käytettyjä lähteitä ovat muun muassa Yhtiöiden taloudelliset tiedotteet sekä muut yhtiöuutiset, samoin kuin artikkelit mediassa. Ålandsbanken käyttää lähteenä myös Ålandsbankenin ulkopuolisten, riippumattomien analytiikkojen laatimia analyysejä. Ålandsbanken ei voi kuitenkaan taata näiden tietojen oikeellisuutta. Ilmaistut näkemykset ja esitetyt tiedot ovat voimassa julkaisuajankohtana ja ne voivat muuttua ilman, että siitä erikseen ilmoitetaan. Suosittelemme siksi, että muodostat oman käsityksen etkä luota pelkästään kommenteissa olevaan tietoon.

Kaikkeen arvopaperisijoittamiseen liittyy riski. Sijoitusten arvo ja tuotto voivat sekä nousta että laskea, ja sijoittaja voi menettää sijoittamansa pääoman kokonaan tai osittain. Historiallinen tuotto tai tuottoa koskeva ennuste ei ole tae tulevasta kehityksestä.

Ålandsbankenin kommentit ovat tarkoitettu ainoastaan tiedoksi. Niitä ei tule missään tapauksessa käyttää tarjouksena tai katsoa tarjoukseksi myydä tai ostaa arvopapereita. Niitä ei tule myöskään käyttää neuvona tai katsoa neuvoksi käydä arvopaperikauppaa. Julkaisu on markkinointiaineistoa.

Ålandsbanken Abp tai mikään sen konserniyhtiöistä ei ole vastuussa tässä julkaisussa esitetyn tiedon muuttamisesta, korjaamisesta tai päivittämisestä. Ålandsbanken Abp tai mikään sen konserniyhtiöistä ei ole velvollinen korvaamaan suoraa tai välillistä vahinkoa, joka on syntynyt tähän julkaisuun sisältyvän tiedon käyttämisen johdosta.

Kaikki Uutiskirjeissä annettu tieto on ainoastaan alkuperäisen vastaanottajan henkilökohtaiseen tai sisäiseen käyttöön. Mitään osaa Uutiskirjeistä ei saa missään muodossa tai millään tavalla kopioida tai levittää ilman Ålandsbankenin kirjallista lupaa. Ålandsbankenin Uutiskirjeitä tai jäljennöksiä niistä ei saa levittää Yhdysvalloissa tai missään muussa maassa, jossa levittäminen on maan lainsäädännön nojalla kielletty.