



# NoHo Q2: kulusäästöt alkavat näkyä numeroissa

10.08.2021

## AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Musti Q3: Vahvaa kasvua, mutta tulosvipu jäi korkeista odotuksistamme
- eQ Q2: Ei yllätyksiä
- Eezy Q2: tulos ylitti odotukset liikevaihdon kasvun vetämänä
- Ilkka-Yhtymä Q2: Kasvuloikkaa odotellessa
- Viafin Service: Pirstymistä odotettavissa
- Remedy Q2 perjantaina: Välietappi ennen loppuvuoden tuloskasvunjänneksiä
- Pihlajalinna Q2 perjantaina – Odotamme positiivisen kehityksen jatkuneen
- Heeros Q2 huomenna: Kasvua pitäisi näkyä
- Etteplan Q2 keskiviikkona: Odotamme vahvaa kehitystä
- Solteq Q2 torstaina: Odotamme ohjelmistoliiketoiminnan vahvan vedon jatkuneen
- Rovio Q2 torstaina: Panostukset uusiin peleihin heikentävät tulosta
- Relais H1 torstaina: Arveluttava arvostus

### Yhtiöt aamukatsauksessa:

NoHo Partners, Musti Group, eQ, Eezy, Ilkka-Yhtymä, Viafin Service, Remedy, Pihlajalinna, Heeros, Etteplan, Solteq, Rovio, Relais Group, Nixu, Aspo, Suominen, Teleste, Next Games, Cargotec, Konecranes

## Markkinakatsaus

**Kehittyneillä markkinoilla** maanantai oli epäyhtenäinen (Eurostoxx 600 +0,2 %, Dow -0,3 %, S&P 500 -0,1 % ja Nasdaq +0,2 %).

**Aasian markkinoilla** aamu käynnistettiin hermostuneesti. Aamukahdeksalta Shanghai Composite oli 0,1 % laskussa ja Japanin Nikkei 0,2 % nousussa.

**Valuuttamarkkinoilla** euro oli aamulla pienessä nousussa ja yhteisvaluutta noteerattiin 1,174 dollarissa.

**Raaka-ainemarkkinalla** öljyn hinta oli nousussa, ja WTI-futuurit noteerattiin 66,98 dollarissa / bbl (+0,77 %).

## Indeksit

OMXH

**-0.21 %**

13199.0

OMXS

**0.18 %**

2384.8

DAX

**-0.10 %**

15745.4

EUROSTOXX 600

**0.15 %**

470.7

S&amp;P 500

**-0.09 %**

4432.4

Nikkei 225

**0.15 %**

27860.9

Shanghai

**-0.14 %**

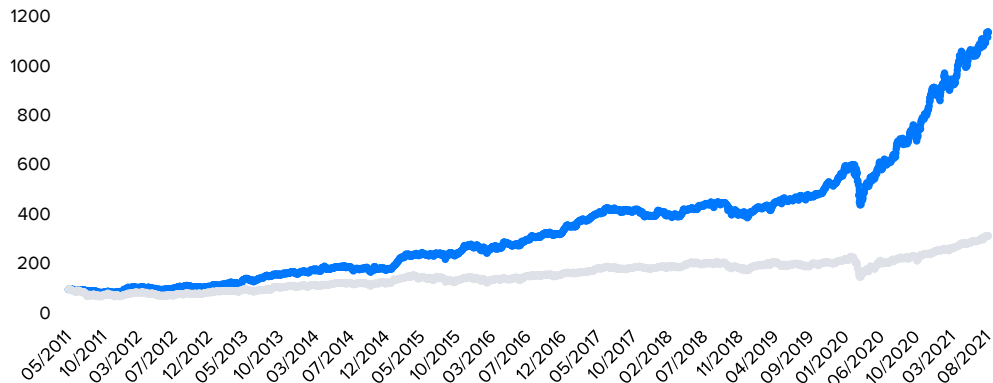
3489.7

EUR/USD

**0.01 %**

1.174

## Inderes mallisalkku



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

1kk

5%

1 vuosi

68%

3 vuotta

154%

Aloituksesta

1039%

## Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

### Kasvuloikkaa odotellessa

10.08.2021 | Ilkka-Yhtymä | Lisää

### Pirstymistä odotettavissa

10.08.2021 | Viafin Service | Lisää

### Osakekurssi on ottanut räikeän varaslähdön

09.08.2021 | Toivo Group | Myy

### Tuotto-odotus edelleen houkutteleva

09.08.2021 | Digia | Lisää

### Kysyntää on komponentteja enemmän

09.08.2021 | Bittium | Lisää

### Tuloskäänte on edennyt valtavien harppauksin

08.08.2021 | Nurminen Logistics | Vähennä

### Veret seisauttavaa kasvua

08.08.2021 | Qt | Lisää

### Luottavaisena kohti loppuvuotta ja CMD:tä

08.08.2021 | Scanfil | Lisää

### Hyvää edistymistä, mutta vauhdin pitää kiihtyä

06.08.2021 | EAB Group | Vähennä

### Kustannuspaine on hallinnassa

06.08.2021 | Reka Industrial | Myy

## InderesTV



NoHo Partners Q2'21 -tuloslive 10.8. noin klo 8.00



Musti Group Q3'21 ti 10.8. kello 14:00 alkaen



Eezy Q2'21 ti 10.8. kello 13:00

### Seuraa meitä somessa



### Makrotapahtumat, 10.8.2021

12:00 Saksa: Zew-luottamusindeksi elo

12:00 Saksa: Zew, nykyinen tilanne elo

## NoHo Q2: kulusäästöt alkavat näkyä numeroissa

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		Erotus (%)		2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes	Inderes
Liikevaihto	19,0	34,5	32,7				5 %		171
Liikevoitto	-8,4	-1,8	-5,3						-4,2
Tulos ennen veroja	-10,7	-5,5	-7,7						-15,0
EPS (raportoitu)	-0,46	-0,18	0,00						-0,57
Liikevaihdon kasvu-%	-71,9 %	81,1 %	71,7 %				9,4 %-yks.		9,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	-44,3 %	-5,2 %	-10,0 %				4,7 %-yks.		-2,4 %

Lähde: Inderes

NoHo Partners julkaisi aamulla hieman odotuksiamme paremman raportin. Rajut kulusäästöt alkavat nyt näkyä tuloksessa ja lyhyen aikavälin hankalasta markkinatilanteesta huolimatta yhtiö uskoo kassavirran pysyvän positiivisena. Emme alustavasti näe ennusteissa oleellisia muutostarpeita. Aamun NoHon tuloslive on katsottavissa oheisesta [linkistä](#) ja 10.00 alkavaa tulosinfoa voi seurata [InderesTV:stä](#).



**Sauli Vilén**  
Pääanalyytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



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

**NoHo Partners** | Kurssi: 8.12  
[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 10.00

NoHon liikevaihto oli 34,5 MEUR ylittäen lievästi 32,7 MEUR:n ennakkotiedot. Ero johtuu arviomme mukaan ennakkotietojen ja virallisen tulosraportin välissä tehtävästä tarkastuslaskennasta. Yhtiön liiketappio oli vain 1,8 MEUR ja selvästi 5,3 MEUR:n ennustettamme pienempi. Selvästi odotuksiamme pienempi liiketappio selittyy pääosin odotuksia matalammalla kulurakenteella ja osin odotettua suuremmalla volyyymillä. Yhtiön koronavaiheen aikana tekemät bruttaalit kulusäästöt alkavat nyt kantaa hedelmää ja Q2-raportti olikin kannattavuuden osalta hyvin rohkaiseva. Yhtiö ei odotuksiemme vastaisesti tehnyt Eezy-omistukseen ylöskirjausta ja tämän seurauksena EPS jäi -0,18 euroon meidän odottaessa 0,00e osakekohtaista tulosta. Ylöskirjaus olisi ollut puhtaasti kirjanpidollinen ja tällä ei ole käytännön merkitystä sijoittajille. Eezy on nyt merkitty yhtiöllä myytävissä olevaksi omaisuusaräksi ja odotamme yhtiön myyvän lisää osakkeita vielä H2 aikana.

Yhtiön kassavirta oli Q2:lla odotetusti miinuksella investointien ja kohonneiden rahoituskulujen vetämänä. Nettovelka oli Q2 lopussa 164 MEUR ja hieman 160 MEUR:n ennustettamme suurempi. Erotusta selittää etenkin investoinnit, jotka olivat Q2:lla yllättävän isot (todennäköisesti Tampereen UROS-live). Nettovelan suunta on vihdoin kääntynyt alaspäin, kun liiketoiminnan kassavirta on noussut plussalle ja käyttöpääoma alkanut normalisoitua.

Raportin tärkeintä antia oli ennakkotiedot heinäkuun kehityksestä. Yhtiön liikevaihto heinäkuussa kohosi jo 2019 heinäkuun tasolle 25 MEUR:oon. Vahvan liikevaihdon seurauksena operatiivinen kassavirta kohosi 4,5 MEUR:oon ja nettovelka laski alle 160 MEUR:oon. Yhtiö antoi myös yllättäen näkymät elo-syyskuulle. Yhtiö odottaa elo-syyskuun kassavirran pysyvän plusalla, olettaen että ravintolarajoitukset eivät oleellisesti kiristy nykyisestä. Tämä oli linjassa omien arvioidemme kanssa ja vahvistaa näkemystämme siitä, että yhtiön kassavirta ei enää H2 aikana vuoda.



**Sauli Vilén**  
Pääanalytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



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

**NoHo Partners** | Kurssi: 8.12  
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 10.00

## Musti Q3: Vahvaa kasvua, mutta tulosvipu jäi korkeista odotuksistamme

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus		Erotus (%)		2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes		Inderes
Liikevaihto	68,7	82,7	81,9				1 %		339
EBITA (oik.)	6,4	7,3	8,8				-17 %		40,7
Liikevoitto	4,2	5,3	7,2				-26 %		33,6
EPS (raportoitu)	0,17	0,12	0,14				-16 %		0,77
Liikevaihdon kasvu-%	16,6 %	20,4 %	19,2 %				1,2 %-yks.		19,4 %
EBITA-% (oik.)	9,3 %	8,8 %	10,7 %				-1,9 %-yks.		12,0 %

Lähde: Inderes

Musti Group julkisti aamulla Q3-tuloksensa (huom. poikkeava tilikausi 2020 lokakuu-2021 syyskuu). Liikevaihto kasvoi edelleen todella vahvasti ylittäen myös lievästi odotuksemme. Kulujen skaalautuminen oli kuitenkin odotuksiamme hitaampaa ja tulosparannus jäi korkeista odotuksistamme. Alitus ennusteeseemme johtui tulkintamme mukaan pääosin siitä, että vertailukaudella tehdyt pandemiasta johtuneet kululeikkaukset olivat arvioimaamme suurempia. Tänä vuonna tuloksellisesti heikoimman Q3-kvartaalin kausiluontoisuus toteutui siten normaalimpana.

Mustin Q3:n liikevaihto kasvoi 20 % 82,7 MEUR:oon ylittäen hieman korkealle nostetun ennusteemme (81,9 MEUR). Maakohtaisesti myynnin kasvut noudattelivat odotuksiamme ja Suomen myynti kasvoi 13 % 36,2 MEUR:oon, Ruotsin 20 % 36,4 MEUR:oon ja Norjan 64 % 10,0 MEUR:oon. Omien myymälöiden määrä nousi hieman odotuksiamme enemmän 257 kappaleeseen (ennuste 254 kappaletta). Verkkokaupan myynti kasvoi nyt hieman kokonaismyyntiä hitaammin (+15,8 %), kun asiakkaat palasivat kivijalkakauppoihin ja samalla myymäläverkosto laajentui. Verkon osuus liikevaihdosta oli 24 %. Kanta-asiakkaiden määrä nousi 1,257 miljoonaan (Q2'21:n 1,222 miljoonasta). Myös konsernin vertailukelpoinen myynti jatkoi vahvassa 11,6 %:n kasvussa.



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

**Musti Group** | Kurssi: 36.70  
 Lisää | Tavoitehinta: 31.00

Operatiivisen kannattavuuden kehityksestä parhaiten kertova oikaistu EBITA (liikevoitto ennen aineettomia poistoja) kasvoi 13 % 7,3 MEUR:oon alittaen kuitenkin ennusteemme (8,8 MEUR). Vertailukaudella kustannusrakenteeseen vaikutti positiivisesti koronaviruspandemiatilanteeseen sopeuttamisen tuomat myymälöiden vähäisemmät työtunnit ja vähäisempien liiketoiminnan muiden kulujen määrä. Nämä olivat toki tiedossa, mutta niiden mittakaava oli alustavan tulkintamme mukaan arvioimaamme suurempi. Kuluylitys johtui edelleen osin myös siitä, että ne sisälsivät vielä 0,3 MEUR:n lisäkulut, jotka johtuivat Eskilstunan keskusvaraston laskeneesta tehokkuudesta varastojen konsolidoinnin myötä. Myös uusia myymälöitä oli avattu hieman odotuksiamme enemmän, mikä toi luonnollisesti lisäkuluja. Rahoituskulut olivat odotuksiamme hieman pienemmät johtuen valuuttakurssien liikkeistä ja raportoitu osakekohtainen tulos oli 0,12 euroa (ennuste 0,14 euroa).

Näkymien osalta Musti kertoi, että koiranpentuja rekisteröitiin Ruotsissa 16 % enemmän kesäkuussa 2021 kuin vuotta aiemmin, kun taas Mustilla pentuasiakkaiden määrä kasvoi 33 % edellisvuoden vastaavaan ajanjaksoon verrattuna. Yhtiö onkin jatkanut markkinaosuuden kasvatusta etenkin pentuasiakkaissa, mikä näkyy myynnissä vielä vuosia. Yhtiö kertoi myös aikovansa hyödyntää vahvan markkinakehityksen sekä kasvun aikaa ja panostaa strategian mukaisesti myynnin kasvattamiseen, minkä seurauksena se myös päivitti aiemmin arviota omien myymälöiden määrän kasvusta tilikauden aikana 45–55 myymälään. Musti kertoi myös lisätietoja 16 suomalaisen yrittäjävetoisen myymälän liiketoiminnan ostoista. Myymälät siirtyvät osaksi Musti Groupia Q4:n aikana. Kun kaupat on saatu päätökseen, kaikki Musti ja Mirri -myymälät Suomessa ovat yhtiön omia. Kauppahinta on yhteensä n. 2 MEUR, mikä oli odotuksiamme matalampi ja pidämme liikettä onnistuneena. Yhtiö kommentoi edistyvänsä edelleen hyvin kohti toukokuussa 2021 päivitettyjä liikevaihdon ja kannattavuuden tavoitteita.



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

**Musti Group** | Kurssi: 36.70  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 31.00



## eQ Q2: Ei yllätyksiä

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		Erotus (%)		2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	Inderes
Liikevaihto	11,9	18,8	18,4				2 %		76,5
Liikevoitto	5,7	10,6	11,1				-4 %		45,4
EPS (oik.)	0,12	0,22	0,22				-1 %		0,91
Liikevaihdon kasvu-%	3,9 %	58,4 %	54,7 %				3,7 %-yks.		35,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	47,8 %	56,3 %	60,2 %				-3,9 %-yks.		59,4 %

Lähde: Inderes

eQ julkisti aamulla odotustemme mukaisen Q2-raportin. Varainhoidon tulos jäi marginaalisesti ennusteistamme, mutta isossa kuvassa Varainhoito jatkaa hurjaa tuloskasvuun. Emme alustavasti näe tarvetta oleellisille ennustemuutoksille raportin perusteella.

eQ:n liikevaihto kasvoi Q2:lla 58 %:lla 18,8 MEUR:oon ylittäen hienoisesti 18,4 MEUR:ssa olleen ennusteemme. Liikevaihtoylityksen taustalla oli odotuksiamme korkeammat oman taseen sijoitustuotot (1,4 MEUR vs. 0,8 MEUR). Varainhoidon liikevaihto kasvoi Q2:lla 41 %:lla 16,1 MEUR:oon, mikä oli täysin linjassa 16,2 MEUR:n ennusteemme kanssa. Sijoittajan kannalta keskeiset Kiinteistö- ja PE-rahastojen palkkiot kasvoivat vertailukaudesta lähes odotustemme mukaisesti 11 %:lla 10,7 MEUR:oon (Q2'21e: 11,1 MEUR). Tuottosidonnaisia palkkioita Varainhoito kirjasi katsauskaudella 2,7 MEUR:n edestä. Q2:n tuottosidonnaiset palkkiot pitivät kuitenkin sisällään tuottopalkkioita 0,6 MEUR:lla Q2:n lopulla voitonjakoon siirtyneeseen Amanda IV-rahastoon liittyen ja näin ollen tuottosidonnaisten palkkioiden taso muista tuotteista jäi hieman odotuksiamme pienemmäksi. Sijoittajan kannalta keskeisempää kuitenkin on, että Amanda IV-rahasto siirtyi vihdoin voitonjakoon.



**Sauli Vilén**  
Pääanalytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



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

eQ | Kurssi: 29.40

[Lisää](#) | Tavoitehinta: 22.00

eQ:n Q2-liikevoitto oli 10,6 MEUR, mikä oli varsin hyvin linjassa 11,1 MEUR:n ennustemme kanssa. Varainhoidon Q2-tulos (9,6 MEUR vs. 10,1 MEUR) jäi marginaalisesti ennusteistamme lievästi odotuksiamme korkeammasta kulutasosta johtuen. Segmentin kannattavuus säilyi Q2:lla kuitenkin fantastisella tasolla ja liikevoittomarginaali asettui 60 % tasolle. Adviumin Q2-tulos oli linjassa odotuksiimme (0,4 MEUR vs. 0,5 MEUR) ja sen tulos jäi markkinaympäristö huomioiden hyvin vaisuksi. eQ:n osakekohtainen tulos asettui lopulta ennusteidemme mukaisesti 0,22 euroon (Q2'20: 0,12e).

Näkymien osalta raportti ei tarjonnut mitään yllättävää ja yhtiö toisti tuttuun tyyliinsä Varainhoidon nettoliikevaihdon ja liikevoiton kasvua koskevan ohjeistuksensa. Yhtiö on tällä hetkellä erinomaisessa iskukunnossa ja yhtiön tulospäätös näkymä säilyy erittäin vahvana. Ennustemme odottaa yhtiöltä tällä hetkellä 2020-2026 välille keskimäärin 14 %:n vuotuista tulospäätös kasvua ja tähän ei ole odotettavissa muutoksia yllätyksettömän Q2-raportin jälkeen (ennusteita avattu tarkemmin kesällä julkaistussa [laajassa raportissa](#)).



**Sauli Vilén**  
Pääanalyytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi



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

eQ | Kurssi: 29.40

Lisää | Tavoitehintaa: 22.00

## Eezy Q2: tulos ylitti odotukset liikevaihdon kasvun vetämänä

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		Erotus (%)
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
MEUR / EUR							
Liikevaihto	39,0	48,0	44,6	44,6	44,3	- 45,0	8 %
Käyttökate (oik.)	1,8	4,0	3,6	3,7	3,4	- 4,1	11 %
Käyttökate	1,8	5,0	3,6	3,7	3,4	- 4,1	40 %
Liikevoitto	-0,5	3,1	1,7	2,4	1,5	- 4,0	84 %
Tulos ennen veroja	-1,0	2,7	1,3	1,8	1,1	- 3,0	109 %
EPS (raportoitu)	-0,03	0,08	0,04	0,05	0,04	- 0,08	97 %
Liikevaihdon kasvu-%		23,1%	14,4 %	14,4 %	13,6 %	- 15,4 %	8,6 %-yks.
Käyttökate-% (oik.)	4,6 %	8,3 %	8,1%	8,3 %	7,7 %	- 9,1%	0,3 %-yks.

Lähde: Inderes & Infront (konsensus, 3 ennustetta)

Henkilöstöpalvelualan yhtiö Eezy julkaisi aamulla Q2-raporttinsa. Yhtiön Q2-liikevaihto kasvoi odotuksia enemmän, mikä yhdessä odotuksien mukaiselle hyvälle tasolle kivunneen kannattavuuden kanssa veti tuloksen yli odotuksien. Raportilla Eezy antoi vuodelle 2021 ohjeistuksen, mikä parantaa näkyvyyttä loppuvuoteen. Yhtiön klo 13.00 alkavaa Q2-tiedotustilaisuutta voi seurata [tästä linkistä](#).

Eezyn liikevaihto kasvoi vertailukauden tasosta 23 % 48 MEUR:oon, mikä ylitti sekä meidän että konsensuksen ennusteet. Liikevaihdon kasvua veti odotetusti henkilöstövuokraus, joka kasvoi 19 % pandemian pahasti rokottamalta vertailukaudelta ja ylitti odotuksemme (enn. + 14%). Muista selvästi pienemmistä palvelualueista Franchise-tuotot ja Asiantuntijapalvelut elpyivät niin ikään odotuksiamme voimakkaammin, kun taas Kevyrittäjäpalveluiden kehitys vastasi hyvin odotuksiamme.



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

**Eezy** | Kurssi: 6.40  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.80

Käyttökate Eezy teki Q2:lla 5,0 MEUR, mikä ylitti sekä meidän että konsensuksen odotukset selvästi. Tulos sisältää 1 MEUR:n Valtiokonttorin kustannustukea, mistä oikaistuna Q2:n käyttökate oli 4 MEUR, mikä sekin ylitti ennusteet odotuksia korkeampaa liikevaihtoa mukailen. Tulostaso vastaa noin odotuksien mukaista 8,3 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia, mikä on mielestämme hyvä taso Q2:n liikevaihtotasoa huomioiden. Yhtiö ei julkaise kannattavuutta palvelualueittain, mutta kommentoi koronan vaikutuksien näkyneen edelleen kaikkien palvelualueiden tuloskehityksessä. Raportoitua osakekohtaista tulosta Eezy teki 0,08 euroa, mikä ylitti odotukset niin ikään ennusteita korkeampaa volyymikehitystä sekä kustannustukea peilaten.

Eezy antoi vuodelle 2021 ohjeistuksen, jonka mukaan sen liikevaihto on 190-210 MEUR ja liikevoitto on 11-14 MEUR. Ohjeistuksen taustaoletuksena on yhtiön mukaan, että uusia merkittäviä rajoitustoimia ei tule, vaan yhteiskunta pysyy avoimena. Ennen raporttia meidän kuluvan vuoden liikevaihdon ennusteemme oli 203 MEUR ja liikevoiton ennusteemme oli 9,9 MEUR. Siten liikevaihdon osalta ennusteemme oli annetun haarukan keskikohdalla, mutta Q2:n kustannustuki huomioidenkin tulosennusteemme oli lievästi alle ohjeistuksen alalaidan. Siten alustavan arviomme mukaan kuluvan vuoden tulosennusteessamme on nousuvaraa nykytasolta.

**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Eezy** | Kurssi: 6.40**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.80

## Ilkka-Yhtymä Q2: Kasvuloikkaa odotellessa

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		Erotus (%)		2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes	
Liikevaihto	11,3	12,3	11,6				6 %		48,6
Oik. oman toiminnan liikevoitto	0,1	0,1	0,0						1,4
Tulos ennen veroja	3,8	0,0	-0,5				-98 %		4,5
EPS (raportoitu)	0,15	0,00	-0,02				-100 %		0,16
Liikevaihdon kasvu-%	-	8,5 %	2,2 %				6,3 %-yks.		6,1 %
Liikevoitto-%	0,5 %	1,0 %	0,0 %				1 %-yks.		2,9 %

Lähde: Inderes

Ilkka-Yhtymän Q2-luvut olivat noin odotuksiemme mukaiset ja myös lyhyen tähtäimen näkymät olivat ennakoitun mukaiset. Tätä kokonaiskuvaava peilaten teimme ennusteisimme ainoastaan hyvin pieniä tarkistuksia loppuvuodelle. Osake arvostetaan selvästi alle yhtiön likvidien omaisuuserien, minkä ansiosta pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta hyvänä. Odotamme yhtiön kiihdyttävän kasvua yritysostoilla, mihin mittavat likvidit varat tarjoavat hyvät edellytykset. Toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 5,5 euroon (aik. 5,3 euroa).



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

**Ilkka-Yhtymä** | Kurssi: 4.94  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.50

## Q2-luvut eivät tarjonneet yllätyksiä

Ilkka-Yhtymän Q2-liikevaihto kasvoi lähes 9 % 12,3 MEUR:oon ylittäen hieman odotuksemme. Odotuksiamme suuremman liikevaihdon taustalla olivat segmenteistä Media- ja Markkinointipalvelut sekä Painopalvelut, jotka molemmat ylittivät meidän odotuksemme lievästi. Myös Q2:n 125 TEUR:n oikaistu oman toiminnan liiketulos ylitti hienoisesti noin nollatasolla olleen ennusteemme. Tämän taustalla oli etenkin Media- ja markkinointipalvelut, joka ylitti ennusteemme odotuksiamme korkeampaa liikevaihtoa ja lievästi odotuksia korkeampaa kannattavuutta peilaten. Sen sijaan Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden tulos jäi odotuksistamme, minkä taustalla on arviomme mukaan kasvustrategian mukaisesti kasvaneet myynti- ja markkinointipanostukset. Tuloslaskelman alemmilla riveillä positiiviset nettorahoituserät ylittivät odotuksemme, mikä veti Q2:n osakekohtaisen tuloksen nollatasolle.

## Teimme vain lieviä ennusteiden tarkistuksia, odotamme yhä epäorganista kasvua

Ilkka-Yhtymä toisti odotetusti kesäkuussa tarkistetun ohjeistuksensa, jonka mukaan se arvioi konsernin liikevaihdon nousevan (2020: 46 MEUR) ja oikaistun oman toiminnan liikevoiton laskevan vuoden 2020 tasosta (2020: 1,8 MEUR). Tulosta suhteessa viime vuoteen painaa edellisvuonna pandemian seurauksena toteutetut merkittävän kokoluokan säästötoimet, joita ei tänä vuonna ole tehty. Teimme raportin jälkeen vain lieviä ennustemuutoksia loppuvuodelle ja odotamme yhtiön vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan 6 % vajaaseen 49 MEUR:oon ja oikaistun oman liiketoiminnan liikevoiton laskevan 1,3 MEUR:oon. Ilkka-Yhtymällä oli H1:n lopussa likvidejä lyhytaikaisia varoja lähes 56 MEUR, kun taas korollista velkaa sillä ei juurikaan ole. Siten yhtiöllä on rahoitusasemansa puolesta merkittävää liikkumavaraa yritysostoja ajatellen ja odotamme sen pyrkivän vauhdittamaan kasvua yritysostoilla strategiansa mukaisesti.



**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Ilkka-Yhtymä** | Kurssi: 4.94

**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.50

### Tuotto/riski-suhde on edelleen hyvä

Ilkka-Yhtymän arvonmäärityksessä ensisijaisesti käyttämämme osien summa -laskelmamme mukainen osakkeen arvo on noin 7,0 euroa. Arvo on noussut hieman edellisestä päivityksestämme, minkä taustalla on Alma Median kurssinousu (Ilkka-Yhtymä omistaa 10,9 % Alma Median osakkeista). Merkittävä osa alennuksesta suhteessa osien summaan on kuitenkin purkautunut tämän vuoden aikana ja siten merkittävin potentiaalinen kurssiajuri on jatkossa oletettavasti etenkin epäorgaanisesti kiihtyvä kasvu. Näkemyksemme mukaan alennus suhteessa osien summaan sekä hyvälle tasolle yltävä osinkotuotto (~4 %) tarjoavat edelleen suotuisan riski/tuotto-suhteen, mikä puoltaa kyydissä pysymistä epäorgaanista kasvua odotellessa.



**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Ilkka-Yhtymä** | Kurssi: 4.94

**Lisää** | Tavoitehinta: 5.50

## Viafin Service: Piristymistä odotettavissa

Laskemme Viafin Servicen tavoitehinnan 16,50 euroon (aik. 17,00), mutta nostamme suosituksemme lisää-puolelle (aik. vähennä) H1-raportin jälkeen. Viafin Servicen alkuvuosi oli odotuksiamme heikompi niin liikevaihdon kuin tuloksenkin osalta. Näkymät ja ohjeistus kuitenkin heijastelivat kysynnän olevan vahvempaa H2:lla. Odotamme yhtiöltä vahvan kasvun jatkoa lähivuosina, mutta tuloksen hieman tasaantuvan vuodesta 2020 kohti yhtiön omia tavoitetasoja. Vahva kassa, yritysostojen luoma kasvuoptio ja kohtuulliseksi laskenut arvostus nostavat mielestämme tuotto/riski-suhteen yhtiössä jo houkuttelevaksi.

### Alkuvuosi meni odotuksia heikommin

Viafin Service julkisti maanantaina aamulla vuoden 2021 ensimmäisen vuosipuoliskon tuloksensa. Yhtiön liikevaihto laski vertailukaudesta -7,4 % ja oli H1:llä 26,2 MEUR (ennuste: 29,8 MEUR). Liikevaihdon tasoon heikentävästi vaikutti viime vuodesta selvästi tasaantunut kysyntä markkinoilla verrattuna vahvaan vertailukauteen. Tämä näkyi etenkin projektiliiketoiminnassa, jonka osuus liikevaihdosta oli vain noin 17 % H1:llä normaalin noin 25 %:n sijaan. H1-tulos oli myös odotuksiimme nähden pettymys absoluuttisesti sekä suhteellisesti. Liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto (EBITA) oli H1:llä noin 1,4 MEUR ja marginaali noin 5,2 %:ssa. Olimme odottaneet noin 2,0 MEUR:n EBITA:a ja 6,8 %:n marginaalia. Näkymissä kysynnän odotetaan kuitenkin parantuvan merkittävästi loppuvuodelle, mitä myös yhtiön H1-raportin yhteydessä annettu ohjeistus ennakoii. Yhtiö odottaa nyt liikevaihdon kasvavan ja EBITA-marginaalin olevan 6-8 %:n välissä. Tämä tarkoittaa, että heikon H1-tuloksen jälkeen loppuvuonna on yhtiöltä odotettavissa siis merkittävää parannusta H2:lla.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Viafin Service** | Kurssi: 15.00

**Lisää** | Tavoitehintaa: 16.50



## Ennusteemme laskivat hieman H1-raportin perusteella

Laskimme lähivuosien ennusteitamme hieman H1-raportin tulospettymyksen myötä. Ohjeistus ja näkymät rajasivat kuitenkin isointa laskua. Vuonna 2021 odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun jatkuvan. Kasvu jää arviomme mukaan kuitenkin viime vuoden vahvasta tasosta markkinan vakaantumisen myötä. Yhtiön kasvua tukevat uudet toimipisteet, Astepa-yrityskauppa sekä aiemmin käynnistyneiden toimipisteiden liiketoiminnan jatkuva kasvu kohti potentiaalista tasoa. Odotammekin liikevaihdon nousevan nyt noin 7 %:lla 61,7 MEUR:oon. Kannattavuuden osalta odotamme oikaistun EBITA-marginaalin laskevan 6,8 %:iin erittäin hyvästä vuoden 2020 tasosta. Olemme kannattavuudessa lähellä yhtiön ohjeistuksen keskitasoa (EBITA-%: 6-8 %). Vuonna 2022 katseet kiinnittyvät yhtiön liiketoiminnan strategiaan tavoitteisiin. Viafin Servicen tavoitteena on 100 MEUR:n liikevaihto vuonna 2022, mihin yltääkseen yhtiön täytyisi kasvaa vuoden 2021 tasosta vielä noin 60 %:lla. Arviomme mukaan yhtiö tarvitsee tähän yritysostojen luomaa kasvua, johon hyvinkin vahva kassa antaa kyllä pelimerkkejä.

## Arvostus alkaa jo houkutella

Osakkeen lähivuosien arvostus on viime päivityksestä laskenut jo kohtuullisen houkuttelevalle tasolle (21-22e ka.: (oik.): P/E: 17x, EV/EBIT: 9x, EV/EBITDA: 8x). Jo hyväksymämme arvostushaarukan (P/E: 16-18x, EV/EBIT: 12-14x, EV/EBITDA: 8-10x) alarajalla osake tarjoaa selkeää nousuvaraa. Verrokkeihin nähden arvostus on hieman alennuksella, missä mielestämme on myös nousuvaraa yhtiön kasvunäkymiin nähden. Vuoden 2022 koviin strategiaan tavoitteisiin pohjautuva yritysostoskenaariomme arvo (2022: 19,4 euroa) on tavoitehintaamme korkeammalla. Epävarmuus strategian tavoitteiden toteutumisesta on kuitenkin vuoden 2022 läheisyydessä yhä korkeammalla, jonka vuoksi siihen suoraan nojaaminen ei ole nykyisillä tiedoilla mielekää.



**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Viafin Service** | Kurssi: 15.00

**Lisää** | Tavoitehinta: 16.50

## Remedy Q2 perjantaina: Välietappi ennen loppuvuoden tuloskasvuneljänneksiä

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'20		Q2'21		Q2'21e		Konsensus		2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes	Inderes	
Liikevaihto	9,1		9,0						45,9
Käyttökate	2,3		2,0						16,5
Liikevoitto (oik.)	2,1		1,7						15,4
EPS (raportoitu)	0,14		0,10						0,84
Liikevaihdon kasvu-%	-		-1,4 %						11,8 %
Liikevoitto-% (oik.)	22,9 %		19,3 %						33,5 %

Lähde: Inderes

Remedy raportoi Q2-tuloksensa perjantaina klo 9.00. Remedy ohjeistaa tänä vuonna liikevaihdon ja tuloksen kasvun painottuvan toiselle vuosipuoliskolle, joten emme odota Q2-tulokselta vielä ihmeitä. Muutenkin vuosineljänneksellä kehitysmaksujen ajoitus sekä pelimyynnin sujuminen voivat heiluttaa Remedyn lukuja huomattavasti. Siten emme olisi huolissamme, vaikka tulos poikkeaisi ennusteista, kunhan koko vuoden kasvua ennakoivat näkymät ovat ennallaan. Tässä vaiheessa tärkeintä on peliprojektien eteneminen suunnitelmien mukaisesti, mikä mahdollistaa vahvan kasvun tulevien vuosien aikana.



**Atte Riikola**

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

**Remedy** | Kurssi: 41.35

**Lisää** | Tavoitehintaa: 50.00

Ennustamme Remedyn Q2-liikevaihdon pysyneen vertailukauteen nähden vakaana ja olleen 9,0 MEUR. Liikevaihto muodostuu ennusteessamme Control-pelin myynnistä sekä kehitteillä olevien pelien julkaisijoilta saaduista kehitysmaksuista. Remedyn Crossfire-tiimi on viimeistellyt alkuvuoden yksinpeliosuuksia Smilegaten tänä vuonna julkaistaviin CrossfireX- ja Crossfire HD -peleihin. Lisäksi Epic-projekteista on arvioimme mukaan tuloutunut kasvavissa määrin kehitysmaksuja, kun myös suurempi projekti on siirtynyt mahdollisesti Q2:n aikana täyteen tuotantovaiheeseen.

Ennusteemme odottaa Remedyn Q2-liikevoiton laskeneen hieman vertailukaudesta ja olleen 1,7 MEUR (Q2'20: 2,1 MEUR). Näkyvyys Remedyn pelien myyntiin sekä kehitysmaksujen suuruuteen ja ajoitukseen on heikko, mikä luo merkittävää epävarmuutta tulosennusteisiin kvartaalitasolla. Isossa kuvassa katseet Remedyn tuloksen ja osakkeen arvostuksen suhteen ovat jo useamman vuoden päässä, jolloin nyt kehitteillä olevat projektit ovat markkinoilla ja uusia hankkeita on käynnissä. Siten Q2-tulosta olennaisempaa on tässä vaiheessa peliprojektien eteneminen suunnitelmien mukaisesti.

Odotamme Remedyn toistavan kasvavaa liikevaihtoa (2020: 41,1 MEUR) ja liikevoittoa (2020: 13,2 MEUR) ennakoivat näkymänsä Q2-raportissa. Ennusteemme odottaa liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 12 % ja liikevoiton paranevan 15,4 MEUR:oon. Muutoin huomio raportissa kiinnittyy tulevista peliprojekteista mahdollisesti saataviin lisätietoihin. Remedy tiedotti kesäkuun lopussa kahdesta uudesta [Control-projektista](#), jotka tuovat selvästi lisää konkretiaa tulevien vuosien kasvun rakennuspalikoihin. Uusien projektien myötä arvioimme Remedyn saavan vuonna 2024 merkittäviä tuloja ainakin 7 julkaistusta tai kehitteillä olevasta peliprojektista. Siten yhtiön kasvunäkymä vaikuttaa erittäin hyvältä myös vuoden 2023 jälkeen, johon olemme tähän mennessä ensisijaisesti peilanneet osakkeen arvostusta (2023e: EV/EBIT 18x). Houkuttelevan pitkän aikavälin tulokasvupotentiaalin valossa Remedyn osakkeen arvostus näyttää mielestämme hyvinkin kohtuulliselta.

**Atte Riikola**

Analytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Remedy** | Kurssi: 41.35**Lisää** | Tavoitehintaa: 50.00

## Pihlajalinna Q2 perjantaina – Odotamme positiivisen kehityksen jatkuneen

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	115		137	138	132	- 142	549
Liikevoitto (oik.)	0,6		6,2	6,5	5,9	- 7,0	26,6
Tulos ennen veroja	-0,9		5,2	5,4	4,7	- 5,9	22,5
EPS (raportoitu)	-0,03		0,15	0,17	0,12	- 0,21	0,72
Liikevaihdon kasvu-%	-11,6 %		19,6 %	20,4 %	15,1 %	- 23,9 %	7,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	0,5 %		4,5 %	4,7 %	4,5 %	- 4,9 %	4,8 %

Lähde: Inderes & Infront data (konsensus)

Pihlajalinna julkistaa Q2-raporttinsa perjantaina kello 8.00. Odotamme hyvään vauhtiin lähteneen tulosparannuksen jatkuneen ja sitä vauhdittavat myös heikot vastaluvut. Odotamme yhtiön myös toistavan selvää tuloskasvua indikoivan ohjeistuksensa. Erityinen mielenkiinto liittyy myös yhtiön kommentteihin [Pohjola Sairaalan](#) ostosta ja toivomme yhtiön valottavan tarkemmin etenkin transaktion synergiapotentialiaa.



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

**Pihlajalinna** | Kurssi: 11.74  
[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 12.50

Odotamme Q2-liikevaihdon kasvaneen 20 %:lla 137 MEUR:oon. Yhtiön liiketoiminnasta yli puolet tulee sote-ulkoistuksista tai muista kiinteähintaisista sopimuksista, joiden tuloutus on vakaata. Myös tätä laskutusta nostavat uudet alkaneet sopimukset Huhtasuon terveysaseman ulkoistuksesta (+0,5 MEUR) sekä Kristiinan kaupungin osaulkoistuksesta (+1,5 MEUR). Pääosa ennustamastamme kasvusta muodostuu kuitenkin käytön mukaan laskutettavista palveluista. Koronatestit nostivat viime kvartaalilla myyntiä reilulla 8 MEUR:lla ja odotamme samanlaisen kehityksen jatkuvan myös Q2:llä. Myös muilta osin odotamme yksityisellä puolella tuotettujen volyymien elpyneen vertailukauden erittäin matalilta tasoilta. Myös julkiselle puolelle myytyjen käytön mukaan laskutettavien palvelujen ennakoimme jatkaneen piristymistään. Myös Työterveys Virran ostolla on noin 4 MEUR:n positiivinen vaikutus myyntiennusteeseemme.

Raportissa mielenkiinto kohdistuu myös kokonaisulkoistusten kannattavuuksien kehitykseen. Niitä ovat aiempina kvartaaleina painaneet sairaanhoitopiirien laskuttamat kasvaneet kustannukset, joista pandemian tuomat uudet kustannukset sekä osa laskutetuista investoinneista kuuluisi Pihlajalinnan tulkinnan mukaan kuntatilaajien maksettavaksi. Näiden kustannusten kokoa ei aiemmin ole kyetty arvioimaan tarkasti, mutta nyt Sairaanhoitopiirien tilinpäätösten pitäisi olla valmiita. Ennustamme kokonaisulkoistusten liikevoiton elpyvän 2,2 MEUR (vrt. Q1'21: 0,0 MEUR), mutta mahdollisten palautusten kokoluokka tuo epävarmuutta ennusteeseemme.

Muun kuin ulkoistustoiminnan kannattavuuden arvioimme jatkaneen selvää parantumistaan käyttöasteiden vahvistuessa ja segmentin liikevoitto nousee ennusteessa 4,0 MEUR:oon. Kokonaisuutena odotamme oikaistun liikevoiton nousevan 6,2 MEUR:oon (Q2'20: 0,6 MEUR), mikä tarkoittaa 4,5 %:n EBIT-marginaalia (Q2'20: 0,5 %). Raportoidun osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on 0,15 euroa (Q2'20: -0,03 euroa).

Odotamme yhtiön toistavan raportissa 2021 ohjeistuksensa, jonka mukaan liikevaihto kasvaa selvästi ja oikaistu liikevoitto paranee selvästi vuodesta 2020. Ennusteidemme mukaan 2021 liikevaihto kasvaa 8 % 549 MEUR:oon ja oikaistu liikevoitto nousee noin 25 % 26,6 MEUR:oon (EBIT 4,8 %). Nykyiset ennusteemme olettavat koronapandemian alkavan laantua H2'21 aikana, mikä näkyy hyvään vauhtiin päässeen kannattavan koronatestausliiketoiminnan hiipumisena. Paluu normaaliin tukee kuitenkin muuta palvelumyyntiä. Julkisen puolen jonon suuri kasvu purkautuu myös todennäköisesti joko julkisen puolen kasvaneina tilauksina yksityisiltä toimijoilta tai vaihtoehtoisesti itsemaksavien asiakkaiden kasvaneena määränä. Kesäkuussa päivitetty laaja raportti Pihlajalinnasta on edelleen ajankohtainen ja luettavissa vapaasti [täältä](#).



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

**Pihlajalinna** | Kurssi: 11.74  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 12.50

## Heeros Q2 huomenna: Kasvua pitäisi näkyä

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	2,1		2,3				9,4
<b>Käyttökate</b>	0,61		0,62				2,1
<b>Liikevoitto (oik.)</b>			0,31				0,9
<b>EPS (raportoitu)</b>			0,06				0,13
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>			9,1%				7,1%
<b>Liikevoitto-%</b>			13,2%				9,5%

Lähde: Inderes

Heeros julkaisee puolivuotiskatsauksensa huomenna. Odotamme Q2-liikevaihdon kasvun kääntyneen selvemmin positiiviseksi transaktiotuottojen elpyessä pandemian jäljiltä. Kannattavuuden odotamme pysyttelevän vertailukauden tasolla. Heeroksen arvostus (2021 EV/S 3,1x) pitää sisällään odotuksen kasvusta, ja yhtiön onkin nähdäksemme kriittistä näyttää merkkejä paluusta kasvupolulle. Lähdemmekin hakemaan Q2-raportista lisää luottamusta kasvun kääntymiseen.

Ennustamme Heeroksen Q2-liikevaihdon kasvaneen 9 % 2,32 MEUR:oon (Q2'20 2,13 MEUR). Liikevaihtoa on nähdäksemme kasvattanut erityisesti jatkuva liikevaihto, missä keskeisenä kasvun ajurina näemme jatkuvan uusasiakashankinnan. Lisäksi odotamme transaktiotuottojen kääntyneen Q2:lla elpymään päin, sillä vertailukautena transaktiot olivat matalammat pandemian hidastaman taloudellisen aktiviteetin johdosta. Palveluliikevaihdon odotamme pysyneen vertailukauden tasolla.



**Antti Luuro**  
 Analytikko  
 +358 50 571 4893  
 antti.luuro@inderes.fi

**Heeros** | Kurssi: 6.42  
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 7.50

Kannattavuuden odotamme olleen käyttökateen tasolla noin 0,62 MEUR tai 26,6 % liikevaihdosta (Q2'20: 28,5 %) ja edellisvuoden tasolla. Odotamme Heeroksen kustannustason kasvaneen hienoisesti vuodentakaisten organisaatiomuutosten vahvistamasta tasosta yhtiön siirtyessä perustan korjauksesta kohti kasvua. Teimme tämän kommentin yhteydessä pieniä vuodensisäisiä ennustetarkennuksia Heeroksen kannattavuuteen. Q2-kannattavuuden ennusteessamme on tavallista enemmän epävarmuutta, sillä vertailuluvut ovat tiedossa vain yhdeltä vuodelta. Koko vuoden 2021 osalta ennustamme suhteellisen käyttökateen nousevan edellisvuoden organisaatiomuutoksen tuomien säästöjen ja kasvun myötä 23 %:iin (2020: 16 %) ja suhteellisen liikevoiton 10 %:iin (2020: 2 %).

Heeros ohjeistaa nostavansa käyttökatemarginaalin ja liikevaihdon kasvuprosentin yhteissumman (Rule of 40) 30 % tasolle tilikaudella 2021, mikä on linjassa ennusteeseemme. Yhteissumma oli uudelleenjärjestelykuluista oikaistuna noin 23 % vuonna 2020, eli kyseessä olisi yhtiölle selkeä parannus. Heeroksen strategian mukainen tavoite on vastaavasti nostaa yhteissumma kohti 50 % vuoden 2023 loppuun mennessä. Tavoitteeseen pääseminen vaatisi yhtiöltä nähdäksemme erityisesti liikevaihdon kasvun piristymistä lähivuosina (2020: 2 %). Toisaalta vuoden 2020 tehostamistoimien jälkeen kannattavuuden parantuminen vaatii niin ikään kasvua, joka korkean katetason ja hitaammin kasvavien kiinteiden kulujen myötä valuisi tulosriville. Lähdemmekin jälleen hakemaan Q2-raportista lisää merkkejä yhtiön kasvun kääntymisestä.



**Antti Luuro**  
Analyytikko  
+358 50 571 4893  
antti.luuro@inderes.fi

**Heeros** | Kurssi: 6.42  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 7.50

## Etteplan Q2 keskiviikkona: Odotamme vahvaa kehitystä

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	62,9		76,6				301,2
EBITA	6,3		8,4				32,6
Liikevoitto	5,4		7,3				27,6
EPS (oik.)	0,17		0,22				0,85
Liikevaihdon kasvu-%	-2,2 %		21,8 %				16,0 %
EBITA-%	10,0 %		11,0 %				10,8 %

Lähde: Inderes

Suunnittelu-yhtiö Etteplan julkaisee Q2-raporttinsa keskiviikkona noin kello 13:00. Odotamme yhtiöltä vahvaa noin 22 %:n kasvua ja merkittävää tulosparannusta koronapandemian heikentämältä Q2'20-vertailujaksolta. Yhtiön asiakaskunnan kysyntä piristyi alkuvuonna selvästi yleisen talouskehityksen mukana ja aktiviteettitaso pitäisi olla erittäin hyvällä tasolla. Q1:n yhteydessä ylöspäin tarkistettuun ohjeistukseen emme odota muutoksia, mutta markkinan vahvinta nousua pandemiatilanteen heikentyminen on mahdollisesti leikannut. Kokonaisuudessaan odotamme Etteplanilta vahvaa suoritusta, mitä osakkeen historiallisen korkea arvostustaso mielestämme myös vaatii.



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

**Etteplan** | Kurssi: 18.25  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 16.80



Odotamme Etteplanin Q2-liikevaihdon olleen noin 76,6 MEUR, mikä tarkoittaisi lähes 22 %:n kasvu vaisulta vertailukaudelta. Yritysosotot ([Tegema](#), [TekPartner](#) ja muut pienet yritysostot) tukevat kasvua, mutta pääroolissa on nyt silti orgaaninen kasvu. Vaikka Etteplanin liikevaihto laski Q2'20:lla vain -2,2 %, orgaaninen kasvu oli silloin yli 11 % negatiivinen. Tämä kuoppa tullaan nyt täyttämään, ja odotamme orgaanisen kasvun olleen Q2:lla yli 15 %. Lisäksi jakson loppupuolella Etteplan osti [Skyrise.techin](#), mutta Q2-lukuihin tällä ei ole vielä oleellista vaikutusta. Tuorein Adina Solutions -yritysosto oli vasta viime viikolla, ja yritysostoaktiiviteetti jatkuu voimakkaana. Teollisuuden alkuvuonna selvästi parantuneet näkymät ovat nyt Q2:lle heijastuneet mukavasti myös Etteplanin verrokkeihin, jotka ovat pääsääntöisesti raportoineet hyvistä kasvuluvuista. Etteplanin asiakaskunnalta, muun muassa suurilta konepajoilta, on saatu Q2:lla vahvoja tilauslukuja.

Etteplanin liiketoiminnan kannattavuuden kehitystä kuvaa parhaiten EBITA-tunnusluku, jonka odotamme olleen noin 8,4 MEUR tai 11,0 % liikevaihdosta (Q2'20: 6,3 MEUR). Odotamme siis Etteplanin kannattavuuden olevan erinomaisella tasolla ja ylittävän Etteplanin 10 %:n tavoitetason kausiluontoisesti vahvalla jaksolla. Arviomme mukaan Etteplanin kaikki palvelualueet ovat tehneet erittäin hyvän tuloksen. Yleensä yhtiö on pystynyt hallitsemaan omia henkilöstöresursseja tehokkaasti ja puskenut kulurakenteensa erittäin alhaiseksi pandemian aikana. Nyt Etteplan kärsii varmasti palkkainflaatiosta, mutta odotamme yhtiön pystyneen siirtämään tätä asiakashintoihin oletettavasti hyvässä markkinatilanteessa. Tämä on silti lievä epävarmuustekijä kannattavuuden osalta. Liikevoiton (EBIT) odotamme olleen 7,3 MEUR eli laskevan hieman vertailukaudesta (Q2'20: 5,4 MEUR). Konsensusennustetta emme valitettavasti saaneet tulosennakkoon.

**Juha Kinnunen**

Osakestrategi, analyytikko  
+358 40 778 1368  
[juha.kinnunen@inderes.fi](mailto:juha.kinnunen@inderes.fi)

**Etteplan** | Kurssi: 18.25**Vähennä** | Tavoitehintaa: 16.80

Etteplan nosti ohjeistustaan Q1:n yhteydessä ja arvioi vuoden 2021 liikevaihdon olevan 285-305 MEUR ja liikevoiton (EBIT) 25-28 MEUR. Markkinatilanteen suhteen Etteplanin kommentit ovat olleet vielä suhteellisen maltillisia, vaikka nekin piristyivät alkuvuonna globaalin talouden ja asiakaskunnan parantuneen tilauskehityksen mukana. Yhtiön liiketoimintaan vaikuttaa keskeisimmin globaali kone- ja metalliteollisuuden kehitys, ja molemmista on saatu erittäin positiivisia signaaleja vuoden edetessä. Aiemmin Etteplan kommentoi investointien tuotekehitykseen ja tuotantoon vauhdittuneen koronarokotusten edetessä. Oletamme kehityksen jatkuneen pandemiatilanteen heikentymisestä huolimatta, mutta epävarmuus markkinakehityksen suhteen on viime aikoina kasvanut. Lievä huolenaihe on Kiinan teollisuuskasvun hidastuminen, mikä voi jatkuessaan heijastua viiveellä myös globaaliin teollisuuteen. Nyt näkymien pitäisi olla kuitenkin valoisat.

**Juha Kinnunen**

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

**Etteplan** | Kurssi: 18.25**Vähennä** | Tavoitehinta: 16.80

## Solteq Q2 torstaina: Odotamme ohjelmistoliiketoiminnan vahvan vedon jatkuneen

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
MEUR / EUR							
<b>Liikevaihto</b>	15,1		17,1				69,4
<b>Käyttökate</b>	2,7		3,5				14,5
<b>Liikevoitto</b>	1,5		2,1				9,1
<b>Tulos ennen veroja</b>	1,0		1,7				7,4
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,04		0,07				0,30
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	2,8 %		13,5 %				14,7 %
<b>Liikevoitto-%</b>	9,8 %		12,1 %				13,1 %

Lähde: Inderes

Solteq julkaisee Q2-raporttinsa torstaina kello 8.00. Useamman vaikean vuoden jälkeen Solteqin tulokäänteelle ja ohjelmistotransformaatiolle ollaan saatu tukea myös numeroista ja näyttöjä strategian tavoitteiden saavuttamisesta. Odotamme Solteqin liikevaihdon kasvaneen selvästi sekä kannattavuuden parantuneen vertailukaudesta Q2:lla. Tuloksen lisäksi mielenkiinnon kohteena on edelleen Solteq Softwaren kehitys, koska yhtiö on viime vuosina panostanut voimakkaasti omiin tuotteisiin ja segmentti on noussut yhtiön selkeimmäksi arvoajuriksi.

Ennustamme Solteqin Q2-liikevaihdon kasvaneen 14 % 17,1 MEUR:oon (Q2'20: 15,1 MEUR). Ennustamme Solteq Digital -liiketoiminnan kasvaneen 2 % ja Solteq Softwaren 40 % Q2:lla. Yhtiön tilausvirta omille tuotteille (Solteq Software) oli vahvaa vuonna 2020 Utilities-asiakassektorilla ja lisäksi Partiture-yritysosto tukee segmentin ja konsernin kehitystä. Toisaalta robotiikkaratkaisuisissa kysyntä on arviomme mukaan ollut koronan myötä edelleen hitaampaa.



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

**Solteq** | Kurssi: 6.66  
**Osta** | Tavoitehinta: 7.00

Ennustamme liikevoiton kasvaneen selvästi 3,5 MEUR:oon ja olevan 12 % liikevaihdosta (Q2'20 1,5 MEUR tai 10 %). Liikevoiton kasvua hidastaa arviomme mukaan nousseet poistotasot. Segmentteittäin ennustamme Solteq Softwaren liikevoitto-%:n olleen 10 % ja Solteq Softwaren 17 %. Solteq Softwaressa käyttökate-% kuvaa paremmin alla olevaa kannattavuutta ja ennustamme tämän olleen 27 % Q2:lla. Odotamme osakekohtaisen tuloksen nousseen 0,07 euroon vertailukauden 0,04 eurosta. Tuloslaskelman ulkopuolella seuraamme myös yhtiön aktivoituja tuotekehityskuluja, minkä yhtiö odottaa laskevan noin 2,5 MEUR:oon vuonna 2021 (2019: 3,9 MEUR ja 2020 3,0 MEUR).

Odotamme Solteqin toistavan ohjeistuksen, joka odottaa liikevaihdon kasvavan selvästi ja liikevoiton paranevan selvästi. Ennustamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 15 % ja liikevoiton 58 % 9,1 MEUR:oon, mikä vastaa 13 % liikevaihdosta (2020: 10 %). Seuraamme kuluvana vuonna erityisesti tiedotteita ja kommentteja ohjelmistoliiketoiminnan kansainvälistymisen etenemisestä ja robotiikan kaupallistamisesta, koska nämä ovat arvioimme mukaan toteutuessa seuraavia selkeitä kasvuajureita.

**Joni Grönqvist**

Analyytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Solteq** | Kurssi: 6.66**Osta** | Tavoitehintaa: 7.00

## Rovio Q2 torstaina: Panostukset uusiin peleihin heikentävät tulosta

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	69,2		67,8				276
<b>Käyttökate</b>	16,0		9,7				43,5
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	13,9		7,4				34,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	14,7		7,2				32,7
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,15		0,08				0,36
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-3,6 %		-2,0 %				1,4 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	20,1 %		10,9 %				12,4 %

Lähde: Inderes

Rovio raportoi Q2-tuloksensa torstaina klo 9.00. Odotamme yhtiön peliliikevaihdon kasvaneen aavistuksen edellisestä neljänneksestä, mutta tuloksen heikentyneen selvästi vertailukaudesta, jolloin käyttäjähankintakustannusten taso oli poikkeuksellisen matala. Kiinnitämme raportissa erityisesti huomioita Rovion kommentteihin peliliiketoiminnan näkymistä sekä huhtikuussa julkaistun Darkfire Heroes -pelin live-vaiheen edistymisestä. Myös lisätiedot vasta [tiedotetusta](#) Muumi-yhteistyöstä kiinnostavat. Rovion matalissa arvostuskertoimissa olisi selvää nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu kääntämään liikevaihtonsa takaisin kasvu-uralle uusien pelijulkaisujen avulla.



**Atte Riikola**

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

**Rovio** | Kurssi: 6.87

**Osta** | Tavoitehinta: 8.00

Odotamme Rovion Q2-liikevaihdon laskeneen 2,0 % 67,8 MEUR:oon. Peliliiketoiminnan liikevaihdon (Q2'21e: 65,7 MEUR) ennustamme laskeneen 2 % vertailukaudesta, jolloin koronatilanne toi pelaamiseen erityisen kysyntäpiikin. Edelliseen neljännekseen nähden ennustamme lievää 1 %:n kasvua. Arvioimme Rovion kärkepelien jatkaneen edelliseen neljännekseen nähden vakaata suorittamista ja lievän kasvun tulleen uusista peleistä (Small Town Murders ja Darkfire Heroes). Rovio avasi yksittäisten peliensä Q2:n alkupuolen suoritusta kesäkuun analytiikkotapaamisessa, josta kommenttimme löytyy täältä. [Brändilisensoinnin](#) liikevaihdon ennustamme laskeneen Q2:lla 9 % 2,1 MEUR:oon.

Ennustamme Rovion oikaistun Q2-liikevoiton heikentyneen selvästi erittäin vahvasta vertailukaudesta ja olleen 7,4 MEUR (Q2'20: 13,9 MEUR). Tämän taustalla ovat Rovion kasvaneet käyttäjähankintainvestoinnit uusien pelien kasvattamiseksi. Q1-raportin yhteydessä Rovio arvioi käyttäjähankinnan suhteellisen osuuden olevan Q2:lla noin 30 % peliliikevaihdosta, kun vertailukaudella luku oli vain 21 %. Lisäksi odotamme Games-yksikön kulutason nousseen uusien Kööpenhaminan ja Montrealin studioiden myötä. Kokonaisuudessaan odotamme Games-yksikön liikevoittomarginaalin laskeneen 16 %:iin (Q2'20: 25 %). Brändilisensoinnin liikevoiton ennustamme jääneen matalaksi (Q2'21e: -0,1 MEUR), mutta suurten poistojen vuoksi käyttökäteen (1,0 MEUR) ja sitä kautta kassavirran olleen tätä parempi. Muut-segmentin liiketappion ennustamme pienentyneen -3,0 MEUR:oon edellisestä neljänneksestä (Q1'21: -3,5 MEUR) Hatch Kidsin alasajon myötä.

Rovio ei ole antanut numeerisia näkymiä vuodelle 2021, mutta yhtiö on kertonut fokuosoivansa live-peliensä suorituksen parantamiseen sekä uusien pelien lanseeraamiseen. Uusin peli Darkfire Heroes julkaistiin huhtikuussa maailmanlaajuisesti ja Rovio pyrkii skaalaamaan peliä asteittain isommaksi tulevien neljänneksen aikana. Tässä vaiheessa pelille ennustamaamme 4-5 MEUR:n liikevaihtotasoon Q3-Q4'21:lle liittyy vielä epävarmuutta. Lisäksi Roviolla on nyt 3 peliä koemarkkinoilla, jotka arvioimme mukaan alkavat olla kypsiä julkaistavaksi viimeistään ensi vuoden alkupuoliskolla, jos tunnusluvut sitä puoltavat. Ennusteillamme Rovion liikevaihto pysyy tänä vuonna vakaana (+1 %) ja kääntyy ensi vuonna 8 %:n kasvuun uusien pelien vetämänä. Odotamme Rovion oikaistun liikevoiton laskevan selvästi vuosina 2021-2022 (34 MEUR ja 32 MEUR) viime vuoden ennätystasolta (2020: 47,2 MEUR), kun uusia pelejä skaalataan markkinoille.



**Ate Riikola**  
Analytiikko  
+358 44 593 4500  
atte.riikola@inderes.fi

**Rovio** | Kurssi: 6.87  
**Osta** | Tavoitehintaa: 8.00

## Relais H1 torstaina: Arveluttava arvostus

Ennustetaulukko	H1'20	H1'21	H1'21e	H1'21e	Konsensus		2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
MEUR / EUR							
Liikevaihto	59,0		103				223
EBITA	7,5		13,5				29,0
Liikevoitto	3,7		7,6				17,2
Tulos ennen veroja	2,3		6,7				15,4
EPS (oik.)	0,29		0,56				1,20
EPS (raportoitu)	0,06		0,23				0,54
Liikevaihdon kasvu-%	56,3 %		75,5 %				72,8 %
EBITA-%	12,7 %		13,0 %				13,0 %

Lähde: Inderes

Relais Group julkistaa H1'21-raporttinsa torstaina 12.8. klo 9. Sekä vertailukaudella että nyt päättyneellä jaksolla tehtyjen isojen yritysostojen vuoksi orgaanisen kasvun erottaminen luvuista on ulkopuoliselle jokseenkin mahdotonta. Sijoittajien huomio on kiinnittynyt ennen kaikkea talven ja kevään yrityshankintojen vaikutuksiin liikevaihto- ja kannattavuuslukuihin. Yhtiö ei ole koronan vuoksi aiemmin antanut 2021-ohjeistusta, mutta pidämme ohjeistuksen antamista nyt hyvinkin mahdollisena. Osakkeen kurssi on lähtenyt viime viikkoina laukalle sijoittajien alettua verrata Relaisin melko alhaisia kertoimia ruotsalaisiin ”compounder-yhtiöihin”. Nyt nähty nousu vaikuttaa ylilyönniltä ja säilytämme osakkeen vähennä-suosituksemme ennen raporttia. 18,00 euron tavoihintamme ei em. syistä vaikuta enää realistiselta, mutta palaamme asiaan raportin jälkeen.



**Erkki Vesola**  
 Analytikko  
 +358 50 549 5512  
 erkki.vesola@inderes.fi

**Relais Group** | Kurssi: 26.90  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 18.00

Markkinatilanne Relaisin päämarkkinoilla Suomessa ja Ruotsissa vaikuttaa olleen H1:llä melko stabiili. Suomessa liikennesuoritteet olivat H1:llä 4 %:n v/v kasvussa ja Ruotsin tilannetta kuvaava liikennepolttonesteiden myynti oli tammi-toukokuussa 2-3 %:n laskussa v/v. Relaisin H1'21:n liikevaihtoon vaikuttivat voimakkaasti vuoden alussa konsolidoitu Strands Group AB, helmikuun alussa konsolidoitu Raskone sekä Lumisen integraatio huhtikuun alussa. Odottamastamme H1-liikevaihdon raportoidusta 76 %:n v/v kasvusta arvioimme Strandsin tuoneen 13 %-yksikköä, Raskonen 45 %-yksikköä ja Lumisen 5 %-yksikköä loppujen 12 %:n tullessa orgaanisesti ja aiemmista akvisitioista. Lukuisien rakennemuutosten vuoksi konsernin EBITA-marginaalin ennustettavuus ei ole tällä hetkellä hyvä. H1'21:lle ennustamassamme 13,0 %:n EBITA-marginaalissa on joka tapauksessa paljon epävarmuutta mm. Raskonen selvästi muuta konsernia alemman kannattavuuden vuoksi. Raportoidun ja oikaistun EPS:n ero selittyy FAS:n mukaisilla liikearvopoistoilla (ennusteamme -5,9 MEUR H1'21:llä).

Vuoden 2021 markkinanäkymät ovat edelleen hyvät bkt:n kasvun ja sen myötä nousuvien ajosuoritteiden vuoksi, etenkin hyötyajoneuvoissa mutta myös henkilöautopuolella. Oletuksemme vuoden 2021 markkinakasvuksi on vähintään 4 %. Koko vuodelta 2021 odottamastamme 73 %:n liikevaihdon kasvusta Strands, Raskone ja Lumise tuovat 64 %-yksikköä ja orgaaninen sekä aikaisempiin akvisitioihin nojaava kasvu loput 9 %-yksikköä. Raskonen muuta konsernia alempi rakenteellinen kannattavuus painaa ennusteessamme vuoden 2021 EBITA-marginaalin 13,0 %:iin vuoden 2020 13,4 %:sta.

Relaisin vuodelle 2021 mahdollisesti annettavan ohjeistuksen muotoilu ei ole tiedossamme. Jos yhtiö ainoastaan ennakoii liikevaihdon ja EBITA:n selvää kasvua kuten se teki vuoden 2020 alussa, jää tämän informaatioarvo vähäiseksi. Toisaalta yhtiön toukokuussa julkistama strateginen tavoite 500 MEUR:n liikevaihdon saavuttamisesta akvisitioiden avulla vuoden 2026 loppuun mennessä ainakin jossakin määrin kyseenalaistaa perinteisen markkinanäkymiin ja kilpailuasemaan pohjautuvan ennuste- ja arvonnäytymismallin. Tulemme palaamaan tähän pohdintaan ja ratkaisumalleihin lähiaikoina.



**Erkki Vesola**  
Analyytikko  
+358 50 549 5512  
erkki.vesola@inderes.fi

**Relais Group** | Kurssi: 26.90  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 18.00



Relaisin osakekurssi on kohonnut 43 % heinäkuun alun jälkeen ilman yhtiökohtaisia uutisia. Osakemarkkinat näyttävät kasvavassa määrin hyväksyvän Relaisin osakkeelle toimialaverrokkien kertoimien sijaan ruotsalaisten, yritysostoilla laajentuvien ”compounder-yhtiöiden” (mm. Indutrade, Lagercrantz, Lifco) suuntaisia arvostuskertoimia. Relaisin näytöt yritysostoista ovat tähän mennessä hyviä, mutta esimerkiksi Raskonen istuvuudesta Relaisiin ja vaikutuksesta numeroihin ei vielä ole ehtinyt kertyä näyttöä. Mainituilla ruotsalaisyhtiöillä taas on pitkä, tasainen ja korkea oman pääoman tuoton (ROE > 20 %) historia. Tällä perusteella Relaisin tulee vielä hankkia näyttöä ROE:n nostamisesta kestävästi korkeammalle tasolle ja kasvattaa ROE:n marginaalia oman pääoman tuottovaatimukseen (n. 9 %), jotta lähimainkaan ruotsalaisverrokkien tasoiset kertoimet olisivat perusteltuja. On myös muistettava, että mainittujen ruotsalaisyhtiöiden arvostuskertoimet ovat tällä hetkellä taivaissa (P/E 44-48x ja EV/EBITDA 23-25x). Relaisin osakkeen kokonaistuotto-odotus on nykykurssilla heikko (riskikorjattu tuotto < tuottovaatimus) samalla kun osakkeen vuoden 2022 P/E-kerroin (20x) ylittää verrokkien mediaanin 9 %:lla ja EV/EBITDA (16x) 57 %:lla. Lisäksi DCF-arvo on selvästi alle osakkeen nykyhinnan.

**Erkki Vesola**

Analytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Relais Group** | Kurssi: 26.90**Vähennä** | Tavoitehinta: 18.00

## Nixu H1 torstaina: Tulosvaroituksen jälkeen odotuksissa heikkoja lukuja

Ennustetaulukko	H1'20		H1'21		Konsensus		2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>MEUR / EUR</b>							
<b>Liikevaihto</b>	27,7		26,3				53,3
<b>Käyttökate</b>	0,1		0,2				2,1
<b>Liikevoitto</b>	-1,1		-0,8				0,0
<b>EPS (raportoitu)</b>	-0,20		-0,12				-0,06
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	7,7 %		-5,0 %				0,1 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	-0,1 %		-2,6 %				0,5 %

Lähde: Inderes

Kyberturvapalveluyhtiö Nixu raportoi H1-tuloksensa torstaina klo 8.30. Tulosjulkistuksen klo 9.30 alkavaa webcast-lähetystä voi seurata [täältä](#). Nixu laski kesäkuussa näkymiään ja vuodesta 2021 näyttäisi muodostuvan vielä välivuosi, kun yhtiö uudistaa merkittävästi organisaatiomalliaan ja toipuu vielä koronan aiheuttamasta iskusta. Siten H1:ltä on odotettavissa heikot luvut ja katseet ovat pitkälti jo loppuvuoden asteittain piristyvässä kasvunäkymässä. Nixun osake ei ole kallis (2021e EV/S 1,1x), jos yhtiö saa kotipesänsä kuntoon ja pääsee takaisin kannattavan kasvun uralle ensi vuodesta alkaen.

Ennustamme Nixun H1-liikevaihdon laskeneen 5 % 26,3 MEUR:oon. Nixu uudisti toimintamalliaan Q1:llä ja muutti organisaatorakennettaan vastaamaan yhtiön kansainvälistymistavoitteita. Nämä uudistukset yhdessä odotettua hitaamman rekrytointiin kanssa ovat jarruttaneet alkuvuoden liikevaihdon kehitystä. Nixun liikevaihto laski Q1:llä 6 % ja puolivuotistason ennustemme tarkoittaisi Q2:lle noin 3 %:n laskua liikevaihtoon.



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

**Nixu** | Kurssi: 8.02  
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 10.00

Odotamme Nixun H1-käyttökatteen olleen heikolla 0,2 MEUR:n tasolla (H1'20: 0,1 MEUR). Tämä tarkoittaisi Q1:n käyttökatteen (0,4 MEUR) valossa käyttökatteen painuneen -0,2 MEUR tappiolle Q2:lla. Tulosvaroituksen yhteydessä Nixu kertoi kansainvälisen toimintamallin konsernilaajuiseen käyttöönottoon liittyvien kulujen painavan tänä vuonna kannattavuutta. Lisäksi käyttökatetta rasittaa kertaluonteinen 0,3 MEUR kustannus vuonna 2020 Hollannissa vastaanotettuihin koronatukien takaisinmaksuun liittyen. Pidemmällä aikavälillä uuden toimintamallin pitäisi tehostaa Nixun toimintaa ja tukea kannattavuutta. Olemme avanneet uutta toimintamallia kesäkuussa julkaistussa [laajassa raportissa](#).

Nixu arvioi kesäkuun tulosvaroituksen yhteydessä liikevaihtonsa pysyvän samalla tasolla (aik. kasvaa) ja käyttökatteen heikkenevän (aik. paranee) tilikaudesta 2020. Ennusteemme on linjassa näkymien kanssa ja odotamme tänä vuonna liikevaihdon pysyvän vakaana 53,3 MEUR:ssa ja käyttökatteen olevan 2,1 MEUR (2020: 2,9 MEUR). Arvioimme Nixulla olevan hyvät edellytykset palata kasvu-uralle ensi vuodesta, kun yhtiö saa tänä vuonna laitettua kotipesän kuntoon. Koronan aiheuttaman digitalisaatioaallon pitäisi kiihdyttää kyberturvapalveluiden kysyntää tulevina vuosina, kun pandemian nojalla lykättyä organisaatioiden kyberturvavelkaa aletaan maksaa. Nixu kertoi näkymien laskun yhteydessä odottavansa liikevaihdon kasvua H2:lla markkinakysynnän ja lisääntyneiden rekrytointien tukemana.

**Atte Riikola**

Analyytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Nixu** | Kurssi: 8.02**Lisää** | Tavoitehinta: 10.00

## Aspo Q2 keskiviikkona – Hurjat luvut ovat jo tiedossa

Ennustetaulukko	Q2'20		Q2'21		Q2'21e		Konsensus		2021
	MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes	
Liikevaihto		116		132					541
Liikevoitto		4,1		9,6					35,4
EPS (raportoitu)		0,08		0,23					
Liikevaihdon kasvu-%		-23,5 %		14,4 %					8,0 %
Liikevoitto-% (oik.)		3,5 %		7,3 %					6,5 %

Lähde: Inderes

Aspo julkistaa Q2-raporttinsa keskiviikkona kello 9.30. Ensimmäisen vuosipuoliskon liikevoitto paranee ennakkotietojen perusteella ennätyskelliseen 17,5 MEUR:oon. Vahvaa tulosparrannusta vetää ESL, jonka vertailukausi oli heikko. Myös Telko on jatkanut erinomaisessa vireessä. Erityisesti meitä kiinnostaa, millainen merkitys markkinan antamalla väliaikaisella myötätuulella on ollut erinomaisen suorituksen taustalla ja mikä rooli on sisäisellä parantamisella. Aspon tuoreen ohjeistuksen keskikohdan perusteella (2021 liikevoitto 30-36 MEUR) vuoden jälkipuoliskosta ei olisi tulossa yhtä vahvaa kuin ensimmäisestä vuosipuolikkaasta, mikä vaikuttaa mielestämme varovaiselta.

Kokonaisuutena Aspon Q2:n liikevoitto kasvaa ennakkotietojen perusteella hurjasti 9,6 MEUR:oon (Q2'20: 4,1 MEUR). Tulosparrannus valuu myös kauniisti viivan alle, sillä rahoituskulujen suhteellinen osuus laskee ja ESL:n tulos on käytännössä verovapaata tonnistoveron ansiosta. Osakekohtainen tulos nousee ennusteessamme 0,23 euroon (Q2'20: 0,08 euroa). Vähäisistä lähivuosien investointitasoista johtuen rahavirta on vielä nettotulosta vahvempi ja odotamme velkaantumisen jatkaneen nopeaa laskuaan.



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



**Sauli Vilén**  
Pääanalyttikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi

**Aspo** | Kurssi: 10.98  
**Osta** | Tavoitehinta: 12.00

ESL:n liiketulos nousee ennusteessamme 5,6 MEUR:oon (Q2'20: 0,6 MEUR). Etenkin tärkeimmän asiakassegmentin terästeollisuuden kuljetustarpeissa on tapahtunut merkittävää elpymistä heikkoon vertailukauteen nähden. Myös metsäteollisuuden kuljetukset ovat kasvaneet. Supramaxit ovat ennusteessamme tehneet myös vahvan tuloksen rahtien hintojen nousua voimakkaasti. Myös AtoB@C synergioiden läpitulon pitäisi vaikuttaa tulokseen positiivisesti. Tulosparannusten mittakaavaa piti alkuperäisten oletustemme mukaan rajoittaa alusten normaalia korkeammat telakointipäivät johtuen meneillään olevista ympäristöinvestoinneista. Mielenkiinto liittyykin ESL:n osalta siihen, onko telakointeja siirretty eteenpäin kuljetuskysynnän oltua ennätyskellisen vahvaa.

Odotamme väkevään vauhtiin kannattavuusparannuksen osalta päässeeltä Telko-segmentiltä 4,8 MEUR:n liikevoittoa (Q2'20: 4,2 MEUR). Myös Telko on arviomme mukaan hyötynyt kvartaalilla vahvistuneesta asiakaskysynnästä, vaikkakin pääajurina vahvassa tulostasossa (verrattaessa vuoteen 2019) näemmekin strategian menestyksekkään toteutuksen. Leipurin liikevoiton odotamme jäävän 0,2 MEUR:oon (Q2'20: 0,3 MEUR) segmentin kärsiessä edelleen leipomoasiakkaiden ravintoloille menevien toimitusten laskusta. Myös sykliset konetoimitukset jatkavat ennusteessamme matalalla tasolla.

Aspo tarkensi edellisviikolla ohjeistustaan reippaasti ylöspäin (liikevoitto 30-36 MEUR). Aspolle H2 on normaalisti kausiluontoisesti vahvempi kuin H1 ja tätä taustaa vasten voi nykyistä haarukkaa pitää edelleen konservatiivisena. Oma ennusteemme liikevoitoksi on 35,4 MEUR ja siten haarukan ylälaidassa. Katseemme raportissa on erityisesti siinä, mitä johto lausuu segmenttien näkymistä yhteiskuntien hiljalleen avutuessa. Ohjeistuksen noston yhteydessä tekemämme tuore päivitysraportti Asposta on luettavista [täällä](#).



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



**Sauli Vilén**  
Pääanalytikko  
+358 44 025 8908  
sauli.vilen@inderes.fi

**Aspo** | Kurssi: 10.98

**Osta** | Tavoitehintaa: 12.00

## Suominen Q2 perjantaina: Katseet ovat kustannustasossa ja marginaaleissa

Ennustetaulukko	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus	2021e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	122		119	121	119	123	472
<b>Käyttökate</b>	18,0		11,7	14,1	11,7	15,3	58,6
<b>Liikevoitto</b>	12,4		6,7	9,1	6,7	10,0	37,7
<b>EPS (oik.)</b>	0,15		0,08	0,11	0,08	0,13	0,46
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	17,7 %		-2,3 %	-0,7 %	-2,6 %	0,7 %	2,9 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	10,1 %		5,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	8,0 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Suominen julkistaa Q2-raporttinsa perjantaina noin kello 9:30. Koronapandemiasta selvästi hyötäneellä Suomisella on vastassa erittäin kova vertailuluku ja konsensus odottaa tuloksen jääneen viime vuodesta selvästi etenkin kustannustason nousun takia. Ohjeistuksensa kuluvan vuoden vakaasta tuloskehityksestä Suominen tulee arviomme mukaan toistamaan tässä vaiheessa vuotta. Suomisen arvostus on mielestämme kohtuullinen, joten emme tee muutoksia näkemykseeimme osakkeesta ennen Q2-raporttia (2021e: EV/EBITDA 6x, P/E 14x).

Odotamme Suomisen liikevaihdon laskeneen Q2:lla 2 % 119 MEUR:oon, mikä alittaa nollakasvua odottaneen konsensuksen lievästi. Arviomme mukaan volyymit eivät ole yltäneet Q2:lla aivan koronahamstrauksen värittämälle vertailutasolle, vaikka odotammekin kysynnän jatkuneen pääosin vahvana sekä Amerikoissa että Euroopassa edelleen jylläävää pandemiaa peilaten. Keskihintojen pitäisi arviomme mukaan nousta jo hieman raaka-aineiden hintojen nousua peilaten, mutta valuutoista on yhä tulossa raportoituun myyntiin selkeää vastatuulta.



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Suominen** | Kurssi: 6.23

**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.25

Suomisen käyttökatteen ennustamme laskeneen Q2:lla väkivahvasta vertailukaudesta 35 % 11,7 MEUR:oon, mikä on niin ikään selkeää tuloslaskua odottavan konsensuksen alalaita. Odotamme yhtiön bruttomarginaalin laskeneen Q2:lla reilut 4 %-yksikköä 11,6 %:iin. Laskua ajaa etenkin raaka-aineiden alkuvuodesta merkittävästi nousseet hinnat, mihin myyntihinnat eivät arviomme mukaan ole ehtineet vielä täysin reagoida. Ennustamme on varsin konservatiivinen ja monien muiden raaka-aineita käyttävien yhtiöiden odotuksia parempien Q2-numeroitten perusteella Suomiselle jää mielestämme selkeä positiivisen yllätyksen mahdollisuus Q2-tuloksen osalta. Emme kuitenkaan ole sääätäneet ennusteitamme ennen Q2-raporttia vaan teemme päivitykset raportin jälkeen. Kiinteät kulut Suominen on pitänyt taas tiukasti kurissa ja suurin yllätysmomentti onkin tuloslaskelman yläriveillä. Yhtiön rahoituskulujen odotamme olleen Q2:lla lievästi normalisoitua tasoa suuremmat lainojen uudelleenjärjestelyn takia ja veroasteen pysyneen laskussa Euroopassa parantuneen tuloskunnan myötä. Siten Q2:n EPS-ennustamme on vertailukauden ja konsensuksen alapuolella 0,08 eurossa. Suomisen liiketoiminnan kassavirtaa Q2:lla on arviomme mukaan rokottanut käyttöpääoman kausiluonteinen kasvu sekä hyödykehintojen nousu.

Suominen ohjeisti tilinpäätöksensä yhteydessä, että yhtiön kuluvaan vuoden käyttökate on samalla tasolla kuin viime vuonna (2020: käyttökate 61 MEUR). Arvioimme lähtökohtaisesti yhtiön toistavan ohjeistuksensa Q2-raportissa. Mielestämme Suomisella on nykyisessä vahvassa kysyntätilanteessa selvästi normaalia paremmat edellytykset siirtää raaka-aineinflaatiota myyntihintoihin ja yhtiöllä saattaa H1:n jäljiltä myös kohtuullista etumatkaa. Näin ollen odotamme Suomisen saavuttavan ohjeistuksensa, vaikka H2:lla vertailutasot ovat kovia ja etenkin raaka-ainetilanteeseen liittykin vielä epävarmuutta. Lisäksi odotamme yhtiön kommentoivan raportissaan Italian ja USA:n investointien olevan lähellä käynnistymistä ja tuovan siten osin kapasiteettirajoilla operoivalle Suomiselle lisää voimaa volyymikasvuun sekä tuotemixin (ts. vastuullisten tuotteiden osuuden kasvu) kehittämiseen H2:lla.

**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Suominen** | Kurssi: 6.23**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.25

## Teleste Q2 torstaina: Odotuksissa selkeä parannus heikosta vertailukaudesta

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'20	Q2'21	Q2'21e	Q2'21e	Konsensus		2021e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	33,5		36,0				152
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	0,1		1,8				8,4
<b>Liikevoitto</b>	-0,4		1,8				11,6
<b>EPS (oik.)</b>	-0,05		0,07				0,31
<b>EPS (raportoitu)</b>	-0,11		0,07				0,48
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-20,7 %		7,4 %				4,8 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	0,4 %		4,9 %				5,5 %

Lähde: Inderes

Teleste raportoi Q2-tuloksensa torstaina klo 8.30. Odotamme yhtiöltä selvää tulosparannusta koronan runtelemasta vertailukaudesta. Koko vuoden tulosodotukset painottuvat silti yhä toiselle vuosipuoliskolle, jolloin tilaajaverkkotuotteissa hajautetun arkkitehtuurin teknologiasyklin pitäisi käynnistyä kunnolla. Suurin mielenkiinto raportissa kohdistuukin jälleen Telesten kommentteihin hajautetun arkkitehtuurin käyttöönottojen edistymisestä. Telesten osakkeen arvostus (2022e P/E 15x) on tänä vuonna kurssinousun myötä alkanut paremmin heijastella aluillaan olevaa syklin käännettä.



**Atte Riikola**

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

**Teleste** | Kurssi: 6.30

**Lisää** | Tavoitehinta: 6.10



Ennustamme Telesten liikevaihdon kasvaneen 7 % 36,0 MEUR:oon heikosta vertailukaudesta, jolloin koronatilanne vaikeutti toimintaa kaikissa liiketoiminnoissa. Siten odotamme nyt kasvua sekä tuote- että palveluliiketoiminnassa. Tilaajaverkkotuotteissa näkyvä on tänä vuonna piristymässä hajautetun verkkoarkkitehtuurin toimitusten käynnistyessä loppuvuodesta. Koronatilanne, tuleva teknologiamurros sekä globaali komponenttipula kohottavat kuitenkin epävarmuutta lyhyellä aikavälillä. Telesten videovalvonta- ja informaattioratkaisuihin painottuva tilauskanta oli Q1:llä hyvällä tasolla (77,1 MEUR), mutta korona ja komponenttipula ovat voineet viivästyttää toimituksia.

Odotamme Telesten tuloksen elpyneen selvästi vertailukaudesta ja oikaistun liikevoiton olleen 1,8 MEUR (Q2'21: 0,1 MEUR). Tämä tarkoittaisi myös edelliseen neljännekseen (1,5 MEUR) nähden pientä parannusta. Arvioimme viime vuonna tehtyjen sopeutustoimien yhdessä elpyvän liikevaihdon kanssa tukevan tulosparannusta. Edellä mainitut epävarmuustekijät varjostavat kuitenkin kasvun ohella myös lyhyen aikavälin tuloskehitystä.

Odotamme Telesten toistavan Q2-raportissa kuluvan vuoden näkymänsä, jotka ennakoivat liikevaihdon saavuttavan tai ylittävän vuoden 2020 tason (145 MEUR) ja oikaistun liiketuloksen kasvavan (2020: 5,1 MEUR). Ennusteemme odottaa Telesten liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 5 % ja oikaistun liikevoiton olevan 8,4 MEUR. Tämä tulostaso arvioimme mukaan vaatii hajautetun arkkitehtuurin investointien käynnistymistä toisella vuosipuoliskolla, johon Q2-raportista haetaan jälleen lisää näkyvyyttä.

**Atte Riikola**

Analytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Teleste** | Kurssi: 6.30**Lisää** | Tavoitehinta: 6.10

## Next Games H1 perjantaina: Uusia pelijulkaisuja odotetaan jo kuumeisesti

Ennustetaulukko	H1'20	H1'21	H1'21e	H1'21e	Konsensus		2021e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	14,4		14,9				41,1
Käyttökate	0,3		0,7				1,3
Liikevoitto	-1,6		-1,3				-2,7
EPS (raportoitu)	-0,07		-0,05				-0,09
Liikevaihdon kasvu-%	-25,1 %		3,5 %				50,8 %
Liikevoitto-%	-11,4 %		-8,5 %				-6,5 %

Lähde: Inderes

Next Games raportoi H1-tuloksensa perjantaina klo 9.00. Tuloksen sijaan mielenkiinto raportissa kohdistuu täysin uusiin peleihin (Stranger Things ja Blade Runner), joiden julkaisun päämarkkinoille pitäisi tapahtua pian. Next Gamesin tämän vuoden liikevaihto-ohjeistus (>40 MEUR) vaatii merkittävää kasvua H2:lla, ja uusien pelien julkaisun pitkittäessä ohjeistuksen saavuttaminen käy päivä päivältä haastavammaksi. Next Gamesin osakkeen arvostuksen kannalta yhtiön olisi tärkeää saada uusia kassavirtaa tuottavia pelejä markkinoille.



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

**Next Games** | Kurssi: 1.60  
**Myy** | Tavoitehinta: 1.60

Ennustamme Next Gamesin H1-liikevaihdon kasvaneen 3,5 % 14,9 MEUR:oon. Arvioimme Sensor Towerin datan perusteella Next Gamesin vanhempien live-pelien (No Man's Land ja Our World) jatkaneen alkuvuodesta vakaata suorittamista asteittain laskevalla liikevaihtotrendillä. Ennustemme sisältää noin 2,0 MEUR liikevaihtoa uusista peleistä (Blade Runner ja Stranger Things), mutta tältä osin ennuste voi osoittautua liian optimistiseksi. Next Games julkaisi Blade Runner Roguen ensimmäisellä päämarkkinalla Iso-Britanniassa huhtikuun lopussa ja näillä näkymin peli ollaan tuomassa tärkeimmälle USA:n markkinalle kesän jälkeen. Lähivuosien kasvun kannalta keskeinen Stranger Things -peli on tällä hetkellä Sensor Towerin perusteella julkaistuna testimarkkinoilla Australiassa, Kanadassa ja Puolassa.

Odotamme H1-liikevoiton olleen -1,3 MEUR ja parantuneen hieman vertailukaudesta (H1'20: -1,6 MEUR). Käyttökatteen ennustamme olleen 0,7 MEUR positiivinen (H1'20: 0,3 MEUR). Next Gamesin vanhat live-pelit yltävät hyvään kannattavuuteen (2020 Julkaisutoiminnan EBITDA: 24 %), mutta panostukset uusiin peliprojekteihin painavat kannattavuutta. Tuotekehityksen lisäksi uusien pelien kasvattaminen vaatii investointeja käyttäjähankintaan, mikä arvioimme mukaan pitää Next Gamesin kannattavuuden lähivuosina matalalla tasolla.

Next Games ohjeistaa tälle vuodelle vähintään 40 MEUR:n liikevaihtoa (2020: 27,2 MEUR) ja positiivista käyttökattetta. Tämä vaatii hyvää onnistumista uusien pelien skaalaamisessa ylöspäin H2:lla tai muuten liikevaihto-ohjeistuksen saavuttaminen käy hyvin hankalaksi. Ennustemme odottaa tällä hetkellä 41,1 MEUR:n liikevaihtoa ja 1,3 MEUR:n käyttökattetta. Next Games vahvisti kassaansa (H2'20: 4,3 MEUR) maaliskuussa 4,2 MEUR:n suunnatulla osakeannilla, mikä antoi yhtiölle lisää liikkumavaraa uusien pelien skaalaamiseen, tulevien pelien kehittämiseen sekä uusien lisenssisopimusten solmimiseen. Isossa kuvassa kassatilanne ei edelleenkään jätä tilaa suuremmille epäonnistumisille uusien pelien julkaisussa.

**Atte Riikola**

Analytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Next Games** | Kurssi: 1.60**Myy** | Tavoitehintaa: 1.60

## Cargotec ja Konecranes: Kiinan kilpailuviranomailta vihreää valoa

Cargotec ja Konecranes tiedottivat aamulla saaneensa yhdistymiselle Kiinan kilpailuviranomaisten ehdottoman hyväksynnän. Signaali on positiivinen, mutta ei kovin merkittävä suhteessa edessä oleviin EU:n ja Yhdysvaltain kilpailuviranomaisten päätöksiin. Suosituksemme molempien yhtiöiden osakkeille on lisää.

Näimme alun perin riskejä myös Kiinan kilpailuviranomaisten kannanotossa, sillä kiinalainen ZPMC on yhdistyneen yhtiön vahva kilpailija satamalaitteiden raskaassa päässä. ZPMC hallitsee suvereenisti maailnan STS-nostureiden (ship-to-shore) markkinoita mutta on viime vuosina tullut aktiivisesti myös mm. kumipyöräkonttinostureiden (RTG) markkinoille. Tässä mielessä Kiinan kilpailuviranomaisten päätös on helpottava. Yhdistymisen kannalta huomattavasti tärkeämpää on kuitenkin EU:n ja Yhdysvaltain kilpailuviranomaisten päätökset, joista ensin mainitusta saadaan ehkä vihiä marraskuun lopussa tai joulukuun alussa. Siihen saakka yhdistyminen suunnitellussa muodossa on kaikkea muuta kuin taputeltu.



**Erkki Vesola**

Analyttikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Cargotec** | Kurssi: 46.06

**Lisää** | Tavoitehinta: 55.00

ETUSIVU	MARKKINAT			SIJOITUSIDEAT				INDERES.FI			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2021	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 21	EV/EBIT 21	P/E 22	EV/EBIT 22	P/B 21	Osinko 21e	Tuotto-%	MCAP
Aallon Group	11.90	0.8 %	19.5 %	Lisää	13.00	9.2 %	18.8	19.2	15.5	14.4	3.8	0.25	2.1 %	45
Admicom	91.30	-0.5 %	-32.4 %	Vähennä	95.00	4.1 %	50.2	42.7	42.4	35.4	17.3	1.10	1.2 %	450
Aktia Bank	13.00	-0.9 %	32.8 %	Osta	14.00	7.7 %	12.7	-	11.0	-	1.3	0.61	4.7 %	919
Alexandria Pankkiiriliike	7.46	-0.8 %	-8.7 %	Vähennä	6.80	-8.8 %	13.3	10.4	14.4	9.5	3.4	0.40	5.4 %	74
Alma Media	11.40	0.0 %	27.8 %	Vähennä	12.00	5.3 %	20.2	20.2	18.1	16.7	4.7	0.32	2.8 %	937
Apetit	13.40	-2.2 %	25.2 %	Vähennä	12.00	-10.4 %	22.1	15.9	14.6	11.9	0.9	0.60	4.5 %	83
Aspo	10.98	1.3 %	30.7 %	Osta	12.00	9.3 %	12.9	15.0	12.3	13.9	2.8	0.45	4.1 %	345
Aspocomp Group	4.74	0.6 %	20.9 %	Lisää	4.80	1.3 %	19.6	20.0	9.9	9.7	1.7	0.10	2.1 %	32
Avidly	6.18	-1.3 %	55.3 %	Vähennä	6.50	5.2 %	49.6	neg.	17.4	71.3	3.5	0.00	0.0 %	32
Basware	38.20	-1.4 %	-9.0 %	Vähennä	41.00	7.3 %	neg.	106.2	484.8	61.5	8.0	0.00	0.0 %	552
Bilot	7.02	-0.8 %	-3.8 %	Vähennä	7.50	6.8 %	18.5	17.8	16.5	13.6	1.8	0.08	1.1 %	34
Bittium	5.94	2.2 %	2.6 %	Lisää	6.40	7.7 %	102.6	82.7	30.4	26.5	1.8	0.00	0.0 %	211
Boreo	79.80	9.6 %	171.4 %	Lisää	74.00	-7.3 %	32.5	23.3	24.3	18.6	9.8	0.44	0.6 %	209
CapMan	3.25	1.2 %	40.4 %	Lisää	3.30	1.5 %	13.4	11.2	15.7	12.6	4.0	0.15	4.6 %	512
Cargotec	46.06	-0.9 %	36.2 %	Lisää	55.00	19.4 %	14.7	7.2	12.0	9.7	1.9	1.08	2.3 %	2966
Caverion	7.58	-0.1 %	30.4 %	Lisää	8.40	10.9 %	22.0	17.3	15.4	11.4	4.8	0.15	2.0 %	1031
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	233.00	-0.9 %	39.0 %	Vähennä	200.00	-14.2 %	20.4	26.3	13.8	23.8	1.8	0.99	4.3 %	957
Consti Plc	13.30	1.5 %	32.3 %	Lisää	14.00	5.3 %	13.5	18.8	11.5	8.7	3.3	0.45	3.4 %	101
Detection Technology	33.20	-1.5 %	38.9 %	Lisää	34.00	2.4 %	45.5	35.3	27.8	21.2	7.4	0.39	1.2 %	484
Digia	7.69	0.1 %	2.3 %	Lisää	8.40	9.2 %	16.4	16.9	14.6	14.2	3.3	0.17	2.2 %	206
EAB Group	3.42	0.0 %	8.9 %	Vähennä	3.20	-6.4 %	21.7	16.4	12.6	9.7	2.3	0.11	3.2 %	47
Eezy Oyj	6.40	0.0 %	8.5 %	Vähennä	5.80	-9.4 %	25.1	20.9	15.2	13.5	1.5	0.15	2.3 %	159
Efecte	14.95	4.2 %	38.4 %	Vähennä	16.50	10.4 %	262.5	248.9	70.6	65.0	28.7	0.00	0.0 %	93
Elisa	55.16	0.8 %	22.9 %	Vähennä	54.00	-2.1 %	25.4	23.1	24.8	21.9	7.3	2.05	3.7 %	8835
Endomines (SEK)	2.40	-2.0 %	-21.3 %	Lisää	3.00	25.0 %	neg.	neg.	neg.	160.6	1.2	0.00	0.0 %	520
Enedo	0.46	0.0 %	-48.9 %	Myy	0.30	-34.8 %	neg.	neg.	32.3	22.6	3.5	0.00	0.0 %	31

## ETUSIVU

## MARKKINAT

## SIJOITUSIDEAT

## INDERES.FI

## YHTIÖT

## TUNNUSLUVUT

Yhtiö	Kurssi	Muutos	2021	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 21	EV/EBIT 21	P/E 22	EV/EBIT 22	P/B 21	Osinko 21e	Tuotto-%	MCAP
Enersense International	9.96	3.1 %	20.0 %	Osta	10.50	5.4 %	23.2	15.3	13.1	8.1	3.3	0.15	1.5 %	115
eQ	29.40	3.3 %	75.5 %	Lisää	22.00	-25.2 %	31.9	24.4	33.2	25.4	15.1	0.94	3.2 %	1163
Etteplan	18.25	-2.7 %	40.9 %	Vähennä	16.80	-7.9 %	21.4	17.9	19.2	15.3	4.6	0.43	2.4 %	456
Evli Pankki	24.70	4.7 %	102.5 %	Lisää	24.50	-0.8 %	18.3	-	16.7	-	5.6	1.28	5.2 %	597
Exel Composites	9.90	0.6 %	34.1 %	Lisää	11.50	16.2 %	16.5	14.5	13.9	11.6	3.5	0.22	2.2 %	117
F-Secure	4.14	0.5 %	8.1 %	Vähennä	4.00	-3.5 %	36.1	32.8	32.2	25.0	7.3	0.04	1.0 %	656
Fellow Finance	3.24	-0.9 %	11.7 %	Vähennä	4.20	29.6 %	neg.	58.8	26.2	16.9	1.7	0.00	0.0 %	23
Finnair	0.67	-1.8 %	-11.6 %	Myy	0.60	-10.4 %	neg.	neg.	neg.	22.6	2.4	0.00	0.0 %	942
Fiskars	20.35	-0.7 %	35.8 %	Lisää	22.00	8.1 %	18.6	16.2	15.9	12.4	2.2	0.80	3.9 %	1657
Fodelia	8.96	-2.8 %	6.4 %	Lisää	8.50	-5.1 %	36.1	36.7	22.9	21.3	6.7	0.11	1.2 %	65
Fondia	7.80	0.0 %	-2.5 %	Lisää	8.40	7.7 %	21.1	15.3	16.3	11.1	5.0	0.30	3.8 %	30
Fortum	24.43	0.6 %	24.0 %	Lisää	24.00	-1.8 %	14.9	11.8	16.5	14.4	1.5	1.13	4.6 %	21702
Glaston	1.08	3.3 %	21.3 %	Lisää	1.15	6.5 %	19.4	15.5	10.8	9.0	1.3	0.03	2.8 %	91
Gofore	18.85	0.5 %	9.9 %	Vähennä	19.00	0.8 %	22.7	21.2	20.5	17.8	6.3	0.30	1.6 %	264
Harvia	61.40	0.7 %	150.6 %	Lisää	62.00	1.0 %	33.5	26.0	28.2	21.2	12.5	1.08	1.8 %	1144
Heeros	6.42	0.3 %	-14.4 %	Lisää	7.50	16.8 %	36.1	32.3	20.2	18.8	10.5	0.00	0.0 %	28
Huhtamäki	44.81	-0.7 %	6.0 %	Lisää	45.00	0.4 %	21.1	17.5	19.4	15.3	3.3	0.95	2.1 %	4675
Iikka-Yhtymä	4.94	-0.4 %	17.6 %	Lisää	5.50	11.3 %	25.1	261.2	27.2	49.5	0.8	0.20	4.0 %	125
Incap	50.50	-5.1 %	173.7 %	Lisää	46.00	-8.9 %	18.6	14.9	15.8	12.0	5.0	0.60	1.2 %	295
Innofactor	1.76	2.9 %	38.4 %	Lisää	2.00	13.3 %	18.2	9.0	12.4	9.9	2.5	0.06	3.4 %	65
Investors House	5.84	-0.7 %	2.5 %	Lisää	6.10	4.5 %	20.5	22.0	14.2	14.6	0.9	0.29	5.0 %	36
Kamux	17.62	0.5 %	29.6 %	Lisää	18.50	5.0 %	26.9	22.9	23.7	18.4	6.5	0.25	1.4 %	704
Kemira	14.32	-0.6 %	10.7 %	Lisää	15.00	4.7 %	14.9	14.4	14.5	12.3	1.8	0.58	4.1 %	2189
Kesko	36.86	0.3 %	75.2 %	Vähennä	35.00	-5.0 %	26.9	22.5	27.7	22.7	6.0	0.90	2.4 %	14631
Kesla	5.72	-0.7 %	34.0 %	Vähennä	6.20	8.4 %	11.5	11.5	9.3	11.2	1.3	0.20	3.5 %	19
Kone	70.32	-0.2 %	5.8 %	Myy	61.00	-13.3 %	34.5	25.7	32.1	23.3	11.9	1.80	2.6 %	36453

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT				INDERES.FI		YHTIÖT			TUNNUSLUVUT		
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2021	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 21	EV/EBIT 21	P/E 22	EV/EBIT 22	P/B 21	Osinko 21e	Tuotto-%	MCAP
Konecranes	36.44	-0.2 %	26.6 %	Lisää	44.00	20.7 %	16.6	12.2	13.5	10.1	2.1	0.89	2.4 %	2875
LeadDesk	23.50	0.9 %	-32.9 %	Osta	27.00	14.9 %	77.8	160.5	54.9	79.8	9.0	0.00	0.0 %	123
Lehto Group	1.73	0.7 %	27.9 %	Vähennä	1.60	-7.3 %	46.0	24.9	13.7	11.6	1.2	0.00	0.0 %	150
Loudspring	0.29	1.7 %	-35.7 %	Vähennä	0.25	-15.0 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.4	0.00	0.0 %	12
Marimekko	70.20	-7.6 %	54.1 %	Lisää	62.00	-11.7 %	31.2	23.8	32.2	24.3	9.1	1.60	2.3 %	569
Martela	2.98	0.0 %	-3.6 %	Vähennä	3.20	7.4 %	neg.	78.2	10.6	7.7	1.1	0.00	0.0 %	12
Metso Outotec	9.14	-1.1 %	11.9 %	Lisää	11.30	23.6 %	20.3	16.4	14.7	11.4	3.4	0.25	2.7 %	7567
Metsä Board	9.29	0.2 %	7.7 %	Vähennä	10.00	7.7 %	11.6	9.8	15.7	12.7	2.1	0.32	3.4 %	3301
Musti Group	36.70	0.8 %	49.6 %	Lisää	31.00	-15.5 %	47.8	39.1	39.8	30.1	7.4	0.49	1.3 %	1230
Neste	50.54	-1.5 %	-14.6 %	Vähennä	50.00	-1.1 %	38.0	23.7	24.9	20.8	5.8	0.85	1.7 %	38806
Netum	4.29	1.5 %	-3.5 %	Vähennä	4.20	-2.2 %	19.5	26.5	17.8	15.8	3.6	0.07	1.6 %	49
Next Games	1.60	0.1 %	-23.8 %	Myy	1.60	0.0 %	neg.	neg.	neg.	neg.	2.3	0.00	0.0 %	47
Nightingale Health	5.35	1.7 %	3.9 %	Osta	7.00	30.8 %	neg.	neg.	neg.	neg.	2.8	0.00	0.0 %	323
Nixu	8.02	7.5 %	-16.6 %	Lisää	10.00	24.7 %	neg.	neg.	32.5	26.1	4.4	0.00	0.0 %	59
NoHo Partners	8.12	0.2 %	0.7 %	Lisää	10.00	23.2 %	neg.	neg.	13.7	18.5	2.3	0.00	0.0 %	156
Nokia Corporation	5.24	-0.2 %	66.3 %	Lisää	5.80	10.7 %	16.9	14.9	16.0	12.1	2.1	0.07	1.3 %	29503
Nokian Renkaat	33.30	-0.4 %	15.5 %	Lisää	35.00	5.1 %	18.2	15.6	15.6	12.0	2.7	1.45	4.4 %	4602
Nurminen Logistics	1.23	1.7 %	175.8 %	Vähennä	1.10	-10.6 %	15.7	11.8	17.4	13.0	12.1	0.00	0.0 %	94
Oma Säästöpankki	16.10	0.0 %	51.9 %	Osta	18.50	14.9 %	11.3	-	11.1	-	1.1	0.35	2.2 %	476
Oriola	1.91	-0.2 %	0.3 %	Vähennä	1.90	-0.4 %	27.0	24.5	21.1	15.6	2.0	0.07	3.7 %	345
Orion	35.09	0.0 %	-6.5 %	Lisää	38.00	8.3 %	24.7	18.6	22.9	17.4	6.8	1.50	4.3 %	4928
Orthex	11.00	1.4 %	48.3 %	Lisää	11.00	0.0 %	20.2	19.6	18.7	15.0	5.9	0.24	2.2 %	195
Outokumpu	5.74	2.8 %	78.4 %	Vähennä	5.50	-4.2 %	6.5	5.6	11.2	8.2	0.9	0.05	0.9 %	2599
Ovaro Kiinteistösjointus	3.79	0.3 %	-8.9 %	Vähennä	3.80	0.3 %	neg.	neg.	neg.	neg.	0.6	0.00	0.0 %	34
Panostaja	0.75	0.8 %	-1.3 %	Vähennä	0.70	-6.2 %	neg.	neg.	neg.	31.4	1.1	0.03	4.0 %	38
Pihlajalinna	11.74	-0.2 %	25.2 %	Lisää	12.50	6.5 %	16.0	16.4	15.4	15.0	2.2	0.24	2.0 %	265

ETUSIVU	MARKKINAT			SIJOITUSIDEAT				INDERES.FI		YHTIÖT		TUNNUSLUVUT		
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2021	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 21	EV/EBIT 21	P/E 22	EV/EBIT 22	P/B 21	Osinko 21e	Tuotto-%	MCAP
Piippo	3.80	-4.0 %	20.3 %	Myy	3.00	-21.1 %	20.0	18.2	13.3	14.5	0.7	0.10	2.6 %	4
Ponsse	43.75	1.0 %	49.8 %	Vähennä	45.50	4.0 %	17.3	13.0	15.5	11.4	4.0	1.05	2.4 %	1225
PunaMusta Media	6.40	0.0 %	15.3 %	Vähennä	5.80	-9.4 %	12.4	101.6	22.1	19.7	1.6	0.15	2.3 %	80
Qt Group	146.20	-2.1 %	153.8 %	Lisää	160.00	9.4 %	157.9	127.6	83.9	66.4	57.6	0.00	0.0 %	3666
Raisio Vaihto-osake	3.88	2.2 %	21.5 %	Vähennä	3.60	-7.1 %	35.0	24.0	30.7	23.2	2.3	0.13	3.4 %	613
Rapala VMC	9.82	0.6 %	125.2 %	Lisää	12.00	22.2 %	16.3	11.6	16.2	11.9	2.8	0.20	2.0 %	378
Raute	22.80	0.9 %	0.4 %	Vähennä	24.00	5.3 %	736.4	1011.4	14.5	10.8	2.6	0.80	3.5 %	97
Reka Industrial	4.13	-1.7 %	17.3 %	Myy	3.50	-15.3 %	14.4	7.5	12.0	8.9	2.0	0.05	1.2 %	24
Relais Group	26.90	3.9 %	83.0 %	Vähennä	18.00	-33.1 %	22.4	32.3	20.1	24.9	6.3	0.40	1.5 %	480
Remedy Entertainment	41.35	0.2 %	6.0 %	Lisää	50.00	20.9 %	44.5	30.9	46.1	31.7	6.3	0.20	0.5 %	540
Revenio Group	60.15	-1.7 %	19.6 %	Vähennä	65.00	8.1 %	80.7	70.0	58.8	47.2	20.3	0.40	0.7 %	1604
Rovio	6.87	1.8 %	8.9 %	Osta	8.00	16.4 %	19.0	10.6	20.7	10.6	2.8	0.12	1.7 %	505
Rush Factory Plc	2.66	3.1 %	17.7 %	Lisää	2.70	1.5 %	22.2	19.2	6.9	5.3	18.9	0.00	0.0 %	6
Sampo	42.46	-0.1 %	22.8 %	Osta	45.00	6.0 %	12.4	9.9	13.0	10.9	1.9	3.60	8.5 %	23580
Sanoma	15.80	0.6 %	15.0 %	Vähennä	15.50	-1.9 %	23.5	21.7	20.2	17.9	3.7	0.54	3.4 %	2576
Scanfil	8.34	0.5 %	27.9 %	Lisää	8.75	4.9 %	15.8	12.6	14.7	11.1	2.6	0.19	2.3 %	537
Sievi Capital	1.67	2.7 %	55.0 %	Osta	1.65	-1.4 %	9.8	7.4	8.7	6.1	1.1	0.04	2.4 %	97
Sillix Solutions	15.86	4.2 %	19.7 %	Vähennä	17.50	10.3 %	14.7	16.9	13.2	13.4	4.2	0.34	2.1 %	111
Sitowise Group	8.62	0.2 %	5.0 %	Lisää	9.30	7.9 %	28.3	18.0	19.3	15.7	2.6	0.12	1.4 %	303
Solteq	6.66	5.0 %	137.9 %	Osta	7.00	5.1 %	21.7	16.3	17.0	12.8	4.3	0.10	1.5 %	128
Solwers	7.27	-0.4 %	-12.9 %	Vähennä	8.20	12.8 %	22.0	13.8	20.6	11.0	1.9	0.08	1.1 %	61
Soprano	0.35	-3.5 %	-9.2 %	Myy	0.30	-15.3 %	47.7	35.4	18.5	21.0	2.2	0.00	0.0 %	6
Sotkamo Silver (SEK)	2.42	-1.2 %	-22.6 %	Lisää	3.50	44.3 %	22.5	14.3	8.3	7.3	1.7	0.00	0.0 %	485
SRV Group	0.66	-1.3 %	11.3 %	Vähennä	0.70	5.9 %	32.9	18.0	10.7	11.8	0.9	0.00	0.0 %	173
SSH Communications Security	2.65	-5.7 %	56.3 %	Myy	1.80	-32.1 %	neg.	neg.	615.7	47.1	22.8	0.00	0.0 %	102
Stora Enso	16.59	-0.3 %	6.1 %	Vähennä	15.50	-6.6 %	13.0	17.4	16.6	13.7	1.4	0.45	2.7 %	13087



## ETUSIVU

## MARKKINAT

## SIJOITUSIDEAT

## INDERES.FI

## YHTIÖT

## TUNNUSLUVUT

Yhtiö	Kurssi	Muutos	2021	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 21	EV/EBIT 21	P/E 22	EV/EBIT 22	P/B 21	Osinko 21e	Tuotto-%	MCAP
Suominen	6.23	1.1 %	22.6 %	Lisää	6.25	0.3 %	13.5	10.0	15.5	10.5	2.2	0.22	3.5 %	358
Taaleri	10.90	0.0 %	34.2 %	Lisää	11.50	5.5 %	19.8	1.9	21.8	11.9	1.3	0.40	3.7 %	314
Talenom	15.44	-0.4 %	2.6 %	Vähennä	16.00	3.6 %	60.5	47.6	45.5	36.6	18.4	0.16	1.0 %	687
Tallink Grupp	0.64	-2.4 %	-13.4 %	Vähennä	0.74	15.8 %	neg.	neg.	18.3	25.5	0.7	0.00	0.0 %	428
Tecnotree	1.39	3.9 %	97.2 %	Osta	1.00	-28.0 %	22.5	16.4	19.1	13.1	10.5	0.00	0.0 %	392
Teleste	6.30	1.0 %	40.3 %	Lisää	6.10	-3.2 %	20.6	10.8	15.3	11.9	1.7	0.15	2.4 %	114
Telia Company (SEK)	37.84	0.9 %	11.4 %	Lisää	40.00	5.7 %	20.8	13.1	16.9	18.1	2.3	2.00	5.3 %	154731
Terveystalo	12.30	2.2 %	22.5 %	Lisää	13.00	5.7 %	20.9	19.1	20.1	18.0	2.5	0.30	2.4 %	1574
TietoEVRY	29.16	0.3 %	8.6 %	Osta	34.00	16.6 %	12.2	11.5	11.0	11.9	2.0	1.35	4.6 %	3458
Tikkurila	34.00	-0.1 %	36.3 %	Pidä	34.00	0.0 %	29.7	23.5	30.8	21.9	6.5	0.00	0.0 %	1499
Titanium	14.55	-0.3 %	12.4 %	Lisää	15.50	6.5 %	14.1	12.1	12.0	9.9	6.4	0.95	6.5 %	149
Toivo Group	2.98	-8.2 %	17.0 %	Myy	2.30	-22.8 %	12.2	11.4	10.2	12.0	2.8	0.00	0.0 %	158
Tokmanni Group	24.50	0.2 %	50.9 %	Lisää	27.00	10.2 %	17.8	15.6	16.2	14.5	5.8	0.99	4.0 %	1442
United Bankers	14.40	2.1 %	34.6 %	Vähennä	13.00	-9.7 %	15.3	10.6	15.9	10.7	3.5	0.65	4.5 %	151
UPM-Kymmene	34.32	-0.1 %	12.6 %	Lisää	35.00	2.0 %	18.2	15.5	19.0	16.1	1.9	1.30	3.8 %	18310
Vaisala	38.70	0.7 %	-4.1 %	Vähennä	38.00	-1.8 %	26.7	28.1	26.5	25.0	6.2	0.63	1.6 %	1410
Valmet	34.61	-0.9 %	48.2 %	Lisää	38.50	11.2 %	17.4	12.5	16.2	11.5	4.0	1.05	3.0 %	5173
Verkkokauppa.com	8.38	-0.2 %	17.7 %	Lisää	9.30	11.0 %	21.7	15.6	19.8	14.2	10.0	0.25	3.0 %	377
Viafin Service	15.00	-7.4 %	-5.7 %	Lisää	16.50	10.0 %	17.9	10.9	16.4	9.7	2.6	0.40	2.7 %	53
Vincit	9.84	0.4 %	37.0 %	Lisää	11.50	16.9 %	20.8	17.8	14.0	12.3	4.8	0.20	2.0 %	119
Wulff Group	4.88	1.2 %	50.6 %	Lisää	5.50	12.7 %	15.2	5.5	10.4	7.7	1.8	0.13	2.7 %	32
Wärtsilä	12.68	-0.5 %	55.6 %	Vähennä	12.00	-5.4 %	29.4	22.9	23.2	17.2	3.3	0.30	2.4 %	7503
YIT Corporation	5.13	-0.1 %	3.9 %	Lisää	5.70	11.2 %	13.4	14.0	9.7	9.8	1.0	0.20	3.9 %	1071

## Palkinnot



**2020, 2019,  
2018, 2017,  
2016, 2012**

Juha Kinnunen



**2020, 2019,  
2018, 2016,  
2012**

Sauli Vilén



**2020, 2019,  
2018, 2016,  
2015**

Antti Viljakainen



**2019, 2017,  
2016, 2014**

Mikael Rautanen



**2020, 2019,  
2017**

Petri Kajaani



**2020, 2019**

Joni Grönqvist



**2020, 2018**

Erkki Vesola



**2020**

Petri Gostowski



**2020**

Atte Riikola



**2020**

Olli Koponen



THOMSON REUTERS  
**ANALYST AWARDS**

## Yhteystiedot

### **Aapeli Pursimo**

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

### **Antti Luiro**

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

### **Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko  
antti.viljakainen@inderes.fi  
+358 44 591 2216

### **Atte Riikola**

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

### **Erkki Vesola**

Analyytikko  
erkki.vesola@inderes.fi  
+358 50 549 5512

### **Joni Grönqvist**

Analyytikko  
joni.gronqvist@inderes.fi  
+358 40 515 3113

### **Joonas Korkiakoski**

Analyytikko  
joonas.korkiakoski@inderes.fi  
+358 40 182 8660

### **Juha Kinnunen**

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

### **Marianne Palmu**

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

### **Matias Arola**

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

### **Mikael Rautanen**

Toimitusjohtaja, analyytikko  
mikael.rautanen@inderes.fi  
+358 50 346 0321

### **Olli Koponen**

Analyytikko  
olli.koponen@inderes.fi  
+358 44 274 9560

### **Olli Vilppo**

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

### **Petri Gostowski**

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

### **Petri Kajaani**

Analyytikko  
petri.kajaani@inderes.fi  
+358 50 527 8680

### **Rane Robotti**

Roboanalyytikko (huollossa)  
info@inderes.fi  
+358 10 219 4690

### **Sauli Vilén**

Pääanalyytikko  
sauli.vilen@inderes.fi  
+358 44 025 8908

### **Thomas Westerholm**

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