



# Witted-sijoitustutkimus: Poikkeuksellinen kasvuyhtiö IT-palvelusektorilla

29.04.2022

## AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Nokia: Paraneva suoritus ei heijastu täysin arvostukseen
- Qt Q1: Huipulla vaaditaan huippusuorituksia
- Revenio Q1: Uusia pitkän aikavälin avauksia
- Consti Q1-aamutulos: Kasvu hiipui, mutta tulostaso ylitti odotukset
- Avidly Q1-aamutulos: Kaikki kunnossa
- Bittium Q1-aamutulos: Alkuvuosi sujui pelättyä paremmin
- Tokmanni Q1-aamutulos: Kohtuullinen suoritus vaikeassa markkinassa
- Fiskars Q1-aamutulos: Ennusteilla pyyhittiin vapun kunniaksi lattiaa
- Kesko Q1-aamutulos: Vahva tulos oli jo tiedossa ennakkotietojen perusteella
- Sanoma Q1-aamutulos: Raportti oli hyvin linjassa odotuksiemme kanssa
- Wärtsilä: Hyvä suoritus hankalassa markkinassa
- Stora Enso: Riski piilee markkinatilanteen täydellisyydessä

## Yhtiöt aamukatsauksessa:

Witted, Nokia, Qt, Revenio Group, Consti, Avidly, Bittium, Tokmanni, Fiskars Group, Kesko, Sanoma, Wärtsilä, Stora Enso, Fondia, Konecranes, Oriola, Caverion, SRV, LeadDesk, Metsä Board, Vincit, Terveystalo, Solteq, Lehto, Siili Solutions, Verkkokauppa.com, CapMan, Orion, Rapala VMC, Loihde, Fodelia, OmaSp, Ovaro

## Markkinakatsaus

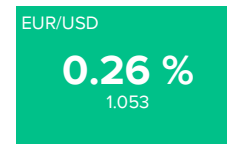
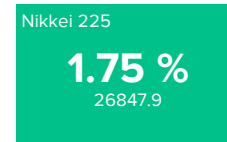
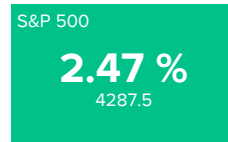
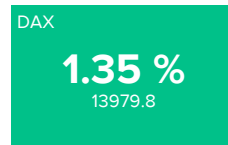
**Kehittyneillä markkinoilla** Euroopassa nähtiin keskiviikkona nousupäivä (Eurostoxx 600 +0,6 %). Yhdysvalloissa nousu oli erittäin vahvaa (Nasdaq +3,1 %, Dow Jones +1,9 %, S&P 500 +2,5 %). Pörssin sulkeuduttua Applelta ja Amazonilta saatiin hieman pehmeitä tuloksia ja osakkeet olivat laskussa jälkimarkkinoilla.

**Aasian markkinoilla** aloitettiin päivä nousutunnelmissa. Japanin Nikkei oli aamukahdeksalta 1,8 % ja Kiinan Shanghai Composite 1,4 % plussalla. Singaporelaiset pankit DBS Group ja OCBC raportoivat odotuksia paremmat tulokset.

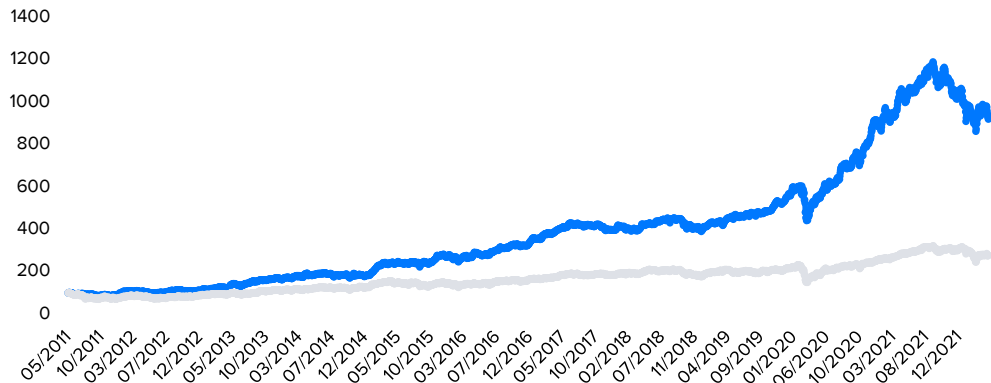
**Valuuttamarkkinalla** euron kurssi dollaria vastaan liikkui aamulla 1,05 dollarissa.

**Raaka-ainemarkkinalla** öljyn hinta oli aamulla laskussa ja WTI-futuurit liikkuivat 106,2 dollarissa/bbl (+0,9 %).

## Indeksit



## 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

**-12%**

3 vuotta

**102%**

Aloituksesta

**819%**

## Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

### Riski piilee markkinatilanteen täydellisyydessä

29.04.2022 | Stora Enso | Vähennä

### Varovasti vasta hämmöttävää tuloshuippua kohti

29.04.2022 | Metsä Board | Lisää

### Poikkeuksellinen kasvuyhtiö IT-palvelusektorilla

29.04.2022 | Witted |

### Kustannuksista voi tulla vielä harmia

29.04.2022 | Orion | Lisää

### Uusia pitkän aikavälin avauksia

29.04.2022 | Revenio Group | Vähennä

### Rohkaisevia merkkejä

29.04.2022 | Fondia | Lisää

### Paraneva suoritus ei heijastu täysin arvostukseen

29.04.2022 | Nokia | Lisää

### Toimia liiketoiminnan kääntämiseksi

29.04.2022 | Lehto | Myy

### Hyvä suoritus vaikeassa markkinassa

29.04.2022 | Caverion | Osta

### Isoja järjestelyjä

29.04.2022 | SRV | Vähennä

## InderesTV



Vaisala Q1'22 pe 29.4. klo 15:00



Neste Q1'22 -tuloslive 29.4. noin kello 8.55



Sanoma Q1'22 pe 29.4. klo 11:00

## Makrotapahtumat, 29.4.2022

**09.00 Saksa: Tuontihinnat (%)** , maaliskuu , ennuste (Reuters) 3,4 /edellinen 1,3

**09.00 Saksa: Tuontihinnat, YY (%)** , maaliskuu , ennuste (Reuters) 28,5 /edellinen 26,3

**11.00 Saksa: BKT alustava QQ %** , Q1 , ennuste (Reuters) 0,2 /edellinen -0,3

**11.00 Saksa: BKT alustava YY %** , Q1 , ennuste (Reuters) 3,8 /edellinen 1,8

**11.00 Euroalue: M3-rahamäärän kasvu (%)** , maaliskuu , ennuste (Reuters) 6,2 /edellinen 6,3

**12.00 Euroalue: HICP-inflaatio, alustava YY (%)** , huhtikuu , ennuste (Reuters) 7,4 /edellinen 7,4

**12.00 Euroalue: HICP-pohjainflaatio, alustava YY (%)** , huhtikuu , ennuste (Reuters) 3,3 /edellinen 3,2

**12.00 Euroalue: BKT alustava YY (%)** , Q1 , ennuste (Reuters) 5,1 /edellinen 4,6

**12.00 Euroalue: BKT alustava QQ (%)** , Q1 , ennuste (Reuters) 0,3 /edellinen 0,3

**15.30 USA: Yksityiset tulot MM (%)** , maaliskuu , ennuste (Reuters) 0,4 /edellinen 0,5

**15.30 USA: Yksityinen kulutus MM (%)** , maaliskuu , ennuste (Reuters) - /edellinen -0,4

**15.30 USA: Yksityinen kulutus oik., MM (%)** , maaliskuu , ennuste (Reuters) 0,6 /edellinen 0,2

**15.30 USA: PCE pohjahintaindeksi MM (%)** , maaliskuu , ennuste (Reuters) 0,3 /edellinen 0,4

**15.30 USA: O** , Q1 , ennuste (Reuters) 1,1 /edellinen 1,0

**16.45 USA: Chicagon ostopäällikköindeksi** , huhtikuu , ennuste (Reuters) 62,0 /edellinen 62,9

**17.00 USA: Michigan-luottamusindeksi lopullinen** , huhtikuu , ennuste (Reuters) 65,7 /edellinen 65,7

## Witted-sijoitustutkimus: Poikkeuksellinen kasvuyhtiö IT-palvelusektorilla

Witted rakentaa digitaalisesti edistyksellisille asiakkailleen menestyviä ohjelmistokehitystiimejä. Yhtiö on rakentanut useita eri profiilin asiantuntijoita houkuttelevia työnantajabrändejä, joiden avulla se on kasvanut koko historiansa erittäin vahvasti. Ennustamme Wittedille sen tavoitteita ja historiaa selvästi hitaampaa, mutta sektoria huomattavasti vahvempaa orgaanista kasvua tuleville vuosille. Kasvuvauhtiin ja vakaan kehitysvaiheen kannattavuuspotentiaaliin liittyy kuitenkin vielä epävarmuutta, joka nostaa yhtiön riskitasoa. Listautumisannin hinta on mielestämme silti hyvin kohtuullinen ja näemme yhtiön tarjoavan pitkäjänteiselle sijoittajalle hyvin houkuttelevan tuotto/riski-suhteen.

### Witted on poikkeuksellinen kasvuyhtiö IT-palvelumarkkinalla

Vuonna 2016 perustettu Witted on moderni IT-palveluyhtiö, joka keskittyy rakentamaan digitaalisesti edistyksellisille asiakkailleen menestyviä ja asiakkaan itse johtamia ohjelmistokehitystiimejä. Witted houkuttelee osaaajia rakentamalla eri profiilin asiantuntijoille erilaisia työnantajabrändejä. Yhdistettynä matalan hierarkian autonomiseen johtamismalliin Witted on kyennyt ylläpitämään poikkeuksellista yli 100 %:n liikevaihdon vuosikasvua (CAGR 2017-2021) ja positiivista kannattavuutta. Vahvasti freelancer-yhteisöä hyödyntävä toimintamalli tuo kulurakenteeseen joustoa, mutta toisaalta nähdäksemme laskee yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuden potentiaalia.



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



**Frans-Mikael Rostedt**  
Analytikko  
+358 44 327 0395  
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

## Osaajasodassa pärjäävälle Wittedille riittää kasvutilaa moderneissa IT-palveluissa

Modernien IT-palveluiden markkina kasvaa arviomme mukaan noin 10 % vuosittain vahvojen digitalisaation trendien tuella. Sektorilla vallitsee kova kilpailu ja alalle tulon esteet ovat matalat. Witted on menestynyt osaajasodassa erinomaisesti tekemällä osaajia houkuttelevien työnantajabrändien rakentamisesta sen ydintoimintaa. Yhtiön strategia nojaa brändien rakentamiseen ja monistamiseen uusille markkinoille, tarvittaessa yritysostoja hyödyntäen. Wittedillä on jo ensimmäiset näytöt kansainvälisestä kasvusta (Norja 2019, Ruotsi 2021). Wittedillä on erittäin vahvat näytöt markkinaosuutensa kasvattamisesta ja sillä on jatkuvaan uudistumiseen nojaava uskottava strategia kilpailuetujensa ylläpitämiseksi. Markkinaa vahvemmalle kasvulle on siten nähdäksemme edellytykset myös jatkossa.

## Lähivuosina keskitytään kasvuun, näkyvyys kannattavuuspotentiaaliin kirkastuu myöhemmin

Vuonna 2022 ennustamme Wittedin liikevaihdon kasvavan 83 % 54,8 MEUR:oon (Ohjeistus: 50-60 MEUR) ja EBITA-liikevoiton olevan 1,0 MEUR (Ohjeistus: 0,7-1,3 MEUR) tai 2 % liikevaihdosta. Odotamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 41 % vuodessa (CAGR) 2021-2025 välillä, selvästi muuta markkinaa nopeammin. Ennusteemme vuoden 2025 liikevaihdolle (120 MEUR) on selvästi yhtiön orgaanisen kasvun tavoitetta (150 MEUR) varovaisempi, mutta sisältää jo vahvaa luottamusta yhtiön kasvun jatkumiselle. Kasvun hidastuessa odotamme EBITA-marginaalin vahvistuvan ja nousevan vuonna 7,4 %:iin, joka on alle yhtiön 10 %:n tavoitteen. Pitkällä tähtäimellä odotamme yhtiön yltävän sen liiketoiminnan rakenteesta johtuen 9,5 %:n EBITA-marginaaliin, alle verrokkien vastaavan tason.



**Antti Luuro**

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



**Frans-Mikael Rostedt**

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

**Pidämme listautumisannin arvostusta hyvin houkuttelevana**

Witted on lähes puhtasverinen kasvuyhtiö. Vahvaan liikevaihdon kasvunäkymään (2021-2024e CAGR 41 %) nähden yhtiön liikevaihtokertoimet (2022e-2023e EV/S 1,2x-0,9x) ovat nähdäksemme houkuttelevat sekä absoluuttisesti, että verrokkien mediaaneihin (2022e-2023e EV/S 1,5x-1,4x) nähden. Arvostuskertoimiin, verrokkeihin ja kassavirtamalliin nojaten arvioimme yhtiön käyvän arvon 6,8-8,0 euron haarukkaan. Siten noin 5,58 euron listautumishinta on mielestämme hyvin houkutteleva ja kompensoi hyvin kasvuvauhtiin sekä kannattavuuspotentiaaliin liittyviä riskejä.



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



**Frans-Mikael Rostedt**  
Analytikko  
+358 44 327 0395  
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

## Nokia: Paraneva suoritus ei heijastu täysin arvostukseen

Nokian Q1-tulos oli vahva ja kokonaisuutena yhtiön kommentit hälvensivät ainakin meidän aiempia Ukrainan ja Venäjän sodan myötä kasvaneita huolia kuluvan vuoden tuloskehityksen yltä. Etenkin Matkapuhelinverkkojen tuloskäänteen vauhti alkuvuodesta oli positiivinen yllätys ja Nokian viimeisen 18kk aikana tekemät merkittävät investoinnit yksikön kilpailukyvyyn parantamiseksi tuottavat nyt tuloksia. Kaiken kaikkiaan Nokian osakkeen arvostus on maltillinen ja tarjoaa lähivuosille hyvän tuotto-odotuksen strategian edetessä. Lyhyellä aikavälillä osakemarkkinan yleisesti happamoitunut sentimentti voi kuitenkin jarruttaa kertoimien nousuvaa. Siten nostamme Nokian tavoitehintaa 5,4 euroon (aik. 5,2 EUR) ja tarkistamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta).

### Vahva aloitus vuodelle

Nokian Q1-tulos ylitti odotukset, kun vertailukelpoinen liikevoitto kasvoi vastoin odotuksia vahvasta vertailukaudesta 583 MEUR:oon (Q1'21: 551 MEUR). Erityisesti Matkapuhelinverkoissa parantunut kilpailukyky heijastui vahvasti yksikön kannattavuuteen toimitusketjuhaasteista ja kustannusinflaatiosta huolimatta. Valuuttaoikaistu kasvu (1 %) oli alkuvuodesta vielä vaatimatonta, mihin osaltaan vaikutti Teknologia-yksikön (-17 %) ajoitukselliset tekijät, kun vuoden vaihteessa päättäneitä sopimuksia ei ole saatu vielä uusittua. Nokia oli kuitenkin luottavainen sopimusten synty miseen, jolloin liikevaihtoa tuloutuu takautuvasti. Myös Matkapuhelinverkoissa kasvunäkymä on loppuvuotta kohti piristymässä markkinan hyvän kysynnän myötä sekä toimitusketjuhaasteiden asteittain hellittäessä.



**Atte Riikola**

Analytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Nokia** | Kurssi: 4.66

**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.40



## Huolet hälväisivät kuluvan vuoden tuloskehityksen yltä

Nokia odotetusti toisti tälle vuodelle näkymänsä, mutta valuuttakurssivaikutusten johdosta liikevaihtohaarukkaa nostettiin 22,9-24,1 miljardiin euroon (aik. 22,6-23,8 mrd.€). Kannattavuuden osalta odotuksissa on edelleen 11-13,5 %:n vertailukelpoinen liikevoitto. Nokia kommentoi oman operatiivisen tehokkuuden nousun ja loppuvuodesta kiihtyvän liikevaihdon kasvun kompensoivan tänä vuonna kustannusinflaation aiheuttamaa painetta marginaaleihin. Yhtiön mukaan kohonneita hintoja pystytään myös melko hyvin viemään asiakashintoihin. Komponenttipulan osalta Nokia on tähän mennessä selvinnyt melko hyvin ja merkkejä tilanteen helpottumisesta H2:lla on yhtiön mukaan nähtävissä. Kokonaisuutena Nokian kommentit hälväisivät ainakin meidän aiempia huolia kuluvan vuoden tuloskehityksen yltä. Tätä heijastellen vuoden 2022 ennusteemme nousi, mutta lähivuosien ennusteet pidimme suunnilleen ennallaan. Odotamme nyt Nokian liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 5 % 23,3 miljardiin euroon ja vertailukelpoisen liikevoiton olevan 12,3 %. Vuosina 2023-2024 ennustamme kannattavuuden nousevan 13,0-13,2 %:iin.

## Arvostus on matala, mutta nykyinen sentimentti luo haasteita kertoimien elpymiselle

Nokian osakkeen arvostus näyttää jo kuluvan vuoden lievää tuloskasvua odottavalla ennusteellamme maltilliselta (oik. P/E 13x ja EV/EBIT 7,5x). Vuoden 2023 kertoimilla arvostus (oik. P/E 12x ja EV/EBIT 6,5x) näyttää jo hyvin matalalta. Osakkeen tuotto-odotus on myös osien summa -laskelmamme valossa erittäin hyvällä tasolla Nokian strategian jatkaessa oikeilla urillaan lähivuosina. Samalla on kuitenkin hyvä muistaa, että Nokian kohdemarkkinoiden pitkällä aikavälillä vakaa kasvunäkymä ja sitä kautta rajallinen tuloskasvupotentiaali rajaa osakkeen hyväksyttävää arvostuskertoimia. Viime aikoina Nokian matalien kertoimien suhteellinen houkuttelevuus on myös pienentynyt osakkeiden laskiessa laajalla rintamalla. Esimerkiksi sektorilta omien haasteidensa kanssa painovaa Ericssonia hinnoitellaan vain noin 6x EV/EBIT-kertoimella.



**Atte Riikola**

Analytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Nokia** | Kurssi: 4.66

**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.40

## Qt Q1: Huipulla vaaditaan huippusuorituksia

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	23,4	316	36,9	36,0	33,7	- 36,9	-14 %	166
<b>Liikevoitto</b>	4,8	4,7	7,9	8,1	6,4	- 9,5	-41%	40,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	4,8	4,9	7,9	8,1	6,4	- 9,4	-37%	41,9
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,16	0,15	0,25	0,26	0,20	- 0,30	-40 %	1,46
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	27,3%	35,1%	57,8 %	53,9 %	44,3 %	- 57,9 %	-22,7 %-yks.	36,9 %
<b>Liikevoitto-%</b>	20,6 %	14,8 %	23,9 %	22,5 %	19,0 %	- 25,7 %	-9,1 %-yks.	26,9 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Qt:n Q1-luvut olivat vahvat, mutta jäivät selvästi korkeista odotuksista. Yhtiön kasvutarinan kannalta neljänneksen vaikutus on kuitenkin vähäinen ja yhtiön vahva tulokasvunäkymä on mielestämme ennallaan. Teimme pieniä ennustelaskuja alkuvuoden lukujen pohjalta. Q1-katsauksen kurssireaktio oli nähdäksemme ylimitoitettu ja pidämme osakkeen arvostusta (2022e EV/S 14x, 2024e EV/EBIT 22x) erittäin vahvaan tulokasvunäkymään nähden edelleen hyvin houkuttelevana. Tarkistamme tavoitehintamme 110 euroon (aik. 120 euroa) ja toistamme osta-suosituksen.



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

**Qt** | Kurssi: 91.20  
**Osta** | Tavoitehintaa: 110.00

### Alkuvuonna kasvetiin vahvasti, mutta selvästi odotuksia hitaammin

Qt Groupin Q1-liikevaihdon kasvu oli jälleen vahvaa (+ 35 %), mutta jäi selvästi sekä meidän (+58 %), että konsensuksen (+54 %) odotuksista. Kasvun ennustealitus valui myös kannattavuuteen (EBIT-% 15 %, Inderes: 24 %). Qt:n liikevaihdossa on neljännestason vaihtelua, joten yksittäisen neljänneksen vaikutus yhtiön kasvutarinaan on rajallinen. Korkealle viritettyihin odotuksiin nähden raportin luvut olivat silti lyhyellä tähtäimellä pettymys. Koko vuoden ohjeistus (kasvu vertailukelpoisin valuutoin 30-40 %) pysyi kuitenkin ennallaan huolimatta yksittäisen suuren tilauksen myötä vahvasta Q2'21-vertailukaudesta, mikä tuo luottamusta kasvun vahvistumiseen loppuvuotta kohti.

### Vahvassa markkinan vedossa on lähivuosina erinomaiset edellytykset kasvulle

Qt on investoinut etenkin sulautettujen järjestelmien ohjelmistokehitysohjelmien markkinaan, joka on nähdäksemme vahvassa kasvussa graafisten käyttöliittymien yleistyessä arkisissa laitteissa. Edelleen jatkuva komponenttipula on nähdäksemme yksi oire tästä kasvusta. Erityisesti viimeisen puolentoista vuoden aikana kiihtynyt kehittäjälisenssien myynnin kasvu kertoo Qt:n tuotteen olevan markkinassaan kilpailukykyinen ja yhtiön rakentaman myyntiverkoston toimivan. Odotamme kehittäjälisenssien kasvun näkyvän myöhemmin myös jakelulisenssien voimakkaassa kasvussa, kun Qt:n asiakkaiden tuotteita alkaa siirtyä kasvavissa määrin tuotekehityksestä asiakkaille myytäväksi. Vaikka Q1-luvut jäivät odotuksistamme, vahvasti raportti nähdäksemme yhtiön vahvan kasvunäkymän säilyvän ennallaan.



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

Qt | Kurssi: 91.20

Osta | Tavoitehinta: 110.00

### Ennustamme lähivuosille edelleen vahvaa tuloskasvua

Laskimme Q1:n lukujen ja kommenttien perusteella liikevaihdon ennusteitamme noin 3-4 % tuleville vuosille. Odotamme vuoden 2022 liikevaihdon kasvavan kehittäjälisenssien ajamana 37 % ja oikaistun EBIT-%:n nousevan 27 %:iin. Selvien kasvuajurien myötä ennustamme noin 35 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua vuosille 2022-2025. Korkeakatteisten tulovirtojen kasvun ja skaalautuvan liiketoimintamallin myötä ennustamme liikevoittomarginaalin vastaavasti nousevan 35 %:n tasolle vuonna 2025. Epävarmuutta lyhyen tähtäimen kasvuvauhdin ennustamiseen tuo nähdäksemme komponenttipulan aiheuttamat pullonkaulat jakelulisenssien kasvulle sekä kvartaalitason vaihtelu kehittäjälisenssien myynnissä. Pidämme näiden tekijöiden vaikutusta yhtiön pidemmän tähtäimen kasvulle vähäisenä.

### Arvostus on ennustepäivitysten jälkeen mielestämme edelleen hyvin houkutteleva

Luotamme Qt:n kykyyn jatkaa vahvaa tuloskasvua, joka ajan kuluessa korjaa yhtiön arvostustasoa nopeasti (2024e EV/EBIT 22x). Ennusteemme mukaisella perusskenaariolla arvioimme osakkeen tarjoavan hyvin houkuttelevan noin 14 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen vuoteen 2025, jolloin arvioimme yhtiön saavuttavan kypsän kehitysvaiheen ja 396 MEUR liikevaihdon sekä 133 MEUR liikevoiton. Kansainvälisiin verrokkeihin nähden yhtiötä hinnoitellaan alennuksella. Näemme kasvuyhtiöiden arvostustasojen kehityksessä edelleen riskejä, joita huomioimme jo aiemmin korottamalla tuottovaatimustamme. Luotamme vahvan tuloskasvun kuitenkin kantavan yhtiön tämän epävarmuuden yli.



**Antti Luuro**

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

**Qt** | Kurssi: 91.20

**Osta** | Tavoitehinta: 110.00

## Revenio Q1: Uusia pitkän aikavälin avauksia

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	16,7	20,2	20,4	20,1	19,7	- 20,9	-1%	95,9
Liikevoitto	4,6	5,6	5,3	5,1	4,6	- 5,7	6%	27,2
EPS (raportoitu)	0,14	0,18	0,15	0,15	0,14	- 0,17	14%	0,80
Liikevaihdon kasvu-%	40,8 %	20,6 %	21,7 %	20,2 %	17,7 %	- 24,9 %	-1,1%-yks.	21,5 %
Liikevoitto-%	27,5 %	27,5 %	25,8 %	25,4 %	23,4 %	- 27,3 %	1,8%-yks.	28,4 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Toistamme Reveniolle 48,0 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksen. Yhtiön Q1-raportti oli etenkin kannattavuuden osalta erittäin vahva ja pitkän aikavälin tarina etenee edelleen vakuuttavasti eteenpäin. Yhtiö kertoi eilen mielenkiintoisesta avauksesta tekoälyyn, mikä avaa yhtiölle uusia kasvumahdollisuuksia toimialalla. Lähivuosien ennusteemme pysyivät kuitenkin suunnilleen ennallaan ja osakkeen arvostus (2023e P/E 55x ja EV/EBIT 43x) on erittäin korkea. Pitkällä aikavälillä odottamamme erittäin vahva tuloskasvu korjaa korkeatkin arvostuskertoimet, mutta kasvuyhtiöiden hinnoittelussa nähtävän vahvan vastatuulen takia näemme arvostuksessa edelleen riskejä ja pidättäydymme lisäostoista.



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

**Revenio Group** | Kurssi: 47.58  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 48.00

## Tuloksessa ei moitittavaa

Revenion liikevaihto kasvoi Q1:llä 20,5 % ollen 20,2 MEUR, joka jäi hieman 20,4 MEUR:n ennusteestamme. Kasvua tuki dollarin vahvistuminen ja vertailukelpoisin valuutoin liikevaihdon kasvu oli 17 %. Kasvua rajoitti koronasta johtuvat sairastapaukset toimitusketjussa, mistä johtuen tilauskantaa jäi toimittamatta yli 0,5 MEUR. Sen sijaan komponenttipula ei aiheuttanut yhtiölle merkittäviä haasteita alkuvuonna. Q1-liiketulos oli vahva 5,6 MEUR, mikä tarkoittaa erinomaista 27,5 %:n liikevoittomarginaalia. Operatiivinen tulos ylitti selvästi odotukset (Inderes 5,3 MEUR ja konsensus 5,1 MEUR) ja ilman toimitushaasteita ylitys olisi ollut suurempi erinomaisen bruttomarginaalin ansiosta (Q1'22: 72,6 %). Yhtiön mittakaavassa vaisua tuloskasvuvauhtia katsottaessa on huomioitava, että Oculon liiketappio oli kehitysvaiheen takia nyt suurempi kuin yritysostoon liittyvät kulut vertailukaudella (Q1'21: 0,6 MEUR).

## Näkyvät ennallaan, huomion vei uusi tekoälyratkaisu

Revenio toisti odotetusti vuoden 2022 ohjeistuksensa, jossa yhtiö arvioi valuuttakurssioikaistun liikevaihdon kasvavan vahvasti edellisvuodesta ja kannattavuuden olevan hyvällä tasolla ilman kertaluontoisia eriä. Markkinat vetävät edelleen hyvin käytännössä kaikilla alueilla ja kuten oletimme, Venäjän osuus liikevaihdosta oli erittäin pieni (alle 2 %). Olemme tehneet pieniä tarkennuksia ylöspäin tulosennusteisiimme, sillä kasvaneiden T&K-kulujen vaikutus tuloslaskelmassa oli odottamaamme pienempi (aktivointeja enemmän). Lisäksi ennustemuutoksiin vaikutti tietysti Q1-tulosylitys. Revenio kertoi keskiviikkona uudesta iCare ILLUME -ratkaisusta, joka yhdistää yhtiön DRSplus -kuvantamislaitteen ja yhteistyökumppani Thironan tekoälyalgoritmin ja seuloa diabeettisen retinopatiaa. Avaus sopii erittäin hyvin Revenion digistrategiaan ja avaa yhtiölle uusia merkittäviä pidemmän aikavälin mahdollisuuksia. Odotamme ratkaisun alkavan tuottaa pientä liikevaihtoa ensi vuodesta alkaen, mutta tulosvaikutus kehityskustannuksineen lienee lähiaikoina negatiivinen. Uutta tekoälyyn perustuvaa ratkaisua käsiteltiin kattavasti tuoreessa [toimitusjohtajan haastattelussamme](#).



**Juha Kinnunen**

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

**Revenio Group** | Kurssi: 47.58  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 48.00

### Arvostus huolestuttaa edelleen kasvuyhtiöiden vastatuulussa

Revenion tarina etenee vakuuttavasti eteenpäin, kun yhtiö laajentaa tarjoamaansa oftalmologisten laitteiden lisäksi ohjelmistoihin strategisesti järkevällä tavalla. Yhtiön pitkän aikavälin erinomainen tuloskasvunäkymä näkyy kuitenkin myös arvostuksessa, jossa näemme lyhyellä aikavälillä enemmän riskejä alas- kuin ylöspäin kasvuyhtiöiden hinnoittelussa puhaltavan vastatuulen. Vuoden 2022 kertoimet ovat erittäin korkeita (oik. P/E 55x ja EV/EBIT 43x) eikä ne edullisiksi laske vielä ensi vuonnakaan (2023e oik. P/E 44x ja EV/EBIT 34x). Emme näe kiirettä lisäostoksille, vaikka olemme erittäin luottavaisia yhtiön kykyyn luoda omistaja-arvoa myös tulevaisuudessa.



**Juha Kinnunen**

Osakestrategi, analyytikko

+358 40 778 1368

juha.kinnunen@inderes.fi

**Revenio Group** | Kurssi: 47.58

**Vähennä** | Tavoitehinta: 48.00

## Consti Q1-aamutulos: Kasvu hiipui, mutta tulostaso ylitti odotukset

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	Inderes
Liikevaihto	59,3	59,8	64,5				-7 %		307
Liikevoitto (oik.)	0,5	0,4	-0,1				-574 %		10,8
Liikevoitto	0,1	0,4	-0,1				-574 %		10,8
Tulos ennen veroja	-0,1	0,1	-0,3				-142 %		9,8
EPS (raportoitu)	-0,02	0,01	-0,03				-130 %		1,02
Liikevaihdon kasvu-%	0,4 %	0,9 %	8,8 %				-7,9 %-yks.		6,4 %
Liikevoitto-% (oik.)	0,8 %	0,6 %	-0,1 %				0,7 %-yks.		3,5 %

Lähde: Inderes

Consti raportoi perjantaina aamulla kaksijakoisen Q1-tuloksen. Yhtiön liikevaihto nousi vertailukaudesta, mutta selvästi odotuksiamme vähemmän. Toisaalta tulostaso piti selvästi odotuksia paremmin pintansa. Kannattavuus on kestänyt markkinaturbulenssia odotuksiamme paremmin, mutta liikevaihdon ja tilauskannan taso yhdessä markkinaepävarmuuksien kanssa hillitsee kasvuodotuksia. Ohjeistus ennakoi edelleen tulokasvun jatkuvan vuonna 2022, mitä suoritus ensimmäisellä kvartaalilla hyvin tukee. Markkinanäkymissä korostui epävarmuudet kustannuspaineiden ja resurssien saatavuuden osalta. Näemme, että raportin anti hillitsee hieman kasvuodotuksiamme, mutta toisaalta tulostaso näyttäisi kestävän odotuksiamme paremmin.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

Consti | Kurssi: 9.84

Lisää | Tavoitehintaa: 13.50



### Liikevaihto nousi odotuksia hillitymmin

Constin liikevaihto nousi vertailukaudesta 0,9 %:lla 59,8 MEUR:oon ollen 64,5 MEUR:n ennusteemme alapuolella. Liikevaihto kasvoi Taloyhtiö-toimialalla, missä etenkin RA-urakoinnin yritysosto kasvatti liikevaihtoa. Julkinen-toimialalla liikevaihto kasvoi uudishankkeiden vetämänä. Heikentyvästi liikevaihdon tasoon vaikutti Talotekniikka ja Yritykset-toimiala. Etenkin Talotekniikassa volyymit ovat laskeneet selvästi. Kasvu hidastui edellisestä kvartaalista selvästi, kun odotimme sen vahvistuvan. Ensimmäinen kvartaali on totutusti kausiluonteisesti heikko, mutta yhdessä tilauskannan tason kanssa aiheuttaa kysymysmerkkejä kasvun kulmakertoimelle tänä vuonna.

Yhtiön tilauskanta (Q1'22: 205 MEUR) oli kuitenkin vielä noin 4 % vertailukauden yläpuolelle, mikä pitää kasvuodotuksia yllä. Yhtiö kuitenkin tarvitsee vuoden aikana uusia tilauksia, jotta kasvu jatkuisi odotetusti tästä eteenpäin. Tähän epävarmuuksia nyt tuo markkinahäiriöt ja asiakkaiden investointien mahdollinen hiipuminen epävarman taloustilanteen vuoksi.

### Kannattavuus ylitti kuitenkin odotukset

Consti Q1:n kannattavuus oli selvästi odotuksiamme parempi. Oikaistu liikevoitto laski vertailukaudesta 0,4 MEUR:oon (Q1'21: 0,5 MEUR), mutta oli -0,1 MEUR:n odotuksiamme selvästi parempi. Liikevoittomarginaali oli 0,6 %:ssa, kun odotimme -0,1 %:n marginaalia. Kvartaalin tulostaso oli vakaa yhtiön odotuksien mukaisesti, vaikka volyymitasot olivat kausiluonteisesti alhaiset. Kustannuspaineet vaikuttivat myös normaalia enemmän, mutta vaikutus on ainakin vielä jäänyt odotuksiamme pienemmäksi. Myös korona aiheutti odotuksiemme mukaan poissaoloja, mutta nähtävästi tällä ei ollut merkittävää vaikutusta tulokseen.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Consti** | Kurssi: 9.84

**Lisää** | Tavoitehinta: 13.50

## Ohjeistus jäi ennalleen

Ohjeistus kuluvalle vuodelle ennakoi edelleen tuloskasvua. Consti arvioi vuoden 2022 liiketuloksen olevan 9-13 MEUR (2021: 5,7 MEUR). Odotimme ennen tulosta, että liikevaihto kasvaa vuonna 2022 6 %:lla noin 307 MEUR:oon ja oikaistu liikevoitto nousee 10,8 MEUR:oon (EBIT-%: 3,5 %). Näkymät tukevat mielestämme tulosenusteitamme, mutta kasvuodotuksiimme voi kohdistua laskupaineita. Tilauskanta antaa mielestämme kuitenkin vielä hyvät eväät kasvaa eikä kannattavuus ole kärsinyt markkinahäiriöistä odotuksiemme mukaan. Näkymät viestivät kuitenkin nyt selkeää epävarmuutta rakennuskustannusten noususta ja materiaalien saatavuusongelmista. Geopoliittinen tilanne ei suoraan vaikuta Constiin, mutta epäsuorat vaikutukset voivat vähentää investointeja ja lykätä hankkeita. Kokonaisuutena näemme kuitenkin, että Constilla on hyvät saumat jatkaa tuloskasvuaan tänä vuonna.



**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Consti** | Kurssi: 9.84

**Lisää** | Tavoitehintaa: 13.50

## Avidly Q1-aamutulos: Kaikki kunnossa

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	7,1	8,6	8,6				-1%	35,4
Myyntikate	5,5	6,5	6,4				2 %	26,2
Liikevoitto (oik.)	0,5	0,6	0,4				46 %	1,8
Liikevaihdon kasvu-%	5,9 %	19,9 %	20,6 %				-0,6 %-yks.	18,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	6,6 %	6,9 %	4,7 %				2,2 %-yks.	5,2 %

Lähde: Inderes

Avidlyn alkuvuosi sujui lukujen valossa moitteettomasti ja yhtiö jatkoi kasvustrategiansa toteutusta onnistuneesti. Q1-liikevaihto jatkoi odotetun hyvässä kasvussa sekä orgaanisesti, että epäorgaanisesti. Kannattavuus kuitenkin odotuksiamme vastoin vahvistui vertailukaudesta. Mielestämme katsaus vahvisti yhtiön hyvän kehityksen jatkuvan ja arvioimme markkinan kurssireaktion olevan positiivinen.

### Kasvua orgaanisesti ja yrityskaupoin

Avidlyn Q1-liikevaihto kasvoi odotuksiemme mukaisesti noin 20 % 8,6 MEUR:oon ja myyntikate vastaavasti noin 18 % 6,5 MEUR:oon. Kasvuun lisäsysäyksen toi Digital 22 -yrityskauppa, jonka arvioimme vastanneen noin puolta Q1:n kasvusta. Orgaanisen kasvun ajureina on ollut uusien asiakkuuksien voittaminen Suomessa ja ulkomailla, sekä nähdäksemme myös nykyisten asiakkuuksien laajentuminen. Asiakkaiden aktiivisista markkinointipanostuksista saatiin kasvu jälle myötätuulta, sillä Kantarin mukaan Q1:lla verkkomainonta kasvoi 11,5 % vertailukaudesta. Avidlyn liikevaihto vaihtelee hieman läpilaskutettavien mediaostojen määrän takia, joten myyntikate tarjoaa mielestämme paremman indikaation kasvun vauhdista.



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



**Frans-Mikael Rostedt**  
Analytikko  
+358 44 327 0395  
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

**Avidly** | Kurssi: 3.95  
**Osta** | Tavoitehintaa: 5.00

### Kannattavuus palasi vahvistuvalle trendille

Avidlyn Q1-kannattavuus vahvistui vertailukaudesta ollen oikaistun liikevoiton tasolla 0,6 MEUR tai 6,9 % liikevaihdosta (Q1'21 6,6 %). Kehitys oli odotuksiamme vahvempaa, sillä odotimme Q4:lla nähdyn rekryointivauhdin jatkuneen myös alkuvuonna. Toisaalta luvuissa ensi kertaa mukana oleva Digital 22 mahdollisesti tuki alkuvuoden kannattavuutta, sillä yhtiö oli pienestä kokoluokastaan huolimatta itsenäisenä huomattavasti Avidlya kannattavampi yhtiö. Avidlyn raportoitua liikevoittoa heikentää johdon osakepalkkiojärjestelmän kustannusten kirjanpitovaikutus sekä yritysostojen liikearvopoistot. Tämän takia keskeisin Avidlyssa seuraamamme operatiivisen kannattavuuden mittari onkin oikaistu liikevoitto.

### Näkymät säilyvät ennallaan, positiivinen vire jatkuu

Avidly piti katsauksessa ohjeistuksensa vuodelle 2022 ennallaan. Yhtiö arvioi koko vuonna 2022 oikaistun liiketuloksen kasvavan edellisvuodesta (2021: 1,1 MEUR; Inderes 2022e: 1,8 MEUR) ja liikevaihdon olevan 34-36 MEUR. Katsaus nähdäksemme vahvisti yhtiön jatkaneen tavoitteidensa mukaisella polulla, mikä lisää jälleen luottamusta yhtiön hallittuun kasvustrategian toteutukseen. Katsaus ei vaikuta ensisilmäyksellä aiheuttavan erityisiä muutospaineita ennusteisiin. Yritystoston alkumetrieni epävarmuuden poistuttua ja kasvun jatkuttua odotetusti arvioimme markkinan kurssireaktion olevan positiivinen.



**Antti Luuro**

Analyttikko  
+358 50 571 4893  
antti.luuro@inderes.fi



**Frans-Mikael Rostedt**

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

**Avidly** | Kurssi: 3.95

**Osta** | Tavoitehintaa: 5.00

## Bittium Q1-aamutulos: Alkuvuosi sujui pelättyä paremmin

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liikevaihto	17,0	18,4	17,0				8 %		90,9
Käyttökate	1,0	1,6	1,2				37 %		14,1
Liikevoitto (oik.)	-1,5	-1,0	-1,4				-25 %		3,6
EPS (oik.)	-0,04	-0,03	-0,04				-20 %		0,08
Liikevaihdon kasvu-%	-1,5 %	7,7 %	-0,2 %				7,9 %-yks.		4,6 %
Liikevoitto-% (oik.)	-8,6 %	-5,6 %	-8,0 %				2,4 %-yks.		3,9 %

Lähde: Inderes

Bittiumin aamulla julkaisema Q1-liiketoimintakatsaus ylitti alhaiset odotuksemme. Odotimme Q1-katsausta huolestuneena yhtiön toimituskykyä merkittävästi häiritsevän komponenttipulan takia. Tätä lähtökohtaa vasten Q1-luvut olivat selkeää helpotus, sillä tuotetoimitukset olivat kohtuullisella tasolla ja suurempia ongelmia oli ilmeisesti vain Medical Technologies -tuotteissa. Q1:n avainluvut ylittivät odotuksemme erityisesti ennakoitua paremman palveluliiketoiminnan kehityksen ansiosta. Näkymiä tarkennettiin hieman Q2:lle, mutta loppuvuoden osalta ne ovat edelleen hämärän peitossa ja epävarmuus jatkuu komponenttipulan takia. Kysyntä on kuitenkin pysynyt hyvällä tasolla ja tilauskanta vahvistui Q1:llä selvästi. Kokonaisuudessaan voisi sanoa, että yhtiön ensimmäinen neljännes sujui pelättyä paremmin.



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

**Bittium** | Kurssi: 5.12  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.50

### Tuotetoimituksia saatiin ulos komponenttipulasta huolimatta

Yhtiön liikevaihto kasvoi 7,7 % yhteensä 18,4 MEUR:oon, mistä tuotepohjaisen liikevaihdon osuus oli 11,4 MEUR (Q1'21: 11,2 MEUR). Komponentteja saatiin siis lopulta kaivettua kohtuullisesti ja toimituksia tehtiin kohtuullinen määrä. Tuotepohjainen liikevaihto jakautuu Defense & Security -sektoriin (7,8 MEUR) ja Medical Technologies -sektoriin (3,6 MEUR). Näiden sektoreiden tuotetoimitusmäärät ovat kääntyneet päälaelleen vertailukaudesta, ja Medical Technologies-tuotetoimitukset jäivät selvästi odotuksistamme. Yhtiön mukaan terveysteknologiatuotteiden myynti oli komponenttipulasta johtuen huomattavan alhainen, mutta Bittium Faros -laitteiden tuotanto saatiin kuitenkin käynnistettyä uudelleen maaliskuun loppupuolella. Selvästi komponenttipula iski Q1:llä terveysteknologian tuotteisiin, mutta kysyntä on kuitenkin edelleen hyvällä tasolla. Liikevaihtoylitys suhteessa ennusteeseemme tuli palvelupuolelta. Palvelupohjainen liikevaihto oli 7,0 MEUR ja kasvoi selvästi ennakoimaamme enemmän (Q1'21: 5,9 MEUR). Yhtiön mukaan tuotekehityspalvelujen liikevaihto ja projektien kannattavuus paranivat hieman edellisvuoteen verrattuna. Connectivity Solutions -liiketoiminnassa markkinat ovat elpymässä ja asiakastapaamiset on saatu jälleen normaaliin vauhtiin, mikä vaikuttaa yhtiön mukaan liiketoimintaan positiivisesti loppuvuotta kohti mentäessä. Yhtiön mukaan työvoiman saatavuus markkinoilla on silti haasteellista ja työvoiman liikkuvuus jatkuu.



**Juha Kinnunen**

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

**Bittium** | Kurssi: 5.12

**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.50

### Tulos oli olosuhteisiin nähden hyvä

Bittiumin käyttökate oli 1,6 MEUR (Q1'21: 1,0 MEUR) ja liike-tulos oli -1,0 MEUR (Q1'21: -1,5 MEUR). Vaikka luvut ovat absoluuttisesti heikkoja myös kausiluontoisesti vaikealle ensimmäiselle neljännekselle, komponenttipulan värittämiin olosuhteisiin nähden tuloslukuihin voidaan mielestämme olla tyytyväisiä. Yhtiö ylitti ennustemme ja ilmeisesti myös omat odotuksensa. Bittiumin kannattavuus ja tulostaso ovat vahvasti riippuvaisia jaksolla tehdyistä tuotetoimituksista, joissa katetasot ovat yleensä korkeita. Kun tuotetoimituksia saatiin ulos suunnilleen odotettu määrä, epäilemme poikkeaman ennusteisiimme tulevan pääasiassa palveluliiketoiminnan ennakoiamaamme vahvemman kasvun kautta. Tuotekehityskulut olivat 5,4 MEUR ja laskivat aavistuksen (Q1'21: 5,6 MEUR), mutta niitä aktivoitiin taseeseen merkittävästi vertailukautta vähemmän (1,3 MEUR vs. 2,5 MEUR). Tämä heijastuu myös liiketoiminnan kassavirtaan, joka oli Q1:llä mukavat 3,0 MEUR ja parantui merkittävästi vertailukaudesta (Q1'21: -1,4 MEUR). Raha virtasikin alkuvuonna yhtiön suuntaan haastavasta toimintaympäristöstä huolimatta.



**Juha Kinnunen**

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

**Bittium** | Kurssi: 5.12

**Lisää** | Tavoitehinta: 5.50

## Ohjeistuksessa pientä positiivista, mutta jälkimmäisen vuosipuoliskon näkymät jäivät hämärän peittoon

Bittium oli aiemmin ohjeistanut vuoden 2022 ensimmäisen vuosipuoliskon liikevaihdon olevan samalla tasolla kuin edellisvuonna (H1'21: 39,7 MEUR) ja liiketuloksen olevan tappiollinen (H1'21: -0,7 MEUR). Yhtiö toisti tämän, mutta oli lisännyt ohjeistukseen, että vuoden toisen neljänneksen liiketuloksen odotetaan olevan positiivinen. Olemme aiemminkin ennustaneet Q2:lle positiivista liiketulosta (+0,5 MEUR), mutta alarajan antaminen on silti lievästi positiivista näkyvyyden kannalta. Lisäksi Bittiumin tilauskanta kasvoi 13 % vuoden 2021 lopusta ja oli 33,3 MEUR, mikä vahvistaa kysynnän olevan edelleen hyvällä tasolla. Yhtiön mukaan tilauskannan kasvu syntyi erityisesti tietoturva- ja puolustusteollisuuden tuotteissa ja palveluissa sekä myös lääketieteen teknologia tuotteissa. Yhtiö kertoi myös, että uniapnean mittaamiseen käytettävän laitteen Bittium Respiren lääketieteellinen MDR-hyväksyntä (Medical Device Regulation) on meneillään. Yhtiö arvioi saavansa hyväksynnän loppuvuodesta ja pääsevänsä toimittamaan ensimmäisiä laitteita asiakkaille, joilta saatu palaute on ollut "todella lupaava". Myös kommentit puolustusbudjettien nousemisesta olivat positiivisia, mikä oli toki selvää pidemmällä aikavälillä. Kokonaisuudessaan näkymät vahvistavat positiivista viirettä, mutta komponenttipula varjostaa näkymää edelleen. Yhtiön mukaan komponenttipula tulee vaikuttamaan tuoteliiketoimintaan myös loppuvuoden aikana. Toiselle vuosipuoliskolle emme saaneet ohjeistusta, joten siellä näkymät pysyvät toistaiseksi hämärän peitossa. Pyrimme selkeyttämään kokonaiskuvaa päivän aikana.



**Juha Kinnunen**

Osakestrategi, analyytikko

+358 40 778 1368

juha.kinnunen@inderes.fi

**Bittium** | Kurssi: 5.12

**Lisää** | Tavoitehinta: 5.50



## Tokmanni Q1-aamutulos: Kohtuullinen suoritus vaikeassa markkinassa

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	226	227	223				2 %	1162
Liikevoitto (oik.)	6,8	-0,5	3,3				-115 %	99,4
Tulos ennen veroja	5,2	-2,8	0,8				-437 %	89,4
EPS (raportoitu)	0,07	-0,04	0,01				-454 %	1,21
Liikevaihdon kasvu-%	13,6 %	0,6 %	-1,5 %				2,1 %-yks.	1,8 %
Liikevoitto-% (oik.)	3,0 %	-0,2 %	1,5 %				-1,7 %-yks.	8,6 %

Lähde: Inderes

Tokmanni julkisti aamulla Q1-raporttinsa, jonka suhteen odotuksemme olivat laskeneet tiistaina annetun koko vuotta koskeneen tulosvaroituksen myötä. Q1:n myynti nousi lievästi plussalle, mikä oli odotuksiamme parempaa. Yhtiön liikevoitto jäi silti odotuksista kustannusinflaation jyllätessä ja myynnin kasvun pitäisi olla nykyistä parempaa, jotta kulurakenne skaalautuisi. Muistutamme sijoittajille, että Q1 on kausiluontoisesti heikoin ja se ei vielä määritä koko vuoden tuloskehitystä. Tuore liikevoitto-ohjeistus 90-110 MEUR (2021: 105,7 MEUR) toistettiin odotetusti ja tämän päivän tulosinfossa meitä kiinnostavat etenkin mitä oletuksia ohjeistus pitää sisällään markkinan loppuvuoden kehityksestä.



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

**Tokmanni** | Kurssi: 13.50  
**Osta** | Tavoitehinta: 17.00

## Yhtiö palasi markkinaosuuden voittamiseen, mikä oli tärkeää

Yhtiön Q1 liikevaihto kasvoi 0,6 %:lla 227 MEUR:oon, mikä ylitti odotuksemme (223 MEUR) vaikeassa markkinassa. Ensimmäisen vuosineljänneksen lopussa Tokmannilla oli 197 myymälää Q1'21: 192). Vertailukelpoinen liikevaihto laski kuitenkin jopa 2,7 %, kun se vertailukaudella kasvoi 12,7 %:lla. Vertailukelpoisten myymälöiden asiakasmäärä laski 4,1 % (-1,4 %) ja kokonaisasiakasmäärä laski 1,0 % (-0,8 %) edellisvuoden vastaavaan kauteen verrattuna. Vertailukelpoisten myymälöiden keskiostos sen sijaan kasvoi 1,5 % ja oli 20,05 euroa. Kasvaneen inflaation seurauksena tapahtunut ostovoiman heikentyminen ja yleinen kuluttajaluottamuksen lasku vaikuttivat asiakaskäynteihin ja sen myötä myynnin kehitykseen. Yleiseen kuluttajaluottamukseen on todennäköisesti vaikuttanut osaltaan myös helmikuussa käynnistynyt Venäjän ja Ukrainan välinen sota.

Päivittäistavarakauppa ry:n (PTY, [www.pty.fi](http://www.pty.fi)) tilaston mukaan käyttövaramarkkina laski 1,9 % vuoden Q1:n aikana, ja siten Tokmanni onnistui ottamaan markkinaosuutta, mikä oli tärkeää viime kvartaalin heikomman kehityksen jälkeen.

Yhtiön myyntikate oli 32,4 % laskien vahvasta vertailukaudesta (Q1'21: 33,1 %) ja alitti hieman ennustemme. Yhtiö kertoi, että tuotteiden hankintahinnat ja kotimaan kuljetuskustannukset ovat nousseet merkittävästi. Myös henkilöstökulut ja muut kulut olivat nousseet 57,3 MEUR:oon, mikä ylitti odotuksemme (Q1'21: 52,7 MEUR) niiden kasvettua nyt 9 %:lla. Henkilöstökuluja kasvatti alkuvuonna pandemian aiheuttamat sairauspoissaolot, ja kiinteistö kustannusten nousuun vaikutti erityisesti energian korkea hinta sekä yleinen kustannusinflaatio. Kohonneita kustannuksia on edelleen viety Tokmannin toimesta viiveellä kuluttajahintoihin, sillä halpakauppamaine on yhtiölle kaikki kaikessa.



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

**Tokmanni** | Kurssi: 13.50  
**Osta** | Tavoitehintaa: 17.00

### Tulos jäi lievästi odotuksista

Edellisten seurauksena liikevoitto laski 0,5 MEUR:oon tappiolle (Q1'21: 6,8 MEUR). Ensimmäinen kvartaali on Tokmannille kausiluontoisesti heikoin ja ennen pandemiaolosuhteita Q1 oli yhtiölle myös perinteisesti tappiollinen kvartaali, joten liikevoiton tappiolisuus ei sisältänyt suurempaa draamatiikkaa. Suoritus jäi silti lievästi omasta ennusteestamme (3,3 MEUR).

### Uusi ohjeistus annettiin jo tiistaina

Yhtiö toisti odotetusti tiistaina annetun 90-110 MEUR:n liikevoitto-ohjeistuksensa. Asiakkaiden ostovoiman heikentyminen ja kuluttajaluottamuksen lasku vaikuttivat asiakaskäynteihin yhtiön aiempia oletuksia enemmän. Poikkeuksellisesta markkinatilanteesta huolimatta yhtiö uskoo, että halpakaupan rooli ja tehtävä korostuvat halpojen hintojen merkityksen kasvaessa asiakkaille.

Tokmannin toiseksi tärkein myyntijakso, kevätsezonki on käynnistymässä. Edelliseen vuoteen verrattuna yhtiö kertoi olevansa erittäin hyvässä tilanteessa tuotteiden riittävyyden osalta. Kevät on kuitenkin myöhässä ja jos kestävää muutosta säässä ei tapahdu voi se arviomme mukaan painaa tärkeän sesonkimyynnin sujumista osaltaan. Tokmannin vaihto-omaisuus oli 305,9 MEUR maaliskuun 2022 lopussa (Q1'21: 250,4 MEUR).



**Olli Vilppo**

Analyytikko

+358 40 761 9380

olli.vilppo@inderes.fi

**Tokmanni** | Kurssi: 13.50

**Osta** | Tavoitehintaa: 17.00

## Fiskars Q1-aamutulos: Ennusteilla pyyhittiin vapun kunniaksi lattiaa

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
<b>Liikevaihto</b>	302	333	280	291	280	- 317	19 %	1279	
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	46,6	51,8	37,1	40,4	36,0	- 48,4	40 %	157	
<b>Liikevoitto</b>	45,9	41,4	37,1	40,4	36,0	- 48,4	12 %	157	
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,10	0,38	0,36	0,35	0,32	- 0,38	5 %	1,53	
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	17,9 %	10,1 %	-7,4 %	-3,7 %	-7,3 %	- 4,9 %	17,5 %-yks.	2,0 %	
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	15,4 %	15,6 %	13,3 %	13,9 %	12,9 %	- 15,3 %	2,3 %-yks.	12,3 %	

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Fiskarsin Q1-raportti ylitti meidän ja konsensuksen odotukset sekä kasvun että kannattavuuden osalta yhtiön lunastaessa uuden strategiakauden lupauksia. Erittäin vahvasta vertailukaudesta huolimatta yhtiö jatkoi vakuuttavaa kasvua ja onnistui parantamaan bruttokatemarginaaliaan kustannusinflaatiosta huolimatta. Ennusteiden ylitystä rajoitti Venäjän liiketoimintojen lakkauttamiseen liittyvät kertaluonteiset kulut, jotka painoivat raportoituja lukuja.

### Kasvua nähtiin jokaisessa liiketoimintayksikössä

Fiskarsin tuotteiden kysyntä säilyi Q1:llä hyvällä tasolla ja liikevaihto kasvoi 10 % 333 MEUR:oon. Suoritus oli vakuuttava ja konsensus odotti liikevaihdon laskevan erittäin vahvalta vertailukauden tasolta. Kasvu oli laaja-alaista ja sai tukea kaikilta liiketoimintayksiköiltä (Vita +12 %, Terra +10 %, Crea +6 %). Etenkin Terran kasvu oli vakuuttavaa, koska myydystä Pohjois-Amerikan kasteluliiketoiminnasta oikaistu kasvu oli 20 %.



**Thomas Westerholm**

Analyytikko

+358 50 541 2211

thomas.westerholm@inderes.fi

**Fiskars Group** | Kurssi: 20.15  
**Lisää** | Tavoitehinta: 24.00

## Bruttokatemarginaali parani haastavassa ympäristössä

Fiskarsin kannattavuudessa ei ollut merkkejä kustannuspaineista, sillä yhtiön bruttokate kasvoi liikevaihtoa nopeammin ja oli 147,9 MEUR (+12 %). Positiivinen kehitys näkyi myös tuloslaskelman alemmilla riveillä ja vertailukelpoinen liikevoitto kasvoi 11 % indikoiden, että Q4:llä nähty kasvanut kulurakenne olisi sisältänyt joitain väliaikaisesti paisuneita elementtejä. Fiskarsin raportoitua liikevoittoa painoi -10,3 MEUR:n kertaluonteiset erät, jotka sisälsivät tuoton Pohjois-Amerikan kasteluliiketoiminnan myynnistä, varojen alaskirjauksesta ja varaukset liittyen Venäjän markkinoilta poistumiseen sekä varaukset liittyen muutoksiin johtoryhmässä.

Odotuksiemme nähden suurin yllätys kannattavuuden saralla oli Vita-segmentti, joka onnistui säilyttämään vertailukelpoisen liikevoiton vertailukauden tasolla. Historiallisesti Q1:llä on ollut tapana olla Vitalle tappiollinen, mutta segmentti antaa nyt kaivattuja näyttöjä segmentin tuloskunnon pysyvistä tasokorjauksesta. Segmentin myyntimäärien kasvun ja bruttokatteen paranemisen vaikutus käytettiin yhtiön mukaan omien kanavien kiihdytysohjelmiin. Konsernin tulosparannusta ajoi kuitenkin Terra-segmentti, jonka vertailukelpoinen liikevoitto kasvoi 14 % kasvaneen myynnin vetämänä. Crea-segmentin vertailukelpoinen liikevoitto säilyi edellisvuoden tasolla, koska kasvaneet markkinointi- ja myyntikustannukset kumosivat parantuneen bruttokatteen vaikutukset kannattavuuteen.

## Ohjeistus säilytettiin odotetusti ennallaan

Fiskars säilytti odotuksiemme mukaisesti paranevaa vertailukelpoista liikevoittoa (2021 oik. EBIT: 154,2 MEUR) indikoivan ohjeistuksensa ennallaan. Yhtiön mukaan helmikuusta lähtien toimitusketjussa on ollut merkittäviä haasteita, ja tuotantokustannusten nousu on kiihtynyt sekä Ukrainan sodan että Kiinan koronapandemiaan liittyvien häiriöiden seurauksena. Bruttokatteen kehityksestä huomaa kuitenkin, että yhtiö on kyennyt lieventämään kyseisten tekijöiden vaikutusta omaan kannattavuuteensa, minkä seurauksena meidän mielestämme kuluttajaluottamuksen kehitys on kuluvaa vuotta ajatellen Fiskarsin näkökulmasta suurempi huolenaihe. Q1-raportti oli kuitenkin todella vahva ja aiheuttaa nousupainetta ennusteisiimme.



**Thomas Westerholm**

Analyytikko

+358 50 541 2211

thomas.westerholm@inderes.fi

**Fiskars Group** | Kurssi: 20.15

[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 24.00

## Kesko Q1-aamutulos: Vahva tulos oli jo tiedossa ennakkotietojen perusteella

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	2 539	2 707	2 707				0 %		11678
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	117	144	144				0 %		787
<b>EPS (oik.)</b>	0,20	0,27	0,26				5 %		1,46
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	0,0 %	6,6 %	6,6 %				0 %-yks.		3,3 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	4,6 %	5,3 %	5,3 %				0 %-yks.		6,7 %

Lähde: Inderes

Kesko julkaisi aamulla Q1-raporttinsa, jonka vahva liiketulos ei enää ollut yllätys maanantaina annetun positiivisen tulosvaroituksen jälkeen. Itse raportissa mielenkiinto kohdistui liikevoiton jakautumiseen eri segmenttien välillä sekä niiden markkinoiden kehityksestä lausuttuihin uusiin tietoihin. Kokonaisuutena raportti ei ensisilmäyksellä tarjonnut suurempia yllätyksiä. Yhtiön kvartaalitulo on parantunut peräkkäin jo 12 kertaa vertailukaudesta ja oleellinen kysymys edelleen on, kuinka kauan ennätystehtailu voi jatkua. Seuraavaksi suuntaamme Keskon sijoittajapuheluun, joka alkaa kello 9.00.



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

**Kesko** | Kurssi: 25.38  
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 27.00

## Segmenttien kehityksessä ei ollut suurempia yllätyksiä

Keskon Päivittäistavaran (PT) Q1:n liikevoitto laski 80,3 MEUR:oon (Q1'21: 81,1 MEUR). Kyseessä oli jälleen hyvä suoritus, sillä pääsääisen ajoitus toi Ruokakauppaan merkittävää vastatuulta. Kesko kertoi, että uusien toimijoiden tulolla Suomen ruokakauppaan ei ole ollut näkyvää vaikutusta Keskon liiketoimintaan. Yhtiön verkkokaupan kehityksessä ei ole eroa pääkaupunkiseudun ja muiden alueiden välillä huolimatta pääkaupunkiseudulla aloittaneista uusista toimijoista (Oda). Pandemian väistyessä kulutuksen kasvu on ollut nopeaa foodservicessä. Kespron liikevaihto nousi uuteen ennätykseen ja kasvoi yli 27 %. Kespro on edelleen kasvattanut merkittävästi markkinaosuuttaan.

Rakentamisen ja talotekniikan (R&T) liikevoitto kasvoi 61,5 MEUR:oon (Q1'21: 31,7 MEUR). Etenkin Onninen paransi 36,6 MEUR:oon (Q1'21: 16,6 MEUR). Myös Rautakaupan tulos nousi 20,1 MEUR:oon (Q1'21: 13,5 MEUR). Myös Urheilukauppa ja Senukai paransivat liikevoittojaan hieman. Kesko totesi, että rakentamisen aktiviteetti on korkealla tasolla Pohjois-Euroopassa ja voimistunut hintainflaatio kasvattaa myös rakentamisen ja talotekniikan kaupan markkinaa. Pitkittyessään hintainflaatio voi siirtää rakennusprojektien aloitusta.

Autokaupan liikevoitto laski 9,9 MEUR:oon (Q1'21: 11,2 MEUR) saatavuusongelmien laskettua myyntiä yli 20 %:lla. Ongelmista huolimatta autokaupan kannattavuus parani ja strategiset muutokset vaikuttavat purevan. Tulosta paransivat myyntikatteiden kasvu ja kustannussäästöt. Kokonaisuutena Keskon vertailukelpoinen liikevoitto nousi ennakkotietojen mukaisesti 144 MEUR:oon. Oikaistu osakekohtainen tulos oli 0,27 euroa (Q1'21: 0,20 euroa).

## Näkymistä ei kerrottu raportissa juuri uutta

Kesko toisti maanantain positiivisen tulosvaroituksen sanoman ja vuonna 2022 vertailukelpoisen liikevoiton odotetaan olevan haarukassa 730-840 MEUR, aikaisemmin arvio oli 680-800 MEUR. Ennustemme ovat Q1-tulos huomioituna nyt 787 MEUR:ssa, mutta tarkastelemme vielä raporttia tarkemmin ja teemme mahdollisia hienosäätöjä niihin.



**Olli Vilppo**

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

**Kesko** | Kurssi: 25.38

**Lisää** | Tavoitehinta: 27.00

## Sanoma Q1-aamutulos: Raportti oli hyvin linjassa odotuksiemme kanssa

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	210	211	216	214	210	- 218	-2 %	1293
Liikevoitto (oik.) ilman PPA	-10,0	-10,4	-12,1	-11,8	-15	- 9		202
Liikevoitto	-23,8	-22,0	-23,3	-23,7	-27	- 22		157
Tulos ennen veroja	-27,6	-25,2	-25,8	-26,0	-29	- 25		147
EPS (raportoitu)	-0,12	-0,11	-0,14	-0,14	-0,15	- 0,12		0,68
Liikevaihdon kasvu-%	11,9 %	0,2 %	2,6 %	1,9 %	0,1 %	- 4,0 %	-2,4 %-yks.	3,3 %
Liikevoitto-% (oik.) ilman PPA	-4,8 %	-4,9 %	-5,6 %	-5,5 %	-6,9 %	- 4,3 %	0,7 %-yks.	15,6 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Sanoma julkisti aamulla Q1-raporttinsa, joka oli varsin yllätyksetön. Kokonaisuutena Sanoman tuloksen muodostumisen kannalta hiljaisemman kvartaalin raportin yleiskuva oli melko neutraali, kun yhtiö myös toisti aiemman ohjeistuksensa ennakoitua ja myös markkinakommentit olivat odotuksien mukaiset. Sanoman klo 11.00 alkavaa tulosinfoa voi seurata inderesTV:stä.

### Liikevaihto alitti odotuksemme hienoisesti Media Finlandissa

Sanoman liikevaihto säilyi Q1:llä käytännössä vertailukauden tasolla ja oli 211 MEUR, mikä jäi aavistuksen sekä meidän että konsensuksen ennusteista. Tämän taustalla oli lievästi odotuksiamme matalampi liikevaihtotas Media Finlandissa, minkä taustalla taas oli hieman odotuksistamme jääneet mainos- sekä tilausmyynti. Learning liikevaihto taas osui hyvin odotuksiemme kausiluonteisesti pienellä neljänneksellä.



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

**Sanoma** | Kurssi: 12.32  
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 14.00



### Tulosrivit pääasiassa linjassa odotuksien kanssa

Sanoman operatiivinen liiketulos (ilman PPA-poistoja) oli Q1:lla -10,4 MEUR, mikä oli hieman odotuksia vähemmän tappiollinen. Segmentteittäin katsottuna Learningin liiketappio oli hienoisesti odotuksiamme pienempi. Vastaavasti Media Finlandin kannattavuus jäi aavistuksen odotuksistamme, mikä yhdessä pienen liikevaihdon alituksen kanssa johti hienoisesti odotuksiamme matalampaan operatiiviseen tulokseen. Alemmillä riveillä Sanoma kirjasi Q1:lle hieman odotuksiamme suuremmat positiiviset verot, minkä seurauksena Q1:n osakekohtainen tappio -0,11 euroa/osake oli odotuksia matalampi.

### Ohjeistus ennallaan, markkinakommentit yllätyksettömät

Sanoma toisti ohjeistuksensa vuodelle 2022, jonka mukaan yhtiö odottaa konsernin raportoidun liikevaihdon olevan 1,25-1,3 mrd. euroa (2021: 1,125) ja operatiivisen liikevoitto-%:n ilman hankintamenojen poistoja olevan 15-16 % (2021: 15,8 %). Ennusteissamme ennen Q1-raporttia odotimme Sanomalta vuonna 2022 noin 3 %:n liikevaihdon kasvua ja 15,6 %:n oikaistua liikevoitto-% (ilman PPA-poistoja), mitkä olivat linjassa konsensuksen vastaavan ennusteen kanssa. Tätä ja hyvin odotuksien kanssa linjassa ollutta Q1-raporttia mukaillen ei alustavan arviomme mukaan kuluvan vuoden ennusteisiimme kohdistu olennaisia muutospaineita.

Markkinakommenteissa yhtiö arvioi Espanjan opetussuunnitelmauudistuksen kompensoivan suurin piirtein odotetun Puolan laskun kuluvana vuonna. Lisäksi mediamainonnan osalta yhtiö kommentoi, että sota Ukrainassa aiheutti tilapäistä hidastumista maaliskuussa ja huhtikuun alussa. Nyt yhtiö kuitenkin arvioi markkinan olevan palautumassa aiemmin arvioidulle tasolleen.



**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Sanoma** | Kurssi: 12.32

**Lisää** | Tavoitehinta: 14.00

## Wärtsilä: Hyvä suoritus hankalassa markkinassa

Wärtsilän Q1-numerot osuivat kohtuullisen lähelle ennusteita, vaikka oikaistu suhteellinen kannattavuus jäikin hieman alle odotusten. Marginaaleja painoi heikentynyt myyntimix sekä kustannusten voimakas nousu. Wärtsilän Q2-ohjeistus oli pettymys, mutta ymmärrettävä nykyisessä hyvin turbulentsissa markkinatilanteessa. Heikko näkyvyys kysyntä- ja tulosajureihin on saanut meidät leikkaamaan vuosien 2022-2024 ennusteitamme. Säilytämme osakkeen lisää-suosituksen arvostuksen ollessa huomattavan edullinen. Ennusteidemme laskettua noin 10 %:lla leikkaamme tavoitehinnan 9,50 (aik. 10,60) euroon.

### Konsernin luvut suunnilleen linjassa

Wärtsilän Q1-tilauskertymä (+11 % v/v) osui lähelle omaa ja konsensusennustetta. Liiketoiminnoista positiivisimmin yllätti Marine Power, kun taas Energyn tilaukset jäivät alakanttiin. Konsernin liikevaihto kasvoi suurin piirtein odotettua tahtia. Vahvimmin odotukset ylitti Energy muiden yksiköiden jäädessä hieman ennusteista. Konsernin laiteliikevaihto (+48 % v/v) kasvoi palveluliikevaihtoa (+17 % v/v) nopeammin, jolloin liikevaihtomix heikentyi vuoden takaisesta. Liiketoimintojen oikaistut EBIT-marginaalit olivat suurin piirtein linjassa odotuksiin lukuun ottamatta Voyagea, jonka kannattavuus oli edelleen heikko. Liikevaihdon kasvu tarjosi Wärtsilälle tulosvipua, mutta epäsuotuisampi myyntimix ja kustannusten selvä nousu rasittivat kannattavuutta. Aiemmin kerrotun mukaisesti Wärtsilä teki Venäjän-liiketoiminnoistaan 200 MEUR:n alaskirjauksen, joka näkyi liikevoitossa kertaluonteisena eränä.



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

**Wärtsilä** | Kurssi: 7.75

**Lisää** | Tavoitehintaa: 9.50

### Ennusteissa tarvitaan vielä lisää varovaisuutta

Wärtsilä odottaa Q2'22:n kysyntäympäristön olevan samankaltainen kuin Q2'21:llä, mikä oli pettymys. Markkina-aktiiviteettia hillitsevät Kiinan covid-sulkutoimet, Ukrainan sota, kiihtynyt inflaatio ja toimitusketjujen häiriöt. Lisähaasteen Wärtsilän kasvulle tuo asiakkaiden pitkittynyt päätöksenteko sähkön varastointijärjestelmien markkinoilla. Taustalla on akkumetallien huomattava kallistuminen ja asiakkaat yrittävät tällä hetkellä sopeutua uuteen markkinatilanteeseen. Rakenteilla olevien uusiutuvien voimanlähteiden (kuten tuulipuistojen) säätövoimana tarvitaan kuitenkin varastointia eikä sen hankkimista voida lykätä kovin pitkään. Wärtsilä puhui mieluummin kuukausista kuin vuosista. Wärtsilän hankinnoissa inflaatiopaine on kasvanut viime vuodesta ja tilanteen odotetaan jatkuvan koko vuoden. Wärtsilällä on joitakin mahdollisuuksia suojautua kustannusinflaatiolta, mutta monissa sopimuksissa näitä keinoja ei kuitenkaan ole ja Wärtsilä kantaa riskin. Edellä mainitut epäsuotuisat tekijät ovat saaneet meidät leikkaamaan vuosien 2022-2024 liikevaihtoennusteitamme 8-10 %:lla ja oikaistuja EBIT-ennusteita 5-11 %:lla.

### Arvostus aina vain houkuttelevampi

Wärtsilän osakkeen kokonaistuotto-odotus on vuoden 2023 kertoimilla 17 % v/v, mikä ylittää selvästi n. 8 %:n tuottovaatimuksen. Osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus on siten houkutteleva. Vuoden 2023 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 18-26 % alle verrokkien mediaanin ja selvästi alle osakkeen omien historiallisten kertoimien. Kerroinhinnoittelu onkin kokonaisuutena edullinen. Kassavirtamallimme indikoi osakkeelle 47 %:n nousupotentiaalia, mikä on huomattavan paljon.



**Erkki Vesola**

Analyytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Wärtsilä** | Kurssi: 7.75

**Lisää** | Tavoitehinta: 9.50

## Stora Enso: Riski piilee markkinatilanteen täydellisyydessä

Toistamme Stora Enson vähennä-suosituksemme, mutta nostamme tavoitehintamme 18,00 euroon (aik. 17,00 €) positiivisia ennustemuutoksia peilaten. Stora Enson lyhyen ajan markkinatilanne on väkivahva ja räväkkä tuloskasvu näyttää jatkuvan tänä vuonna. Toisaalta riski syklisen tuloshuipun lähestymisestä on mielestämme yhä turhan iso, mitä arviomme myös markkinoiden hermoilevan yhtiössä yhä enenevissä määrin. Siten emme näe ostoja enää tässä vaiheessa riskien arvoisena, vaikka kuluvan vuoden arvostuskertoimet ovatkin hyvin matalia ja edessä on kohtuullisella todennäköisyydellä myös positiivinen tulosvaroitus kuluvasta vuodesta.

### Yhtiö takoi taas väkivahvan tuloksen tulikumilla markkinoilla

Stora Enson liikevaihto kasvoi Q1:llä 23 % (+29 % ilman Paperia) etenkin erittäin suotuisan hinnoittelutilanteen ajamana. Volyymeissä kehitys oli sen sijaan jo kaksijakoista. Stora Enson oikaistu liikevoitto kasvoi Q1:lla 54 % vertailukauden hyvältä tasolta nykymuotoisen yhtiön kvartaaliennätykseen 503 MEUR:oon. Operatiivinen tulos ylitti meidän ja konsensuksen ennusteet noin 15 %:lla. Ylityksen pääajuri oli vahva hinnoittelu ja myös kulujen nousu jäi ennusteita maltillisemmaksi. Divisioonatasolla ainoa heikko lenkki oli pieni Packaging Solutions, kun taas kaikki muut teolliset yksiköt (ml. viime vuonna tarponut Paper) takoivat vahvat numerot suotuisassa markkinassa. Kommentoimme tulosta tarkemmin eilen [täällä](#).



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Stora Enso** | Kurssi: 17.84

**Vähennä** | Tavoitehinta: 18.00

## Suotuisa markkinatilanne on jatkunut odotettua pidempään ja nostimme lyhyen ajan ennusteitamme

Stora Enso toisti Q1-raportissaan kuluvaan vuoden ohjeistuksensa jokseenkin viime vuoden tasolla olevasta oikaistusta liikevoitosta (2021: oik. EBIT 1528 MEUR). Ohjeistuksen toisto tässä vaiheessa vuotta oli odotustemme mukaista, mutta erinomaisten Q1-numeroiden ja sektorin viime viikkojen suotuisan uutisvirran ansiosta ohjeistus näyttää jo varovaiselta. Stora Ensoa vaikuttaa tukevan aiempia odotuksiamme pidempään erittäin vahva kysyntä- ja etenkin hinnoittelutilanne useissa tuoteryhmissä. Yhtiön kapasiteetti on myös myyty yhä täyteen. Myötätuulen pitkittymisestä huolimatta suhtaudumme edelleen hyvin skeptisesti etenkin sahatavaran, sellun ja aaltopahvin raaka-aineiden (sekä vastaavasti tiettyjen tuotantopanosten) pilviä hipovien hintojen kestävyyyteen siinä vaiheessa, kun globaalien eri syistä muodostuneet tarjontarajoitteiden poistuminen löysää markkinoita ja/tai globaalin talouden hidastuminen rauhoittaa terävimmän kärjen kysynnältä. Nostimme Q1-raportin jälkeen Stora Enson oikaistun liikevoiton ennusteitamme noin 17 % tälle vuodelle ja noin 5-7 % lähivuosille. Odotamme Stora Enson oikaistun liikevoiton kohoavan tänä vuonna 15 % 1,8 miljardiin euroon eli käytännössä ennusteemme odottaa yhtiöltä jo ohjeistuksen nostoa. Lähivuosina ennustamme kuitenkin tulokunnan rauhoittuvan 1,3-1,4 miljardin euron haarukkaan. Pääajuri tulostason joustolle on hinnoittelun normalisoituminen, mitä vakaa volyymikasvu ja tiettyjen kulupiikkien rauhoittuminen eivät arviomme mukaan riitä täysimääräisesti kompensoimaan.

## Tuotto-odotus on mielestämme noin tuottovaatimuksen tasolla

Stora Enson ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2022 ja 2022 ovat 11x ja 14x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 9x. Kuluvaan vuoden kertoimilla osake edullinen ja arvostuksen sijaan sijoittajien riskit yhtiössä keskittyvät nykyisen tulostason kestävyyyteen. Vuoden 2023 kertoimet ovat sen sijaan yhtiön 5 vuoden mediaaninen tasoilla. Osakkeen arvostus, H1:n jälkeen tasoittuva tulokasvu sekä noin 4 %:iin asettava osinkotuotto eivät mielestämme muodosta riskinottoon kannustavaa tuotto-odotusta enää tässä vaiheessa. Kyttäämme siten käynnissä olevista tulosjuhlista huolimatta mieluummin parempaa ostopaikkaa Stora Ensossa kuin otamme riskin syklin huipulla ilman turvamarginaalia tehdyistä ostoista.



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Stora Enso** | Kurssi: 17.84

**Vähennä** | Tavoitehinta: 18.00

## Fondia: Rohkaisevia merkkejä

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes		Inderes
Liikevaihto	5,3	6,2	5,9					5 %	23,7
Käyttökate	0,5	0,6	0,6					2 %	2,2
Liikevoitto	0,3	0,5	0,4					19 %	1,4
Liikevaihdon kasvu-%	-4,2 %	18,1 %	12,0 %					6,1 %-yks.	12,5 %
Liikevoitto-%	6,3 %	7,3 %	6,5 %					0,8 %-yks.	5,7 %

Lähde: Inderes

Toistamme Fondialle lisää-suosituksen tavoitehinnalla 7,0 euroa yhtiön Q1-liiketoimintakatsauksen jälkeen. Alkuvuoden avainlukujen perusteella yhtiön käänne etenee oikeilla raiteilla, henkilöstön vaihtuvuus on rauhoittunut ja näkymät ovat edelleen hyvät. Tulositytyksestä huolimatta koko vuoden 2022 tuloseennusteissa ei tapahtunut merkittävää muutosta, mutta odotamme nyt yhtiöltä hieman aiempaa voimakkaampaa kasvua. Osakkeen arvostus on erittäin houkutteleva suhteessa potentiaaliin (2024e EV/EBIT 7x), mutta tämän vuoden tulos ei riitä vielä nousuajuriksi (2022e EV/EBIT 14x).



**Juha Kinnunen**

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

**Fondia** | Kurssi: 6.64

**Lisää** | Tavoitehinta: 7.00

## Alkuvuoden avainluvut ylittivät odotuksemme

Fondian liikevaihto kasvoi Q1:llä 18,1 % yhteensä 6,2 MEUR:oon, kun ennusteemme oli 5,9 MEUR (+12 %). Ruotsin kasvu oli peräti 46,9 %, Baltian 12,8 % ja tärkeämpänä Suomen liiketoiminta saatiin hyvään 9,7 %:n kasvuun. Kasvua tuki onnistuneen toimeenpanon ohessa hyvin jatkunut myynti sekä aiemmat onnistuneet rekrytoinnit, joiden laskutusasteet ovat nyt parantuneet. Henkilöstömäärä (FTE) kasvoi 14,4 % ja ylimääräinen vaihtuvuus on poistunut, mutta valikoituja rekrytointeja on jatkettu. Kannattavuus parani vaisusta vertailukaudesta liikevoitto-marginaalin ollessa 7,3 % (Q1'21: 6,3 %), mitä kautta liiketulos nousi 0,5 MEUR:n tasolle (Q1'21: 0,3 MEUR. Taso on edelleen vaisu ja kaukana yhtiön potentiaalista, mutta kannattavuuskehityksen suunta on nyt kuitenkin oikea. Mielestämme yhtiö selvisi ensimmäisestä näytönpaikastaan kunnialla.

## Ennusteissa vain hienosäätöä, mutta epävarmuutta Q1-luvut pienensivät

Fondia toisti vuoden 2022 ohjeistuksensa, joka odottaa liikevaihdon ja liikevoiton kasvavan vuoteen 2021 verrattuna. Ohjeistus on mielestämme varovainen eikä se vaadi paljoa, sillä vuoden 2021 vertailutaso on erittäin heikko. Omat ennusteemme ovat merkittävästi ohjeistuksen vaatimaa rimaa korkeammalla, ja luottamus niiden toteutumiseen vahvistui rohkaisevien merkkien ansiosta. Olemme nostaneet vuoden 2022 liikevaihdon kasvuennustetta noin 12,5 %:n tasolle (aik. 10 %), mutta tulosenusteemme pysyivät käytännössä ennallaan. Odotamme liikearvon poistoista (0,2 MEUR) oikaistun liikevoiton kasvavan 1,6 MEUR:oon (2021: 0,8 MEUR), mikä vastaisi isossa kuvassa maltillista 6,6 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Kannattavuuden suurempaa parantumista jarruttaa arviomme mukaan palkka- ja kustannusinflaatio sekä yhtiön jatkamat rekrytoinnit. Mielestämme Fondialla on kaikki edellytykset tehdä tänä vuonna ehjä tulos sekä selkeä tuloskäännöksen pitkän korpivaelluksen jälkeen, mikä vaatii positiivisen kehityksen jatkumista myös tulevina neljänneksinä.



**Juha Kinnunen**

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

**Fondia** | Kurssi: 6.64

**Lisää** | Tavoitehintaa: 7.00

### Arvostuksessa on enemmän mahdollisuuksia kuin uhkia

Näkemyksemme mukaan Fondian käypä arvo on edelleen noin 8-10 euroa, mutta haarukkaan pääseminen vaatii yhtiöltä paluuta kestävästi tuloskasvuun. Fondia otti Q1:llä ensimmäisen kriittisen askeleen markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi, mutta tämän vuoden odotettu tulosparannus ei riitä nostamaan osaketta haarukkaan (2022e EV/EBIT 14x) varsinkaan osakemarkkinoilla nousseessa vastatuulella. Vuoden 2022 tulos ei kuitenkaan ole lähelläkään Fondian potentiaalia. Nykyisillä ennusteilla arvostus putoaa ensi vuonna jo (2023e EV/EBIT 10x), mikä on mielestämme matala taso sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkiryhmään. Luottamuksemme yhtiön käänteeseen on vahvistunut, mutta toisaalta osakemarkkinoihin yleisesti liittyvä epävarmuus on kasvanut, mikä painaa hyväksyttäviä arvostustasoja. Tässä mielessä myös vaatimustaso Fondiaa kohtaan on nousussa.



**Juha Kinnunen**

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

**Fondia** | Kurssi: 6.64

**Lisää** | Tavoitehintaa: 7.00



## Konecranes: Marginaaleja aletaan vinssata ylös

Konecranesin Q1-tilauskertymä ylitti reilusti odotukset, mutta muut numerot menivät alakanttiin. Yhtiö toisti 2022-ohjeistuksensa liikevaihdon kasvusta ja oikaistun EBITA-kateprosentin paranemisesta, mikä oli positiivista. Osake on kaikilla mittareilla houkuttelevasti hinnoiteltu. Säilytämme osta-suosituksemme entisellä 39,00 euron tavoitehinnalla.

### Kohtuusooritus hankalissa oloissa

Konsernin Q1-tilaukset kasvoivat 35 % v/v, mikä ylitti selvästi sekä oman että konsensusennusteen. Kasvua tuli kaikilla kolmella liiketoiminta-alueella ja tilauskanta nousi kaikkien aikojen ennätykseen. Q1-liikevaihto jäi melko selvästi odotuksista, huolimatta yhtiön tekemien hinnankorotusten arviolta +7 %...+8 %:n v/v positiivisesta vaikutuksesta. Syitä olivat komponenttipula sekä logistiikkaongelmat eli esimerkiksi rahtikapasiteetin puute. Ongelmat näkyivät etenkin Satamaratkaisuissa, jossa liikevaihto laski 25 % v/v. Kun huomioidaan liikevaihdon jääminen odotuksista ja vastaava negatiivinen tulosvipu, ei konsernin 6,6 %:n oikaistu EBITA-marginaali ollut kovin heikko suhteessa odotuksiin. Liiketoiminta-alueiden kannattavuuskehityksessä oli kuitenkin suuria eroja. Kertaluonteiset kulut painoivat konsernin raportoitua liiketulosta yhteensä 57 MEUR:lla, josta valtaosa johtui Venäjän ja Ukrainan arvonalennuksista ja peruutetusta projektimyynnistä.



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

**Konecranes** | Kurssi: 26.63  
**Osta** | Tavoitehinta: 39.00

## Markkina tarjoaa edelleen mahdollisuuden tuloskasvuun

Konecranes on optimistinen Q2'22:n kysyntänäkymistä. Teollisuusasiakkaissa kysyntäympäristö on Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa hyvällä tasolla, mistä kertovat korkeat kapasiteetin käyttöasteet sekä ostopäällikköindeksien pysyminen ylhäällä. Myös maailmanlaajuinen konttiliikenne jatkuu korkealla tasolla ja konttien käsittelyyn liittyvät pitkän aikavälin näkymät ovat edelleen hyvät. Konecranes viittasi konttisatamien pahenevaan ruuhkautumiseen, mikä voi osin johtua kontinkäsittelykapasiteetin puutteesta ja stimuloida operaattoreita investoimaan. Konecranes käy nyt myös taisteluun kustannusinflaatiota vastaan, joka on aiemmin rasittanut etenkin Teollisuuslaitteiden komponenttiliiketoimintaa kun kustannusnousun siirto omiin hintoihin ei ole aina onnistunut. Konecranes on nostanut komponenttien hintoja jo maaliskuussa ja tekee merkittävän korotuksen taas kesäkuussa. Hinnankorotukset alkavat parantaa kannattavuutta yhden-kahden kvartaalin viiveellä. Ennustemuutoksemme vuosille 2022-2024 ovat marginaalisia. Odotamme nyt ko. jakson keskimääräiseksi tilauskasvuksi 4 % (aik. 3 %) v/v ja liikevaihdon kasvuksi 6 % (aik. 4 %) v/v. Muutos johtuu pääosin inflaatiosta. Vuoden 2022 EBITA-marginaali-ennusteemme (9,7 %) jää hieman Konecranesin ohjeistuksen alarajan (9,8 %) alle, mutta emme pidä seikkaa merkittävänä.

## Arvostus huomattavan alhaalla

Osakkeen kokonaistuotto-odotus on vuoden 2023 kertoimilla huikea 27 %, mikä ylittää reippaasti noin 8 %:n tuottovaatimuksen. Tällä perusteella osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus on erittäin houkutteleva. Osake on vuoden 2023 P/E-kertoimella arvostettu 32 % alle verrokkien mediaaniin ja saman vuoden EV/EBITDA-kertoimella 33 % verrokkien mediaaniin alapuolelle. Osakkeen nykyiset arvostuskertoimet ovat myös 38-43 % alle sen omien historiallisten mediaanikertoimien. Kassavirtamallimme indikoi osakkeelle 65 %:n nousuvaraa.



**Erkki Vesola**

Analyytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Konecranes** | Kurssi: 26.63

**Osta** | Tavoitehintaa: 39.00

## Oriola: Tehokuuri puree odotuksiamme voimakkaammin

Oriolan torstaina julkaisema Q1-tulos osoitti yhtiön työstämän kannattavuuskäänteen edenneen varsin mallikkaasti ja odotuksiamme ripeämmin. Teimme raportin jälkeen sekä lyhyen että keskipitkän tähtäimen tuloseennusteisiimme tuntuja positiivisia ennustemuutoksia. Näkemyksemme mukaan osakkeen arvostus on kurssilaskun jälkeen maltillinen ja siten pidämme riski/tuotto-suhdetta jälleen hyvänä. Siten nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. hyvä) ja toistamme 2,3 euron tavoitehintamme.

### Tuloskäännne otti rivakan harppauksen

Oriolan jatkuvien ja lopetettujen toimintojen (Ruotsin apteekkiliiketoiminta) Q1-liikevaihto kohosi vertailukaudesta 7 % 482 MEUR:oon, mikä ylitti maltillisempaa kasvua odottaneen ennusteemme. Oikaistua liikevoittoa Oriola teki Q1:llä 15,0 MEUR, mutta huomioitavaa on, että oikaistua operatiivista tulosta vahvisti 3,5 MEUR:lla lopetetuiksi liiketoiminnoiksi kirjattujen Ruotsin apteekkiliiketoimintojen poistotason muutos. Tästä kirjanpiloteknisestä muutoksesta oikaistunakin tuloskäännne eteni kuitenkin selvästi odotuksiamme rivakammin Q1:llä. Uuden Services-liiketoimintakokonaisuuden (ent. Pharma ja Retail) tulos ylitti odotuksemme selvästi, mutta suhteellisesti vielä suuremmasta tulosparannuksesta vastasi lopetetut toiminnot (ent. Consumer). Lopetettujen toimintojen tulosparannusta veti volyymikasvun lisäksi toteutetut tehostustoimet ja käsityksemme mukaan Enköpingin automatisoidun jakelukeskuksen tehostuminen on ollut yksi olennainen ajuri. Raportoitua osakekohtaista tulosta Oriola teki 0,05 ja poistojen muutoksesta sekä kertaeristä oikaistuna osakekohtainen tulos oli 0,04 euroa eli selvästi odotuksiamme parempi.



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

**Oriola** | Kurssi: 2.00

**Lisää** | Tavoitehintaa: 2.30

### Huomioimme uuden raportointirakenteen ennusteissamme

Oriola toisti vuodelle 2022 annetun ohjeistuksen, jonka mukaan sen oikaistun liikevoiton arvioidaan kasvavan vuoden 2021 tasosta (2021: 26,3 MEUR). Ohjeistus heijastelee nykyistä liiketoiminnan rakennetta eli jatkuvia ja lopetettuja toimintoja. Siten oletettavasti kuluvan vuoden jälkimmäisellä puoliskolla liiketoiminnan rakenne muuttuu, kun Ruotsin apteekkiliiketoiminnan yhdistyminen Apoteksgruppenin kanssa toteutuu. Odotamme kuitenkin jatkuvien toimintojen kasvavan viime vuoteen verrattuna. Näin ollen ohjeistuksen sanamuotojen säilyttäminen liiketoimintarakenteen muutoksen jälkeenkin vastaisi odotuksiamme. Teimme raportin jälkeen tuntuvia positiivisia ennustemuutoksia, minkä lisäksi sisällytimme poistoissa tapahtuneen muutoksen oikaisueriin lukujen vertailukelpoisuuden vuoksi. Kokonaisuutena tulostenusteemme ovat nousseet selvästi odotuksiamme paremmin edenneen tulostulokäänteen ansiosta.

### Matalan arvostuksen ansiosta riski/tuotto-suhde on jälleen hyvä

Oriolan ennusteidemme mukaiset vuosien 2022 ja 2023 oikaistut P/E-kertoimet ovat 13x ja 12x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 8x. Mielestämme nämä arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti maltilliset. Samaa kokonaiskuvaa indikoi myös suhteellinen arvostus, jolla osake arvostetaan tuntuvalle alennuksella suhteessa maltillisesti arvostettuihin kansainvälisiin verrokkeihin. Oriolan tulostulokäänteestä on nyt saatu näyttöjä kolmen kvartaalin ajalta ja mielestämme pidemmän tähtäimen tulostasoon liittyy edelleen tiettyä epävarmuutta. Mielestämme nykyisellä arvostuksella sijoittaja pääsee osakkeen kyytiin varsin kohtuullisilla riskeillä, minkä ansiosta pidämme riski/tuotto-suhdetta hyvänä.



**Petri Gostowski**

Analyytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Oriola** | Kurssi: 2.00

**Lisää** | Tavoitehintaa: 2.30

## Caverion: Hyvä suoritus vaikeassa markkinassa

Nostamme Caverionin suosituksen osta-tasolle (aik. lisää) tarkistaen tavoitehintamme 6,5 euroon (aik. 7,5 euroa) Q1-tuloksen jälkeen. Liikevaihdon nousuvaihe ja tilauskannan kasvu pitävät kasvunäkymät hyvänä yhtiölle. Kannattavuus tosin kärsii kustannuspaineista ja materiaalien saatavuus voi myös hidastaa liikevaihdon kertymistä. Tulosenustelaskuista huolimatta pidämme yhtiön tuloskäänteeseen luomia mahdollisuuksia hyvänä. Kasvua ennakoiva ohjeistus jäi ennalleen ja markkinanäkymät eteenpäin epävarmuuksista huolimatta vaikuttavat kohtuu hyviltä. Tulostasoon nähden arvostus tarjoaa mielestämme todella hyvän tuotto-odotuksen, vaikka riskitaso ei osakkeessa olekaan alhaisimmasta päästä.

### Q1-raportti oli rohkaiseva

Caverionin liikevaihto nousi Q1:llä 2,5 % vertailukaudesta noin 528 MEUR:oon (Q1'21: 515 MEUR) ollen lähellä ennusteitamme. Liikevaihto Palvelut-liiketoiminnassa oli odotetusti nousussa (+4,4 %), mutta Projektit-liiketoiminnassa liikevaihto oli vielä hieman alle vertailukauden (-0,7 %). Liikevaihdon kasvunäkymiin vahvistusta tuo yhtiön 20 %:lla kasvanut tilauskanta (Q1'22: 1952 MEUR). Oikaistu EBITA nousi vertailukaudesta ja oli meidän ennusteen yläpuolella noin 17,4 MEUR:ssa (ennuste: 16,2 MEUR). Oikaistu EBITA-marginaali oli myös hyvällä tasolla 3,3 %:ssa (Q1'21: 3,2 %) ylittäen meidän ennusteen (3,0 %). Kannattavuutta tuki Palveluiden jatkunut vahva suoritus sekä myös Projektien parantunut kannattavuus. Erityisesti markkinassa, missä korona on aiheuttanut poissaoloja, kustannukset ovat nousussa ja materiaaleista on pulaa, suoritus vaikuttaa hyvältä. Yhtiö sanoo, että kustannuspaineilla ja markkinahäiriöillä ei ollut ainakaan vielä merkittävää vaikutusta yhtiöön, mutta mielestämme ne lisäävät loppuvuodelle epävarmuuksia.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Caverion** | Kurssi: 4.70

**Osta** | Tavoitehintaa: 6.50

## Laskimme ennusteitamme markkinaepävarmuuksien myötä

Markkinakysynnän odotetaan olevan molemmissa liiketoiminnoissa positiivista, mutta markkinahäiriöt kustannuspaineista ja materiaalien saatavuudesta aiheuttavat vielä riskejä, mitkä laskivat ennusteitamme. Operatiivisesti Caverionin suorituskyky on kuitenkin edennyt oikeaan suuntaan. Ohjeistus odottaa liikevaihdon sekä oikaistun EBITA:n kasvavan vuodesta 2021. Vuodelle 2022 odotamme tilauskannan kasvun myötä liikevaihdon kasvavan 5 %:lla 2241 MEUR:oon. Oikaistun EBITA:n odotamme kasvavan noin 91 MEUR:oon (EBITA-%: 4,0 %). Parantuvaan tulokseen vaikuttaa yhtiön säästötoimenpiteet, liikevaihdon kasvu sekä projektien parempi tuottavuus. Odotuksemme eivät ole korkealla, mutta mielestämme riskit kustannuspaineista ja geopolitiikasta pitävät ennusteiden riskitasoa korkealla. Lähitulevaisuudessa näemme liikevaihdon kasvun jatkuvan (2023-2024 ka.: 4,4 %) epävarmuuden vähentyessä etenkin toimitilarakentamisen ympärillä ja vahvojen markkinatrendien vetämänä (digitalisaatio, energiatehokkuus). Sen sijaan kannattavuutta kohottaa Palveluiden kasvava osuus yhdessä Projektien tuottavuuden ja volyymien nousun kanssa (2023-2024 oik. EBITA-% ka.: 5,3 %).

## Arvostuksessa selkeää nousuvaraa

Caverionin osakkeen arvostus vuodelle 2022 on tulostasoon nähden mielestämme maltillinen (22e: EV/EBITDA 5x, P/E 13x, EV/EBIT 10x). Käyttäen vuoden 2022 arvostusta ja hyväksymämme arvostushaarukan keskitasoa (P/E: 14-18x, EV/EBIT 12-16x ja EV/EBITDA 7-9x), on osakkeessa merkittävää nousuvaraa. Osinkotuotto lähivuosille on ennusteillamme noin 4-5 %:n tasolla, joka antaa hyvän tuen tuotto-odotukseen arvostuksen nousuvaran lisäksi. DCF-mallimme arvo (8,0 euroa) on myös nykykurssia korkeammalla ja tukee suositustamme.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Caverion** | Kurssi: 4.70

**Osta** | Tavoitehintaa: 6.50

## SRV: Isoja järjestelyjä

Toistamme SRV:n vähennä-suosituksen, mutta laskemme tavoitehintamme 0,35 euroon (aik. 0,40 euroa) yhtiön Q1-tuloksen jälkeen. SRV:n Q1-raportti oli operatiivisesti kohtuullisen hyvä, mutta alaskirjaukset veivät tuloksen merkittävästi tappioille. Alaskirjaukset heikensivät yhtiön taloudellista tilannetta ja yhtiö suunnittelee merkittäviä rahoitusjärjestelyjä. Osana tätä yhtiö suunnittelee osakeanteja, jotka kasvattavat osakemäärää merkittävästi. Järjestelyjen toteutuessa yhtiön Venäjä-riskit poistuvat, tase-asema paranee ja yhtiö voi keskittyä ydinliiketoimintaansa Suomessa. Päivitämme ennustemme vastaamaan järjestelyjä tarkempien tietojen ja läpimenon varmistuttua. Tavoitehintamme heijastaa vielä merkintäoikeutta ja tulee irtoamisen jälkeen laskemaan arvioiduilla osakemäärillä noin 0,16 euroa muiden tekijöiden pysyessä ennallaan. Epävarmuuden ollessa korkealla riskit painavat tällä hetkellä vaakakupissa mahdollisuuksia enemmän.

### Q1-raportissa keskiössä Venäjä

SRV julkisti torstaina kohtuullisen operatiivisen tuloksen, mutta isot alaskirjaukset Venäjältä (-141 MEUR) veivät tuloksen merkittävästi tappioille. Tämän vuoksi yhtiö ilmoitti aikeistaan hakea lisää oman pääoman ehtoista rahoitusta 100 MEUR:lla. Yhtenä rahoituselementtinä on osakeanti, jolla haetaan 35 MEUR 0,10 euron merkintähinnalla. Lisäksi velkaa muutetaan hybridilainaksi ja hybridilainoja osakkeiksi. Venäjä riskit ovat nyt siivottu taseesta. Ohjeistus jäi epävarmuuksista huolimatta vielä ennalleen, mutta tilauskanta laski ja epävarmuus on markkinahaasteiden vuoksi suurta. Liiketoiminnallisesti yhtiö etenee edelleen oikeaan suuntaan.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

SRV | Kurssi: 0.38

Vähennä | Tavoitehintaa: 0.35

### Laskimme ennusteitamme markkinahaasteiden vuoksi

Emme lisänneet rahoitusjärjestelyjä vielä ennusteisiimme tarkkojen tietojen ja toteutumisen aikataulun ollessa vielä avoinna. Odotamme järjestelyllä olevan kuitenkin hyvät mahdollisuudet toteutua, koska rahoitusjärjestelyllä on vahva tuki eri sidosryhmiltä ja isoimmilta omistajilta. Laskimme operatiivisia ennusteitamme hieman markkinahaasteita peilaten. SRV ohjeistaa edelleen liikevaihdon olevan 800-950 MEUR välillä ja operatiivisen liikevoiton parantuvan vuonna 2022. Geopoliittinen tilanne on kuitenkin lisännyt markkinan epävarmuuksia ja kustannuspaineet sekä materiaalien saatavuushaasteet heijastuvat Rakentamisen-segmenttiin. Toisaalta merkittävimmät taseriskit poistuvat rahoitusjärjestelyn myötä. Vuonna 2022 ennustamme liikevaihdon laskevan 6 %:lla 875 MEUR:oon tilauskannan laskua ja alhaisia asuntojen valmistumisia heijastellen. Oikaistun liikevoiton ennustamme nousevan 21 MEUR:oon (2021: 5,3 MEUR) ja marginaalin parantuvan 2,4 %:iin (2021: 0,6 %) Rakentamisen parantuvan katerakenteen ansiosta.

### Arvostuksessa ei nousuvaraa

Nykyisellä osakemäärällä SRV:n vuoden 2022 osakkeen arvostus (22e EV/EBIT (oik.): 20x) on mielestämme koholla yhtiön ja markkinan riskeihin nähden. Haarukoimaamme perusteltuun arvostustasoon (EV/EBIT: 10-12x) nähden osake on edelleen hintava. Huomautamme, että tulosenusteemme ovat toistaiseksi laskettu nykyisellä osakemäärällä ja osakemäärä tukee kasvamaan rahoitusjärjestelyjen myötä merkittävästi. Tämä tulee luonnollisesti nostamaan merkittävästi yhtiön tulos pohjaisia kertoimia. Nykyiset kertoimet eivät anna oikeaa kuvaa yhtiön arvostuksesta ennen järjestelyä. Tavoitehintamme sisältää osakeannin merkintäoikeuden ja tulemme sen irtoamisen jälkeen laskemaan tavoitehintamme arviolta noin 0,16 eurolla per osake muiden tekijöiden pysyessä ennallaan. Tulemme päivittämään ennusteemme vastaamaan järjestelyjä niiden lopullisten tietojen varmistuttua.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

SRV | Kurssi: 0.38

Vähennä | Tavoitehintaa: 0.35



## LeadDesk Q1: Takaisin kasvureitille

Ennustetaluukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	5,9	6,9	6,9				-1%	29,0
<b>Käyttökate</b>	0,8	0,7	0,6				24 %	3,0
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>		16,6 %	17,2 %				-0,7 %-yks.	18,2 %
<b>Käyttökate-%</b>	13,2 %	10,0 %	8,0 %				2 %-yks.	10,2 %

Lähde: Inderes

LeadDeskin Q1-luvut olivat linjassa odotuksiimme ja viittaavat viime vuoden kasvukolhun jääneen kertaluonteiseksi harmiksi. Yhtiön kasvun jatkamisen edellytykset ovat mielestämme kunnossa pirteästi kasvavan markkinan, kilpailukykyisen tuotteen ja toimivan uusasiakashankinnan myötä. Arvioimme markkinan luottamuksen LeadDeskin kykyyn kasvaa hallitusti palautuvan asteittain nykyisen kehityksen jatkuessa. Osakkeen arvostuksen korjaus (2022e EV/S 2,3x) on mielestämme kuitenkin mennyt jo ylireagoinnin puolelle ja näemme osakkeen tuotto/riski-suhteen hyvin houkuttelevana. Tarkistamme tavoitehintamme 14,0 euroon (aik. 16,0 euroa) ja käännymme osta-suositukseen (aik. lisää).

### Haasteet väistyvät

LeadDesk julkaisi odotuksiemme mukaisen Q1-katsauksen ja palasi kasvun tielle viime vuoden haastavan loppupuoliskon jälkeen. Q1:n liikevaihdon kasvu (+17 %) oli yrityskaupan (vaikutus arviolta +7 %-yksikköä) tukemana täysin linjassa odotuksiimme. Kannattavuus heikkeni käyttökateen tasolla odotetusti lievästi 0,7 MEUR:oon tai 10 %:iin liikevaihdosta (Inderes: 0,6 MEUR tai 8 %, Q1'21: 0,8 MEUR ja 13 %). Mielestämme katsauksen luvuissa keskeisintä oli saada merkkejä viime vuoden lopun kasvukolhun jäämisestä kertaluonteiseksi ja siten rakentaa uudelleen sijoittajien luottamusta LeadDeskin kykyyn toteuttaa hallitun kasvun strategiaansa.



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



**Frans-Mikael Rostedt**  
Analyttikko  
+358 44 327 0395  
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

**LeadDesk** | Kurssi: 11.50  
**Osta** | Tavoitehintaa: 14.00

### Edellytykset kasvulle ovat edelleen kunnossa, vaikka strategian riskit ovat korostuneet

LeadDeskin kohdemarkkina on pilvumurroksen myötä lähivuodet vahvassa kasvussa (arviolta ~21 % vuosittain) ja vaikuttaa selviävän Ukrainan sodasta suhteellisen kuivin jaloin. Yhtiön tuote on arviomme mukaan hyvin kilpailukykyinen erityisesti Euroopassa, mistä jatkuva orgaaninen kasvu ja voitettut Enterprise-sopimukset ovat antaneet merkkejä. Vuoden 2021 lopulla LeadDeskin yrityskauppoja hyödyntävän kasvustrategian riskit kuitenkin pintauiivat ja yhtiö menetti yrityskaupalla tulleen Loxysoftin vanhoja asiakkuuksia. Emme kuitenkaan näe tätä huolenaiheena yhtiön kyvystä tuottaa kasvua omilla ydintuotteillaan.

### Ennustemme säilyvät käytännössä ennallaan

Odotamme LeadDeskin liikevaihdon kasvavan ohjeistuksen mukaisesti noin 18 % vuonna 2022 (Ohjeistus: 13-23 %). Erityisesti H1:n osalta kasvua tukee GetJenny-yrityskauppa (H1'22e +7 %-yksikköä, 2022e +4 %-yksikköä). Odotamme yhtiön ylläpitävän kuluvan vuoden noin 14 %:n vuosittaista orgaanista liikevaihdon kasvua ja vahvistavan oikaistua liikevoittomarginaaliaan asteittain 1 %:sta noin 8 %:iin vuosina 2022-2024. Kasvun jatkuessa näemme yhtiöllä pitkällä tähtäimellä edelleen edellytykset hieman reiluun 20 %:n liikevoittotasoon.



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



**Frans-Mikael Rostedt**  
Analytikko  
+358 44 327 0395  
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

**LeadDesk** | Kurssi: 11.50  
**Osta** | Tavoitehinta: 14.00

### Arvostus on kääntynyt hyvin houkuttelevaksi

LeadDeskin arvonmuodostus nojaa nähdäksemme kannattavaan kasvuun. Tämän yhtiö toteuttaa investoimalla sen korkeakatteisia (2021 myyntikate-%: 77 %) tulovirtoja uudelleen asiakashankintaan ja tuotekehitykseen, mikä laskee kannattavuutta lyhyellä tähtämellä. Yhtiön arvostus (2022e EV/S 2,3x, orgaaninen kasvu 14 %) on mielestämme houkutteleva sekä absoluuttisesti, että verrokkien vastaaviin mediaanilukuihin (2022e 4,1x, kasvu 15 %) verrattuna. Arvostus on myös selvästi alle yhtiön historiallisten kertoimien (2019-2021 mediaani 12kk eteenpäin katsova EV/S 4,0x). Vaikka korko- ja talousympäristön kehitykseen liittyy edelleen riskejä, tekee nykyinen arvostustaso osakkeen tuotto/riski-suhteesta mielestämme hyvin houkuttelevan.



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



**Frans-Mikael Rostedt**  
Analytikko  
+358 44 327 0395  
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

**LeadDesk** | Kurssi: 11.50  
**Osta** | Tavoitehintaa: 14.00

## Metsä Board Q1: Varovasti vasta hämmöttävää tuloshuippua kohti

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	494	582	588	576	547	- 613	-1 %	2359
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	88,8	122	110	109	88,0	- 130	10 %	470
<b>Liikevoitto</b>	82,0	141	110	109	88,0	- 130	28 %	489
<b>EPS (oik.)</b>	0,20	0,26	0,24	0,24	0,22	- 0,27	10 %	1,03
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	4,6 %	17,9 %	19,0 %	16,7 %	10,8 %	- 24,2 %	-1,1 %-yks.	13,2 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	18,0 %	20,9 %	18,8 %	18,9 %	16,1 %	- 21,2 %	2,1 %-yks.	19,9 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Metsä Boardin eilen julkistama Q1-raportti oli odotuksiamme parempi ja nostimme roimasti lyhyen ajan ennusteitamme, kuten ennakossa arvioimme. Toistamme raportin jälkeen Metsä Boardin lisää-suosituksemme ja 10,50 euron tavoitehintamme. Vaikka suhtaudumme yhä skeptisesti yhtiön vallitsevan tulostason pitävyyteen ajan yli, Metsä Boardin lyhyen ajan näkymä on erittäin vahva ja osake on mielestämme hinnoiteltu kokonaisuutena yhä varovaisen houkuttelevasti. Kuluvan vuoden voimakas tuloskasvu sekä yli 5 %:n osinkotuotto tarjoavatkin mielestämme Metsä Boardissa edelleen tuottovaatimusta korkeamman tuotto-odotuksen seuraavalle vuodelle.



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Metsä Board** | Kurssi: 9.73

**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.50

## Loppuvuosi meni odotuksia vahvemmin inflaatiosta huolimatta

Metsä Boardin liikevaihto kasvoi Q1:llä 18 % 582 MEUR:oon, mikä osui meidän ja konsensuksen ennusteiden välin. Kartonkitoimitukset laskivat Q1:llä, kun yhtiö vaikutti kerryttäneen viime vuonna kuihtuneita varastojaan (tuotanto ylitti toimitukset). Kasvu syntyi siten etenkin kartonkien hintojen ja oman sellumyynnin keskihintojen noususta, jotka olivat odotuksiemme mukaisessa mittakaavassa. Oikaistua liikevoittoa Metsä Board teki Q1:llä 122 MEUR, mikä ylitti meidän ja konsensuksen ennusteet. Väkipahva tulos syntyi kasvun ja Metsä Fibren tulososuuden jyrkän nousun ajamana (taustalla sellun ja sahatavaran hintojen ylämäki). Ennusteiden ylityksen pääsyy olivat lievästi odotuksiamme alemmat kulut omassa toiminnassa, kun taas Metsä Fibre alitti ennusteemme lievästi. Alariveillä yhtiö kirjasi vielä noin 19 MEUR:n myyntivoiton ydinliiketoiminnan ulkopuolisen omaisuuden myynnistä, kun taas rahoituskulut, verot ja vähemmistön tulososuus olivat nettona jokseenkin ennusteidemme mukaiset. Näin ollen 0,26 euron oikaistu EPS ylitti meidän ja markkinoiden ennusteet operatiivista tulosta heijastellen. Liiketoiminnan rahavirtaa tuki Q1:lle tyypillisesti Metsä Fibren osinko, kun taas Q1 sitoi yhtiä odotetusti käyttöpääomaa.



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Metsä Board** | Kurssi: 9.73

**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.50

## Nostimme lyhyen päänn ennusteitamme markkinoiden pysyessä vahvoina odotuksia pidempään

Metsä Board ohjeisti oikaistun liikeluokkensa olevan Q2:lla parempi kuin Q1:lla. Ohjeistus oli konsensusodotuksia ja omaa ennustettamme parempi, vaikka omat helmikuussa laaditut ennusteemme tiedostimme jo ennen raporttia selvästi liian alhaiseksi. Q2:lla yhtiötä tukee arvioimme mukaan sellun keskihintojen selvä ja kartonkien lievä nousu ja valuutat, mitä vuosihuoltokauden alku ja inflaatio eivät pysty jättämään varjoonsa. Nostimme ennusteitamme pidempään kireinä hyvän kysynnän ja myös tarjonnan rajoitteiden takia pysyneiden sellu- ja kartonkimarkkinoiden takia (sis. etenkin hinnat). Metsä Boardin lähiaikojen oikaistun EPS:n ennusteemme kohosivat lähes 30 % vuodelle 2022, mutta pidemmän ajan ennustemuutokset jäivät merkittävästi pienemmiksi. Odotamme yhtiöltä tänä vuonna toista jättipottia (EPS 1,03 euroa vs. 5v. ka. 0,54 euroa). Tulosjuhlien pitkittymisestä huolimatta emme muuta perusnäkemystämme siitä, että yhtiön nykyinen tulokunto heijastelee syklisesti poikkeuksellisen suotuisaa jaksoa kysynnän, hinnoittelun, kilpailun ja kulujen osalta läpi portfolion eikä vain rakenteellisia muutoksista Metsä Boardin toimintaympäristössä tai tuloksentelekkyyvyyssä. Vuodesta 2023 alkaen EPS-ennusteemme ovat historiallisien tasojen yläpuolella reilussa 0,65 eurossa, sillä arvioimme kannattavuutta normalisoivia tekijöitä ilmaantuvan loppuvuodesta alkaen nyt tarjontaa kuristavien rajoittein purkaantumisen ja talouskasvun rauhoittumisen kautta. Pääriskejä ennusteillemme ovat globaali talous, kuluttajakäytöksen muutokset, inflaatio ja kilpailun kiristyminen.



**Antti Viljakainen**

Pääanalytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Metsä Board** | Kurssi: 9.73

**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.50

### Osingosta rungon saava tuottovaatimus on edelleen houkutteleva

Metsä Boardin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2022 ja 2023 ovat nyt 9x ja 14x. Lähivuosien osinkotuottojen odotamme olevan reilut 5 %:n tasolla nousseiden osinkoennusteiden takia. Kuluvaan vuoden väkivahvalla tuloksella osake olisi edullinen ja myös vuoden 2023 kertoimet ovat yhtiön historiallisten toteumien alapuolella. Siten lyhyen ajan vahvasta tulokasvusta, kertoimien laskusta ja osingosta muodostuva 12 kk:n tuotto-odotus ylittää mielestämme osakkeen tuottovaatimuksemme. Myös käynnissä olevien investointien hyötyjä huomioiva mutta silti nykymarkkinaa konservatiivisempiin oletuksiin perustuva DCF-mallimme ylittää vielä nykykurssin ja tukee näkemystä osakkeen nousuvarasta. Lisäksi Metsä Boardin suhteellinen arvostus on noin linjassa verrokkien kanssa, vaikka yhtiö ansaitsee tuoteportfolionsa ansiosta mielestämme pienen preemion.



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Metsä Board** | Kurssi: 9.73

**Lisää** | Tavoitehinta: 10.50

## Vincit Q1: Fokus on nyt fuusiossa

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	14,6	17,5	17,8				-2 %	70,3
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	1,7	1,8	1,8				0 %	8,0
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	9,6 %	20,3 %	22,3 %				-2,1 %-yks.	14,2 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	11,7 %	10,3 %	10,1 %				0,2 %-yks.	11,3 %

Lähde: Inderes

Toistamme Vincitin lisää-suosituksen ja 6,7 euron tavoitehinnan. Vincitin Q1 oli linjassa odotuksimme ja pidimme näin yhtiön ennusteet käytännössä ennallaan. Seuraavaksi mielenkiinto kohdistuu Vincitin fuusioon Bilotin kanssa. Uuden kokonaisuuden ennusteemme ovat ennallaan ja järjestely on näkemyksemme mukaan edelleen hyvä molemmille osapuolille. Katso toimitusjohtajan videohaastattelu [tästä](#).

### Q1-luvut olivat hyvin linjassa odotuksimme

Vincitin liikevaihto kasvoi 19,7 % 17,5 MEUR:oon, jääden hieman ennusteestamme (17,8 MEUR). Kasvua ajoi viime vuonna onnistuneet rekrytoinnit ja lisäksi Bonsky Digital ja Vuria LLC -yritysostot tukivat kasvua vielä alkuvuonna. Vincitin oikaistu liikevoitto kasvoi 1,8 MEUR:oon (Q1'21: 1,7 MEUR), joka vastasi odotuksiamme. Suhteellinen kannattavuus oli odotuksiamme aavistuksen vahvempi 10,3 % (Inderes: 9,9 %) johtuen Tuoteliiketoiminnan odotettua paremmasta kannattavuudesta. Lisäksi laskutusasteet olivat hyvällä tasolla, vaikkakin koronapoissaolot aiheuttivat jonkin verran vastatuulta.



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

**Vincit** | Kurssi: 5.66

**Lisää** | Tavoitehinta: 6.70



## Fuusio toteutuu heinäkuun alussa

Bilot ja Vincit kertoivat helmikuussa yhtiöiden hallituksien allekirjoittaneen yhdistymissopimuksen. Molemmat yhtiökokoukset hyväksyivät viime viikolla yhdistymisen ja se toteutetaan osakeyhtiölain mukaisella absorptiosulautumisella, jossa Bilot sulautuu Vincitiin heinäkuun alussa. Yhtiö kertoi eilen uudesta organisaatorakenteesta ja johtoryhmästä, josta kommentti luettavissa [tästä](#). Tulemme ensi viikon tiistaina haastattelemaan molempien yhtiöiden toimitusjohtajia fuusioon liittyen [InderesTV](#):ssä.

## Vincit poisti luonnollisesti ohjeistuksen sulautumisen varmistuttua

Sulautumisen hyväksymisestä johtuen Vincit poisti viime viikolla vuoden 2022 ohjeistuksensa, mikä on luonnollista, kun sulautuminen varmistui. Vincit sanoi samalla julkaisevansa sulautumisen huomioivan päivitetyn ohjeistuksen vuodelle 2022 Q3'22 aikana. Vuonna 2022 ennustamme Vincitin liikevaihdon kasvavan 14 % yritysostojen tukemana ja odotamme EBITA-%:n nousevan 11 %:iin (2021: 8 %). Konsolidoimme Bilotin ennusteet Vincitiin, kun kaupankäynti fuusioidulla kokonaisuudella alkaa.

## Katsomme yhtiön arvostusta uuden kokonaisuuden kautta

Arvostuksessa sovellamme yhtiöiden tämänhetkisiä yhteenlaskettuja vuoden 2022 EBITA-ennusteita, jotka ovat ennallaan, kun Vincitin ennusteet pysyivät käytännössä muuttumattomina. Sovellamme arvonmäärittämisessä edelleen EV/EBITA-kerrointa 10x. Arvostuskertoimessa huomioimme kasvaneen kokoluokan ja molempien keskeneräisen tuloskäänteen. Lisäksi huomioimme maksettavat osingot ja arvioimamme nettokassat. Tällä lähestymisellä saamme uuden kokonaisuuden markkina-arvoksi edelleen noin 113 MEUR. Kokonaisuutta mukailen järjestely on näkemyksemme mukaan hyvä molemmille osapuolille. Korostamme arvonmäärittämisestämme edelleen myös sitä, ettei siinä vielä ole annettu painoarvoa pidemmän aikavälin synergiamahdollisuuksille niiden todellisiin kokoluokkiin ja toteutumisaiakatauluihin toistaiseksi liittyviä oleellisia epävarmuuksia heijastellen.



**Joni Grönqvist**

Analytikko

+358 40 515 3113

[joni.gronqvist@inderes.fi](mailto:joni.gronqvist@inderes.fi)

**Vincit** | Kurssi: 5.66

**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.70

## Terveystalo Q1: Kasvulatuja on edelleen runsaasti

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
<b>Liikevaihto</b>	279	330	320	321	318	- 326	3 %	1260	
<b>Käyttökate (oikaistu)</b>	53,4	56,6	58,6	57,6	55,9	- 60,5	-3 %	206	
<b>EBIT</b>	32,2	31,2	34,4	33,4	31,9	- 36,4	-9 %	109	
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,19	0,20	0,20	0,19	0,18	- 0,21	2 %	0,64	
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	8,3 %	18,3 %	14,7 %	15,2 %	14,1 %	- 17,0 %	3,6 %-yks.	9,2 %	
<b>EBIT-% (oik.)</b>	11,6 %	9,5 %	10,8 %	10,4 %	10,0 %	- 11,2 %	-1,3 %-yks.	8,7 %	

Lähde: Inderes & Infront data (konsensus)

Toistamme lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehinnan 12,5 euroon (aik. 13,0 €). Terveystalon Q1:n myynti ylitti, mutta kannattavuus alitti hieman odotuksemme kasvupanostuksista sekä myyntimixin heilahduksesta johtuen. Laskimmekin lievästi tulosenusteitamme, mutta isossa kuvassa yhtiö etenee vakuuttavasti. Yhtiötä hinnoitellaan perusteetta alle omien historiallisten tasojen, kun samalla huomioidaan Ruotsin laajentumisen ja digi-investointien sisällään pitämä kasvupotentiaali. Aiemmin perään kuuluttamamme preemio suhteessa verrokkeihin on kuitenkin palautunut ja suhteellisesti tarkasteltuna osake ei näytä enää yhtä aliarvostetulta kuin aiemmin.



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

**Terveystalo** | Kurssi: 11.04  
**Lisää** | Tavoitehinta: 12.50

## Kasvu jatkuu vahvana kvartaali kvartaalilta

Terveystalon Q1-liikevaihto kasvoi 18 %:lla 330 MEUR:oon (ennuste 320 MEUR), josta noin 8 % selittyi Ruotsilla ja loput oli pitkälti orgaanista kasvua. Kasvu oli edelleen laaja-alaista yritysasiakkaiden kasvaessa 12,6 %, yksityisasiakkaiden 4,7 % ja julkisten asiakkaiden 12,9 %:lla. Koronatestejä kvartaalilla tehtiin yhä runsaasti (178 000 kpl) ja myös muu palvelumyynti oli vahvaa. Oikaistu EBITA kasvoi vahvasta vertailukaudesta 2 %:lla 38,9 MEUR:oon ja selvästi myynnin kasvua hitaammin. Suhteellisen kannattavuuden lasku johtui Ruotsin matalammasta kannattavuudesta sekä myyntimixin heilahduksesta kvartaalilla matalakattaisemman perusterveydenhuollon suuntaan. Myös omikronin myötä lisääntyneet henkilökunnan sairauspoissaolot loivat yhtiön sisälle tehottomuutta, mutta vastaanottojen varausasteet pysyivät silti melko korkeina 94 %:ssa. Tämä kertoo osaltaan yhtiön kyvystä ratkaista tuotannon pullonkauloja mm. digialustaan tehdyillä investoinneilla. Odotamme positiivisen kehityksen tämän osalta jatkuvan, sillä asiointi kasvaa edelleen vahvasti digikanavissa. Myös Ruotsin etenemisestä kerrottu oli jälleen luottamusta herättävää ja maahan on hyvää vauhtia rakentumassa uusi työterveyden tukijalka.

## Ennusteissamme iso kuva ennallaan, vaikka teimmekin lieviä tarkennuksia alaspäin tulosennusteisiimme

Seuraavan 6 kk:n markkinanäkymät olivat pitkälti odotustemme mukaisia. Markkinaympäristö on normalisoitunut, ja terveyspalveluiden kysyntä on laaja-alaista ja erittäin vahvaa, mutta tarjonta rajoittaa kasvua. Koronaan liittyvien palveluiden kysynnän odotetaan ymmärrettävästi laskevan. Teimme lieviä tarkennuksia alaspäin ennusteissamme. Kokonaisuutena odotamme Terveystalon 2022 myynnin kasvavan 9 %:lla 1260 MEUR:oon ja oikaistun EBITA:n laskevan 5 %:lla 135 MEUR:oon (EBITA 10,7 %). Oikaistun 2022 EPS:n kasvun ennustamme hetkellisesti pysähtyvän, kun ennakoimme koronatestivolyyymien asteittain hiipuvan vuoden jälkipuoliskolla. Tätä kuitenkin korvaa mm. infektiovastaanottojen palautuminen sekä muut kasvuhankkeet. Pidemmällä ajalla tulokasvu jatkuu ennusteissamme jälleen noin 10 %/v myynnin kasvun skaalatessa keskitettyjen toimintojen kuluja tehokkaasti, mutta huomautamme, että tämä luku ei pidä sisällään Ruotsissa todennäköisesti tiuhaan tehtäviä yritysostoja.



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

**Terveystalo** | Kurssi: 11.04  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 12.50

### Näemme tuotto-odotuksen edelleen houkuttelevana suhteellisen defensiivisessä osakkeessa

2022e ja 2023e P/E-luvut (oik.) 17x ja 16x sekä EV/EBITDA-kertoimet 9x ja 8x ovat absoluuttisesti edullisia arvostuskertoimia Terveystalolle verrattuna yhtiön historiaan (EV/EBITDA 11x). Suhteellinen arvostus on sen sijaan keikahtanut mielestämme oikeutetusti jälleen selvälle preemion puolelle, kun kv-verrokkien arvostukset ovat tulleet alaspäin. Haarukoimamme tuotto-odotus lähivuosina koostuu eteenpäin katsovien arvostuskertoimien noin 5 %:n nousuvarasta ja ennustamastamme vuosittaisesta 10 %:n (CAGR) tuloskasvusta sekä sen päälle tulevasta 2-3 %:n osinkotuotosta. Nämä yhdessä muodostavat hyvin houkuttelevan tuoton suhteessa maltilliseen riskiprofiiliin.



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

**Terveystalo** | Kurssi: 11.04  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 12.50

## Solteq: Arvostus tarjoaa jo selvää turvamarginaalia

Nostamme Solteqin suosituksen osta-tasolle (aik. lisää) kurssilaskun ajamana ja samalla toistamme 4,6 euron tavoitehinnan. Solteqin Q1-raportti oli isossa kuvassa hyvin linjassa odotuksiin ja tulosrivit ylittivät hieman odotukset. Teimme vain pieniä tarkennuksia ennusteisiimme ja odotamme vahvaa tuloskasvua lähivuosina. Osakkeen arvostuskuva on hyvin houkutteleva ja jättää selvää turvamarginaalia lyhyen aikavälin osajamarkkinan riskeille sekä vielä alkumetreillä olevalle transformaatiolle pohjoismaiseksi ohjelmistoyhtiöksi. Katso toimitusjohtajan videohaastattelu [tästä](#).

### Tuloslaskelman rivit hieman yli odotusten

Solteqin Q1-liikevaihto kasvoi 11 % 19,2 MEUR:oon, mikä ylitti hienoisesti odotuksemme. Kasvusta noin kolmannes oli orgaanista. Kasvua vetivät Solteq Digitalin digitaalisen liiketoiminnan ja verkkokaupan ratkaisut sekä Solteq Softwaren Utilities-liiketoiminta. Solteq Software (omat ohjelmistoratkaisut) kasvoi 20 % Utilities-liiketoiminnan vetämänä ja Solteq Digital (palveluliiketoiminta) kasvoi 6 % (ennuste +15 % ja +5 %). Vertailukelpoinen liikevoitto oli 1,6 MEUR ja yli odotuksemme. Tulosta ja kannattavuutta painoi investoinnit Solteq Software -segmentin kansainvälistymiseen sekä tuotekehitykseen ja katsauskaudella merkittävästi noussut yleinen kustannustaso.

### Seuraamme kansainvälinen liikevaihto ja jatkuva liikevaihto lähes vuoden 2021 tasolla

Seuraamme muun muassa Solteq Softwaren jatkuvan liikevaihdon osuutta, joka oli 32 % Q1:llä ja hieman alle yhtiön odotusten (2021: 31,5 %). Tämä on jatkuvuuden ja hyvän kannattavuusprofiilin myötä arvokasta liikevaihtoa. Yhtiö tavoittelee Software-liiketoiminnassa 50 % jatkuvan liikevaihdon osuutta seuraavien kolmen vuoden aikana. Ulkomaisten tytäryhtiöiden osuus konsernin liikevaihdosta oli 22,1 % (2021: 22 %). Ulkomaat ovat molempien liiketoimintojen osalta tärkeä kasvumarkkina, erityisesti Solteq Softwaren markkina-asema on Suomessa jo vahva.



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

**Solteq** | Kurssi: 3.23  
**Osta** | Tavoitehinta: 4.60

## Pidimme ennusteet lähes ennallaan

Solteq toisti odotetusti ohjeistuksen, joka odottaa liikevaihdon kasvavan selvästi ja liikevoiton paranevan vertailukaudesta vuonna 2022. Ennustamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 12 % ja oikaistun liikevoiton 8 % 7,7 MEUR:oon, mikä vastaa 10 %:n marginaalia (2021: oik. liikevoitto 11 %). Odotamme Solteqin liikevaihdon kasvavan vuosina 2023-24 8-9 % ja oikaistun liikevoitto-%:n nousevan 13 %:iin tuoteliiketoiminnan vahvemman kasvun ja paremman kannattavuuden ajamana.

## Arvostuskuva on hyvin houkutteleva useasta näkökulmasta katsottuna

Sijoitusprofiililtaan Solteq tulee asemoida edelleen pääosin Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden joukkoon, mutta transformaatio tuote- ja ohjelmistoyhtiön suuntaan etenee jatkuvasti. Viime vuosina parantuneen tulostason ansiosta yhtiön kassavirta on vahvistunut ja taseasema sekä riskiprofiili parantunut. Ennusteillamme yhtiön vuoden 2022 P/E-, EV/EBIT-, EV/EBITDA ja EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 13x, 11x, 6x ja 1,1x. Suhteellisesti kertoimet ovat 4 % alle suomalaisten verrokkien ja 17 % alle Pohjoismaisten verrokkien. Hyväksymme yhtiölle sektoria korkeammat arvostuskertoimet tuoteliiketoiminnan kasvun myötä. Kokonaisuutena pidämme näin yhtiön arvostuskertoimia hyvin houkuttelevina. Osakkeen tuotto-odotus muodostuu jo pelkästään tuloskasvusta (>15 %) ja osinkotuotosta 5-7 % yli 20 %:n tasolle. Lisäksi tuloskasvun jatkuessa ja transformaation edetessä on kertoimissa edelleen, jopa hyvin selvää nousuvaraa. Tuotto-odotus on näin hyvin kilpailukykyinen ja jättää selvää turvamarginaalia kansainvälistymisen etenemiseen sekä lyhyen aikavälin kuumaan osajamarkkinaan.



**Joni Grönqvist**

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Solteq** | Kurssi: 3.23

**Osta** | Tavoitehintaa: 4.60

## Lehto: Toimia liiketoiminnan kääntämiseksi

Laskemme Lehdon tavoitehinnan 0,35 euroon (aik. 0,50 euroa) pitäen suosituksemme myy-tasolla yhtiön Q1-tuloksen jälkeen. Q1-tulos oli isoilta osin pettymys ja yhtiön tulee hakea tukea eri tervehdyttämistoimista jatkaakseen liiketoiminnan kehitystä. Lehdolla on ollut isoja haasteita projektien kustannusten kanssa ja tappiot jatkuvat myös vuonna 2022. Tappioiden myötä taloudellinen tilanne on myös heikentynyt selvästi ja yhtiö tekikin useita järjestelyjä tilanteensa turvaamiseksi. Arvostus on lähivuosille haastavalla tasolla ja riskit korkealla, minkä vuoksi emme näe osakkeen omistamista nyt houkuttelevana.

### Q1-tulos oli odotuksia heikompi

Lehdon Q1:n liikevaihto laski vertailukaudesta 6 % noin 82 MEUR:oon, kun odotimme noin 4 %:n kasvua (91,3 MEUR). Alentuneeseen liikevaihtoon vaikutti asuntorakentamisen alhaiset valmistumiset ja myös Toimitilojen heikentynyt liikevaihto. Jatkuvien toimintojen liikevoitto heikkeni vertailukaudesta -9,8 MEUR:oon (Q1'21: -1,4 MEUR) ja oli odotuksiamme enemmän tappiolla. Kannattavuutta heikensi edelleen projektiongelmat, kustannuspaineet, materiaalien saatavuusongelmat ja osittain varmasti myös liikevaihtotasoon nähden korkeat kiinteät kulut. Volyymien alhainen taso asuntorakentamisessa vaikutti myös.

### Toimenpiteitä liiketoiminnan tervehdyttämiseksi

Lehto ilmoitti tuloksen lisäksi useista järjestelyistä toiminnan turvaamiseksi. Yhtiö myy putkiremontti-liiketoimintonsa 30 MEUR:illa, hakee 15-20 MEUR:n vaihtovelkakirjarahoitusta ja uudisti strategiaansa. Strategiassa pyritään keskittymään aluksi tuloksen parannukseen ja liikevaihtoon haetaan kasvua vasta vuosien 2025-2026 aikana. Tulostavoitteet säilyivät korkealla, mutta niiden saavuttaminen vaatii yhtiöltä toimia ja aikaa. Liiketoiminnan myynnillä ja rahoituksella saadaan liiketoiminnan kehitykseen aikaa, mutta tulostason on myös lähdeävä nousuun.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Lehto** | Kurssi: 0.40

**Myy** | Tavoitehintaa: 0.35

### Ohjeistus laski ennusteitamme selvästi

Laskimme ennusteitamme lähivuosille yhtiön laskiessa ohjeistustaan. Lisäksi myytävät toiminnot poistuivat ennusteistamme, kun ne raportoidaan lopetettuina toimintoina. Lehto arvioi nyt, että vuoden 2022 liikevaihto jatkuvista liiketoiminnoista on hieman vuoden 2021 liikevaihtoa alhaisempi (2021: 404,1 MEUR) ja että liiketulos jatkuvista toiminnoista on noin 15-20 MEUR tappiollinen. Alkuvuonna kohonneet kustannukset ja materiaalien saatavuushaasteet vaikuttavat myös Lehtoon, mikä hieman heikensi näkymiä. Ennustamme liikevaihdon laskevan nyt vuonna 2022 noin 396 MEUR:oon ja liikevoiton olevan -17 MEUR. Vertailukauden lukuja emme ole vielä oikaisseet liiketoimintojen myynnillä tarkkojen tietojen puuttuessa.

### Arvostus ei kompensoi riskejä

Lehdon arvostuksessa saamme hakea tukea vuodesta 2023, kun vuonna 2022 tulos ajautuu tappiolle. Vuodelle 2023 arvostus ei kuitenkaan ole mielestämme epävarmuuteen nähden houkuttelevalla tasolla (2023e: EV/EBIT: 18x, P/E: 10x). Verrokkeihin nähden yhtiö on selkeällä preemiolla, vaikka verrokkien käyttökelpoisuus on nyt heikko. Pidemmän aikavälin mahdolliseen potentiaaliin nojaaminen ei ole nyt relevanttia, sillä nykyarvostuksen taso ja projektiongelmien sekä markkinan riskit tekevät tuotto/riskisuhteesta mielestämme heikon.



**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Lehto** | Kurssi: 0.40

**Myy** | Tavoitehintaa: 0.35



## Siili Solutions Q1: Vahva tekeminen jatkui, mikä vahvisti luottamusta

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
MEUR / EUR									
Liikevaihto	23,6	29,4	28,4				4 %		111
EBITA	2,0	3,5	2,6				35 %		12,1
Liikevaihdon kasvu-%	4,3 %	24,5 %	20,3 %				4,2 %-yks.		11,8 %
EBITA-%	8,5 %	11,9 %	9,2 %				983,1 %		10,9 %

Lähde: Inderes

Nostamme Siili Solutionsin suosituksen osta-tasolle (aik. lisää) ja tavoitehinnan 17,5 euroon (aik. 16,0). Q1:n kehitys jatkui edelleen positiivisena usealla rintamalla. Erityisesti kannattavuus oli vahvaa ja ylitti selvästi odotukset. Arvioimme Siiliin jatkavan vakaasti tulosparannusten uralla lähivuodet liikevaihdon vetämänä. Fokus on seuraavakasi on pääomamarkkinapäivässä ja pidämme mahdollisena, että yhtiö julkaisee siellä uudet pitkän aikavälin tavoitteet. Tulospöytä, osinkotuotosta ja kertoimien nousuvarasta muodostuva tuotto-odotus (~20 %) ja houkutteleva arvostus (2022e EV/EBIT 9,7x) puoltaa vahvempaa näkemystä osakkeesta. Katso toimitusjohtajan videohaastattelu [tästä](#).



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

**Siili Solutions** | Kurssi: 14.75  
**Osta** | Tavoitehinta: 17.50

### Liikevaihto kasvoi vahvasti ja hieman ennusteitamme paremmin

Siilin Q1-liikevaihto kasvoi 24 % 29,4 MEUR:oon yritysoston tukemana ja oli hieman yli odotuksemme. Liikevaihdon kasvua veti vahva orgaaninen kasvu (lähes 14 %). Liiketoiminnoittain erityisesti Siili Core kasvoi ymmärryksemme mukaan vahvasti rekrytointien ja laskutusasteiden ajamana. Portfolioyhtiöistä 1) Siili Auto jatkoi hyvää kehitystä, 2) Superchargen kasvu ja kansainvälistyminen etenivät yhtiön odotuksien mukaan ja 3) VALA jatkoi tasaista suorittamista. Lisäksi Siili on jatkanut hyvää rekrytointia Q1:llä (+36 hlö), mikä tukee kasvun jatkumista. Positiivista on myös, että yhtiö kommentoi vaihtuvuuden laskeneen vuodesta 2021, mitä olemme kuullut myös muilta sektorilta.

### Kannattavuus parantunut 13 neljänestä peräkkäin ja ylitti selvästi ennusteemme

EBITA-liikevoitto kasvoi vahvasti ja oli 3,5 MEUR (Q1'21: 2,0 MEUR) ja selvästi yli ennusteemme. EBITA-% nousi 12 %:iin edellisvuoden 8,5 %:sta. Kannattavuutta tukivat vahva orgaaninen kasvu Siili Coressa ja laskutusasteiden nousu. Kannattavuuskehitystä voidaan jälleen pitää erityisen hyvänä, kun huomioidaan kuuma osaajamarkkina, vaihtuvuus ja yhtiön hyvät orgaaniset nettorekrytoinnit, jotka vaikuttavat laskutusasteisiin negatiivisesti. Samalla kannattavuuskehitys kuvaa todella hyvin asiantuntijaorganisaatioiden laskutusasteiden vipuvaikutusta marginaaleihin.



**Joni Grönqvist**

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Siili Solutions** | Kurssi: 14.75

**Osta** | Tavoitehinta: 17.50

## Odotukset pääomamarkkinapäivässä ja strategian seuraavassa vaiheessa

Siili toisti odotetusti ohjeistuksensa ja arvioi vuoden 2022 liikevaihdon olevan 102-117 MEUR ja oikaistun liikevoiton (EBITA) 10-13 MEUR. Odotettua paremman Q1:n myötä nostimme ennusteitamme >10 % lähivuosille. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 12 % 111 MEUR:oon pääosin orgaanisesti vuonna 2022. Lisäksi odotamme oikaistun liikevoiton nousevan 12 MEUR:oon tai 11 %:iin liikevaihdosta parempien laskutusasteiden ajamana (2021: 9 %). Arvioimme varovaisesti edelleen vuosien 2023-2024 liikevaihdon kasvavan 5-7 % ja oikaistun liikevoitto-%:n olevan 11 %:n tasolla. Positiivisessa skenaariossa näemme potentiaalia korkeampaankin kannattavuuteen (~12 %, kuten Q1'22:llä), mikä vaatii kuitenkin lisää näyttöjä Suomen Coren käänteen jatkumisesta. Siili päivittää taloudelliset tavoitteet tuleville vuosille vuoden 2022 aikana ja arvioimme tämän tapahtuvan pääomamarkkinapäivässä toukokuussa.

## Arvostuskuva on hyvin houkutteleva ja sektorin laskenut riskiprofiili tukee vahvempaa näkemystä

VALA Group ja Supercharge-yrityskauppojen vähemmistöörakenteet vaikeuttavat Siilin arvostuskertoimien vertailtavuutta, mutta EV-tunnuslukujen laskenta huomioi vähemmistöt. Ennusteillamme Siilin vuosien 2022 ja 2023 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 9,5x ja 8,4x ja 8 % alle suomalaisten verrokkien. Pidämme absoluuttista arvostusta hyvin houkuttelevana. Suhteellisesti kertoimet ovat varovaisen houkuttelevat, mutta sektori on yleisesti näkemyksemme mukaan halpa, kun huomioidaan vahvat kasvunäkymät ja Q1:llä laajasti helpottanut vaihtuvuus. Riskikorjattu tuotto-odotus, joka muodostuu 10 %:n tuloskasvusta, ~3 %:n osinkotuotosta ja kertoimien nousuvarasta puoltaa vahvempaa näkemystä. Keskeisimmät riskit liittyvät Suomen Coren käänteen jatkumiseen ja yleiseen taloustilanteeseen.



**Joni Grönqvist**

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Siili Solutions** | Kurssi: 14.75

**Osta** | Tavoitehintaa: 17.50

## Verkkokauppa.com: Vuoden jälkipuoliskolle jää paljon petrattavaa

Laskemme Verkkokauppa.comin tavoitehintamme 4,5 euroon (aik. 5,0 euroa) ja toistamme vähennäsuosituksen. Yhtiön Q1:n liike-tulos romahti myynnin laskettua vaikeassa kuluttajamarkkinassa samalla kun kulut kasvoivat. Tuloskehitys alitti odotuksemme, vaikka olimme laskeneet niitä jo maaliskuun tulosvaroituksen yhteydessä. Laskimme liikevoiton ennusteamme nyt ohjeistushaarukan (12-19 MEUR) alalaitaan. Ennustamme yhtiön palaavan tuloskasvuun jälleen H2'22:sta lähtien, kun automaatioinvestoinnit alkavat kantaa hedelmää. Tämä edellyttää kuitenkin, että kulutuskysyntä alkaa parantua nykyisestäään, mihin ei ole vielä näkyvyyttä. Vaikka suhtaudumme yhtiön kasvutarinaan ja strategiaan pidemmällä aikavälillä positiivisesti, painaa lyhyen ajan vaisu tuloskasvunäkymä vaakakupissamme enemmän, emmekä näe kiirettä vielä ostolaidalle nykyisellä arvostuksella (2022 P/E 23x).

### Tulos jäi jälkeen matalista odotuksistamme

Q1:n liikevaihto laski 7 %:lla 125 MEUR:oon ylittäen kuitenkin 120 MEUR:n ennusteamme. Oikaistu liikevoitto sen sijaan romahti noin 80 %:lla 0,9 MEUR:oon jääden odotuksistamme (2,8 MEUR). Perinteisten kodintekniikan tuotekategorioiden myynti laski 8 % ja niiden osuus myynnistä oli 88 %. Erityisesti tietokoneet olivat hyvin myynyt tuoteryhmä vilkkaasta yritysasiakasmyynnistä (+ 12 %) johtuen. Kasvavien tuotekategorioiden myynti kasvoi 10 % ja sen osuus kokonaismyynnistä oli 12 %. Myyntikate-%:n lasku 15,4 %:iin (Q1'21: 16,2 %) oli lähellä odotuksia. Henkilöstökulujen ja muiden kulujen absoluuttinen määrä nousi 17,4 MEUR:oon (Q1'21: 15,5 MEUR), mikä ylitti odotuksemme selvästi. Asiantuntijoita oli pääkonttorille palkattu lisää ja myynnin kasvun jäätyä odotuksista kulut eivät skaalautuneet. Myös logistiikkakulut olivat nousseet polttoaineiden hintojen myötä.



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

**Verkkokauppa.com** | Kurssi: 4.44  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 4.50

**Laskimme ennusteitamme, sillä markkina on edelleen erittäin vaisu ja oikeneminen vie aikaa**

Nostimme 2022 liikevaihdon ennusteitamme 4 %:lla 582 MEUR:oon (ohjeistus 530-590 MEUR), mutta laskimme liikevoiton ennusteitamme 20 %:lla 12,4 MEUR:oon (ohjeistus 12-19 MEUR), sillä vaisu myynnin kasvu ei pysy kulujen kasvun perässä ja EBIT-% laskee 2,1 %:iin. 2023-2025 välille ennustamme jälleen 7-8 %:n myynnin kasvua verkkokanavan vedon jatkuessa. Odotamme myyntikate-%:n pysyvän 15,3 %:n tasolla, kun myyntimixin parantumisen vastavoimana vaikuttaa alati tiukkeneva hintakilpailu. Jätkäsaaren investointien tehokkuushyötyjen odotamme alkavan näkyä kunnolla vuoden 2022 jälkipuoliskolla. Ennustamme kasvun ja tehokkuusparannusten alkavan skaalata kuluja ja 2025 ennustamme ovat nyt 715 MEUR:n liikevaihto ja 3,1 %:n liikevoitto. Yhtiön vuodelle 2025 asettamat tavoitteet ovat selvästi korkeammalla (miljardin liikevaihto ja liikevoitto yli 5 %).

**Emme näe kiirettä ostolaidalle vielä nykyisellä arvostuksella, sillä tuloskasvua joudutaan vielä odottamaan**

Ennustelaskujen sekä kurssilaskun myötä yhtiön 2021 ja 2022e P/E-kertoimet ovat 23x ja 18x. Etenkin ennustamaamme pidemmän ajan tuloskasvunäkymään (2022-2025 25 % CAGR-%), saatikka yhtiön omiin tavoitteisiinsa peilattuna nämä alkaisivat olla houkuttelevia kertoimia osakkeen kyytiin palaamiseen. Pidemmän ajan tuloskasvuun on kuitenkin toistaiseksi vaikea nojata, kun odotamme Q2:lla tuloksen vielä painuvan selvästi vaikeassa markkinassa. Emme näe kiirettä positiiviselle suositukselle ennen kuin kuluttajamarkkina alkaa elpyä. Jäämmekin odottamaan viitteitä kannattavan kasvun jatkumisesta tai huokeampaa arvostusta. Myös suhteessa Suomen kaupan alasta koostuvaan verrokkiryhmäämme yhtiön hinnoittelu on laskeneiden ennusteiden myötä selvällä preemiolla, eikä arvostuskertoimissa ole tästäkään kulumasta tarkasteltuna nousuvaraa.



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

**Verkkokauppacom** | Kurssi: 4.44  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 4.50

## Capman: Arvostus alkaa näyttää edulliselta

Toistamme CapManin 3,1 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää). Olemme tarkistaneet ennusteitamme ylöspäin erittäin vahvan Q1-raportin myötä ja yhtiön tulosnäkymä säilyi erittäin hyvänä. Laskeneen osakekurssin ja kohonneiden ennusteidemme myötä osakkeen tuotto-odotus on parantunut selvästi ja mielestämme nykyinen kurssitaso tarjoaa erinomaisen tilaisuuden hypätä CapManin kyttiin.

### Erittäin vahva Q1-raportti

CapManin Q1-liikevoitto oli hurja 18,9 MEUR ylittäen räikeästi 0,4 MEUR:n ennusteemme. Ennusteylitys selittyi pääosin sijoitustuotoilla ja operatiivisesti raportti oli lopulta suhteellisen hyvin linjassa odotuksiemme kanssa. Q1:n liikevaihtoalitus (14,2 MEUR vs. 17,2) selittyi puhtaasti voitonjako-osuustuotoilla Nordic Real Estate 1 -rahaston voitonjakotuottojen painottuessa enemmän loppuvuoteen. Hallinnointipalkkiot kasvoivat odotuksiemme mukaisesti 17 %:lla. Hallinnoitava varallisuus oli 4750 MEUR ylittäen 4565 MEUR:n odotuksemme selvästi, kun Residential-rahasto kasvoi merkittävästi odotuksiamme nopeammin. Hallinnointi- sekä Palveluliiketoiminnot jatkoivat molemmat operatiivisesti hyvää kehitystään ja kertatuotoista oikaistuna molempien kehitys oli hyvin linjassa odotuksiemme kanssa.

### Näkymä on vahva

Yhtiö odottaa palkkiotuottoihin pohjautuvan kannattavuuden kasvun jatkuvan vahvana tänä ja tulevina vuosina. Lisäksi yhtiö toteaa sijoittajakysynnän säilyneen vahvana ja odottavansa hallinnoitavan varallisuuden kasvun jatkuvan loppuvuoden aikana (Infra2, CWS uusi ohjelma ja uusi kiinteistötuote). Voitonjakojen osalta Growth 1 tulee siirtymään voitonjakoon Q2 alkaen ja yhtiö myös kertoi, että useampi muu rahasto siirtyy voitonjaon piiriin seuraavan 12kk aikana (todennäköisesti ainakin Infra 1 sekä Buyout X). Voitonjakojen osalta näkymä onkin tällä hetkellä erittäin hyvä.



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



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

**CapMan** | Kurssi: 2.62  
**Osta** | Tavoitehintaa: 3.10

## Ennusteita tarkistettu hieman ylöspäin, hyvä tuloskehitys jatkuu

2022 tulosennusteemme ovat kohonneet merkittävästi Q1:n hurjan tulositytyksen myötä. Lisäksi olemme tarkistaneet voitonjako-osuustuottojen osalta ennusteitamme ylöspäin ja tämä heijastuu myös vuodelle 2023 kohonneina ennusteina. 2024 ennusteemme ovat pysyneet ennallaan ja isossa kuvassa ennusteissa ei ole lopulta tapahtunut merkittäviä muutoksia. Odotamme CapManin tuloksen pysyvän lähivuodet 40–50 MEUR:n tasolla. Sijoittajien tulee kiinnittää tuloksen laatuun erityistä huomiota, sillä tuloksen mixillä on ratkaiseva merkitys CapManin arvolle. 2021 tuloksen mix oli heikko ja sijoitustuottojen isosta roolista johtuen jakauman tulisikin parantua selvästi 2022–2024 välillä. Hallinnointiliiketoiminnan tulosparannukselle on mielestämme hyvät edellytykset, sillä AUM:n kasvunäkymä on erittäin vahva. Vahvan tuloskehityksen myötä osinko voidaan helposti pitää vakaalla kasvu-uralla, joten osinkoon liittyvä riski on hyvin pieni.

## Hyvä ostopaikka

Laskeneen kurssin sekä kohonneiden tulosennusteiden myötä osakkeen arvostus alkaa absoluuttisesti näyttää edulliselta (P/E 22e 10x ja 23e 12x). Myös suhteessa verrokkeihin arvostus on painunut pienelle diskontolle, mitä emme pidä perusteltuna. Näemmekin kertoimissa nousuvaraa, ja lisäksi kokonaistuottoa tukee vahva +6 %:n osinkotuotto. Osakkeen tuotto/riski-suhde onkin parantunut selvästi ja nykykurssi tarjoaa hyvän ostopaikan.



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



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

**CapMan** | Kurssi: 2.62  
**Osta** | Tavoitehintaa: 3.10

## Orion Q1: Kustannuksista voi tulla vielä harmia

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	269	271	277	268	255	- 277	-2%	1060
Liikevoitto	75,0	71,0	69,2	68,1	59,9	- 74,0	3%	248
Tulos ennen veroja	74,8	72,1	68,8	67,7	59,6	- 73,6	5%	247
EPS (raportoitu)	0,42	0,41	0,39	0,38	0,34	- 0,42	6%	1,39
Liikevaihdon kasvu-%	-4,0%	0,9%	3,0%	-0,3%	-5,1%	- 3,1%	-2,1% -yks.	1,8%
Liikevoitto-% (oik.)	27,9%	26,4%	25,0%	19,3%	18,7%	- 20,9%	1,4% -yks.	23,4%

Lähde: Inderes & Vera (konsensus)

Orion kertoi odotuksiamme paremmasta liikevoitosta Q1'22-raportissaan, vaikka liikevaihto jäi hieman odotustemme alle. Kasvunäkymät ovat ennallaan, mutta kustannusinflaatio ja Ukrainan sota nostavat lyhyen aikavälin epävarmuutta. Pidämme osakkeen lisää-suosituksen ja laskemme tavoitehintaa 45 euroon (aik. 50).



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

**Orion** | Kurssi: 38.01  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 45.00



### Nubeqa ja Easyhaler kasvoivat odotetun hyvin, liikevoitto ylitti konsensuksen 5 %:lla

Orion raportoi Q1'21 liikevaihdon kasvaneen 1 %:lla 271 MEUR:oon (konsensus 268 MEUR). Liikevaihto alitti ennusteemme 2 %:lla. Liikevaihdon kasvuun vaikuttivat voimakkaimmin eturauhassyöpälääke Nubeqan 142 % kasvanut liikevaihto. Nubeqan vahvassa kasvussa oli kuitenkin toimitusten ajoituksiin liittyvää positiivista kertaluonteisuutta, jonka odotetaan kompensoituvan Q2:lla. Toinen vahva kasvun ajuri oli Easyhaler-tuoteperhe, joka kasvoi komeat 20 % heikkoon vertailukauteen nähden. Myös itsehoitotuotteiden myynnin kasvulla Suomessa oli positiivista vaikutusta liikevaihdon kehitykseen. Liikevaihtoon vaikutti negatiivisesti tuotesuojan menettäneiden Dexdor- ja Simdax-lääkkeiden laskeneet hinnat ja liikevaihto. Orionin liikevoitto laski 5 %:lla 71,5 MEUR:oon, mutta ylitti kuitenkin ennusteemme 3 %:lla ja konsensusennusteet 5 %:lla. Kannattavuuteen vaikutti positiivisesti Nubeqan voimakkaan kasvun ansiosta parantunut bruttomarginaali. Kiinteät kustannukset kuitenkin kasvoivat vertailukaudesta. Yhtiö kertoi tehneensä ruplan heikkenemisen vuoksi alakirjauksen Venäjän saamisiin, jolla oli 3 MEUR:n negatiivinen vaikutus liikevoittoon.

### Leikkasimme ennusteita hieman Venäjä-riskin vuoksi

Orion toisti ohjeistuksensa ja odottaa edelleen liikevaihdon pysyvän viime vuoden tasolla (1041 MEUR) sekä myös liikevoiton olevan vuoden 2021 tasolla (243 MEUR). Hyvästä Q1-tuloksesta huolimatta laskimme liikevaihto- ja liikevoittoennustettamme 1-2 % vuosille 2022-2024 liittyen mm. Venäjän ja Ukrainan liikevaihtoon (alle 5 % konsernista vuonna 2021) liittyvään epävarmuuteen. Orionilla on molemmissa maissa myyntiä, mutta ei valmistusta tai muuta merkittävää omaisuutta. Lisäksi yhtiö odottaa kustannuspaineen vaikutusten voimistuvan tulevina kvartaaleina. Yhtiö kertoi erityisesti logistiikkakustannusten nousseen ja niiden myös oletetaan pysyvän korkealla toistaiseksi. Myös myynti- ja markkinointikulujen odotetaan pysyvän viime vuotta korkeammalla tasolla koronapandemian väistyttyä, mutta tämä on ollut tiedossa jo ennestään.



**Pauli Lohi**

Analytikko

+35845 134 7790

pauli.lohi@inderes.fi

**Orion** | Kurssi: 38.01

**Lisää** | Tavoitehinta: 45.00

### Poikkeuksellisen vahvat tulevaisuuden näkymät painavat vaakakupissa lähiaikojen haasteita enemmän

Orion on edelleen lääkeyhtiöiden mittapuulla hintava, mutta yhtiön kyky kehittää menestyneitä lääkkeitä suhteellisen edullisilla resursseilla nostaa sen mielestämme laatu-yhtiöiden kategoriaan. Erityisesti Nubeqan tarjoama kasvupotentiaali tarjoaa vahvat näkymät yhtiön tuloksen kehitykselle pitkäksi aikaa. Lyhyen aikavälin ennusteilla osake on kallis, sillä ennusteidemme mukaiset 2022 ja 2023 P/E-luvut ovat 29x ja 24x ja EV/EBIT-kertoimet 22x ja 19x. Osingoilla korjattu EV/EBIT laskee kuitenkin 11x:aan vuoteen 2025 mennessä ja muistutamme, että ennusteissamme Nubeqan tulospotentiaalista yli puolet toteutuu vasta vuoden 2025 jälkeen. Myös vakaa osinkotuotto tukee mielestämme osakkeen arvostusta. Lyhyellä aikavälillä näemme kustannustason nousun aiheuttavan epävarmuutta kannattavuuteen, mikä voi pahimmassa tapauksessa tarkoittaa haasteita yltää annettuun ohjeistukseen.



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

**Orion** | Kurssi: 38.01  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 45.00

## Rapala laski ohjeistustaan ja kertoi Venäjän toimenpiteistään

Rapala päivitti eilen pörssin sulkeutumisen jälkeen vuoden 2022 näkymiään. Konserni odottaa nyt vuoden 2022 vertailukelpoisen liikevoiton jäävän alle edellisvuoden tason (32,7 MEUR), kun aiempi ohjeistus oli samalla tasolla. Ohjeistuksen lasku ei tullut meille suurena yllätyksenä, sillä ennustimme Rapalan liikevoiton laskevan 30,5 MEUR:oon. Sanallinen ohjeistus ”laskee” ei vielä kovin tarkasti kerro, kuinka paljon liikevoiton odotetaan laskevan, mutta käsityksemme mukaan se viittaa noin 0-20 %:n laskuun, sillä yhtiöllä on ohjeistuspakissaan myös termit ”laskee selvästi” ja ”laskee merkittävästi”. Päivitämme ennusteitamme, kunhan olemme jutelleet yhtiön kanssa tarkemmin. Lue parin viikon takainen laaja raportti yhtiöstä [täältä](#).

### Suotuisa markkina ei anna enää tukea, mutta strategian toteutus etenee taustalla

Yhtiö kertoi, että keskeisimmät ajurit heikentyneiden näkymien taustalla ovat Ukrainan kriisin aiheuttamat vaikutukset, kylmä ja myöhäinen kevät pohjoisella pallonpuoliskolla sekä nopeampi markkinan normalisoituminen koronan jälkeen Yhdysvalloissa. Näistä tekijöistä kaksi ensimmäistä olivat meillä tiedossa, mutta markkinan normalisoituminen Yhdysvalloissa on saattanut tapahtua odotuksiamme nopeammin, sillä olimme ennustaneet sen tapahtuvan asteittain 2022 ja 2023 aikana ja markkinan jäävän silti 2019 tasoa korkeammalle johtuen mm. lisääntyneistä vapaa-ajan veneistä johtuen.



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

**Rapala VMC** | Kurssi: 6.48  
**Lisää** | Tavoitehinta: 8.20

Markkinaolosuhteet ovat nyt yhtiötä vastaan, mutta rohkaisevaa oli se, että yhtiö kertoi myös, että ONE RAPALA VMC -strategian implementointi etenee suunniteltua nopeammin ja toimeenpanoa on jopa kiihdytetty tietyillä osa-alueilla. Tämän seurauksena koronan jälkeisissä normalisoituneissa markkinaolosuhteissa Rapala VMC onnistuu saamaan lisää tilaa vähittäiskaupoissa ja kasvattamaan markkinaosuutta useissa kategorioissa. Tärkeässä vapa- ja kelakategoriassa Okuman myynti Euroopassa on Rapalan mukaan käynnistynyt vahvasti. Rapala VMC:n omistaessa avainkategorioissa koko toimitusketjun yhtiö ei odota toimitusketjun häiriöitä. Myös tuotetarjonnan odotetaan olevan riittävää alkavaa avovesikalastuskautta varten. Näin ollen nykyisillä lockdown-toimenpiteillä Kiinassa ei ole merkittävää vaikutusta konserniin tällä hetkellä.

### Rapala kertoi myös Venäjän toimintojen uudelleenjärjestelystä

Rapala kertoi myös järjestävänsä uudelleen Venäjän tuotanto- ja jakelutoimintaansa Ukrainan kriisin seurauksena ja kiihdyttävänsä suunnitelmiaan kasvattaa tuotantokapasiteettia Viron Pärnussa sijaitsevalla tehtaallaan. Arviomme mukaan tämä tarkoittaa sitä, että Sortavalassa ollut uistintuotannon manuaalinen vaihe (pintakäsittely) siirretään Pärnuun. Uudelleenjärjestely toteutetaan ottaen huomioon venäläisten työntekijöiden turvallisuus ja Venäjän paikallisen lainsäädännön vaatimukset. Uudelleenjärjestelyyn liittyvät omaisuuserien alaskirjaukset ja arvonalentumiset kirjataan tilikaudelle 2022 vertailukelpoisuuteen vaikuttavina erinä.



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

**Rapala VMC** | Kurssi: 6.48  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 8.20

## Loihde Q1 keskiviikkona: Paranemaan päin

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	24,2		27,3				117
Käyttökate (oik.)	0,4		1,3				10,3
Liikevoitto (oik.)	-0,1		0,8				4,4
Liikevoitto	3,8		2,7				0,3
EPS (oik.)	0,14		0,14				0,72
Liikevaihdon kasvu-%	-1,4 %		12,6 %				9,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	-0,4 %		2,9 %				3,7 %

Lähde: Inderes

Kokonaisturvallisuuteen ja digitaalisten palveluiden toimittamiseen keskittynyt Loihde julkaisee Q1-raporttinsa ensi keskiviikkona. Odotamme konsernin liikevaihdon ja operatiivisen tuloksen kohonneen selvästi vertailukauden yläpuolelle. Tilinpäätöksen yhteydessä tehtyyn ohjeistukseen emme ennakoimuutoksia. Taloudellisen tilannekatsauksen ohella olemme kiinnostuneita etenkin johdon tarkemmista liiketoimintakommenteista ja asiantuntijaorganisaatiolle tärkeistä rekrytoinneista.



Joonas Korkiakoski

Analytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

Loihde | Kurssi: 15.15

Vähennä | Tavoitehinta: 16.00

## Oikeaan suuntaan

Odotamme Loihteen jatkuvien toimintojen liikevaihdon kasvaneen Q1:llä 13 % 27,3 MEUR:oon. Turva-liiketoiminnan kysynnän arvioimme pysyneen absoluuttisesti hyvänä niin kyberturvan kuin fyysistenkin ratkaisuiden puolella. Hyvänä pysyneen asiakasaktiviteetin odotammekin kompensoineen vällinneita komponenttien saatavuushaasteita, niiden fyysisen turvan toimituksiin aiheuttamia ajallisia siirtymiä sekä koronapandemian kohottamia alkuvuoden sairaspöissaoloja. Tätä taustaa vasten arvioimme Turva-liiketoiminnan liikevaihdon asettuneen vertailukautta korkeammalle 16,9 MEUR:n tasalle.

Digitaalisen kehittämisen puolella odotamme liikevaihdon puolestaan kohonneen 33 % 10,4 MEUR:oon. Kasvun keskeisimpinä ajureina pidämme viime toukokuussa toteutettua Lohde Advisory -transaktiota ja sen tuomia epäorgaanisia hyviä. Liiketoiminta-alueen ydinosaamisia, markkina-asemoitumisia, sairaspöissaoloista huolimatta laskutusasteiden pieniä nousuvaroja ja IT-palvelumarkkinan vahvaa kysyntätilannetta heijastellen odotamme Digitaalisen kehittämisen yltäneen Q1:llä varsin mukaviin orgaanisiinkin onnistumisiin. Myynnin puolella uskomme yhtiön kyyneen jossain määrin realisoimaan myös konsernitason laajasta tarjoamasta ja eri liiketoimintojen välisten kyvykkyksien hyödyntämisten luomia synergioita.

Odotamme Loihteen tehneen Q1:llä 1,3 MEUR:n verran oikaistua käyttökatetta ja 0,8 MEUR:n verran liikearvon poistoista ja muista kertaeristä (mm. Pohjois-Suomen kuituverkkojen [myyntivoitto](#)) oikaistua operatiivista tulosta. Näin ollen ennakoimme hyvän liikevaihdon kasvun konvertoituneen melko mallikkaasti operatiiviseksi tuloskasvuksi. Toisaalta uskomme yhtiön jatkaneen palveluyhtiölle tyypillisiä ja luonteeltaan etupainotteisia uusien osajien palkkaamista, millä on yhdessä muiden kehityspanostusten (mm. brändityön implementointi) ollut lyhyen aikavälin kannattavuutta painava vaikutus. Näitä edellä mainittuja tekijöitä heijastellen odotamme kannattavuuden jääneen arvioimaamme kestävävä ja rakenteellista potentiaalia matalammalle 2,9 % tasolle. Rahoituserien ja verojen jälkeen arvioimme oikaistun osakekohtaisen tuloksen puolestaan asettuneen 0,14 euroon.



**Joonas Korkiakoski**

Analyytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

**Lohde** | Kurssi: 15.15

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 16.00

## Tasonnoston vuosi

Vuonna 2022 Loihde odottaa Turva-liiketoiminnan jatkuvien toimintojen liikevaihdon kasvavan ja Digitaalisen kehittämisen liikevaihdon kasvavan edellisvuotta (2021: 13 %) nopeammin. Kannattavuuden osalta Loihde taas ennakoi edellisvuodesta paranevaa oikaistua käyttökatetta (2021: 4,3 MEUR). Emme odota yhtiön tekevän muutoksia annettuun ohjeistukseen Q1-raportin yhteydessä. Kaiken kaikkiaan pidämme Loihteen liiketoimintamahdollisuuksia terveinä. Yhtiön nykyisten operaatioiden markkina-asemoitumiset ja laajan palvelutarjoaman hyödyntäminen luo yhtiölle oivat edellytykset suurempien kokonaisuuksien toimittamiselle ja siten aidosti strategisten kumppanuuksien solmimiselle. Vahva tase taas tuo liikkumatilaa yritystojen toteuttamista ajatellen.



**Joonas Korkiakoski**

Analytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

**Loihde** | Kurssi: 15.15

**Vähennä** | Tavoitehinta: 16.00

## Fodelia Q1 tiistaina: Kustannuspaineelta ei voida välttyä

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	7,5		9,0				41,3
Käyttökate	0,4		0,6				3,8
Liikevoitto (oik.)	0,1		0,4				2,8
Liikevoitto	0,0		0,3				2,4
EPS (raportoitu)	-0,01		0,03				0,24
Liikevaihdon kasvu-%			19,3 %				21,4 %
Liikevoitto-% (oik.)	1,2 %		4,4 %				6,7 %

Lähde: Inderes

Fodelia julkistaa Q1-raporttinsa tiistaina 3.5. Odotamme alkuvuoden tuloksen kärsineen huomattavasta kustannustason noususta useissa eri tuotannon tekijöissä. Liikevaihdon osalta odotamme hyvää orgaanista kasvua Feelian vetämänä. Toimintaympäristön epävarmuudet kasvattavat ennusteisiimme liittyviä riskejä myös loppuvuoden osalta.



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

**Fodelia** | Kurssi: 7.14  
 Lisää | Tavoitehintaa: 8.20



### Liikevaihdolta lupa odottaa kasvua jatkuneista koronarajoituksista huolimatta

Odotamme Q1:n liikevaihdolta kasvaneen 9,0 MEUR:oon, mikä tarkoittaa 19 %:n kasvua edellisvuoteen ja koostuu lähes puhtaasti organisaation kasvusta. Foodservice-markkinan koronarajoituksista johtunut heikkous alkuvuonna rajoittaa liikevaihdon kasvua, mutta toisaalta samoista ongelmista kärsittiin myös vertailukaudella. Odotamme Feelian osalta vahvaa 28 %:n kasvua. Real Snacksin ja Perniön Lihan osalta odotuksemme ovat maltillisemmalla 10 %:n tasolla. Fodelia teki vuoden vaihteen tienoilla hinnankorotuksia kompensoidakseen raaka-aine- ja tuotantokustannuksia, jotka nousivat huomattavasti jo vuoden 2021 loppupuolella.

### Kannattavuus kärsii poikkeuksellisesta kustannusinflaatiosta

Odotamme Fodelian kohtaavan merkittäviä kustannushaasteita vuoden 2022 alkupuoliskolla, johtuen etupäässä viimeaikaisesta yleisestä kustannustason noususta sisältäen mm. raaka-aineiden, energian, pakkausmateriaalien ja kuljetuskustannusten nopean kohoamisen. Feelian puolella kohonneita kustannuksia voidaan arvioida mukaan viedä nopeammin hintoihin, mutta vähittäiskaupasta riippuvalaiset Real Snacks ja Perniön Liha kärsivät kustannusten noususta tyypillisesti enemmän. Lisäksi koronapandemian aiheuttamat sairauspoissaolot ovat voineet kasvattaa tuotannon henkilöstökustannuksia, kuten esimerkiksi Apetitin Q1-tuloksen kohdalla nähtiin. Ennustamme Fodelian Q1 liikevoitoksi 0,3 MEUR (3,4 % liikevaihdosta), mikä on enemmän kuin vuosi sitten (0,0 MEUR), jolloin koronapandemian lisäksi kannattavuutta heikensivät mm. Pyhännän tehdasinvestointiin liittyneet kustannukset. Q1:n kannattavuusennusteeseen kohdistuu kuitenkin merkittävästi epävarmuutta poikkeuksellisen markkinatilanteen takia.



**Pauli Lohi**

Analytikko

+35845 134 7790

pauli.lohi@inderes.fi

**Fodelia** | Kurssi: 7.14

**Lisää** | Tavoitehintaa: 8.20

### Toimintaympäristön riskit kasvattavat ennusteisiin liittyvää epävarmuutta

Vuoden 2022 ohjeistuksen mukaan Fodelian liikevaihto kohoaa 40-50 MEUR:oon (2022e: 41 MEUR). Lisäksi liikevoiton ja suhteellisen kannattavuuden arvioidaan paranevan edellisvuodesta (2021 EBIT: 1,2 MEUR tai 3,5 % liikevaihdosta), kun meidän raportoidun liikevoiton ennustemme on 2,4 MEUR (5,9 % liikevaihdosta). Ennusteisiimme sisältyy oletus, että kustannustason nousuun liittyvän kannattavuushaasteet saadaan pääosin paikattua Q1:n jälkeen ja H2:n kannattavuus olisi jo hyvällä tasolla. Nykyiset toimintaympäristöön liittyvät haasteet, etupäässä kustannusten nousu, voivat uhata kannattavuuden toipumista, minkä vuoksi koko vuoden kannattavuusnäkymään kohdistuu tavanomaista enemmän epävarmuutta.



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

**Fodelia** | Kurssi: 7.14  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 8.20

## OmaSp Q1 maanantaina: Reipas tulokasvu jatkuu Eurajoen vetämänä

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus	2022e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liiketoiminnan tuotot	29,1		33,0				141
Liiketoiminnan tuotot (oik.)	27,5		32,4				135
Tulos ennen veroja (oik.)	10,0		12,2				58,2
Tulos ennen veroja	11,7		12,6				64,3
EPS (oik.)	0,26		0,33				1,56
EPS (raportoitu)	0,32		0,34				1,72

Lähde: Inderes

OmaSp julkaisee Q1-tuloksensa maanantaina noin kello 8.30. Odotamme yhtiön jatkaneen alkuvuonna totutulla tulokasvu-uralla pirteän orgaanisen kasvun sekä Eurajoen Säästöpankin tuoman tulokontribuution siivittämänä. Tuloksen ohella kiinnostuksemme kohteena ovat korkonäkymiin ja toimialan rakennejärjestelyihin liittyvät kommentit. Näemme yhtiön tuotto/riski-suhteen edelleen hyvänä ja toistamme positiivisen näkemyksemme ennen maanantain tuloraporttia.

### Eurajoen Säästöpankki mukana numeroissa ensimmäistä kertaa täydeltä kvartaalilta

Odotamme OmaSp:n vertailukelpoisten tuottojen kasvaneen Q1:llä 18 %:lla 32,4 MEUR:oon. Kasvua ajaa ennusteissamme alla olevan liiketoiminnan pirteänä jatkunut kasvu sekä viime joulukuussa maaliin mennyt Eurajoen Säästöpankin hankinta, joka näkyy nyt siis yhtiön numeroissa ensimmäistä kertaa täydeltä kvartaalilta. Arvioimme Eurajoen vaikutuksen olleen tuottojen kasvuun Q1:llä karkeasti noin 8 %-yksikköä.



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



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

**OmaSp** | Kurssi: 19.50  
**Osta** | Tavoitehinta: 20.00

### Odotamme kulutehokkuuden parantuneen vertailukaudesta

Ennustamme OmaSp:n vertailukelpoisen kulutason asettuneen ensimmäisellä kvartaalilla 16,3 MEUR:oon. Kulutasoa kasvattaa edellisneljänneksistä luonnollisesti viime vuoden lopussa toteutettu yrityskauppa sekä Q1:lle ajoittuva vakaumaksu. Odotamme pankin kulutehokkuuden kuitenkin kokonaisuudessaan parantuneen vertailukaudesta ja ennustamme vertailukelpoisen kulu/tuotto-suhteen asettuneen Q1:llä 50,4 %:iin (Q1'21: 52,4 %).

Odotamme yhtiön luottotappiovarausten kasvaneen luottokannan kasvun mukana ja olleen Q1:llä -3,9 MEUR (Q1'21: -2,8 MEUR). OmaSp:llä oli vuodenvaihteessa purkamatta koronapandemiassa tehtyjä johdon harkintaan perustuvia luottotappiovarauksia 3,9 MEUR:n edestä, mutta emme odota yhtiön tehneen näihin muutoksia vielä Q1-katsauksella. Viime aikoina heikentynyt talouskuva kasvattaa epävarmuutta varausten purkamisen suhteen, mutta perusoletuksenamme kuitenkin on edelleen, että varaukset tullaan purkamaan kuluvan vuoden aikana.

Edellä esitetyt ennusteita mukailien odotamme OmaSp:n vertailukelpoisen tuloksen ennen veroja (PTP) kasvaneen vuodentakaisesta 22 %:lla 12,2 MEUR:oon ja oikaistun EPS:n odotamme asettuneen 0,33 euroon (Q1'21: 0,26 euroa).

OmaSp ohjeistaa koko vuodelle 2022 vertailukelpoista tuloskasvua ja uskomme yhtiön toistavan tämän ohjeistuksen Q1-raportin yhteydessä. Omat ennusteemme ovat linjassa ohjauksen kanssa ja ennustamme vertailukelpoisen PTP:n kasvavan kuluvana vuonna 58,2 MEUR:oon (2021: 53,1 MEUR).



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



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

**OmaSp** | Kurssi: 19.50  
**Osta** | Tavoitehintaa: 20.00

### Korkonäkymät ja toimialajärjestelyihin liittyvät kommentit kiinnostavat

Tulospäivänä kiinnostuksemme kohteena ovat tuloksen ohella myös yhtiön kommentit korkonäkymiin ja toimialan rakennejärjestelyihin liittyen. Euribor-korot ovat kääntyneet viime kuukausien kovien inflaatiolukujen myötä selvään nousuun ja pankeille keskeinen 12 kk Euribor puhkaisi huhtikuussa 0 %:n haamurajan. Selvemmällä ja pidempiaikaisella korkotason nousulla olisi huomattava positiivinen vaikutus korkokatevetoiselle OmaSp:lle ja noin 1 %-yksikön nousu korkotasossa parantaisi pankin korkokatetta noin 12 MEUR (2021: korkokate 80,1 MEUR). Olemme avanneet tätä tarkemmin [laajassa raportissamme](#).

Kotimaisella finanssisektorilla yritysjärjestelyt ovat saaneet hiljattain jälleen jatkoa, kun Evli ja EAB tiedottivat viime viikolla [fuusioituvansa](#). Vastaavasti Handelsbankenin Suomen liiketoiminta on ollut julkisesti myynnissä viime lokakuusta lähtien ja myyntiprosessin pitkittyessä toimintojen myynti osissa alkaa näyttämään yhä todennäköisemmältä. Tässä skenaariossa pidämme OmaSp:tä hyvinkin yhtenä mahdollisena ostajakandidaattina ja uskomme yhtiön olevan kiinnostunut etenkin vähittäispankkitoiminnoista. Yhtiö ei luonnollisesti ota kantaa mahdollisiin käynnissä oleviin järjestelyihin, mutta odotamme johdon alleviivaavan aiemman tapaan avoimuuttaan ja valmiuttaan järjestelyille.



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



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

**OmaSp** | Kurssi: 19.50  
**Osta** | Tavoitehinta: 20.00

## Ovaro käynnistää Jyväskylän Korteniityn asuntokohteen ennakkomarkkinoinnin

Ovaro Kiinteistösijoitus [tiedotti](#) aamulla käynnistävänsä ennakkomarkkinoinnin Jyväskylän Korteniityn alueelle toteutettavasta 61 asunnon kohteesta. Hanke on Ovarolle uusi ja se koostuu kolmesta pienkerrostalosta. Yhtiön tavoitteena on päästä käynnistämään hanke kuluvan vuoden aikana ja se on toteutuessaan ensimmäinen Ovaron perustajarakennuttamisen mallilla toteutettava kohde.

Tiedotettu hanke sijaitsee Jyväskylän Kortepohjan kaupunginosassa, jossa Ovarolla on entuudestaan yksi [kiinteistökehityshanke](#). Kohdetta tullaan markkinoimaan käsityksemme mukaan sekä sijoittaja- että kuluttaja-asiakkaille ja arvioimme mukaan sen arvo voisi olla ulosmyyntihinnoin karkeasti noin 8-10 MEUR. Mikäli kohteelle löytyy riittävää kysyntää ja rakennuttaminen päästään käynnistämään, voisi se valmistua arviomme mukaan ensi vuoden jälkipuolella.

Uutiset uusista hankkeista ovat Ovaron kannalta positiivisia, sillä ne tukevat yhtiön tukevat yhtiön tahtotilaa kiinteistökehitykseen siirtymiselle. Positiivista myös on, että yhtiö näkee edellytyksiä uusien hankkeiden käynnistämiseksi nykyisessä kustannusympäristössä. Tulemme sisällyttämään hankkeen ennusteisiimme myöhemmin.



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

**Ovaro** | Kurssi: 3.20

**Vähennä** | Tavoitehinta: 3.40

ETUSIVU	MARKKINAT			SIJOITUSIDEAT				INDERES.FI			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
Aallon Group	10.35	-0.5 %	-12.3 %	Lisää	12.00	15.9 %	15.3	18.7	14.6	14.8	3.4	0.22	2.1 %	40
Admicom	63.80	1.3 %	-24.5 %	Lisää	77.00	20.7 %	28.8	25.8	25.8	22.3	10.4	1.30	2.0 %	318
Aktia Bank	9.66	0.6 %	-21.3 %	Lisää	12.00	24.2 %	9.6	-	8.7	-	0.9	0.61	6.3 %	696
Alexandria Pankkiiriliike	7.90	-1.2 %	-1.9 %	Vähennä	8.50	7.6 %	11.9	7.5	10.7	6.4	2.7	0.64	8.1 %	79
Alma Media	9.75	-2.0 %	-9.9 %	Lisää	11.00	12.8 %	14.3	12.8	14.4	12.6	4.1	0.38	3.9 %	803
Apetit	12.65	0.0 %	-1.6 %	Vähennä	12.00	-5.1 %	28.3	18.2	17.1	11.4	0.8	0.45	3.6 %	78
Aspo	6.96	2.1 %	-38.7 %	Vähennä	7.50	7.8 %	9.0	14.8	8.4	11.5	2.0	0.46	6.6 %	218
Aspocomp Group	5.84	-8.2 %	-2.7 %	Vähennä	6.80	16.4 %	9.8	9.3	9.3	7.9	1.7	0.24	4.1 %	39
Avidly	3.95	-0.5 %	-23.7 %	Osta	5.00	26.6 %	14.0	40.1	10.2	21.6	1.9	0.00	0.0 %	21
Basware	39.65	0.0 %	31.1 %	Vähennä	40.10	1.1 %	188.0	71.1	93.5	52.4	7.6	0.00	0.0 %	573
Bilot	4.99	0.2 %	-12.1 %	Vähennä	5.00	0.2 %	19.5	48.8	12.9	15.3	1.5	0.10	2.0 %	28
Bittium	5.12	-1.7 %	-3.4 %	Lisää	5.50	7.4 %	61.3	49.9	17.8	15.0	1.5	0.05	1.0 %	182
Boreo	40.80	-0.5 %	-30.8 %	Osta	62.00	52.0 %	23.1	15.1	18.9	11.4	2.4	0.44	1.1 %	107
CapMan	2.62	8.3 %	-13.8 %	Osta	3.10	18.5 %	10.2	7.4	12.2	9.0	2.9	0.16	6.1 %	414
Cargotec	32.14	3.3 %	-26.7 %	Lisää	38.00	18.2 %	11.9	10.5	8.7	7.8	1.3	1.20	3.7 %	2070
Caverion	4.70	-3.8 %	-26.4 %	Osta	6.50	38.3 %	12.6	10.1	9.2	7.3	2.8	0.20	4.3 %	641
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	226.80	-0.6 %	-22.0 %	Vähennä	230.00	1.4 %	14.0	24.0	13.1	22.2	1.5	1.04	4.7 %	1062
Consti Plc	9.84	-0.2 %	-18.7 %	Lisää	13.50	37.2 %	9.4	7.6	8.1	6.1	2.1	0.47	4.8 %	76
Detection Technology	22.00	0.0 %	-24.9 %	Vähennä	21.00	-4.5 %	26.5	19.5	20.7	14.8	4.1	0.41	1.9 %	327
Digia	6.92	-0.4 %	-1.7 %	Lisää	8.10	17.1 %	12.6	12.4	11.7	10.7	2.4	0.20	2.9 %	184
Duell	5.40	1.1 %	-25.6 %	Lisää	7.20	33.3 %	16.4	17.5	13.9	11.4	3.9	0.07	1.3 %	137
EAB Group	3.29	-2.1 %	7.9 %	Vähennä	3.50	6.4 %	14.8	11.1	10.0	7.6	2.1	0.15	4.6 %	45
EcoUp	6.19	0.0 %	-5.9 %	Osta	8.50	37.3 %	23.5	17.8	12.5	8.7	2.2	0.09	1.5 %	54
Eezy	5.56	-3.8 %	-7.0 %	Lisää	6.80	22.3 %	13.6	11.5	10.2	8.3	1.2	0.20	3.6 %	139
Efecte	11.00	0.9 %	-16.0 %	Lisää	14.00	27.3 %	433.2	389.6	310.2	271.9	20.0	0.00	0.0 %	68
Elisa	56.30	-0.0 %	4.0 %	Vähennä	52.00	-7.6 %	24.6	22.1	24.1	21.5	7.3	2.15	3.8 %	9018

## ETUSIVU

## MARKKINAT

## SIJOITUSIDEAT

## INDERES.FI

## YHTIÖT

## TUNNUSLUVUT

Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
Endomines (SEK)	2.27	-2.6 %	-10.6 %	Vähennä	2.30	1.3 %	neg.	neg.	27.3	22.2	1.8	0.00	0.0 %	598
Enedo	0.32	2.6 %	-8.0 %	Myy	0.30	-6.3 %	31.4	19.6	18.3	12.9	2.6	0.00	0.0 %	21
Enersense International	7.40	3.5 %	8.2 %	Vähennä	7.00	-5.4 %	31.7	12.3	16.2	7.1	2.3	0.13	1.8 %	118
eQ	23.25	-0.6 %	-9.7 %	Lisää	26.00	11.8 %	22.8	17.0	19.8	14.7	11.5	1.06	4.6 %	933
Etteplan	15.00	2.7 %	-11.2 %	Lisää	17.00	13.3 %	15.8	13.4	14.4	11.6	3.3	0.47	3.1 %	376
Evli	18.22	1.2 %	-1.7 %	Vähennä	20.00	9.8 %	16.1	10.7	14.8	10.2	5.2	2.35	12.9 %	441
Exel Composites	6.10	-0.7 %	-24.7 %	Vähennä	7.50	23.0 %	13.5	13.1	10.3	9.8	2.3	0.22	3.6 %	72
Fellow Pankki	0.46	-5.0 %	-98.3 %	Vähennä	0.45	-1.3 %	neg.	-	14.1	-	1.2	0.00	0.0 %	39
Fifax	1.30	-6.5 %	0.8 %	Myy	1.05	-19.5 %	neg.	neg.	neg.	neg.	2.2	0.00	0.0 %	33
Finnair	0.49	6.9 %	-17.1 %	Myy	0.40	-18.9 %	neg.	neg.	neg.	52.0	14.0	0.00	0.0 %	693
Fiskars	20.15	0.5 %	-12.4 %	Lisää	24.00	19.1 %	13.1	10.7	12.7	9.8	1.9	0.95	4.7 %	1641
Fodella	7.14	4.1 %	-7.8 %	Lisää	8.20	14.8 %	25.1	26.1	17.0	17.0	4.7	0.10	1.4 %	52
Fondia	6.64	7.4 %	-6.5 %	Lisää	7.00	5.4 %	21.4	16.4	16.0	10.2	5.2	0.28	4.2 %	26
Fortum	15.96	4.5 %	-40.8 %	Vähennä	16.00	0.2 %	10.1	9.9	12.0	11.5	1.1	1.14	7.1 %	14181
Glaston	0.96	0.4 %	-15.4 %	Lisää	1.20	24.5 %	14.0	9.7	9.4	6.8	1.1	0.04	4.1 %	81
Gofore	23.85	0.6 %	-0.6 %	Lisää	25.00	4.8 %	22.1	21.3	20.0	17.4	4.9	0.35	1.5 %	366
Harvia	32.74	1.0 %	-44.2 %	Osta	42.00	28.3 %	17.9	13.8	15.3	11.1	5.9	0.70	2.1 %	608
Heeros	4.00	-2.0 %	-24.5 %	Vähennä	4.50	12.5 %	46.4	95.9	26.3	35.5	2.9	0.00	0.0 %	20
Honkarakenne	4.85	0.2 %	-33.7 %	Lisää	5.20	7.2 %	12.5	7.2	10.0	4.4	1.6	0.17	3.5 %	28
Huhtamäki	35.61	3.6 %	-8.4 %	Osta	40.00	12.3 %	15.0	14.4	14.3	13.1	2.2	0.97	2.7 %	3716
Ilkka-Yhtymä	4.56	-3.0 %	-4.2 %	Lisää	5.00	9.6 %	24.5	43.8	21.3	33.2	0.7	0.22	4.8 %	116
Incap	67.00	-4.3 %	-14.6 %	Vähennä	74.00	10.4 %	15.0	12.2	13.2	10.1	4.7	0.90	1.3 %	391
Innofactor	1.18	-1.7 %	-22.1 %	Lisää	1.45	22.9 %	12.4	8.7	9.6	7.1	1.7	0.06	5.1 %	43
Investors House	5.72	-4.0 %	2.5 %	Vähennä	5.20	-9.1 %	21.2	17.0	20.7	16.9	1.2	0.31	5.4 %	36
Kamux	9.86	1.7 %	-14.0 %	Osta	13.00	31.8 %	14.9	11.6	11.8	9.3	3.2	0.24	2.4 %	394
Kemira	12.46	2.4 %	-6.5 %	Lisää	13.00	4.3 %	12.0	11.6	12.9	11.2	1.4	0.58	4.7 %	1907



ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT				INDERES.FI		YHTIÖT		TUNNUSLUVUT			
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
Kesko	25.38	-0.5 %	-13.5 %	Lisää	27.00	6.4 %	17.4	15.2	18.4	15.9	3.8	1.07	4.2 %	10076
Kesla	4.29	-2.1 %	-27.0 %	Vähennä	4.50	4.9 %	15.9	22.5	9.7	11.4	1.0	0.12	2.8 %	14
Kone	45.23	-0.6 %	-28.3 %	Vähennä	57.00	26.0 %	23.7	16.6	20.9	14.5	7.6	1.80	4.0 %	23446
Konecranes	26.63	3.1 %	-24.3 %	Osta	39.00	46.5 %	10.2	10.6	9.2	7.5	1.5	1.50	5.6 %	2101
Kreate Group	9.30	3.3 %	-18.1 %	Osta	12.00	29.0 %	11.0	9.4	9.6	8.1	1.8	0.47	5.1 %	82
LapWall	2.85	-1.4 %	-8.3 %	Lisää	3.40	19.3 %	9.7	7.9	10.2	7.7	3.0	0.14	4.9 %	40
LeadDesk	11.50	1.8 %	-45.2 %	Osta	14.00	21.7 %	neg.	neg.	59.9	neg.	3.5	0.00	0.0 %	65
Lehto Group	0.40	-4.8 %	-54.0 %	Myy	0.35	-11.6 %	neg.	neg.	9.4	18.0	0.5	0.00	0.0 %	34
Lemonsoft	12.96	-2.3 %	-28.0 %	Vähennä	13.00	0.3 %	45.5	39.8	36.4	30.1	9.9	0.15	1.2 %	236
Loihde	15.15	-1.9 %	-6.5 %	Vähennä	16.00	5.6 %	21.1	182.1	18.7	neg.	0.9	0.20	1.3 %	91
Loudspring	0.11	8.0 %	-41.6 %	Vähennä	0.11	1.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	0.7	0.00	0.0 %	8
Marimekko	13.12	1.1 %	-22.6 %	Vähennä	15.00	14.3 %	21.9	16.5	20.4	15.1	8.2	0.38	2.9 %	533
Martela	2.50	4.2 %	9.2 %	Lisää	3.00	20.0 %	10.1	7.9	6.9	5.2	0.9	0.00	0.0 %	11
Merus Power	7.13	-1.2 %	-16.0 %	Lisää	8.20	15.0 %	111.6	64.3	48.1	36.0	4.0	0.00	0.0 %	54
Metso Outotec	8.19	-0.1 %	-12.3 %	Vähennä	9.20	12.3 %	17.0	11.8	14.0	9.9	2.7	0.34	4.1 %	6781
Metsä Board	9.73	1.4 %	13.1 %	Lisää	10.50	7.9 %	9.5	7.6	14.3	11.7	1.8	0.50	5.1 %	3461
Musti Group	21.88	-4.5 %	-29.3 %	Lisää	24.00	9.7 %	29.8	24.9	23.8	18.9	4.4	0.60	2.7 %	733
Neste	45.80	4.3 %	5.6 %	Osta	44.00	-3.9 %	26.3	22.0	23.8	19.8	4.6	0.85	1.9 %	35173
Netum	4.15	-1.2 %	-7.0 %	Lisää	4.60	10.8 %	14.7	17.8	13.4	14.9	3.7	0.12	2.9 %	47
Next Games	2.08	-0.7 %	83.1 %	Vähennä	2.10	1.0 %	neg.	neg.	neg.	neg.	4.5	0.00	0.0 %	64
Nightingale Health	1.88	-0.1 %	-48.9 %	Osta	4.00	112.8 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.0	0.00	0.0 %	114
Nixu	6.22	-2.8 %	-11.4 %	Lisää	7.30	17.4 %	neg.	723.1	25.5	22.0	3.7	0.00	0.0 %	46
NoHo Partners	8.04	-3.1 %	5.5 %	Lisää	9.00	11.9 %	21.9	17.2	11.8	15.0	2.1	0.20	2.5 %	155
Nokia	4.66	-3.2 %	-16.4 %	Lisää	5.40	15.9 %	12.7	9.6	11.6	7.6	1.4	0.12	2.6 %	26042
Nokian Renkaat	12.72	0.6 %	-61.8 %	Vähennä	13.00	2.2 %	13.9	13.6	8.3	7.7	1.1	0.55	4.3 %	1758
Norrhydro Group	3.38	-5.7 %	-21.9 %	Vähennä	4.10	21.5 %	21.4	19.3	18.8	13.7	3.1	0.05	1.5 %	36

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT				INDERES.FI		YHTIÖT		TUNNUSLUVUT			
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
Nurminen Logistics	1.09	-2.0 %	-44.3 %	Vähennä	1.25	14.9 %	18.8	15.3	10.1	10.1	4.8	0.02	1.8 %	84
Oma Säästöpankki	19.50	0.0 %	14.0 %	Osta	20.00	2.6 %	12.5	-	11.3	-	1.3	0.40	2.1 %	584
Optomed	4.40	1.7 %	-55.1 %	Vähennä	7.50	70.5 %	neg.	neg.	neg.	neg.	5.1	0.00	0.0 %	59
Oriola	2.00	3.9 %	-0.4 %	Lisää	2.30	15.2 %	12.7	7.4	11.6	6.4	1.4	0.06	3.0 %	361
Orion	38.01	-4.9 %	4.1 %	Lisää	45.00	18.4 %	27.3	20.9	23.1	17.6	7.6	1.55	4.1 %	5338
Orthex	7.05	-0.1 %	-36.1 %	Lisää	8.00	13.5 %	26.1	19.2	14.0	11.6	3.7	0.19	2.7 %	125
Outokumpu	4.69	0.4 %	-14.8 %	Vähennä	6.00	28.0 %	3.7	2.5	9.3	5.0	0.6	0.20	4.3 %	2121
Ovaro Kiinteistösijoitus	3.20	-2.4 %	4.6 %	Vähennä	3.40	6.2 %	neg.	neg.	74.0	34.2	0.6	0.00	0.0 %	28
Panostaja	0.61	-1.9 %	-16.9 %	Vähennä	0.68	11.8 %	8.2	48.9	45.9	19.2	0.8	0.03	4.9 %	31
Partnera Oyj	1.87	1.9 %	-16.1 %	Vähennä	2.20	17.6 %	9.1	10.8	8.3	8.9	0.9	0.08	4.3 %	67
Pihlajalinna	11.56	-1.0 %	-8.5 %	Vähennä	12.50	8.1 %	13.5	16.7	12.2	13.9	2.0	0.32	2.8 %	261
Piippo	3.02	0.0 %	-10.7 %	Myy	2.70	-10.6 %	19.3	24.3	13.8	15.8	0.5	0.05	1.7 %	3
Ponsse	28.75	0.3 %	-31.9 %	Vähennä	30.00	4.3 %	17.3	12.7	13.9	9.4	2.5	0.85	3.0 %	805
PunaMusta Media	5.95	0.0 %	8.2 %	Vähennä	5.60	-5.9 %	71.7	90.7	32.5	34.9	1.7	0.20	3.4 %	74
Purmo Group	11.15	2.3 %	-21.5 %	Lisää	13.00	16.6 %	10.7	10.2	9.5	8.7	1.1	0.37	3.3 %	457
Puuilo	6.68	0.3 %	-28.6 %	Osta	8.50	27.2 %	15.4	13.2	13.9	11.5	7.2	0.35	5.2 %	566
QPR Software	1.10	-3.9 %	-40.5 %	Vähennä	1.20	9.1 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-20.9	0.00	0.0 %	13
Qt Group	91.20	-14.4 %	-31.7 %	Osta	110.00	20.6 %	62.3	56.4	41.5	34.4	26.5	0.40	0.4 %	2350
Raisio Vaihto-osake	2.19	-0.2 %	-35.0 %	Lisää	2.90	32.4 %	20.1	13.3	17.7	11.7	1.3	0.15	6.8 %	346
Rapala VMC	6.48	-3.9 %	-25.7 %	Lisää	8.20	26.5 %	13.3	10.1	11.9	9.4	1.6	0.20	3.1 %	250
Raute	13.75	0.4 %	-30.6 %	Vähennä	16.50	20.0 %	70.5	61.2	18.3	13.1	1.7	0.20	1.5 %	58
Reka Industrial	3.46	-1.4 %	-10.6 %	Vähennä	3.50	1.2 %	8.2	5.7	11.0	7.2	1.6	0.10	2.9 %	20
Relais Group	18.95	0.0 %	-27.9 %	Lisää	24.00	26.6 %	14.9	23.2	14.9	22.3	3.7	0.40	2.1 %	341
Remedy Entertainment	31.15	-1.9 %	-21.5 %	Osta	50.00	60.5 %	46.1	31.4	33.4	22.3	4.4	0.20	0.6 %	417
Revenio Group	47.58	4.4 %	-14.3 %	Vähennä	48.00	0.9 %	54.5	45.2	44.1	34.7	13.9	0.46	1.0 %	1269
Robit	2.67	-2.7 %	-33.6 %	Lisää	3.20	19.6 %	52.1	30.3	11.5	10.7	1.1	0.04	1.5 %	56

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT				INDERES.FI		YHTIÖT			TUNNUSLUVUT		
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
Rovio	7.18	0.5 %	9.2 %	Lisää	8.60	19.7 %	25.1	14.5	15.6	8.4	2.6	0.12	1.7 %	548
Rush Factory Plc	2.68	2.3 %	11.2 %	Lisää	3.30	23.1 %	17.5	14.7	5.4	3.3	5.4	0.00	0.0 %	6
Sampo	46.18	-1.0 %	4.8 %	Lisää	49.00	6.1 %	21.0	11.4	19.6	12.7	2.0	3.28	7.1 %	24047
Sanoma	12.32	2.7 %	-9.5 %	Lisää	14.00	13.6 %	17.1	16.2	15.0	14.0	2.7	0.58	4.7 %	2006
Scanfil	6.76	2.4 %	-9.4 %	Lisää	8.00	18.3 %	12.5	10.6	11.4	8.5	1.9	0.21	3.1 %	435
Sievi Capital	1.41	1.1 %	-26.2 %	Lisää	1.80	27.3 %	6.6	4.0	6.0	3.4	0.8	0.05	3.5 %	82
Silli Solutions	14.75	3.5 %	1.0 %	Osta	17.50	18.6 %	11.9	11.1	10.6	9.5	3.4	0.40	2.7 %	103
Sitowise Group	6.16	-0.8 %	-23.5 %	Lisää	7.60	23.4 %	15.1	13.1	13.9	11.6	1.7	0.14	2.3 %	218
Solteq	3.23	3.2 %	-31.1 %	Osta	4.60	42.6 %	12.8	11.1	10.1	8.8	2.0	0.15	4.7 %	62
Solwers	6.70	0.0 %	-19.3 %	Vähennä	7.00	4.5 %	19.7	16.5	17.2	13.9	1.7	0.07	1.0 %	58
Soprano	0.33	0.0 %	-6.2 %	Myy	0.30	-9.1 %	34.6	22.3	13.2	14.4	1.8	0.00	0.0 %	6
Sotkamo Silver (SEK)	1.76	-2.2 %	12.1 %	Vähennä	1.90	8.0 %	11.5	10.0	115.5	25.1	1.3	0.00	0.0 %	352
Springvest	7.26	-0.5 %	-10.8 %	Myy	6.70	-7.7 %	61.8	44.4	61.8	44.4	2.4	0.08	1.1 %	39
SRV Group	0.38	-4.5 %	-28.5 %	Vähennä	0.35	-7.7 %	neg.	neg.	9.1	13.8	2.7	0.00	0.0 %	99
Stora Enso	17.84	-2.9 %	10.6 %	Vähennä	18.00	0.9 %	10.5	9.8	14.4	12.3	1.3	0.65	3.6 %	14073
Suominen	3.46	-2.7 %	-33.3 %	Vähennä	4.50	30.2 %	17.9	12.1	12.2	8.9	1.2	0.20	5.8 %	198
Taaleri	10.24	-2.1 %	-8.6 %	Vähennä	12.00	17.2 %	25.4	14.9	11.2	6.4	1.4	0.92	9.0 %	295
Telenom	10.32	3.2 %	-11.8 %	Osta	12.00	16.3 %	35.8	29.5	30.3	24.8	9.1	0.19	1.8 %	460
Tecnotree	1.09	0.7 %	-25.7 %	Osta	1.50	37.1 %	14.6	10.9	12.3	8.4	4.1	0.00	0.0 %	348
Teleste	4.60	0.0 %	-12.2 %	Vähennä	5.00	8.7 %	17.1	14.7	12.1	10.4	1.2	0.16	3.5 %	83
Telia Company (SEK)	40.68	-1.7 %	14.9 %	Vähennä	41.00	0.8 %	22.2	20.7	19.8	19.6	2.1	2.10	5.2 %	166366
Terveystalo	11.04	-3.8 %	-6.8 %	Lisää	12.50	13.2 %	17.1	17.4	15.7	14.9	2.1	0.32	2.9 %	1395
Tietoevry	23.92	1.4 %	-13.0 %	Osta	32.00	33.8 %	9.9	11.2	8.9	9.8	1.6	1.40	5.9 %	2832
Titanium	13.20	-0.8 %	-12.0 %	Osta	16.00	21.2 %	9.9	7.6	9.0	6.4	5.1	1.13	8.6 %	135
Toivo Group	2.42	2.5 %	-17.0 %	Vähennä	2.90	19.8 %	6.9	9.3	5.8	9.9	1.8	0.00	0.0 %	128
Tokmanni Group	13.50	1.2 %	-31.3 %	Osta	17.00	25.9 %	11.1	11.3	10.6	11.0	3.0	1.00	7.4 %	794

## ETUSIVU

## MARKKINAT

## SIJOITUSIDEAT

## INDERES.FI

## YHTIÖT

## TUNNUSLUVUT

Yhtiö	Kurssi	Muutos	2022	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 22	EV/EBIT 22	P/E 23	EV/EBIT 23	P/B 22	Osinko 22e	Tuotto-%	MCAP
Tulikivi	0.46	-0.4 %	-3.6 %	Vähennä	0.45	-2.4 %	12.0	11.2	13.7	12.1	2.3	0.00	0.0 %	27
United Bankers	14.25	6.3 %	0.4 %	Vähennä	14.00	-1.8 %	16.1	11.0	13.3	8.7	3.4	0.80	5.6 %	152
UPM-Kymmene	32.45	-2.3 %	-3.0 %	Lisää	34.00	4.8 %	14.6	13.8	16.3	14.8	1.5	1.30	4.0 %	17312
Vaisala	41.60	1.1 %	-22.0 %	Vähennä	43.00	3.4 %	26.3	23.5	24.4	20.8	5.9	0.74	1.8 %	1515
Valmet	25.13	-0.7 %	-33.4 %	Osta	32.00	27.3 %	12.4	10.6	12.0	9.1	2.0	1.30	5.2 %	4628
Valoe	0.08	-1.2 %	0.0 %	Vähennä	0.06	-27.7 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-5.5	0.00	0.0 %	32
Verkkokauppa.com	4.44	-2.8 %	-37.7 %	Vähennä	4.50	1.4 %	23.3	17.1	17.5	13.0	6.1	0.26	5.9 %	201
Viafin Service	13.55	-0.4 %	-7.5 %	Lisää	17.00	25.5 %	15.7	6.4	14.4	5.7	2.1	0.45	3.3 %	47
Vincit	5.66	-0.5 %	-29.4 %	Lisää	6.70	18.4 %	11.1	9.6	9.3	7.4	2.4	0.22	3.9 %	69
WithSecure Corporation	5.10	-2.1 %	2.7 %	Lisää	5.60	9.8 %	57.7	63.7	39.9	28.2	5.0	0.05	1.0 %	890
Wulff Group	4.50	-0.7 %	-8.5 %	Lisää	5.20	15.6 %	10.3	9.3	8.8	7.7	1.5	0.14	3.1 %	30
Wärtsilä	7.75	-4.3 %	-37.3 %	Lisää	9.50	22.5 %	17.6	31.6	13.7	10.4	2.1	0.31	4.0 %	4587
YIT Corporation	3.73	0.8 %	-13.5 %	Lisää	4.00	7.2 %	19.0	16.4	10.7	11.1	0.9	0.15	4.0 %	780

## Palkinnot



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

Juha Kinnunen



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

Sauli Vilén



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

Antti Viljakainen



**2019, 2017,  
2016, 2014**

Mikael Rautanen



**2020, 2019**

Joni Grönqvist



**2020, 2018**

Erkki Vesola



**2020**

Petri Gostowski



**2020**

Atte Riikola



**2020**

Olli Koponen



THOMSON REUTERS  
**ANALYST AWARDS**

## Yhteystiedot 1/2

### **Aapeli Pursimo**

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

### **Antti Luiro**

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

### **Antti Siltanen**

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

### **Antti Viljakainen**

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

### **Atte Riikola**

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

### **Eemeli Oikarainen**

Analyytikko  
eemeli.oikarainen@inderes.fi  
+358 50 360 9195

### **Erkki Vesola**

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

### **Frans-Mikael Rostedt**

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

### **Joni Grönqvist**

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

### **Joonas Korkiakoski**

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

### **Juha Kinnunen**

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

### **Kasper Mellas**

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

### **Marianne Palmu**

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

### **Matias Arola**

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

### **Olli Koponen**

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

## Yhteystiedot 2/2

### **Olli Vilppo**

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

### **Pauli Lohi**

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

### **Petri Gostowski**

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

### **Roni Peuranheimo**

Analyttikko  
roni.peuranheimo@inderes.fi  
+358 505610455

### **Sauli Vilén**

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

### **Thomas Westerholm**

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