



# Sampo Q1: Pysymme vielä kyydissä

05.05.2022

## AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Federal Reserven korkopäätös: Suunta on vain ylöspäin
- Tietoevry Q1-aamutulos: Tulos jäi hieman odotuksista, mutta positiivista oli vahva kasvu ja ohjeistus
- Pihlajalinna Q1-aamutulos: Kasvu ja oikaistu kannattavuus ylittivät odotukset
- Aspo Q1: Epävarmuus säilyi edelleen korkealla
- Digia Q1: Vakaata ja hyvää tuloskasvua
- Suominen Q1: Hinta ei ole paha, mutta tulos hakee vauhtia syvältä
- Sievi Capital Q1-aamutulos: Indoorilla krapula, KH-Koneilla juhlat
- Teleste Q1-aamutulos: Vaikea toimintaympäristö hankaloittaa ennätysuuren tilauskannan toimittamista
- Raisio: Kannattavuuden suunta parempaan päin
- Loihde: Onnistunut liikkeellelähtö
- Viafin Service Q1 maanantaina: Vaikea kvartaali odotuksissa
- Ilkka-Yhtymä Q1 maanantaina: Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut vetävät kasvua

### Yhtiöt aamukatsauksessa:

Sampo, Tietoevry, Pihlajalinna, Aspo, Digia, Suominen, Sievi Capital, Teleste, Raisio, Loihde, Viafin Service, Ilkka-Yhtymä, Eezy, Metsä Board, Valmet

## Markkinakatsaus

**Kehittyneillä markkinoilla** Euroopassa nähtiin keskiviikkona laskupäivä (Eurostoxx 600 -1,1 %). Yhdysvalloissa nähtiin sen sijaan reipasta nousua (Nasdaq +3,2 %, Dow Jones +2,8 %, S&P 500 +3,0 %). Yhdysvalloissa Federal Reserve nosti odotetusti ohjauskorkoaan 0,75-1,0 %:n vaihteluvälille. Pääjohtaja Powellin mukaan 75 korkopisteen nostoista ei ole keskusteltu, mikä poisti suurimpia pelkoja aggressiivisesta rahapolitiikasta.

**Aasian markkinoilla** aloitettiin päivä nousutunnelmissa. Kiinan Shanghai Composite oli aamukahdeksalta 0,9 % plussalla sekä Japanin että Etelä-Korean pörssien ollessa kiinni. Kiinan koronatoimet ovat sulkeneet edelleen suuria kaupunkeja ja varjostavat sentimenttiä, mutta Wall Streetin ralli heijastui Aasiaankin.

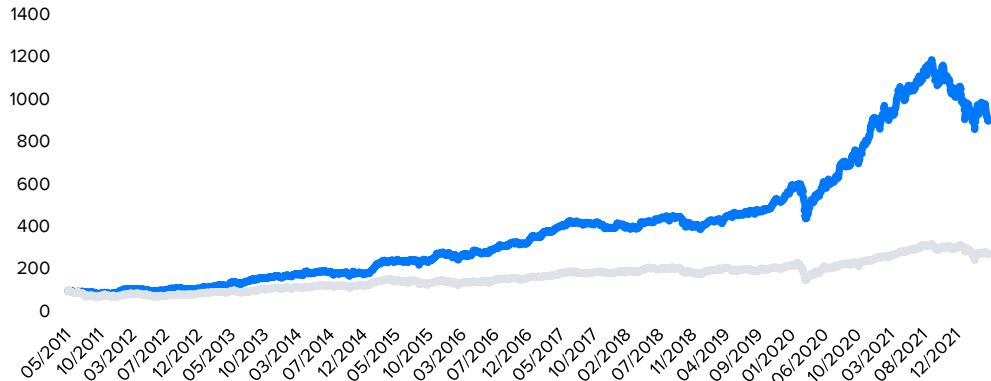
**Valuuttamarkkinalla** euron kurssi dollaria vastaan liikkui aamulla 1,06 dollarissa.

**Raaka-ainemarkkinalla** öljyn hinta oli aamulla nousussa ja WTI-futuurit liikkuivat 108,0 dollarissa/bbl (+0,2 %).

## Indeksit

OMXH -0.91 % 11029.2	OMXS -1.15 % 2011.1
DAX -0.49 % 13970.8	EUROSTOXX 600 -1.08 % 441.4
S&P 500 2.99 % 4300.2	Nikkei 225 -0.11 % 26818.5
Shanghai 0.91 % 3080.8	EUR/USD -0.11 % 1.061

## 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

**-9%**

1 vuosi

**-13%**

3 vuotta

**97%**

Aloituksesta

**801%**

## Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

### Hinta ei ole paha, mutta tulos hakee vauhtia syvältä

05.05.2022 | Suominen | Vähennä

### Onnistunut liikkeellelähtö

05.05.2022 | Loihde | Vähennä

### Pysymme vielä kyydissä

04.05.2022 | Sampo | Lisää

### Epävarmuus säilyy edelleen korkealla

04.05.2022 | Aspo | Vähennä

### Kannattavuuden suunta parempaan päin

04.05.2022 | Raisio | Lisää

### Ascelia Pharma - Investment case 24. March 2022 - HC Andersen Capital

04.05.2022 | Ascelia Pharma |

### Agillic - Investment case 25. March 2022 - HC Andersen Capital

04.05.2022 | Agillic |

### Movinn - Investment case 29. April 2022 - HC Andersen Capital

04.05.2022 | Movinn |

### Mallisalkku ja talouskasvu

04.05.2022 | Mallisalkku |

### Sitovasti kasvussa

04.05.2022 | Sitowise | Lisää

## InderesTV



Outokumpu Q1'22 5.5. noin kello 8.50



Tietoevry Q1'22-tuloslive 5.5. noin kello 7.55



Sampo Q1'22: Herkullinen aseoituminen tulevaisuuteen (eng)

### Seuraa meitä somessa



### Makrotapahtumat, 5.5.2022

## Federal Reserven korkopäätös: Suunta on vain ylöspäin

Yhdysvaltain keskuspankki Federal Reserve nosti odotetusti ohjauskorkoiaan keskiviikkona 50 korkopisteellä 0,75-1,0 %:n vaihteluvälille. Pääjohtaja Jerome Powellin mukaan samankaltaisia nostoja on (talousluvut huomioiden) odotettavissa seuraavissa kokouksissa, mutta 75 korkopisteen nostoista ei ole keskusteltu. Powellin lausunto poisti suurimpia pelkoja, joissa korkotalkoisiin lähdetäisiin vielä nykyistä korkeammin nostoin.

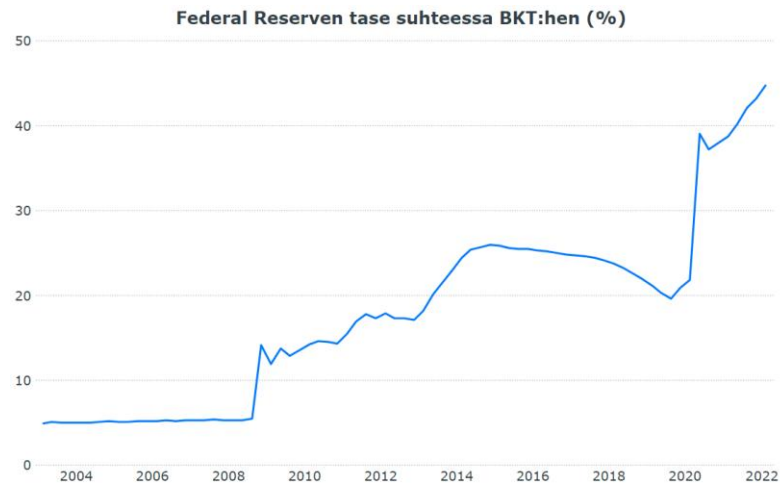
### Kurinalaista rahapolitiikkaa

Samalla keskuspankki tiedotti taseen supistamistoimista. Tiedote oli pitkälti kokousennakossamme mainitseman Fedin aikaisempien puheiden kaltainen. Eli kesäkuun alusta edetään asteittain siten, että valtion velkakirjojen omistuksia vähennetään ensin 30 miljardilla ja sitten kolmen kuukauden kuluttua 60 miljardilla kuussa. Asuntovakuudellisille velkakirjoille tehdään sama menettely ensin 17,5 miljardilla nousten 3 kuukauden kuluttua 35 miljardiin. Tämä oli pitkälti linjassa odotuksiin.



#### Marianne Palmu

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



Source: Refinitiv Datastream, Inderes

Jos samaa vauhtia jatkettaisiin hamaan tulevaisuuteen (vähennykset yhteensä 95 miljardia dollaria kuussa), veisi lähes kolme vuotta ennen kuin tase olisi koronapandemiaa edeltävällä tasolla. Anteliaasta elvytyksestä on siis siirrytty kurinalaiseen rahapolitiikkaan, ja nyt tahti on selvästi edellistä sykliä tiukempi. Ottaen kuitenkin huomioon mm. valtion koronapandemian jälkeen vähentyneen rahoitustarpeen, stressin rahoitusmarkkinalle pitäisi olla suhteellinen rajattu.

### Erheen vaara on suuri

Tahti koronnostoissa ja taseen supistamistoimissa on takavuosiin verrattuna huima, ja kolmen prosentin korkotasolla oltaisiin vuoden loppuun mennessä, jos samalla tavalla jatketaan seuraavissa kokouksissa. Ja jos jatketaan, kysymys kuuluu, mennäänkö jo liian pitkälle ja kuihdutetaan talouskasvu ihan omasta takaa. Pääjohtaja Powellin mukaan hintavakaus voidaan saavuttaa ilman varsinaista taantumaa, mutta keskuspankkiirit eivät ole koskaan kunnostautuneet taantumien povaajina.



### Marianne Palmu

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

**Marianne Palmu**

Ekonomisti, Aamukatsauksen

tuottaja

+358 50 339 1521

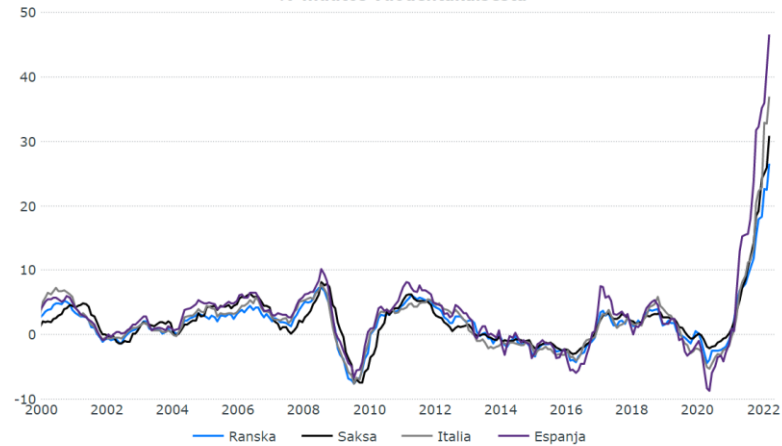
marianne.palmu@inderes.fi

Nyt rahapolitiikan oikean ajoituksen tunnistaminen on varsin vaikeaa, sillä elämme täysin poikkeuksellisessa syklissä. Yhdysvaltain taloudestakin eletään edelleen epänormaalissa taloussympäristössä, jossa koronapandemian aiheuttamat vinoumat kysyntäerien välillä (tavarat ja palvelut) eivät ole poistuneet, työmarkkinalla työntekijän valinta korostuu ja Ukrainan sota (nyt myös Kiinan koronatoimet) tuo omat haasteensa talousnäkökymälle. Taloussyklin täsmällistä vaihetta tai ylipäänsä sitä, mitä sykliä eletään, on nyt vaikea tunnistaa. Siksi rahapolitiikkakin on tasapainoilua ohuella langalla, joten erheen vaara on suuri.

**EKP:n seurattava, muttei kannoilla**

Federal Reserven kiivas rytmi koronnostoissa asettaa paineita myös Euroopan keskuspankille. Tällä viikolla julkaistu tuottajahintadata osoitti hintojen kivunneen maaliskuussakin kovaa vauhtia, 5,3 % helmikuusta ja 36,8 % vuodentakaisesta. Edelleen tuottajahintojen nousu on pitkälti energiavetoista (ilman energiaa hinnat +2,1 % helmikuusta), mutta osaltaan se vähentää aikaa EKP:n tiimalasissa, sillä inflaatio ei näytä talttuvan (kuluttajahintojen nousu oli 7,5 % huhtikuussa). Lisää inflaatoriskejä kantautuu valuuttamarkkinalta, joka on heikentynyt vuoden alusta yli 6 % dollaria vastaan. Siinä missä heikentynyt yhteisvaluutan kurssi parantaa suhteellista hintakilpailukykyä, samalla se lisää nousupaineita tuontihintoihin ja samalla inflaatioon.

### Euroalueen tuottajahintoja %-muutos vuodentakaisesta



Source: Refinitiv Datastream, Inderes



#### Marianne Palmu

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

On selvää, ettei EKP lähde Federal Reserven kannoille koronnostoissa, ja Ukrainan sota lisää varmasti varovaisuutta rahapolitiikassa. Keskuspankin sisällä puhe koronnostoista on kuitenkin alkanut lisääntyä, ja esimerkiksi johtokunnan jäsen Isabel Schnabel kertoi Bloombergin mukaan tällä viikolla, että nosto voisi olla edessä heinäkuussa. Useasta lähteestä on kuultu koronnoston ajankohdaksi kolmas kvartaali.



## Sampo Q1: Pysymme vielä kyydissä

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Tulos ennen veroja	632	566	443	477	342	- 594	28 %	1835
If	257	283	197	206	133	- 267	44 %	999
Mandatum	76	80	26	35	-16	- 64	208 %	236
Hastings	46	2	16	18	4	- 35	-88 %	102
Holdings	116	164	160	158	143	- 180	2 %	193
Topdanmark	137	37	43	59	34	- 94	-14 %	305
EPS (rap.)	0,82	0,86	0,64	0,69	0,55	- 0,85	34 %	2,46

Lähde: Inderes & Vara (konsensus)

Sammon Q1-tulos ylitti Ifin ja Mandatumin hyvän tuloskehityksen ansiosta ennustemme. Tulositylyksessä oli kuitenkin tiettyä kertaluontoisuutta sekä sijoitustuottovetoisuutta ja isoja ennustemuutoksia raporti ei aiheuttanut. Osaketta hinnoitellaan edelleen perusteetta alle osien summan ja lisäksi Sampo tarjoaa lähivuosilta erittäin vahvaa osinkovirtaa. Yhtiön riskitaso on pörssin alhaisimpia ja kokonaisuus tarjoaa vielä riittävän tuotto-/riskisuhteen. Tarkistamme tavoitehinnan 48,0 euroon (aik. 49,0e) osien summan mukana ja toistamme lisää-suosituksen.



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



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

**Sampo** | Kurssi: 45.80  
**Lisää** | Tavoitehinta: 48.00

## Q1-tulos ylitti konsensusodotukset

Sammon PTP asettui Q1:llä 566 MEUR:oon ja ylitti reippaalla marginaalilla sekä meidän että konsensuksen ennusteet. If onnistui vastoin odotuksia parantamaan Q1:llä tulostaan vertailukaudesta ja PTP asettui 283 MEUR:oon ylittäen sekä meidän että konsensuksen odotukset. Ifin vahvan tuloksen taustalla olivat erittäin hyvä vakuutustekninen tulos sekä ennakko-odotuksia paremmat sijoitustuotot. Vakuutusteknistä kannattavuutta tuki aiempien vuosien korvausvastuiden purku, millä oli noin 3,9 %-yksikön positiivinen vaikutus yhdistettyyn kulusuhteeseen (Q1'22: 80,8 %). Mandatum teki Q1:llä noin 80 MEUR:n tuloksen (Q1'22e: 26 MEUR). Mandatumin tulosta tuki sijoitustoiminta, jonka tulos säilyi haastavasta markkinaympäristöstä huolimatta lähes vakaana.

## Topdanmarkista ei nykykursilla tehdä ostotarjousta

Sampo osti viime syksynä ensimmäistä kertaa pitkään aikaan Topdanmarkin osakkeita ja Q1:n aikana omistusta kasvatettiin hyvin minimaalisesti. Yhtiön johto sanoi Q1-konferenssipuhelussa suoraan, ettei yhtiöstä tulla nykyisellä kurssitasolla (~380 DKK) tekemään ostotarjousta. Kun huomioidaan Topdanmarkin nykyinen korkea arvostustaso (2023 konsensusennusteilla P/E noin 22x) sekä ostotarjouksen läpimenon edellyttämä preemio, jouduttaisiin Topdanmarkista maksamaan järjestelyn synergiat huomioidenkin mielestämme todella kova hinta. Pidämmekin ostotarjouksesta pidättäytymistä nykyisellä kurssitasolla osakkeenomistajien kannalta oikeana liikkeenä.



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



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

**Sampo** | Kurssi: 45.80  
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 48.00

## Ennusteissa ei suuria muutoksia

Sammon tulos tulee tekemään Nordeasta nähdyn ja PE-sijoituksista myöhemmin tapahtuvien irtaantumisten jälkeen selvän tasokorjauksen alaspäin ja arviomme mukaan Sammon uusi tuloskapasiteetti on nykyisellä osakemäärällä hieman yli 2e/osake. Tämä kasvaa lähivuosina omien osakkeiden ostojen sekä lievän tuloskasvun myötä ja 2024 ennustamme sen olevan noin 2,3-2,4e/osake. Huomautamme, että vaikka taso on erittäin hyvä ja se kasvaa tasaisesti, ei suuria tasohyppyjä kannata odottaa. Osinkokapasiteetti tulee olemaan varsin lähellä osakekohtaisen tuloksen tasoa, sillä pääomarakenteen rationalisoinnin jälkeen Sampo voi jakaa valtaosan tuloksestaan ulos omistajille.

## Osinkovirtaan nojaava tuotto-odotus vielä riittävä

Olemme tarkistaneet näkemystämme osien summasta 48 euroon (aik. 49e). Emme näe järkeviä syitä alennukselle suhteessa osien summaan ja odotammekin osakkeen hinnoittelun ajautuvan lähelle osien summaa seuraavan 12kk aikana, kun yhtiön transformaatio puhtaaksi vakuutusyhtiöksi on nyt käytännössä valmis. Huomautamme, että osien summa pitää sisällään kaikki tulevat osingot sekä Q2'22 eteenpäin tapahtuvat omien ostot. Laskelmiemme mukaan lähivuosien tuotto nojaakin etenkin osinkoihin. Tuottopotentiaali ei ole erityisen korkea, mutta Sammon matala riskitaso huomioiden se on kuitenkin mielestämme riittävä.



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



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

**Sampo** | Kurssi: 45.80  
**Lisää** | Tavoitehinta: 48.00

## Tietoevry Q1-aamutulos: Tulos jäi hieman odotuksista, mutta positiivista oli vahva kasvu ja ohjeistus

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	712	731	725	720	705	- 742	1%	2889
Liikevoitto (oik.)	82	85	90	87	80	- 93	-6 %	391
Liikevoitto	57	46	66	62	37	- 68	-30 %	296
Tulos ennen veroja	48	42	59	57	50	- 63	-29 %	268
EPS (oik.)	0,48	0,53	0,55	0,52	0,21	- 0,57	-4 %	2,42
EPS (raportoitu)	0,31	0,28	0,39	0,37	0,30	- 0,41	-29 %	1,79
Liikevaihdon kasvu-%	-4,4 %	2,7 %	2,0 %	1,2 %	-0,9 %	- 4,3 %	0,8 %-yks.	0,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	11,5 %	11,6 %	12,4 %	12,0 %	11,3 %	- 12,5 %	-0,8 %-yks.	13,5 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Tietoevry julkaisi tänään isossa kuvassa odotuksien kanssa linjassa olleen Q1-raportin. Liikevaihdon kasvu vahvistui vastatuulista huolimatta ja tulosrivit jäivät hieman meidän ja markkinoiden odotuksista kertaluonteisten kulujen painamana. Erityisen positiivista raportissa oli vahva orgaaninen kasvu ja ohjeistuksen toisto vastatuulista huolimatta. Kävimme läpi tulosta myös live-lähetyksessä [InderesTV:ssä](#).



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

**Tietoevry** | Kurssi: 23.98  
**Osta** | Tavoitehinta: 32.00

### Orgaaninen kasvu vahvistui vastatuulista huolimatta

Tietoevryn Q1-liikevaihto kasvoi 3 % 731 MEUR:oon ja ylitti meidän 725 MEUR:n ja konsensuksen 720 MEUR:n odotukset. Kasvua hidastivat liiketoimintamyynnit (14 MEUR). Liikevaihto kasvoi orgaanisesti 5 % (Q4 3 %), mikä on hyvä tasonnosto Ukrainan sodan vastatuulista huolimatta ja Tietoevryn kokonaisuudelle vahva suoritus. Yhtiö alkoi nyt myös raportoidaan uuden segmenttirakenteen mukaan ja kasvua veti orgaanisesti Tietoevry Create ja Tietoevry Banking (15 % ja 8 %). Kasvua hidastivat edelleen Tietoevry Connect ja Transform (orgaanisesti -1 % ja 0 %), jotka sisältävät vanhaa Cloud&Infraa. Lisäksi yhtiö toisti Ukrainasta tehdyn työn olleen noin 3 % liikevaihdosta ja lähes koko työ tehdään kansainvälisille asiakkaille. Suurin osa työntekijöistä on siirretty turvallisemmille alueille Ukrainaan ja ulkomaille. Näin työtä pystytään edelleen tekemään ja vaikutus liikevaihtoon oli rajallinen Q1:llä, kuten myös arviomme mukaan Q2:lla. Yhtiö avaa luultavasti uutta segmenttirakennetta tarkemmin konferenssipuhelussa.

### Tulosrivit jäivät hieman odotuksista vastatuulien ja suurien kertaluonteisten kulujen ajamana

Kertaeristä oikaistu liikevoitto oli Q1:llä 85 MEUR (Q1'21: 712 MEUR) ja 11,6 % liikevaihdosta. Oikaistu liikevoitto jäi hienoisesti meidän ja konsensuksen 87-90 MEUR:n ennusteista, joka ei meillä vielä sisältänyt Venäjän ja Ukrainan vaikutuksia. Tuloskasvua tukivat yhdistymiseen liittyvät synergianettohyödyt (97 MEUR vuonna 2021). Raportoitua liikevoittoa painoivat odotettua suuremmat oikaisuerät (39 MEUR vs. 24 MEUR ennuste), jotka liittyivät odotettuihin PPA-poistoihin ja odotettua suurempiin tehostamisohjelman kuluihin. Tietoevry investoi jatkuvasti tukeakseen tulevaisuuden kehitystä ja erityisesti palkkainflaatio antaa vastatuulta jatkuville tehostustoimille. Yhtiö arvioi koko vuoden palkkainflaation olevan 4 % (aiempi ennuste 3 %). Osakekohtainen tulos oikaistuna kertaeristä oli 0,53 euroa ja jäi hieman alle meidän (0,55) sekä oli yli markkinoiden (0,52) euron odotuksien.



**Joni Grönqvist**

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Tietoevry** | Kurssi: 23.98

**Osta** | Tavoitehintaa: 32.00

### Tietoevry toisti ohjeistuksen, mikä oli positiivinen signaali vastatuulet huomioiden

Yhtiö kommentoi odottavansa vahvan tilauskannan ja aktiivisten markkinoiden tukevan vuoden 2022 kasvutavoitteita. Näin Tietoevry toisti ohjeistuksen, joka arvioi yhtiön koko vuoden orgaanisen kasvun olevan 2–4 %. Lisäksi yhtiö arvioi koko vuoden oikaistun EBITAn olevan 13,1-13,6 % (2021: 13,0 %). Ennustimme ennen Q1-raporttia liikevaihdon kasvavan 2,3 % ennen Venäjän ja Ukrainan sotaan liittyviä tarkennuksia (noin 2 %) ja EBITA-%:n olevan 13,5 %. Näin pidimme mahdollisena, että yhtiö tarkentaa ohjeistusta kasvun suhteen alaspäin. Konsensus odotti liikevaihdon kasvavan 1,3 % ja EBITA-%:n olevan 13,5 %:n. Seuraamme konferenssipuhelussa tarkempia segmentti- ja Ukrainakommentteja sekä mahdollisia kertaluonteisia kuluja tähän liittyen.



**Joni Grönqvist**

Analyytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Tietoevry** | Kurssi: 23.98

**Osta** | Tavoitehinta: 32.00

## Pihlajalinna Q1-aamutulos: Kasvu ja oikaistu kannattavuus ylittivät odotukset

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		2022
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	140	163	161	158	151	- 164	631
Liikevoitto (oik.)	6,7	5,9	4,5	3,6	0,0	- 5,7	29,1
Tulos ennen veroja	5,6	-2,7	2,4	1,5	-1,2	- 3,4	22,2
EPS (raportoitu)	0,20	0,23	0,09	0,06	-0,04	- 0,13	0,76
Liikevaihdon kasvu-%	5,1%	17%	15%	13,1%	8,1%	- 17,4%	9,2%
Liikevoitto-% (oik.)	4,8%	3,6%	2,8%	2,3%	0,0%	- 3,5%	4,6%

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Pihlajalinna julkisti aamulla tulosraportin, jossa Q1:n liikevaihdon kasvu ja oikaistu liikevoitto ylittivät sekä meidän että konsensuksen ennusteet. Pidämme raportin yleiskuvaa melko positiivisena merkittävästä kertaluonteisista kuluista huolimatta.



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



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

**Pihlajalinna** | Kurssi: 11.04  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 12.50

### Tarjonnan lisääminen näkyi liikevaihdon kasvussa

Pihlajalinnan Q1-liikevaihto kasvoi 16 % ja oli 163 MEUR, mikä ylitti hieman odotuksemme (161). Liikevaihdon kasvusta 11 %-yksikköä selittyi Pohjola Sairaalan ja Työterveys Virran ostoilla vuoden 2021 aikana. Orgaaninen kasvu oli 5 %. Koronapalveluiden liikevaihto laski 8,1 MEUR:oon (Q1'21: 8,8). Konsernin liikevaihdon kasvun taustalla oli yhtiön mukaan järjestelmällinen tarjonnan kasvattaminen. Tarjolla olevien vastaanottoaikojen määrä kasvoi 30 % vertailukaudesta. Käyntimäärät kasvoivat 23 % vertailukaudesta ja 42 % käynneistä tapahtui etäkanavissa. Erityisesti lastenlääkäreiden ja psykiatrian etäpalveluiden käyttö kasvoi. Myös leikkaustoiminnan volyymit ja kannattavuus ovat alkuvuodesta kehittyneet jopa odotettuaikin paremmin.

### Oikaistu kannattavuus odotuksia parempi, kertaluonteiset kulut huomattavia

Oikaistu liikevoitto laski 5,9 MEUR:oon (Q1'21: 6,7), mutta oli kuitenkin odotuksia parempi (Inderes: 4,5, konsensus: 3,6). Katsauskauden henkilöstökustannukset olivat yhtiön mukaan poikkeuksellisen korkeat. Koronaepidemia nosti Pihlajalinnan henkilöstön sairauspoissaolot 1,5-kertaisiksi ja henkilöstövajetta on paikattu sijaisilla sekä vuokratyövoiman käytöllä. Lisäksi tarjonnan kasvattaminen on nostanut kustannuksia. Raportoitu liikevoitto oli sen sijaan -1,2 MEUR pakkasella, mihin vaikutti mm. konserniin kuuluvan Jämsän Terveys Oy:n ja Jämsän kaupungin välinen oikeuskäsittely, joka johti -2,4 MEUR:n kustannuksiin konsernin emoyhtiölle. Osakekohtainen tulos oli 0,23 euroa/osake (ennustemme 0,09 euroa).



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



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

**Pihlajalinna** | Kurssi: 11.04  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 12.50



## Ohjeistus ennallaan, tänä vuonna keskitytään Pohjola Sairaalan integraatioon

Pihlajalinna toisti aiemman ohjeistuksensa Q1-raportin yhteydessä. Koko vuoden liikevaihdon odotetaan kasvavan selvästi (2021: 578 MEUR) ja koko vuoden oikaistun liikevoiton ennen aineettomien hyödykkeiden poistoja ja arvonalentumisia (EBITA) odotetaan pysyvän vuoden 2021 tasolla (2021: 30,3 MEUR). Ohjeistuksen taustalla on useita tekijöitä. Pohjola Sairaalan hankinta nostaa yhtiön mukaan liikevaihtoa 2022 vähintään 50 MEUR. Koronapalveluiden liikevaihdon odotetaan jäävän vuoden 2021 tasoa alemmaksi. Pihlajalinna keskittyy vuonna 2022 yhdistämään Pohjola Sairaalan toiminnan kiinteäksi osaksi Koko Suomen Lääkärikeskus -konseptiaan. Kannattavuuden pitäminen vuoden 2021 tasolla edellyttää onnistumista tarjonnan kasvattamisessa, yritysjärjestelyiden suunniteltujen synergiahöytyjen toteutumista sekä onnistumista kuntayhtiöiden toiminnan tehostamisessa. Meidän ennustemme olettavat liikevaihdon kasvavan 631 MEUR:oon ja oikaistun EBITA:n olevan 29,1 MEUR.



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



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

**Pihlajalinna** | Kurssi: 11.04  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 12.50

## Aspo Q1: Epävarmuus säilyy edelleen korkealla

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	129	160	140	137	132	140	14 %	572
Liikevoitto (oik.)	7,8	15,0	8,4	8,2	8,0	8,4	79 %	35,7
Liikevoitto	7,8	10,1	3,9	3,7	3,5	3,9	161 %	30,8
EPS (raportoitu)	0,19	0,21	0,07	0,07	0,05	0,09	192 %	0,70
Liikevaihdon kasvu-%	-2,9 %	24,1%	8,5 %	6,0 %	2,1 %	8,3 %	15,6 %-yks.	-0,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	6,0 %		6,0 %	6,0 %	2,7 %	2,8 %	-6 %-yks.	6,2 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus)

Toistamme 7,5 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksemme. Q1 oli Aspolta väkivahva suoritus, mutta epävarmuus säilyy edelleen korkealla. Keskeiset huolet liittyvät hidastuvan talouskasvun vaikutuksista varustamoon sekä itämarkkinoiden tilanteeseen. Ennusteillamme osake on edelleen hyvin edullinen (P/E 8x, EV/EBIT 11x), mutta meidän on vaikea nähdä kertoimissa oleellista nousuvaraa ilman että epävarmuus tuloskehitykseen hälventyy. Ennusteidemme toteutuessa ja riskitason laskiessa olisi osakkeessa kuitenkin merkittävää nousuvaraa.



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



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

**Aspo** | Kurssi: 7.23

**Vähennä** | Tavoitehinta: 7.50

## Hurja Q1-tulos

Aspo löi pöytään hurjat Q1-numerot ja tulos oli merkittävästi meidän tai markkinan odotuksia parempi. Yhtiön oikaistu liikevoitto oli kirkkaasti historian paras 15,0 MEUR. Yhtiö kirjasi katsauskaudelle -4,9 MEUR kertaluontoisia eriä. Merkittävimmät erät olivat ESL:n Espo-aluksen 1,5 MEUR:n myyntivoitto, Telkon -4,6 MEUR ja Leipurin -0,7 MEUR liittyen Ukrainan tuhoutuneeseen varastoon sekä luottotappiovaraukseen. Nämä erät huomioiden raportoitu tulos oli silti erittäin vahva 10,1 MEUR. ESL teki operatiivisesti erittäin vahvan tuloksen ja kvartaali oli monella tapaa siltä täydellinen suoritus kaluston ollessa täyskäytössä ja rahtihintojen ollessa vahvoja. ESL:n viimeisen 12kk rullaava oikaistu tulos on nyt noin 30 MEUR, joka on todella vahva taso ja kuvastaa yhtiön hurjaa virettä sekä markkinan vetoa. Raportin suurin yllätys saatiin Telkolta, jonka oikaistu kannattavuus kohosi poikkeukselliselle yli 10 %:n tasolle. Kun myös liikevaihto oli odotuksia vahvempi, oli oikaistu tulos hurjasti ennusteita parempi (Q1'22: EBIT 8,6 vs. Q2'22e: 3,7 MEUR). Vaikka kannattavuudessa olikin pitkälti kyse väliaikaisista poikkeustekijöistä, oli suoritus olosuhteet huomioiden erittäin hyvä. Myös Leipurin tulos oli hieman odotuksia parempi.

## Normaalin tulostason hahmottaminen on tällä hetkellä haastavaa

Yhtiö tekee tällä hetkellä hurjaa tulosta, mutta samalla talouden hidastumisen vaikutukset varustamon tulostasoon sekä Leipurin vetäytyminen idästä ja Telkon todennäköinen vetäytyminen Venäjältä aiheuttavat merkittävää epävarmuutta näkymiin. Keskeinen epävarmuus Aspossa liittyykin tällä hetkellä yhtiön normaaliin tulokuntoon. Kestääkö ESL:n tulos nykyisellä tasolla myös heikommassa sykliässä ja toisaalta minkälaista tulosta Telko ja Leipurin tekevät, kun niiden liikevaihdosta poistuu merkittävä osuus? Reportin jälkeen olemme tehneet ennusteisiimme vain rajallisia muutoksia. 2022 osalta pidämme yhtiön ohjeistusta turhan varovaisena ja ennusteemme ovat ohjeistuksen yläpuolella. 2023-2024 osalta odotamme yhtiöltä vakaata tuloskehitystä. Tuloksen painopiste siirtyi vahvasti ESL:n harteille ja ESL edustaakin valtaosaa lähivuosien tuloksesta. Osinkoennusteemme ovat pysyneet ennallaan ja odotamme osingon jatkavan varovaista kasvuaan.



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



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

**Aspo** | Kurssi: 7.23

**Vähennä** | Tavoitehinta: 7.50

### Arvostus on halpa, mutta kurssiajurit puuttuvat

Aspon arvostuskuva on tällä hetkellä poikkeuksellisen hankala. Arvostus on absoluuttisesti hyvin edullinen (P/E 8x ja EV/EBIT 11x) ja selvästi Aspon omien historiallisten tasojen alapuolella. Toisaalta epävarmuuden ollessa poikkeuksellisen korkealla ja tuloksen painottuessa syklin huipulla olevaan varustamoon jonka verrokkien arvostukset ovat todella matalia, meidän on vaikea nähdä arvostustasolla tilaa nousta nykyisestä ennen näkyvyyden parantumista. Sijoittajien on tärkeä pitää Aspon suhteen silmät auki, sillä kun idän tilanne selkeytyy (liiketoiminnoista irtaannutaan) ja tulostasosta saadaan varmuus, on osakkeessa merkittävää nousuvaraa. DCF-mallimme arvo Aspolle on noin 10e/osake ja tämä antaa suhteellisen hyvän kuvan osakkeen potentiaalista.



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



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

**Aspo** | Kurssi: 7.23

**Vähennä** | Tavoitehinta: 7.50

## Digia Q1: Vakaata ja hyvää tuloskasvua

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erutus (%)
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
MEUR / EUR							
Liikevaihto	39,4	42,5	41,7				2 %
EBITA	4,8	5,1	4,2				23 %
Liikevoitto	4,5	4,5	3,7				23 %
EPS (oik.)	0,14	0,15	0,13				18 %
EPS (raportoitu)	0,13	0,14	0,11				29 %
Liikevaihdon kasvu-%	7,8 %	7,9 %	5,7 %				2,2 %-yks.
EBITA-% (oik.)	12,1 %	12,1 %	10,1 %				2 %-yks.

Lähde: Inderes

Nostamme Digian tavoitehinnan 8,40 euroon heijastellen ennustemuutoksia ja toistamme lisää-suosituksen. Q1:llä liikevaihto kasvoi hyvin orgaanisesti ja tulos ylitti selvästi odotukset. Kannattavuutta voidaan pitää erittäin hyvänä, kun huomioidaan investoinnit, laskutusasteiden parannuspotentiaali ja koronan jälkeen normalisoitunut kulupohja. Investointien tulisi laskea loppuvuotta kohti ja alkaa tuottaa hedelmää. Yhtiö on viime vuosina osoittanut olevansa laadukas tuloskasvaja terveellä taseella ja odotamme tämän jatkuvan myös tulevina vuosina. Osakkeen arvostuskuva (2022e EV/EBIT 11x ja tuotto-odotus <15 %) puoltaa edelleen positiivista näkemystä osakkeesta. Katso toimitusjohtajan videohaastattelu [tästä](#).



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

**Digia** | Kurssi: 7.25

**Lisää** | Tavoitehinta: 8.40

### Q1-liikevaihto kasvoi hyvin ja ylitti hieman ennustemme

Digian Q1-liikevaihto kasvoi 8 % vertailukaudesta 42,5 MEUR:oon ja yli ennustemme. Orgaanisesti liikevaihto kasvoi arviomme mukaan vahvasti (7 %) alihankinnan ja rekrytointien vetämänä. Kaikki palvelualueet kasvattivat liikevaihtoaan. Kasvua rajoitti edelleen omien asiantuntijoiden hyödyntäminen sisäisen liiketoiminta-alustan kehityksessä, jonka vaikutus oli arviomme mukaan 2-3 %-yksikköä. Henkilöstömäärä kasvoi 24:llä 1363:een edellisestä neljänneksestä, mikä oli positiivista, sillä aikaisempina vuosina orgaaniset rekrytoinnit ovat olleet haasteellisia. Yhtiön laaja alihankintaverkosto on myös tuonut tarjontaan hyvää joustoa.

### Kannattavuus oli jälleen erittäin hyvä

EBITA-liikevoitto oli Q1:llä 5,1 MEUR tai 12,1 % liikevaihdosta (Q1'21: oik. 12 % ja Q4'21 11 %) ja selvästi yli 4,2 MEUR:n ennustemme. Kannattavuutta rajoittivat edelleen investoinnit omaan liiketoiminta-alustaan (Digia Business Engine). Q1:llä Digia aktivoi oman liiketoiminta-alustan hankkeesta 0,9 MEUR kuluja ja hankkeen tulosvaikutus oli -0,9 MEUR. Investointien ja kulujen normalisoitumisen (koronan jälkeen) valossa Q1-kannattavuutta voidaan pitää erittäin hyvänä. Yhtiö kommentoi myös laskutusasteissa kuitenkin olevan edelleen parannettavaa, mikä kuvastaa yksittäisten neljänneksien vahvaa kannattavuuspotentiaalia (>14 %).



**Joni Grönqvist**

Analytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Digia** | Kurssi: 7.25

**Lisää** | Tavoitehintaa: 8.40

### Odotamme keskimäärin 9 %:n tuloskasvua lähivuosina

Digia ohjeistaa näkemyksemme mukaan yhtiölle tavanomaiseen tapaan ”varovaisesti” liikevaihdon kasvavan edellisvuodesta ja EBITA-%:n olevan yli 10 % liikevaihdosta. Nostimme vahvan Q1-raportin pohjilta lähivuosien tulosennusteita ~8 %. Arvioimme Digian liikevaihdon kasvavan 8 % orgaanisen kasvun vetämänä vuonna 2022. Lisäksi odotamme EBITA-%:n laskevan 11 %:iin strategian mukaisten investointien, kulurakenteen palautumisen ja heikkokatteisemman yritysoston painamana vuonna 2022 (2021 EBITA: 11,4 %), mutta olevan yli ohjeistuksen. Vuosina 2023-24 odotamme varovaisesti liikevaihdon vetävän 9 %:n keskimääräistä tuloskasvua. Odotamme yhtiön jatkavan myös epäorgaanista kasvua tulevinä vuosina. Keskeisimmät riskit liittyvät kuumaan osajamarkkinaan, investointien tuottavuuteen, projekteihin ja yritysostoihin.

### Arvostuskertoimet ja tuotto-odotus puoltavat positiivista näkemystä

Digia on vankistanut profiilinsa laadukkaaksi tuloskasvuyhtiöksi, mikä tukee osakkeen arvostusta. Osakkeen riskitasoa laskee painopisteen muutos projekteista kohti palvelu- ja ylläpitoliiketoimintaa ja yli 3 vuotta jatkunut hyvä kehitys. Ennusteillamme osakkeen oikaistut P/E- ja EV/EBIT-kertoimet vuodelle 2022e ovat 13x ja 11x tai 3 % yli suomalaisten verrokkien, mikä on absoluuttisesti maltillinen arvostus. Suhteellisesti arvostus on neutraali. Tuotto-odotus, joka muodostuu tuloskasvusta (9 %), osinkotuotosta (3 %) ja kertoimien maltillisesta nousuvarasta, puoltaa positiivista näkemystä osakkeesta.



**Joni Grönqvist**

Analyytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Digia** | Kurssi: 7.25

**Lisää** | Tavoitehintaa: 8.40

## Suominen Q1: Hinta ei ole paha, mutta tulos hakee vauhtia syvältä

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'21		Q1'22	Q1'22e	Q1'22e		Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes			
Liikevaihto	115	110	118						-7 %		488
Käyttökate	18,5	3,3	4,8						-31%		30,9
Liikevoitto	13,6	-1,3	-0,7								10,8
EPS (oik.)	0,19	-0,04	-0,02								0,07
Liikevaihdon kasvu-%	4,6 %	-4,4 %	2,4 %						-6,8 %-yks.		10,1%
Liikevoitto-% (oik.)	11,8 %	-1,1 %	1,4 %						-2,6 %-yks.		2,2 %

Lähde: Inderes

Suomisen eilen julkistama Q1-raportti taipui negatiiviselle puolelle etenkin ohjeistuksen laskun takia. Leikkasimme Suomisen ennusteitamme merkittävästi tälle vuodelle ja selvästi myös lähivuosille. Toistamme raportin jälkeen Suomisen vähennä-suosituksemme ja pudotamme tavoitehintamme 3,30 euroon (aik. 4,25 €) ennustelaskuja ja tuottovaatimuksen maltillista nousua heijastellen. Vaikka osakkeen hinnassa alkaa olla yhtään tätä vuotta pidemmällä perspektiivillä paljon paha sisällä, odotamme vielä tulosajureiden kääntymistä sekä riskien laskua.



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

**Suominen** | Kurssi: 3.12  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 3.30



## Alkuvuodesta jäi kiinni kurrottavaksi selvä tappio

Suomisen liikevaihto laski Q1:llä 4 % 110 MEUR:oon, mikä alitti ennusteemme. Suomisen volyymejä painoivat yhä korkeat varastot USA:n tietyissä todennäköisesti isoissa asiakkuuksissa ja kotitalouksien tuotteissa. Myyntihinnat nousivat raaka-aineiden hintoja hitaammin ja valuuttojen vaikutus myyntiin oli positiivinen, mutta volyymilaskua ne eivät riittäneet kompensoimaan. Suomisen käyttökate romahti Q1:llä kivikovasta Q1'21:stä yli 80 % 3,3 MEUR:oon. Tulos alitti lievästi myös tulosennakon yhteydessä pudottamamme ennusteet. Pudotus johtui yhä etenkin raaka-aineiden, energian ja logistiikan inflaation takia aivan liian alas jääneestä bruttokatteesta (Q1: GM-% 6,0 %, -11,5 % -yksikköä v/v). Alariveillä rahoituskulut alittivat niukasti ennusteemme, mutta verot yhtiö kirjasi lievästi negatiivisiksi odotustenne vastaisesti. Siten Suomisen Q1:n 0,04 euroa tappiollinen EPS alitti ennusteemme lopulta vivulla.

## Kuluvan vuoden ohjeistus laski ja pudotimme ennusteitamme taas alemmas

Suominen laski Q1-raportissaan kuluvalla vuoden ohjeistustaan ja uuden ohjeistuksen mukaan yhtiön oikaistu käyttökate vuonna 2022 laskee selvästi vuodesta 2021 (2021: EBITDA 47 MEUR). Yhtiön mukaan Ukrainan sota on pahentanut jo entisestään merkittävää raaka-aineiden, energian ja kuljetusten inflaatiota ja lisäksi asiakkaiden varastotasojen normalisoituminen USA:ssa on edennyt jonkun verran odotettua hitaammin. Ohjeistuksen lasku oli pettymys suhteessa odotuksiimme, vaikka muutoksen ajureissa ei sinällään mitään yllättävää ollutkaan. Leikkasimme kuluvan vuoden käyttökate-ennustettamme raportin jälkeen 25 % 31 MEUR:oon (-34 % vs. 2021) johtuen etenkin ohipeliksi jäävästä H1:stä ja inflaation pitkittymisestä H2:lle. Odotamme edelleen tuloksen pohjan osuneen Q1:lle, sillä Q2:lta alkaen yhtiön USA:ssa tehdyt tuotannon uudelleenallokointitoimien ja Euroopan energialisämaksujen pitäisi alkaa elvyttää kannattavuutta ennen kuin yhtiö alkaa H2:lta alkaen saada myyntihinnoilla kiinni inflaation marginaaleihin jättämää aukkoa. Lisäsimme silti myös ensi vuoden ennusteisimme turvamarginaalia (2023e: EBITDA 43 MEUR, -8 %) heikentyneen kuluttajaluottamuksen ja inflaatoriskien takia.



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Suominen** | Kurssi: 3.12

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 3.30

### Arvostus on monilta osin matala, mutta tuloskuopan syvyyteen liittyvä epävarmuus karistaa vielä ostoinnon

Suomisen vuosien 2022 ja 2023 ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut ovat noin 44x ja 13x. Paremmin yhtiön lähtökohtaisesti hyvää kassavirtapotentialia heijastelevat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 5x. Pääpainon saavat kuluva vuoden kertoimet ovat korkeat, kun taas ensi vuoden neutraalimmalla tuloksella arvostus on yhtiölle hyväksyiemme haarukoiden alalaidoilla tai niiden tasolla. Siten arvostuskuva on ristiriitainen, mutta vielä negatiivisena pysyvä tulostrendi ja 3-4 %:n osinkotuotto eivät mielestämme riitä kampeamaan tuotto-odotusta yli kohonneen tuottovaatimuksen. Pitkällä tähtäimellä selvästi nykykurssin yläpuolella oleva DCF-malli indikoi osakkeen arvostuksen olevan edullinen ja myös tase- ja volyympohjainen arvostus (2022e: P/B 1,1x ja EV/S 0,5x) suojaavat jo osaketta. Arviomme mukaan markkinat ovat keskittyneet osakkeessa silti lyhyen ajan haasteisiin eikä pitkän ajan maltillinen arvostus riitä ajamaan osaketta ylös ennen kuin tulostrendin käänne konkretisoituu.



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Suominen** | Kurssi: 3.12

**Vähennä** | Tavoitehinta: 3.30

## Sievi Capital Q1-aamutulos: Indoorilla krapula, KH-Koneilla juhlat

Sievi Capital julkaisi aamulla kaksijakoisen Q1-liiketoimintakatsauksensa. Suurin omistus Indoor kärsi odotuksiamme voimakkaammin kotoilukrapulasta sekä toimitusketjuhaasteista. Muiden omistusten osalta kehitys oli pääosin positiivista ja etenkin KH-Koneet on tällä hetkellä hurjassa iskussa. Uudesta strategiasta ei vielä saatu tarkempia tietoja. Kokonaisuutena raportin anti jää mielestämme varsin neutraaliksi.

### Indoor Groupin liikevaihto ja liikevoitto laskivat vertailukaudesta

Sievin tärkeimmän omistuksen Indoorin liikevaihto laski noin 3 %:lla vertailukaudesta ja yhtiö totesi vuoden käynnistyneen selvästi odotuksia hiljaisemmin. Liikevaihdon lievä lasku ei ollut varsinainen yllätys peilaten muiden kotoilusta hyötyneiden yhtiöiden kehitykseen. Indoorin tulos oli kuitenkin selkeä pettymys ja liikevoitto laski -1,5 MEUR:oon vertailukauden 2,5 MEUR:sta. Vaikka vertailukausi olikin erittäin vahva ja Q1'22 pitää sisällään 0,9 MEUR kuluja toiminnanohjausjärjestelmään liittyen, oli tulos silti heikko. Keskeiset tulosta heikentävät tekijät vaikuttavat raportin perusteella liittyvän inflaatioon ja logistiikkaan. Huomautamme, että nämä ongelmat ovat pääosin väliaikaisia. Indoorin käypä arvo Sievin taseessa laski lievästi 47,4 MEUR:oon (2021: 49,7 MEUR), mikä mielestämme heijastelee myös yhtiön näkemystä Indoorin haasteiden väliaikaisuudesta.

### Muut omistukset kehittyvät positiivisesti

Yhtiön toisen syömähampaan KH-Koneiden Q1 oli iloista luettavaa. Yhtiön liikevaihto kasvoi 40 %:lla ja saatavuushaasteet ovat rasittaneet sitä yllättävän vähän. Markkinatilanne vaikuttaa myös olevan edelleen hyvin suotuisa. Yhtiön EBITA-tulos nousi kausiluontoisesti vaisulla kvartaalilla merkittävästi 1,4 MEUR:oon (Q1'21: 0,3 MEUR). Sievi tarkisti KH-Koneiden arvoa ylös vain symbolisesti 37,5 MEUR:oon (2021: 36,5 MEUR) ja näemme omassa arvioissamme alustavaa nousuvaraa.



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



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

**Sievi Capital** | Kurssi: 1.42  
**Lisää** | Tavoitehinta: 1.80

Pienempien omistusten osalta raportti ei ensi silmäyksellä tarjoillut suurempia yllätyksiä. Logistikas jatkoi vahvaa kasvuaan yritysostojen vetämänä ja HTJ:n suoritus vaikuttaa kaikilta osin mallikkaalta. NRG:lle vaikuttaa olevan edelleen selkeitä haasteita toimitusketjujensa kanssa ja sen arvoa tarkistettiin jälleen alaspäin (5,7 vs. 6,5 MEUR).

### Uudesta strategiasta ei saatu vielä tarkempia tietoja

Sievin sijoitusten substanssiarvo laski lievästi vuodenvaihteen tasolta 1,57 euroon per osake (2021: 1,61e). Olimme itse odottaneet tasesubstanssiin lievää kasvua, mutta huomautamme erojen olevan varsin pieniä. Uudesta strategiasta ei vielä saatu tarkempia tietoja ja yhtiö tyytyi toteamaan pohtivansa myös nykyisestä strategiasta poikkeavia vaihtoehtoisia strategioita omistaja-arvon luomiseksi. Yhtiö myös toteaa toistaiseksi jatkavansa nykyisen strategian toteuttamista normaalista. Yhtiön strategiatyö on kestänyt jo suhteellisen kauan ja vaikka tämä voi osin selittyä yhtiön hallituksen tulevilla muutoksilla, indikoi pitkä aika mielestämme siitä, että yhtiö harkitsee myös suurempia toimenpiteitä, eikä pelkästään nykystrategian viilausta.



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



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

**Sievi Capital** | Kurssi: 1.42  
[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 1.80

## Teleste Q1-aamutulos: Vaikea toimintaympäristö hankaloittaa ennätysuuden tilauskannan toimittamista

Teleste raportoi aamulla odotuksistamme jääneen Q1-tuloksen, kun komponenttipulan ja kustannusinflaation vaikutukset olivat ennakoimaamme suuremmat. Tilanne tämän suhteen ei ole yhtiön kommenttien perusteella helpottamassa, ja kuluvan vuoden tuloskasvunäkymään liittyy vielä merkittävää epävarmuutta. Paljon on kiinni siitä, miten Teleste onnistuu jälleen uusiin ennätyksiin paisuneen tilauskantansa toimittamisessa ja kustannusinflaation taklaamisessa.

### Tilaukanta paisui uusiin ennätyksiin, kun komponenttipula jarruttaa toimituksia

Telesten Q1-liikevaihto kasvoi 3 % 38,0 MEUR:oon ja jäi lievästi alle 38,7 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihto kasvoi videovalvonta- ja informaatiojärjestelmissä, mutta laski tilaajaverkkotuotteissa. Komponenttipula aiheutti odotetusti haasteita molemmissa Telesten liiketoiminta-alueissa. Liikevaihdon pehmeästä kehityksestä huolimatta saadut tilaukset olivat jälleen vahvassa kasvussa (Q1'22: +66 %). Teleste kommentoi saaneensa tilaajaverkkolaitteissa operaattoreilta merkittäviä uusia tilauksia, mikä arviomme mukaan heijastelee käynnistyvää hajautetun verkkoarkkitehtuurin sykliä. Telesten tilaukanta (Q1'22: 130,6 MEUR) kohosi entistä korkeampiin uusiin ennätyksiin ja kasvoi vertailukaudesta 72 % ja edellisestä neljänneksestä 20 %. Telesten mukaan tilauskannan toimituksista 51 % on ajoitettu kuluvalle vuodelle. Vahva tilauskanta antaa hyvän pohjan loppuvuoden kehitykselle, mutta komponenttien saatavuus luo epävarmuutta toimitusten ajoituksiin ja sitä kautta liikevaihdon tuloutukseen.



**Atte Riikola**

Analyytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Teleste** | Kurssi: 4.60

**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.00

## Q1-tulos jäi odotuksistamme

Telesten Q1-liikevoitto heikkeni vertailukaudesta 0,1 MEUR:oon (Q1'21: 1,5 MEUR) ja alitti 0,8 MEUR:n ennusteemme. Komponenttien saatavuushaasteet ja kiihtynyt kustannusinflaatio pilasivat alkuvuoden tuloksen. Tämä näkyi niin vakaan liikevaihtokehityksen lisäksi siinä, että toimituskyvyn varmistaminen on lisännyt kustannuksia useilla alueilla. Kustannusinflaation suhteen Teleste kommentoi onnistuneensa viemään kohoavia kustannuksia asiakashintoihin tilaajaverkkolaitteissa, mutta videoalvonta- ja informaatiojärjestelmissä pitkiä projekteja on sovittu kiintein hinnoin, mikä tuottaa nyt kannattavuushaasteita. Samaan aikaan myös Telesten kasvuinvestoinnit muun muassa USA:n markkinalle rasittavat kannattavuutta.

## Useat epävarmuustekijät varjostavat lyhyen aikavälin näkymiä

Telesten toisti odotetusti tälle vuodelle liikevaihdon (2021: 144 MEUR) sekä oikaistun liiketuloksen (2021: 5,5 MEUR) kasvua ennakoivan ohjeistuksensa. Yhtiön toimintaympäristö on kuitenkin muuttunut alkuvuodesta entistä haastavammaksi Ukrainan sodan, Kiinan koronasulkujen vaikeuttaessa komponenttien saatavuutta sekä kiihtyvän kustannusinflaation myötä. Ennusteemme ennen Q1-raporttia odotti Telesten liikevaihdon kasvavan tänä vuonna vajaa 7 % ja oikaistun liikevoiton olevan 6,8 MEUR. Vaikean alkuvuoden ja Telesten varovaisten kommenttien perusteella tulossennusteissamme on alustavasti laskupainetta.



**Atte Riikola**

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

**Teleste** | Kurssi: 4.60

**Vähennä** | Tavoitehinta: 5.00

## Raisio: Kannattavuuden suunta parempaan päin

Raision Q1-raportti kärsi poikkeuksellisen korkeista viljapohjaisten raaka-aineiden hinnoista. Yhtiö on tehnyt korjaavia liikkeitä, minkä vuoksi odotamme siltä positiivista tuloskehitystä ja uutta ohjeistusta kesän jälkeen. Toistamme lisää-suosituksen tavoitehinnalla 2,4 euroa per osake (aik. 2,9 euroa).

### Kannattavuus kärsi poikkeuksellisen rajusti raaka-aineiden hintojen noususta

Q1 oli Raisiolle haastava kvartaali erityisesti viljapohjaisten raaka-aineiden hintojen nousun takia. Vertailukelpoinen liikevoitto oli vain 0,1 MEUR (Q1'21: 4,3 MEUR), mikä johtui erityisesti viljapohjaisten tuotteiden B2B-kaupan tappiollisista marginaaleista (oik. EBIT -1,3 MEUR, Q1'21: 0,7 MEUR). Terveelliset elintarvikkeet - segmentin liikevoitto oli kuitenkin positiivinen 2,7 MEUR, mutta laski suhteessa vertailukauteen (Q1'21: 4,5 MEUR). Raportoitua liikevoittoa painoi Raisioaqua-liiketoimintaan kohdistunut 4,1 MEUR:n alaskirjaus Venäjän viennin päättymisen seurauksena. Liikevaihto kasvoi kuitenkin mukavat 16 % vuodentakaisesta. Kuluttajakysyntä oli hyvää ja uusien tuotteiden lanseeraaminen vahvisti Raision tuotteiden kysyntää etenkin Pohjois-Euroopassa. Myös esimerkiksi viljapohjaisten tuotteiden B2B-kauppa kasvoi hyvin, vaikka arvioimme myös kustannusinflaation johdosta tehdyillä hinnankorotuksilla olleen merkittävä osansa liikevaihdon kasvussa.



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

**Raisio** | Kurssi: 2.12

**Lisää** | Tavoitehintaa: 2.40

## Odotamme kannattavuustason paranevan toimenpiteiden myötä

Raisio on tehnyt merkittäviä toimenpiteitä palauttaakseen toimintansa tuloksentelekkyyden, minkä johdosta yhtiö odottaa paranevaa kannattavuutta loppuvuoden aikana. Esimerkiksi sopimuksia ja hinnoittelumalleja on neuvoteltu uudestaan, jotta kasvaneita kustannuksia voidaan siirtää arvoketjussa eteenpäin. Arvioimme, että uusi ohjeistus voitaisiin antaa Q2:n tai Q3:n yhteydessä. Arvioimme mukaan suurin kysymys lienee kuinka paljon voimakkaat hinnankorotukset tulevat näkymään tuotteiden loppukysynnässä. Yhtiön aktiivinen toiminta ja vahvat brändit tukevat kannattavuuden kehitystä osittain jo Q2:lla, mutta viimeistään H2:n kannattavuuden pitäisi olla jo hyvällä tasolla. Ennustamme 2022 oik. EBIT:iksi 15,5 MEUR, mikä on 6 % yli konsensusennusteen (pre-Q1). Kannattavuustason normalisoituminen ja uusi ohjeistus voisivat toimia positiivisena ajurina osakekurssille.

## Arvostus alkaa näyttää houkuttelevalta, mikäli uskoo tulostason normalisoitumiseen

Raision osake on halventunut huomattavasti viimeaikojen turbulenssissa, sillä yritysarvosta on sulanut 2021 Q4 -tulospäivän päätöskurssiin (9.2.) verrattuna jo kolmannes. Osakkeen arvostus, joka lähihistoriassa on totuttu näkemään selvällä preemiolla suhteessa verrokeihin, on laskenut osittain jopa verrokkiryhmän alapuolelle. Päivitettyjen ennusteidemme mukaiset Raision 2022 ja 2023 oikaistut EV/EBIT-luvut ovat 19x ja 13x. Kun otetaan huomioon, että Raisio on menettänyt liikevaihtoa nimenomaan vähemmän kannattavilla alueilla, jotka eivät ole kuuluneet yhtiön kasvusuunnitelmien ytimeen, voimme todeta että viimeaikojen halpeneminen on ylittänyt sodan arvioidut vaikutukset Raision arvoon. Pidämme Raisiota laatu-yhtiönä sen tunnettujen brändien, kansainvälisen jakelun, hyvän pääoman tuoton sekä megatrendeihin istuvan kasvustrategian ansiosta. Yhtiön tuotto-odotus on mielestämme houkuttelevalla tasolla 5-7 % osinkotuoton tukemana (2022-24e), joskin osinkoennusteemme olettavat hieman nettotulosta suurempia osinkoja lyhyellä aikavälillä. Arvioimme, että osake voisi hinnoitella 14-15x EV/EBIT-kertoimella suhteessa normalisoituun tulokseen (2023e), kunhan uskottavuus kannattavuuden toipumiseen on palautettu.



**Pauli Lohi**

Analytikko

+35845 134 7790

pauli.lohi@inderes.fi

**Raisio** | Kurssi: 2.12

**Lisää** | Tavoitehintaa: 2.40



## Loihde: Onnistunut liikkeellelähtö

Loihde julkaisi eilen Q1-raporttinsa. Vuoden aloitus oli odotetusti parantuneen perustekemisen jakso. Viimeisen vuoden aikana tehtyjen rakentamis- ja terävöittämissäiden ensimmäiset tulokset olivat varsin lupaavia. Vuotuinen tuotto-odotus on mielestämme positiivinen, mutta ei kuitenkaan arvioimaamme oman pääoman tuottovaadetta korkeampi. Täten toistamme vähennä-suosituksemme ja 16,00 euron tavoitehintamme.

### Odotettua tekemistä

Loihteen jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto kasvoi Q1:llä 17 % 28,4 MEUR:oon ja asettui siten himpun verran 27,3 MEUR:n myyntikertymää odottaneen ennustemme yläpuolelle. Turva-liiketoiminnan absoluuttinen kysyntä pysyi hyvällä tasolla niin kyberturvan kuin fyysistenkin ratkaisuiden puolella. Hyvä asiakasaktiiviteetti riitti kompensoimaan komponenttitilanteen aiheuttamat ajalliset siirtymät ja liiketoiminta kasvoikin odotustemme mukaisesti. Digitaalinen kehittäminen puolestaan ylsi 47 % kasvuun viime toukokuussa toteutetun Loihde Advisory -transaktion ja hienojen orgaanisten onnistumisten ajamana. Käsituksemme mukaan Loihde on yhä useammassa Digitaalisen kehittämisen hankkeissa hyödyntänyt liiketoimintayksiköiden välisiä osaamisia. Pidämme tällaista yhteistyötä strategisesti arvokkaana, kilpailukykyä lisäävänä ja koko konsernin logiikasta kielivänä kokonaisuutena. Yhtiö teki Q1:llä 1,2 MEUR:n oikaistun käyttökateen ja vastaavasti 0,8 MEUR:n liikearvon poistoista oikaistun operatiivisen tuloksen. Reippaasti parantunut tulos sai tukea liikevaihdon kasvusta ja tehokkuusnostoista.



**Joonas Korkiakoski**

Analyttikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

**Loihde** | Kurssi: 15.80

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 16.00

## Samoilla juonilla

Vuonna 2022 Lohde odottaa Turva-liiketoiminnan jatkuvien operaatioiden liikevaihdon kasvavan ja Digitaalisen kehittämisen liikevaihdon kasvavan edellisvuotta nopeammin (2021: 13 %). Kannattavuuden osalta Lohde taas ennakoi edellisvuodesta paranevaa oikaistua käyttökattetta. Liiketoimintojen terveitä näkymiä, alkuvuoden tekemistä sekä käsityksemme mukaan onnistuneita rekrytointeja ja olemassa olevaa rekrytointiputkea mukaillen emme ole tehneet käynnissä olevan vuoden ennusteisiimme liki lainkaan muutoksia. Odotamme Lohdeen liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 11 % 119 MEUR:oon. Turvan puolella arvioimme nousevan kyberturvatietoisuuden ja digitalisaatioasteen kombinaation toimivan kasvun moottorina, mutta kokonaisturvallisuuden teesien pitävän fyysisetkin volyymit kasvua edesauttavilla tasoilla. Digitaalisen kehittämisen ratkaisukysynnän ennakoimme puolestaan pysyvän alla vaikuttavia voimia (mm. matalat digimaturiteetit) mukaillen oivana ja Lohdeen kykenevän realisoimaan laajan tarjoamansa puitteissa myös useampia synergistisiin kokonaistoimituksiin perustuvia mahdollisuuksia. Oikaistun käyttökätteen arvioimme kirivän 6,6 MEUR:oon liikevaihdon kasvuun ja edellisvuotta pienempien kehityspanostusten vaikuttamana. Alkaneen vuoden oleelliset riskit liittyvät totutusti osajamarkkinassa onnistumiseen.

## Tuotto-odotus ei vielä riittävä

Lohdeen ennusteidemme mukaiset oikaistut ja ison nettokassan rokottamat P/E-luvut vuosille 2022 ja 2023 ovat 23x ja 20x, kun taas vahvan taseen paremmin huomioivat oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 12x ja 10x. Kuluvaan vuoden EV/EBIT-kerroin ei ole posketon. Riittävän houkutteleva se ei kuitenkaan ole, kun huomioidaan odottamaamme reippaaseen suorituskykyloikkaan vielä toistaiseksi liittyvät epävarmuudet. Mielestämme vuotuinen riskikorjattu tuotto-odotus on edelleen positiivinen, mutta ei oman pääoman tuottovaadetta suurempi.



**Joonas Korkiakoski**

Analyytikko

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

**Lohde** | Kurssi: 15.80

**Vähennä** | Tavoitehinta: 16.00

## Viafin Service Q1 maanantaina: Vaikea kvartaali odotuksissa

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'21		Q1'22		Q1'22e		Q1'22e		Konsensus		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes			Inderes	
Liikevaihto	-		12,3								64,7
EBITA (oik.)	-		0,4								4,4
Liikevoitto	-		0,4								4,4
Tulos ennen veroja	-		0,4								4,3
EPS (raportoitu)	-		0,07								0,85
Liikevaihdon kasvu-%	-										5,7 %
EBITA-% (oik.)	-		3,1%								6,8 %

Lähde: Inderes

Suomessa teollisuuden kunnossapidon palveluita tarjoava Viafin Service julkistaa Q1-liiketoimintakatsauksen 9.5.2022. Yhtiö siirtyi viime vuoden loppupuolella antamaan kvartaaleittain liiketoimintakatsauksia, jossa kerrotaan olennaisimmat tiedot kvartaalin tapahtumista. Odotamme ensimmäisen kvartaalin olleen haastava kausiluonteisesti, mutta myös markkinahäiriöiden vuoksi. Ohjeistukseen emme kuitenkaan odota muutoksia. Tarkistimme ennusteitamme hieman ennen tulosta muuttaessamme ennusteemme kvartaalimuotoon, mutta vaikutuksia näkemyksemme (lisää) tai tavoitehintaamme (17,0 euroa) tällä ei ollut.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Viafin Service** | Kurssi: 13.50

[Lisää](#) | Tavoitehinta: 17.00

### Liikevaihtoon voivat vaikuttaa asiakkaiden lakot ja materiaalihaasteet

Odotamme Viafin Servicen Q1:n liikevaihdon olevan 12,3 MEUR:ssa Q1:llä. Vaikka vertailukauden täydet tiedot puuttuvatkin, odotamme alkuvuoden olleen vertailukautta haastavampi. Asiakkaiden lakot ovat voineet vaikuttaa töiden etenemiseen, korona on arviomme mukaan lisännyt poissaoloja ja materiaalien saatavuushaasteet sekä hinnat ovat voineet hidastaa liikevaihdon kehitystä. Markkinan odotamme kuitenkin olleen vakaa ja piristyvän tästä eteenpäin. Liikevaihdon osalta seuraamme myös uusien ja vanhojen toimipisteiden kehitystä.

### Kannattavuus kausiluonteisesti alhainen

Kannattavuuden osalta odotamme, että kohtuullisen alhainen liikevaihdon taso sekä markkinahäiriöt ovat vaikuttaneet kannattavuuden tasoon heikentävästi. Kustannuspaineet sekä koronan aiheuttamat poissaolot ovat arviomme mukaan heikentäneet kannattavuutta. Ennustammekin oikaistun EBITA:n olevan Q1:llä 0,4 MEUR:ssa ja marginaalin noin 3,1 %:ssa. Kannattavuuden osalta raportissa seuraamme etenkin markkinahäiriöiden vaikutuksia sekä tilannetta tästä eteenpäin. Arviomme ja ennusteidemme mukaan odotamme kannattavuuden parantuvan selkeästi loppuvuoden aikana, kun tärkeät sesongit kunnossapidolle alkavat.

### Ohjeistus ennakoi kasvua

Emme odota muutoksia yhtiön ohjeistukseen Q1-raportissa. Yhtiö odottaa, että vuonna 2022 liikevaihto kasvaa vuodesta 2021 (2021: 61,2 MEUR) sekä koko vuoden EBITA kasvaa (2021: 4,3 MEUR). Odotamme ennen tulosta liikevaihdon kasvavan 64,7 MEUR:oon ja EBITA:n kasvavan 4,4 MEUR:oon. Markkinanäkymien odotamme pysyvän vakaana, vaikka epävarmuuksia aiheuttavat geopoliittisen tilanteen epäsuorat vaikutukset sekä materiaalien saatavuuden heikentyminen.



**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Viafin Service** | Kurssi: 13.50

**Lisää** | Tavoitehinta: 17.00

## Ilkka-Yhtymä Q1 maanantaina: Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut vetävät kasvua

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	11,5		12,6				54,9
Oik. oman toiminnan liikevoitto	0,0		0,3				1,6
Tulos ennen veroja	3,0		0,4				5,1
EPS (raportoitu)	0,11		0,01				0,19
Liikevaihdon kasvu-%	13,5 %		9,6 %				10,5 %
Liikevoitto-%	0,3 %		2,0 %				3,0 %

Lähde: Inderes

Mediakonserni Ilkka-Yhtymä julkistaa Q1-raporttinsa ensi maanantaina iltapäivällä. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvaneen ja operatiivisen tuloksen vahvistuneen suhteessa vertailukauteen. Odotamme yhtiön toistavan tilinpäätöksen yhteydessä antamansa ohjeistuksensa, jonka mukaan Ilkka-Yhtymä-konsernin liikevaihdon (2021: 49,7 MEUR) ja oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2021: 1,4 MEUR) arvioidaan nousevan edellisvuodesta.



**Petri Gostowski**

Analyttikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Ilkka-Yhtymä | Kurssi: 4.59

Lisää | Tavoitehinta: 5.00

## Kasvu nojaa Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluihin

Ennustamme Ilkka-Yhtymän Q1-liikevaihdon kasvaneen vertailukaudesta vajaa 10 % 12,6 MEUR:oon. Segmentteittäin odotamme noin 1 %:n kasvua Media ja markkinointipalveluilta, jonka taustalla on ennustamamme mainostuottojen vakaa kehitys ja [MySome -yrityskaupan](#) tuoma epäorgaaninen lievä kasvu. Näiden vaikutusta osin samalla hidastaa sisältötuottojen ennustettu trendinomaisen hienoinen lasku. Ennustamme painopalveluiden liikevaihdon laskeneen merkittävästi ulkoistussopimuksen johdosta, mutta konsernitason kasvuun tällä ei ole vaikutusta eliminointien vuoksi. Odotamme jatkuvalaskutteisen palveluiden kohtuullisen orgaanisen kasvun sekä [Ungapped-yrityskaupan](#) ja [Evermade-yrityskaupan](#) tuoman epäorgaanisen kasvun siivittävän Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalvelut -segmentin (Liana) liikevaihdon selvään kasvuun verrattuna vertailukauteen.

## Operatiivinen tulos parempaan päin

Ennustamme oikaistun oman toiminnan liikevoiton kohonneen 0,3 MEUR:oon (2021: -0,2 MEUR) vertailukaudesta. Tulosparannusta ajaa ennusteissamme Markkinoinnin ja viestinnän teknologiapalveluiden tulosparannus liikevaihdon kasvun seurauksena. Vastaavasti painopalveluiden operatiivisen tuloksen ennustamme kivunneen nolille ulkoistussopimuksen ansiosta. Media ja markkinointipalveluiden tuloksen odotamme olleen noin vertailukauden tasolla. Vertailukaudella raportoituun tulokseen vaikutti erityisesti noin 2,7 MEUR osinkotuotot Alma Median osakkeista, joten ajoituksellisista tekijöistä johtuen Q1'22:n raportoitu osakekohtainen tulos on selvästi matalampi. Tätä taustaa vasten odotamme kvartaalilta 0,01 euron raportoitua osakekohtaista tulosta.



**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Ilkka-Yhtymä** | Kurssi: 4.59

**Lisää** | Tavoitehintaa: 5.00

### Odotamme yhtiön toistavan ohjeistuksensa

Odotamme yhtiön toistavan tilinpäätöksen yhteydessä antamansa ohjeistuksensa, jonka mukaan Ilkka-Yhtymä-konsernin liikevaihdon (2021: 49,7 MEUR) ja oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2021: 1,4 MEUR) arvioidaan nousevan edellisvuodesta. Nykyiset ennusteemme odottavat liikevaihdon (54,9 MEUR) kasvavan lähes 11 % vuodesta 2021, ja operatiivisen tuloksen kipuavan 1,6 MEUR:oon. Q1-raportissa meitä erityisesti kiinnostaa Markkinointi ja teknologiapalveluiden kehitys, jolla on näkemyksemme mukaan merkittävin rooli yhtiön arvonluonnissa pitkällä tähtäimellä.



**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Ilkka-Yhtymä** | Kurssi: 4.59

**Lisää** | Tavoitehinta: 5.00

## Eezy Q1 tiistaina: Omikron oli odotuksiamme pienempi hidaste

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'22		Q1'22e		Konsensus		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
<b>Liikevaihto</b>	36,6		45,4	45,3	44,1	- 46,4	239
<b>Käyttökate</b>	2,8		3,1	3,5	3,1	- 3,7	24,2
<b>Liikevoitto</b>	0,9		0,9	1,4	0,9	- 1,6	15,6
<b>Tulos ennen veroja</b>	0,5		0,5	0,9	0,5	- 1,3	14,0
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,01		0,01	0,03	0,01	- 0,04	0,42
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-33,6 %		24,0 %	23,8 %	20,5 %	- 26,8 %	17,6 %
<b>Käyttökate-% (oik.)</b>	7,7 %		6,8 %	7,7 %	7,0 %	- 8,0 %	10,1 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus, 3 ennustetta)

Eezy julkistaa Q1-raporttinsa ensi viikon tiistaina noin klo 8.00. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvaneen selvästi vertailukaudesta, minkä ennustamme myös kohottaneen tuloksen yli vertailukauden tason. Eezy antoi tilinpäätöksen yhteydessä kuluvalle vuodelle liikevaihdon kasvua ja kannattavuuden nousua viitoittavan ohjeistuksen, jota arvioimme yhtiön tarkentavan nyt Q1:n yhteydessä.



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

**Eezy** | Kurssi: 5.66

**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.80



### Odotamme liikevaihdon elpyneen voimakkaasti

Olemme tehneet odotuksiamme parempaa markkinan kehitystä heijastellen Q1:n ennusteisiimme positiivisia tarkistuksia. Ennustamme Eezyn Q1-liikevaihdon kasvaneen 24 % vertailukaudesta reiluun 45 MEUR:oon (aik. 40,7 MEUR). Ennusteissamme liikevaihdon kasvua vetää henkilöstövuokrauksen voimakas kysynnän kasvu koronapandemian painamalta vertailukauden tasolta. Odotammekin henkilöstövuokrauksen liikevaihdon kasvaneen 20 % vertailukaudesta, mikä on melko hyvin linjassa Henkilöstöpalvelualan liiton tammi-maaliskuun lukujen pohjalta arvioimamme markkinakasvun kanssa. Muiden liiketoiminta-alueiden odotamme kasvaneen niin ikään selvästi vertailukauden tasosta, ja etenkin Asiantuntijapalveluiden odotamme saaneen nostetta epäorgaanisesta kasvusta.

### Ennustamme tuloksen nousseen selvästi vertailukelpoisesti

Olemme myös tarkistaneet tulosennusteitamme hieman ylöspäin ja ennusteamme Q1:n käyttökatteeksi on 3,1 MEUR (aik. 2,7 MEUR), mikä on yli vertailukauden tason. Huomioitavaa on kuitenkin, että vertailukaudella tulosta tuki 1,7 MEUR:n positiivinen kertaluonteinen erä. Siten vertailukelpoisesti odotamme tuloskunnan kohentuneen tuntuvasti, mikä heijastelee nykyisen kulurakenteen tehostumispotentiaalia volyymin elpymässä. Lisäksi kannattavuutta on arvioimme mukaan tukenut korkeampikatteisten Asiantuntijapalveluiden kasvu. Operatiivista tulosparannusta, mutta yritysostojen ansiosta kasvanutta poistomassaa heijastellen odotamme osakekohtaisen tuloksen olleen vertailukauden tasolla 0,01 eurossa osakkeelta.



**Petri Gostowski**

Analyytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Eezy** | Kurssi: 5.66

**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.80

## Odotamme ohjeistukseen täsmennyksiä

Eezy antoi tilinpäätöksen yhteydessä kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jonka mukaan se odottaa liikevaihtonsa (2021: 203 MEUR) kasvavan ja liikevoittomarginaalin (2021: 5,8 %) nousevan vuoden 2022 aikana. Samassa yhteydessä annettujen kommenttien perusteella ohjeistusta voidaan kuitenkin odottaa täsmennettävän ja siten arvioimme yhtiön antavan Q1:n yhteydessä ohjeistushaarukan kuluvalle vuodelle. Ennusteemme vuoden 2022 liikevaihdoksi on 239 MEUR ja liikevoitoksi 15,6 MEUR. Ohjeistuksen täsmennyksen tulisi siis vähintäänkin vastata näiden asettamaa odotusrimaa. Huomioitavaa on kuitenkin, että emme ole vielä sisällyttäneet ennusteisiimme hiljattain toteutettuja täsmäostoja eli [Farenta-yritystoa](#) ja tutkimus- ja valmennusliiketoiminnassa [tehtyjä hankintoja](#). Huomioimme nämä toteutetut yritysjärjestelyt Q1-raportin jälkeisessä päivityksessämme.



**Petri Gostowski**

Analyytikko

+358 40 821 5982

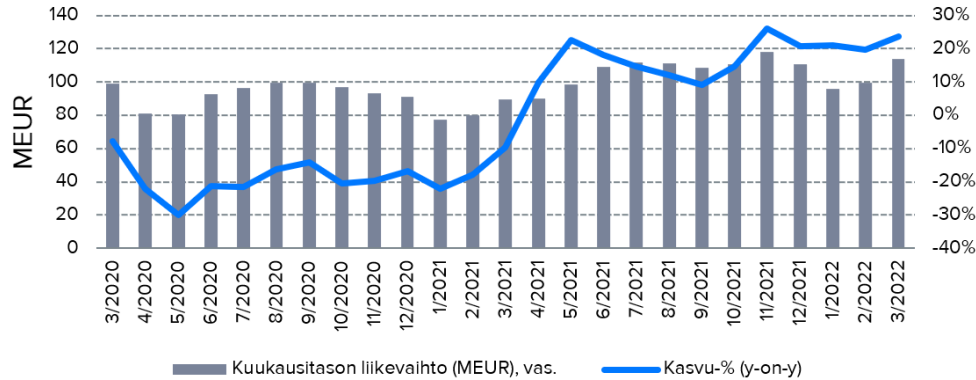
petri.gostowski@inderes.fi

**Eezy** | Kurssi: 5.66

**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.80

## Henkilöstöpalvelumarkkinan vauhti kiihtyi maaliskuussa

### Henkilöstövuokrauspalveluiden kuukausitason liikevaihdon kehitys



Lähde: Henkilöstöpalveluyritysten liitto, Inderes

Henkilöstöpalveluyritysten liiton (HPL) liikevaihtotiedustelun mukaan alan 20 suurimman yrityksen liikevaihto oli maaliskuussa 136 MEUR ja se kasvoi lähes 24 % vuodentakaisesta. Kokonaismarkkinan kehitys on olennaisesti linkittynyt henkilöstövuokrauspalveluihin, jotka vastasivat lähes 84 %:sta koko markkinan liikevaihdosta maaliskuussa. Näin ollen henkilöstövuokrauspalveluiden liikevaihto oli noin 114 MEUR. Tämä vastaa niin ikään lähes 24 %:n kasvua edellisen vuoden vastaavaan ajankohtaan verrattuna.

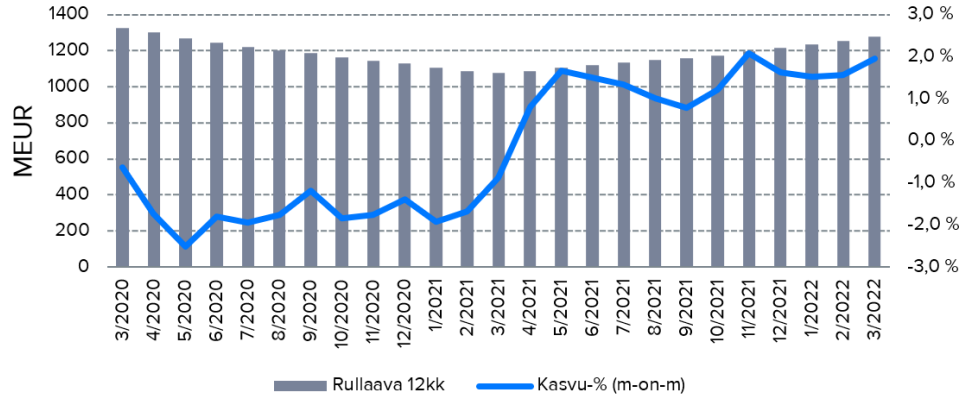


**Petri Gostowski**  
 Analytikko  
 +358 40 821 5982  
 petri.gostowski@inderes.fi

**Eezy** | Kurssi: 5.66

**Lisää** | Tavoitehinta: 6.80

## Henkilöstövuokrauspalveluiden edellisten 12kk:n liikevaihdon kehitys



Lähde: Henkilöstöpalveluyritysten liitto, Inderes

Tavanomaisesti markkinan kehitykseen heijastuvat tietyt kausiluonteiset tekijät, minkä takia liikevaihdon kehitystä on mielestämme mielekkäämpää seurata vuositasolla. Viimeisen kahden vuoden aikana voimakkaampana taustalla vaikuttavana tekijänä ovat kuitenkin olleet koronapandemian vaikutukset ja niistä elpyminen, minkä takia seuraamme myös kuukausitason kehityksen trendiä. Henkilöstövuokrauspalveluiden edellisen 12kk liikevaihto oli 1 278 MEUR ja edellisen 12 kuukauden liikevaihtokertymä kasvoi 1,9 % helmikuun lopusta.

Markkina on ollut erittäin hyvässä vedossa alkuvuodesta, eikä Omikron-aalto näytä hidastaneen henkilöstöpalveluiden kysyntää olennaisesti. Tämä on positiivista Eezyn lyhyen tähtäimen kehitystä ajatellen. Alkuvuoden lukujen pohjalta arvioimme kokonaismarkkinan kehityksen olleen Eezyn lyhyen tähtäimen ennusteitamme vahvempaa. Olemme huomioineet tämän Eezyn tulosenakon yhteydessä tekemissämme ennustemuutoksissa.



**Petri Gostowski**

Analytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Eezy** | Kurssi: 5.66

Lisää | Tavoitehinta: 6.80

## Metsä Board selvittää taivekartonki-investointia Suomeen tai Ruotsiin

Metsä Board tiedotti selvittävänsä mahdollisuuksia taivekartonkikapasiteetin kasvattamiseksi Suomessa tai Ruotsissa. Metsä Boardin valmistamat ensikuitukartongit ovat resurssitehokkaita ja ne auttavat vähentämään pakkauksen hiilijalanjälkeä koko arvoketjussa. Korkealaatuisten ensikuitukartonkien globaali kysyntä on viime vuosina kasvanut noin 2–3 % vuodessa, ja kasvun uskotaan jatkuvan vähintään samansuuruisena tulevaisuudessa.

Strategiansa mukaisesti Metsä Boardin tavoitteena on kasvaa kuitupohjaisissa materiaaleissa ja uudistaa teollisia toimintojaan. Tukeakseen asiakkaidensa kasvua ja vahvistaakseen palvelukykyään yhtiö selvittää mahdollisuuksia taivekartonkikapasiteetin kasvattamiseksi Suomessa tai Ruotsissa. Selvityksen arvioidaan valmistuvan vuoden 2022 loppuun mennessä. Metsä Boardin nykyinen vuotuinen kartonkikapasiteetti on noin 2 miljoonaa tonnia, josta taivekartonkia on 1,3 miljoonaa tonnia ja loput valkoista laineria.

### Arviomme mukaan kyseessä on selvitys kokonaan uudesta koneesta

Metsä Boardin julkistama selvitys oli mielestämme lievä yllätys, sillä yhtiöllä on käynnissä Husumin tehtaalla Ruotsissa 200 000 tonnilla yhtiön taivekartonkikapasiteettia kasvattava laajennusinvestointi, joka valmistuu vasta ensi vuoden lopussa. Arviomme mukaan Suomen tai Ruotsin investointiselvitys koskee kokonaan uutta taivekartonkikoneetta, sillä yhtiön Ruotsin ainoalla taivekartonkikoneella mainittu investointi on käynnissä ja toisaalta Suomen tehtailla on tuskin enää suurempia pullonkauloja avattavaksi järkevillä investointikustannuksilla. Näin ollen kyseessä on arviomme mukaan sekä investoinnin rahamäärällä mitattuna sekä Metsä Boardin nykyiseen taivekartonkikapasiteettiin suhteutettuna merkittävä investointiselvitys. Uuden taivekartonkikoneen rakentaminen voisi olla jopa satojen miljoonien arvoinen investointi Metsä Boardille riippuen hieman, millaista infraa investoinnin mahdollistamiseksi pitäisi rakentaa. Isolle uusinvestoinnille Metsä Boardin yli 12 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoitteen saavuttaminen ei myöskään ole itsestään selvyyttä, vaikka näemme myös hyvän mahdollisuuden, että yhtiö toteaa selvityksessä investoinnin täyttävän taloudelliset tuottotavoitteet.



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

**Metsä Board** | Kurssi: 10.08  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.50

## Nyt alitarjotulle markkinalle alkaa kasaantua investointisuunnitelmia

Arviomme mukaan Metsä Boardin kiinnostuksen kohteena olevat Euroopan ja Pohjois-Amerikan taivekartonkimarkkinat ovat tällä hetkellä selvästi alitarjottuja, sillä investoinnit uuteen kapasiteettiin ovat olleet viimeisen vuosikymmenen aikana rajallisia ja kysyntä on jatkanut muun muassa vastuullisuuden ajamana maltillista kasvuaan. Kuitenkin myös monilla muilla yhtiöllä, kuten esimerkiksi Stora Ensolla ja Billerudilla, on jo julkistettuna kyseiseen segmenttiin kohdistuvia investointisuunnitelmia. Absoluuttiselta tonnimäärällä mitattuna korkealaatuisten taivekartonkien markkina on kuitenkin melko pieni niche-segmentti, jossa jokainen modernissa kokoluokassa (kapasiteetti > 400 000 t/a) oleva kone voi heilauttaa markkinatasapainoa ainakin lyhyellä aikavälillä. Näin ollen pidämme mahdollisena, että yhtiöiden välillä on syntymässä jonkinasteinen kilpajuoksu siitä, kuka ehtii täyttämään alitarjottua markkinaa. Mikäli kaikki viime aikoina väläytellyt investointisuunnitelmat toteutuisivat eikä vanhaa kapasiteettia ajettaisi samalla alas, näemme myös riskin, että taivekartonkisegmenttiin voi syntyä ylikapasiteettitilanne vuosikymmenen loppupuolella markkinan hyvistä kasvunäkymistä huolimatta. Näin ollen riskit kilpailun kiristymisestä nyt tulikumilla kartonkimarkkinoilla koskettavat etenkin keskipitkällä tähtäimellä sekä Metsä Boardia että Stora Ensoa.



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Metsä Board** | Kurssi: 10.08

**Lisää** | Tavoitehinta: 10.50

## Valmet sai Q2:n tilauskertymän pohjaksi ison kartonkikonekaupan Isosta-Britanniasta

Valmet toimittaa Eren Paperille Isoon-Britanniaan ulkopakkauskartonkilinjan ja siihen liittyviä massankäsittelyjärjestelmiä. Tilaus sisältää laajamittaiset automaatiojärjestelmät, palvelut ja teollisen internetin ratkaisut. Uusi ulkopakkauskartonkilinja tuottaa korkealaatuisia testliner- ja fluting-lajeja ja käyttää sataprosenttisesti kierrätettyä paperia. Koneen startti on suunniteltu Q2'24:lle.

Tilaus sisältyy Valmetin Q2:n saatuihin tilauksiin. Tilauksen arvoa ei julkisteta. Tämän kokoisen ja laajuisen projektin arvo on yleensä noin 150–170 MEUR.

### Iso kauppa luo pohjaa Q2:n tilauskertymälle

Projekti on Valmetin mittakaavassa näkemysmemme mukaan suuri ja se tukee Paperit -liiketoimintalinjan Q2:n tilauskertymää ja Valmetin valmiiksi erittäin vahvaa tilauskantaa. Valmetin tilauskanta oli Q1:n lopussa 4,4 miljardia euroa ja 20 % vertailukautta korkeammalla. Tilauksella ei kuitenkaan ole välitöntä vaikutusta Valmetin lähiaikojen ennusteisiimme tai näkemyksiimme yhtiöstä.

Valmetin tilaustiedotteet painottuvat tyyppillisesti kvartaalin loppuun ja seuraavan kvartaalin alkuun. Sektorin uutisvirran ja Valmetin Q1-raportissaan julkistamien ja kokonaisuutena suotuisien lyhyen ajan markkinanäkymien perusteella arvioimme metsäsektorin investointiaktiiviteetin pysyneen terveellä tasolla makrotalouteen ja inflaatioon liittyvistä kasvaneista epävarmuuksista huolimatta. Siten olemme varsin luottavaisia Valmetin lähiaikojen tilauskertymän osalta, mille nyt kotiutettu suuri Ison-Britannian tilaus luo myös hyvän pohjan. Arvioimme mukaan yhtiö on myös tuoreissa kaupoissaan pystynyt hinnoittelemaan nousseen kustannustason sisään toimituksen hintaan hyvin.



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**Valmet** | Kurssi: 25.51

**Osta** | Tavoitehinta: 32.00

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT		INDERES.FI		MAKRO			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	10.45	0.0 %	-11.4 %	Lisää	12.00	14.8 %	15.5	18.8	14.7	14.9	3.4	0.22	2.1 %	40
Admicom	59.10	-2.8 %	-30.1 %	Lisää	77.00	30.3 %	26.7	23.8	23.9	20.5	9.6	1.30	2.2 %	294
Aktia Bank	9.52	-1.3 %	-22.5 %	Lisää	12.00	26.1 %	9.4	-	8.5	-	0.9	0.61	6.4 %	686
Alexandria Pankkiiriliike	7.92	-0.3 %	-1.6 %	Vähennä	8.50	7.3 %	11.9	7.5	10.8	6.4	2.7	0.64	8.1 %	79
Alma Media	9.92	1.2 %	-8.3 %	Lisää	11.00	10.9 %	14.6	13.0	14.7	12.8	4.2	0.38	3.8 %	817
Apetit	12.45	-1.2 %	-3.1 %	Vähennä	12.00	-3.6 %	27.9	17.8	16.8	11.2	0.8	0.45	3.6 %	77
Aspo	7.23	2.7 %	-36.4 %	Vähennä	7.50	3.7 %	8.0	15.8	9.1	12.6	2.1	0.46	6.4 %	227
Aspocomp Group	5.70	-2.1 %	-5.0 %	Vähennä	6.80	19.3 %	9.6	9.0	9.0	7.6	1.7	0.24	4.2 %	38
Avidly	3.92	-2.0 %	-24.3 %	Osta	5.00	27.6 %	13.9	288.7	10.2	21.7	1.9	0.00	0.0 %	21
Basware	39.60	0.0 %	30.9 %	Vähennä	40.10	1.3 %	187.8	71.0	93.4	52.4	7.6	0.00	0.0 %	572
Bilot	4.03	-3.4 %	-29.0 %	Vähennä	5.00	24.1 %	15.8	37.0	10.4	11.4	1.2	0.10	2.5 %	22
Bittium	5.11	-1.0 %	-3.6 %	Vähennä	5.50	7.6 %	61.2	49.2	19.7	16.5	1.5	0.05	1.0 %	182
Boreo	44.80	0.2 %	-24.1 %	Osta	62.00	38.4 %	25.4	16.4	20.8	12.4	2.7	0.44	1.0 %	117
CapMan	2.67	-0.7 %	-12.0 %	Osta	3.10	16.1 %	10.4	7.6	12.5	9.2	3.0	0.16	6.0 %	422
Cargotec	32.00	-1.2 %	-27.0 %	Lisää	38.00	18.8 %	10.3	10.2	8.8	7.9	1.3	1.30	4.1 %	2061
Caverion	4.74	-0.3 %	-25.8 %	Osta	6.50	37.1 %	12.7	10.2	9.3	7.3	2.9	0.20	4.2 %	646
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	211.40	-1.9 %	-27.3 %	Vähennä	230.00	8.8 %	13.0	23.2	12.2	21.5	1.4	1.04	5.1 %	988
Consti Plc	9.50	-0.6 %	-21.5 %	Osta	13.00	36.8 %	10.6	8.6	8.5	6.6	2.1	0.47	4.9 %	73
Detection Technology	21.10	-1.9 %	-28.0 %	Vähennä	21.00	-0.5 %	25.4	18.6	19.9	14.1	3.9	0.41	1.9 %	313
Digia	7.25	5.1 %	3.0 %	Lisää	8.40	15.9 %	12.7	12.7	11.4	10.5	2.5	0.20	2.8 %	193
Duell	5.01	-2.3 %	-31.0 %	Lisää	7.20	43.7 %	15.2	16.4	12.9	10.7	3.6	0.07	1.4 %	127
EAB Group	3.29	0.3 %	7.9 %	Vähennä	3.50	6.4 %	14.8	11.1	10.0	7.6	2.1	0.15	4.6 %	45
EcoUp	5.60	-3.9 %	-14.9 %	Osta	8.50	51.8 %	21.3	16.0	11.3	7.8	2.0	0.09	1.6 %	49
Eezy	5.66	1.1 %	-5.4 %	Lisää	6.80	20.1 %	13.4	11.3	10.3	8.4	1.3	0.20	3.5 %	141
Efecte	12.55	6.8 %	-4.2 %	Osta	14.00	11.6 %	297.2	276.5	220.4	189.5	22.1	0.00	0.0 %	78
Elisa	55.18	-1.4 %	2.0 %	Vähennä	52.00	-5.8 %	24.2	21.7	23.6	21.1	7.2	2.15	3.9 %	8839



ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			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)	2.35	-3.3 %	-7.5 %	Vähennä	2.30	-2.1%	neg.	neg.	28.3	22.8	1.9	0.00	0.0 %	619
Enedo	0.33	-2.4 %	-5.2 %	Myy	0.30	-9.1%	55.2	25.7	18.9	13.3	2.8	0.00	0.0 %	22
Enersense International	7.41	-1.2 %	8.3 %	Vähennä	7.00	-5.5%	33.5	16.2	24.0	7.8	2.3	0.13	1.8 %	118
eQ	22.95	-0.2 %	-10.9 %	Lisää	26.00	13.3 %	22.5	16.8	19.6	14.5	11.3	1.06	4.6 %	920
Etteplan	15.60	0.6 %	-7.7 %	Lisää	17.00	9.0 %	16.4	13.8	15.0	12.1	3.5	0.47	3.0 %	391
Evli	17.74	0.9 %	-4.3 %	Vähennä	20.00	12.7 %	15.7	10.4	14.4	9.9	5.1	2.35	13.2 %	429
Exel Composites	6.12	-2.9 %	-24.4 %	Lisää	7.00	14.4 %	12.8	12.8	10.2	10.2	2.2	0.22	3.6 %	72
Fellow Pankki	0.45	0.2 %	-98.3 %	Vähennä	0.45	0.9 %	neg.	-	13.8	-	1.2	0.00	0.0 %	38
Fifax	1.38	6.2 %	6.6 %	Myy	1.05	-23.9%	neg.	neg.	neg.	neg.	2.3	0.00	0.0 %	35
Finnair	0.48	-0.2 %	-18.7 %	Myy	0.40	-17.4 %	neg.	neg.	neg.	51.7	13.7	0.00	0.0 %	681
Fiskars	19.10	-2.2 %	-17.0 %	Lisää	24.00	25.7 %	11.3	10.0	10.8	8.6	1.8	0.96	5.0 %	1555
Fodella	6.76	-3.4 %	-12.7 %	Vähennä	7.40	9.5 %	26.5	28.1	17.0	17.8	4.5	0.08	1.2 %	50
Fondia	6.70	0.0 %	-5.6 %	Lisää	7.00	4.5 %	21.5	16.6	16.1	10.3	5.3	0.28	4.2 %	26
Fortum	15.47	-1.6 %	-42.7 %	Vähennä	16.00	3.4 %	9.7	9.7	11.6	11.3	1.1	1.14	7.4 %	13746
Glaston	0.92	-1.9 %	-19.1%	Lisää	1.20	30.2 %	13.4	9.4	9.0	6.5	1.1	0.04	4.3 %	77
Gofore	23.10	-1.7 %	-3.7 %	Lisää	25.00	8.2 %	21.5	20.6	19.3	16.8	4.7	0.35	1.5 %	355
Harvia	31.22	-2.1 %	-46.8 %	Osta	42.00	34.5 %	17.0	13.2	14.5	10.6	5.6	0.70	2.2 %	580
Heeros	3.89	-0.3 %	-26.6 %	Vähennä	4.50	15.7 %	45.2	93.5	25.6	34.6	2.8	0.00	0.0 %	20
Honkarakenne	4.70	0.2 %	-35.8 %	Lisää	5.20	10.6 %	12.1	6.9	9.7	4.1	1.6	0.17	3.6 %	27
Huhtamäki	34.95	-1.0 %	-10.1 %	Osta	40.00	14.4 %	14.7	14.2	14.0	12.9	2.2	0.97	2.8 %	3647
Ilkka-Yhtymä	4.59	-0.9 %	-3.6 %	Lisää	5.00	8.9 %	24.6	44.3	21.5	33.5	0.7	0.22	4.8 %	116
Incap	13.76	-6.5 %	-82.5 %	Vähennä	14.80	7.6 %	15.4	12.5	13.5	10.4	4.8	0.18	1.3 %	402
Innofactor	1.17	-0.7 %	-23.0 %	Lisää	1.45	24.4 %	12.2	8.6	9.5	7.0	1.6	0.06	5.1 %	42
Investors House	5.42	-0.7 %	-2.9 %	Vähennä	5.20	-4.1%	20.0	16.3	19.6	16.2	1.1	0.31	5.7 %	34
Kamux	9.37	-1.0 %	-18.3 %	Osta	13.00	38.7 %	14.2	11.1	11.2	8.9	3.0	0.24	2.6 %	374
Kemira	12.67	1.1 %	-5.0 %	Lisää	13.00	2.6 %	12.2	11.7	13.1	11.3	1.4	0.58	4.6 %	1940

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			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	24.04	-2.7 %	-18.1 %	Lisää	27.00	12.3 %	16.5	14.6	17.3	15.1	3.6	1.07	4.5 %	9544
Kesla	4.41	2.6 %	-25.0 %	Vähennä	4.50	2.0 %	16.3	22.8	10.0	11.6	1.1	0.12	2.7 %	14
Kone	44.02	-1.1 %	-30.2 %	Lisää	51.00	15.9 %	25.0	18.1	19.8	13.8	7.7	1.80	4.1 %	22819
Konecranes	26.55	-1.0 %	-24.5 %	Osta	39.00	46.9 %	10.2	10.6	9.1	7.5	1.4	1.50	5.6 %	2095
Kreate Group	9.00	-2.0 %	-20.7 %	Osta	12.00	33.3 %	10.6	9.2	9.3	7.8	1.8	0.47	5.2 %	80
LapWall	2.73	-1.8 %	-12.2 %	Lisää	3.40	24.5 %	9.3	7.6	9.7	7.3	2.9	0.14	5.1 %	38
LeadDesk	11.30	-0.4 %	-46.2 %	Osta	14.00	23.9 %	neg.	neg.	58.8	neg.	3.5	0.00	0.0 %	64
Lehto Group	0.38	-2.6 %	-56.0 %	Myy	0.35	-7.4 %	neg.	neg.	9.0	17.8	0.5	0.00	0.0 %	32
Lemonsoft	12.46	0.0 %	-30.8 %	Vähennä	13.00	4.3 %	43.7	38.1	35.0	28.8	9.5	0.15	1.2 %	227
Loihde	15.80	1.9 %	-2.5 %	Vähennä	16.00	1.3 %	22.9	64.3	19.8	neg.	1.0	0.20	1.3 %	94
Marimekko	12.58	0.6 %	-25.7 %	Vähennä	15.00	19.2 %	21.0	15.8	19.5	14.4	7.9	0.38	3.0 %	511
Martela	2.57	0.4 %	12.2 %	Lisää	3.00	16.7 %	10.4	8.1	7.1	5.3	1.0	0.00	0.0 %	11
Merus Power	6.90	1.5 %	-18.7 %	Lisää	8.20	18.8 %	108.0	61.8	46.5	34.7	3.9	0.00	0.0 %	52
Metso Outotec	7.97	-1.1 %	-14.7 %	Vähennä	9.20	15.4 %	16.6	11.5	13.7	9.7	2.6	0.34	4.3 %	6597
Metsä Board	10.08	0.0 %	17.1 %	Lisää	10.50	4.2 %	9.8	7.9	14.8	12.1	1.9	0.50	5.0 %	3583
Musti Group	20.90	-3.0 %	-32.5 %	Lisää	24.00	14.8 %	28.5	24.0	22.8	18.2	4.2	0.60	2.9 %	700
Neste	43.43	1.8 %	0.2 %	Lisää	44.00	1.3 %	25.6	17.4	22.2	18.3	4.2	0.85	2.0 %	33352
Netum	4.14	-3.0 %	-7.2 %	Lisää	4.60	11.1 %	14.6	17.8	13.4	14.9	3.7	0.12	2.9 %	47
Next Games	2.08	-0.2 %	83.1 %	Vähennä	2.10	1.0 %	neg.	neg.	neg.	neg.	4.5	0.00	0.0 %	64
Nightingale Health	1.83	-2.2 %	-50.3 %	Osta	4.00	118.8 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.0	0.00	0.0 %	111
Nixu	6.60	-1.5 %	-6.0 %	Lisää	7.30	10.6 %	neg.	763.6	27.0	23.3	3.9	0.00	0.0 %	49
NoHo Partners	8.03	-2.4 %	5.4 %	Lisää	9.00	12.1 %	21.9	17.2	11.8	15.0	2.1	0.20	2.5 %	155
Nokia	4.92	-1.1 %	-11.8 %	Lisää	5.40	9.8 %	13.4	10.3	12.3	8.2	1.5	0.12	2.4 %	27479
Nokian Renkaat	12.29	-1.5 %	-63.1 %	Vähennä	13.00	5.8 %	13.4	13.2	8.0	7.5	1.0	0.55	4.5 %	1698
Norrhydro Group	3.40	0.0 %	-21.3 %	Vähennä	4.10	20.6 %	21.5	19.4	18.9	13.8	3.1	0.05	1.5 %	37
Nurminen Logistics	1.03	-2.1 %	-47.4 %	Vähennä	1.25	21.6 %	17.8	14.7	9.5	9.7	4.6	0.02	1.9 %	80

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			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
Oma Säästöpankki	20.15	-4.0 %	17.8 %	Osta	22.00	9.2 %	11.1	-	11.4	-	1.5	0.40	2.0 %	603
Optomed	3.88	-4.4 %	-60.4 %	Vähennä	7.50	93.3 %	neg.	neg.	neg.	neg.	4.5	0.00	0.0 %	52
Oriola	2.05	-0.5 %	2.2 %	Lisää	2.30	12.2 %	13.1	7.6	12.0	6.6	1.5	0.06	2.9 %	371
Orion	36.37	-4.3 %	-0.4 %	Lisää	45.00	23.7 %	26.1	19.9	22.1	16.8	7.3	1.55	4.3 %	5108
Orthex	7.13	0.3 %	-35.4 %	Lisää	8.00	12.2 %	26.4	19.4	14.2	11.8	3.8	0.19	2.7 %	126
Outokumpu	4.50	-3.3 %	-18.2 %	Vähennä	6.00	33.3 %	3.5	2.4	8.9	4.7	0.6	0.20	4.4 %	2036
Ovaro Kiinteistösjointus	3.25	0.0 %	6.2 %	Vähennä	3.40	4.6 %	neg.	neg.	75.2	35.1	0.6	0.00	0.0 %	28
Panostaja	0.61	0.7 %	-16.1 %	Vähennä	0.68	10.7 %	8.3	49.1	46.3	19.3	0.8	0.03	4.9 %	32
Partnera Oyj	1.81	-1.6 %	-18.6 %	Vähennä	2.20	21.2 %	8.8	10.5	8.0	8.7	0.9	0.08	4.4 %	65
Pihlajalinna	11.04	-2.8 %	-12.7 %	Vähennä	12.50	13.2 %	13.2	16.7	11.6	13.6	1.9	0.32	2.9 %	249
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	27.90	-0.9 %	-33.9 %	Vähennä	30.00	7.5 %	16.7	12.3	13.5	9.1	2.4	0.85	3.0 %	781
PunaMusta Media	5.90	0.0 %	7.3 %	Vähennä	5.60	-5.1 %	53.5	61.1	28.2	30.5	1.7	0.20	3.4 %	73
Purmo Group	10.60	0.0 %	-25.4 %	Lisää	13.00	22.6 %	10.2	9.9	9.0	8.4	1.0	0.37	3.5 %	435
Puulo	6.34	-3.3 %	-32.1 %	Osta	8.50	34.0 %	14.6	12.6	13.2	11.0	6.8	0.35	5.5 %	537
QPR Software	1.09	-2.2 %	-40.8 %	Vähennä	1.20	9.6 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-20.8	0.00	0.0 %	13
Qt Group	84.02	-2.5 %	-37.1 %	Osta	110.00	30.9 %	57.4	51.9	38.2	31.6	24.4	0.40	0.5 %	2165
Raisio Vaihto-osake	2.12	-3.4 %	-37.2 %	Lisää	2.40	13.5 %	37.5	24.6	18.7	12.5	1.3	0.10	4.7 %	335
Rapala VMC	5.60	-2.6 %	-35.8 %	Lisää	7.00	25.0 %	14.4	10.9	11.1	9.1	1.5	0.20	3.6 %	216
Raute	12.60	-2.3 %	-36.4 %	Vähennä	14.00	11.1 %	neg.	neg.	20.3	15.8	1.6	0.00	0.0 %	53
Reka Industrial	3.28	-1.5 %	-15.2 %	Vähennä	3.50	6.7 %	7.8	5.6	10.4	7.0	1.5	0.10	3.0 %	19
Relais Group	18.90	1.3 %	-28.1 %	Lisää	24.00	27.0 %	14.9	23.1	14.8	22.3	3.7	0.40	2.1 %	340
Remedy Entertainment	30.90	-1.1 %	-22.2 %	Osta	50.00	61.8 %	45.7	31.1	33.2	22.1	4.4	0.20	0.6 %	413
Revenio Group	44.64	-0.8 %	-19.6 %	Vähennä	48.00	7.5 %	51.1	42.4	41.4	32.5	13.0	0.46	1.0 %	1190
Robit	2.57	3.4 %	-36.2 %	Lisää	3.20	24.5 %	50.1	29.4	11.0	10.4	1.1	0.04	1.6 %	54
Rovio	9.15	-2.1 %	39.1 %	Lisää	9.50	3.8 %	22.6	15.0	19.0	11.1	3.2	0.12	1.3 %	698

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			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
Rush Factory Plc	2.75	3.0 %	14.1 %	Lisää	3.30	20.0 %	17.9	15.1	5.6	3.5	5.5	0.00	0.0 %	6
Sampo	45.80	-1.9 %	3.9 %	Lisää	48.00	4.8 %	18.6	11.8	20.4	12.7	2.0	1.80	3.9 %	23713
Sanoma	12.14	-1.5 %	-10.9 %	Lisää	14.00	15.3 %	16.2	16.1	15.0	14.2	2.7	0.58	4.8 %	1977
Scanfil	6.72	-1.2 %	-9.9 %	Lisää	8.00	19.0 %	12.4	10.6	11.3	8.4	1.9	0.21	3.1 %	433
Sievi Capital	1.42	-1.5 %	-26.0 %	Lisää	1.80	26.9 %	6.6	4.1	6.0	3.4	0.8	0.05	3.5 %	82
Silli Solutions	14.55	-1.0 %	-0.3 %	Osta	17.50	20.3 %	11.7	11.0	10.5	9.4	3.3	0.40	2.7 %	101
Sitowise Group	6.10	0.8 %	-24.2 %	Lisää	7.20	18.0 %	14.9	13.0	13.8	11.5	1.7	0.14	2.3 %	215
Soiteq	3.10	-3.1 %	-33.8 %	Osta	4.60	48.4 %	12.3	10.8	9.7	8.5	2.0	0.15	4.8 %	60
Solwers	6.52	-1.5 %	-21.4 %	Vähennä	7.00	7.4 %	19.2	16.1	16.8	13.6	1.7	0.07	1.1 %	57
Soprano	0.39	-1.5 %	10.8 %	Myy	0.30	-23.1 %	40.9	24.8	15.6	16.1	2.1	0.00	0.0 %	7
Sotkamo Silver (SEK)	1.68	-3.6 %	7.0 %	Vähennä	1.90	13.1 %	11.0	9.7	110.2	24.3	1.2	0.00	0.0 %	336
Springvest	6.86	0.0 %	-15.7 %	Myy	6.70	-2.3 %	58.4	41.7	58.4	41.7	2.2	0.08	1.2 %	37
SRV Group	0.31	-3.1 %	-41.5 %	Vähennä	0.35	12.9 %	neg.	neg.	7.5	13.2	2.2	0.00	0.0 %	81
Stora Enso	18.25	-2.2 %	13.1 %	Vähennä	18.00	-1.4 %	10.8	10.0	14.7	12.6	1.3	0.65	3.6 %	14396
Suominen	3.12	-5.0 %	-39.9 %	Vähennä	3.30	5.9 %	43.6	21.1	12.5	9.6	1.1	0.10	3.2 %	179
Taaleri	10.20	0.6 %	-8.9 %	Vähennä	11.00	7.8 %	13.1	7.8	11.5	6.4	1.3	0.92	9.0 %	294
Talenom	10.02	-2.3 %	-14.4 %	Osta	12.00	19.8 %	34.7	28.7	29.4	24.1	8.9	0.19	1.9 %	447
Tecnotree	0.83	-1.3 %	-43.5 %	Osta	1.10	32.4 %	13.9	10.1	10.3	7.0	3.3	0.00	0.0 %	265
Teleste	4.60	1.3 %	-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)	40.77	-0.8 %	15.2 %	Vähennä	41.00	0.6 %	22.2	20.7	19.8	19.6	2.1	2.10	5.2 %	166734
Terveystalo	10.66	0.2 %	-10.0 %	Lisää	12.50	17.3 %	16.5	17.0	15.2	14.5	2.0	0.32	3.0 %	1347
Tietoevry	23.98	-0.1 %	-12.7 %	Osta	32.00	33.4 %	9.9	11.2	9.0	9.9	1.6	1.40	5.8 %	2839
Titanium	13.25	-0.4 %	-11.7 %	Osta	16.00	20.8 %	9.9	7.6	9.0	6.4	5.1	1.13	8.5 %	136
Toivo Group	2.29	0.9 %	-21.4 %	Vähennä	2.90	26.6 %	6.5	9.0	5.4	9.6	1.7	0.00	0.0 %	121
Tokmanni Group	12.42	0.7 %	-36.8 %	Osta	15.00	20.8 %	11.4	11.8	10.5	11.0	2.9	0.80	6.4 %	731
Tulikivi	0.47	-0.8 %	-2.1 %	Vähennä	0.45	-3.8 %	12.2	11.4	13.9	12.2	2.4	0.00	0.0 %	27

## ETUSIVU

## MARKKINAT

## SIJOITUSIDEAT

## INDERES.FI

## MAKRO

## 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
United Bankers	14.00	-0.7 %	-1.4 %	Vähennä	14.00	0.0 %	15.8	10.8	13.0	8.6	3.3	0.80	5.7 %	149
UPM-Kymmene	32.40	-0.4 %	-3.2 %	Lisää	34.00	4.9 %	14.6	13.8	16.3	14.8	1.5	1.30	4.0 %	17285
Vaisala	42.30	-1.5 %	-20.6 %	Vähennä	45.00	6.4 %	24.1	21.2	23.2	19.6	5.9	0.74	1.7 %	1541
Valmet	25.51	0.4 %	-32.4 %	Osta	32.00	25.4 %	12.6	10.7	12.2	9.3	2.0	1.30	5.1 %	4698
Valoe	0.08	0.0 %	-1.2 %	Vähennä	0.06	-26.8 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-5.4	0.00	0.0 %	32
Verkkokauppa.com	4.29	-1.4 %	-39.8 %	Vähennä	4.50	4.9 %	22.5	16.5	16.9	12.6	5.9	0.26	6.1 %	194
Viafin Service	13.50	0.0 %	-7.8 %	Lisää	17.00	25.9 %	15.6	6.4	14.4	5.6	2.1	0.45	3.3 %	46
Vincit	5.56	-1.9 %	-30.7 %	Lisää	6.70	20.5 %	10.9	9.4	9.1	7.2	2.4	0.22	4.0 %	67
WithSecure Corporation	5.03	-2.9 %	1.3 %	Lisää	5.60	11.3 %	56.9	62.7	39.3	27.7	4.9	0.05	1.0 %	877
Wulff Group	4.49	-2.4 %	-8.7 %	Lisää	5.20	15.8 %	10.3	9.3	8.8	7.7	1.5	0.14	3.1 %	30
Wärtsilä	7.53	-2.1 %	-39.1 %	Lisää	9.50	26.2 %	17.1	30.8	13.3	10.1	2.1	0.31	4.1 %	4453
YIT Corporation	3.89	1.4 %	-9.8 %	Lisää	4.40	13.1 %	12.8	12.5	10.4	10.6	0.9	0.15	3.9 %	813

## 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