



# Aktia Q1-aamutulos: Alkuvuosi sujui hieman pelättyä paremmin

11.05.2022

## AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Kiinan tuottajahintojen nousu hidastui, mutta muuten talousluvut ovat tummanpuhuvia
- NoHo Partners: Fokus koronasta tuloksenteleeseen
- Toivo Q1-aamutulos: Odotuksia korkeammat arvonmuutokset siivittivät yhtiön tuloslitykseen
- Eezy: Toimintaympäristö normalisoituu
- Musti: Pidämme hännän pystyssä
- Caverion tähtää kestävään kasvuun
- Oriola nimitti uuden toimitusjohtajan

## Markkinakatsaus

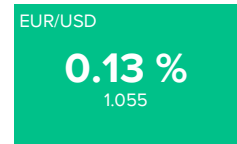
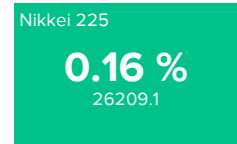
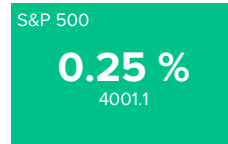
**Kehittyneillä markkinoilla** Euroopassa nähtiin tiistaina nousupäivä (Eurostoxx 600 +0,7 %). Yhdysvalloissa nähtiin poukkoilevaa kehitystä ennen tänään julkaistavia USA:n inflaatiolukuja (Nasdaq +1,0 %, Dow Jones -0,3 %, S&P 500 +0,2 %).

**Aasian markkinoilla** aloitettiin päivä nousutunnelmissa. Japanin Nikkei oli 0,2 % ja Kiinan Shanghai Composite 1,8 % plussalla. Kiinan tuottajahintojen nousu tasaantui edelleen huhtikuussa, mikä antaa mahdollisuuksia elvytyksen lisäämiseen.

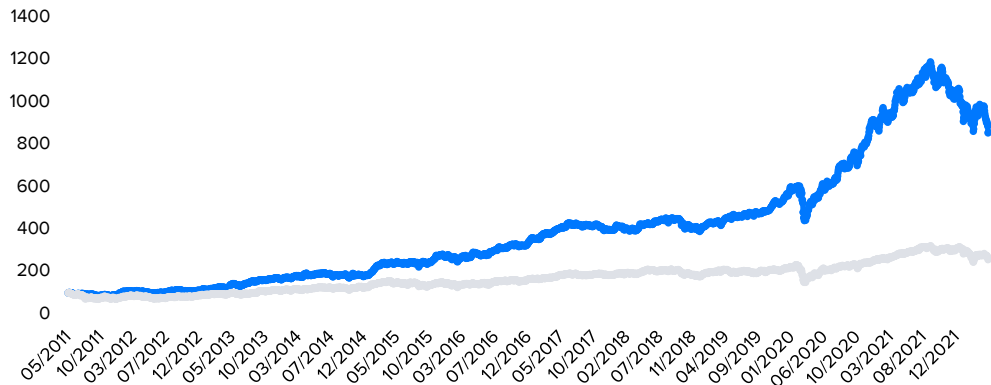
**Valuuttamarkkinalla** euron kurssi dollaria vastaan liikkui aamulla 1,05 dollarissa.

**Raaka-ainemarkkinalla** öljyn hinta oli aamulla nousussa ja WTI-futuurit liikkuivat 101,5 dollarissa/bbl (+1,8 %).

## 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

**-10%**

1 vuosi

**-14%**

3 vuotta

**89%**

Aloituksesta

**757%**

## Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

### Pidämme hännän pystyssä

11.05.2022 | Musti Group | Lisää

### Toimintaympäristö normalisoituu

10.05.2022 | Eezy | Lisää

### Fokus koronasta tuloksentekoon

10.05.2022 | NoHo Partners | Lisää

### Sesonkia kohti

10.05.2022 | Viafin Service | Osta

### Odotuksien mukaista etenemistä

09.05.2022 | Ilkka-Yhtymä | Lisää

### Katsomme Keski-Eurooppa-kortin

09.05.2022 | Tulikivi | Lisää

### Uusi palanen tuoteportfolioon hyvällä hinnalla

09.05.2022 | Lemonsoft | Vähennä

### Ennätyksellinen aloitus vuoteen

09.05.2022 | Martela | Lisää

### Osinkovirta pysyy vuolaana

09.05.2022 | Taaleri | Lisää

### Alkuvuosi on ollut vaikea

08.05.2022 | Aktia | Lisää

## InderesTV



Orthex Q1'22 -tuloslive 11.5. noin klo 8.50



Martela: Ennätyksiä rikkoen



Caverion: Kohti kestäväää kasvua

## Makrotapahtumat, 11.5.2022

**04.30 Kiina: Tuottajahinnat YY (%)** , huhti , ennuste (Reuters) 7,7 /edellinen 8,3

**04.30 Kiina: Kuluttajahinnat YY (%)** , huhti , ennuste (Reuters) 1,8 /edellinen 1,5

**04.30 Kiina: Kuluttajahinnat MM (%)** , huhti , ennuste (Reuters) 0,2 /edellinen 0,0

**09.00 Saksa: Kuluttajahinnat MM** , huhti , ennuste (Reuters) 0,8 /edellinen 0,8

**09.00 Saksa: Kuluttajahinnat YY** , huhti , ennuste (Reuters) 7,4 /edellinen 7,4

**09.00 Saksa: HICP-hintaindeksi, MM (%)** , huhti , ennuste (Reuters) - /edellinen 0,7

**09.00 Saksa: HICP-hintaindeksi, YY (%)** , huhti , ennuste (Reuters) - /edellinen 7,8

**15.30 USA: Pohjakuluttajahinnat YY (%)** , huhti , ennuste (Reuters) 6,0 /edellinen 6,5

**15.30 USA: Kuluttajahinnat MM (%)** , huhti , ennuste (Reuters) 0,2 /edellinen 1,2

**15.30 USA: Kuluttajahinnat YY (%)** , huhti , ennuste (Reuters) 8,1 /edellinen 8,5

## Kiinan tuottajahintojen nousu hidastui, mutta muuten talousluvut ovat tummanpuhuvia

Kiina: Tuottajahinnat, indeksi



Source: Refinitiv Datastream, Inderes

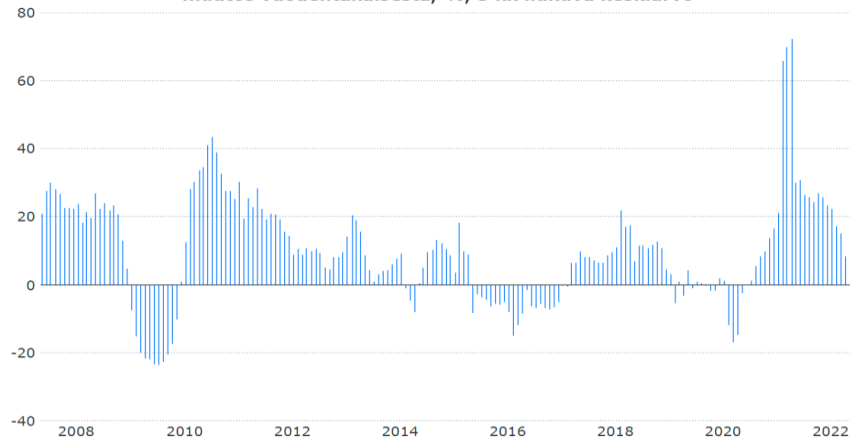
Kiinan tuottajahintojen nousun tasoittuminen jatkui huhtikuussa, ja tuottajahinnat kipsusivat 8,0 % vuodentakaisesta (+8,3 % maaliskuussa). Kuluttajahintojen nousu sen sijaan kiihtyi hieman 2,1 %:iin, mutta on länsimaisiin lukuihin verrattuna edelleen hyvin maltillista. Kiinan tilastoviranomaisen mukaan tuottajahintojen hidastumisen syynä olivat maan hallinnon tekemät toimet tasapainottaa markkinaa lisäämällä tarjontaa. Toisin sanoen kyseessä ovat hallinnon elvytystoimet, joista on paljon jo huhuttu ja puhuttu. Tarve elvytykselle onkin kasvanut, osin oman politiikan tuloksena.



**Marianne Palmu**

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

**Kiinan vieni hidastuu**  
muutos vuodentakaisesta, %, 3 kk liukuva keskiarvo



Source: Refinitiv Datastream

Suurista kaupungeista Shanghai on kuudetta viikkoa koronasulkujen seurauksena, ja pääkaupungissa Pekingissä hallinto on kieltänyt asukkailta mm. ravintoloissa syönnin ja kuntosaleilla käynnin. Huhtikuussa Nomura Holdings arvioi, että osittaiset koronasulut Kiinan suurkaupungeissa kattavat jo 45 kaupunkia ja noin 373 miljoonaa asukasta, mikä käsittää noin 40 % Kiinan bruttokansantuotteesta. Sulkujen vaikutukset ovat alkaneet näkyä jo talousluvuissa: huhtikuussa etenkin palvelualojen aktiivisuus vajosi ostopäällikköindeksien mukaan rajua vauhtia, ja viennin kasvu jäi heikoimmaksi kahteen vuoteen.



**Marianne Palmu**

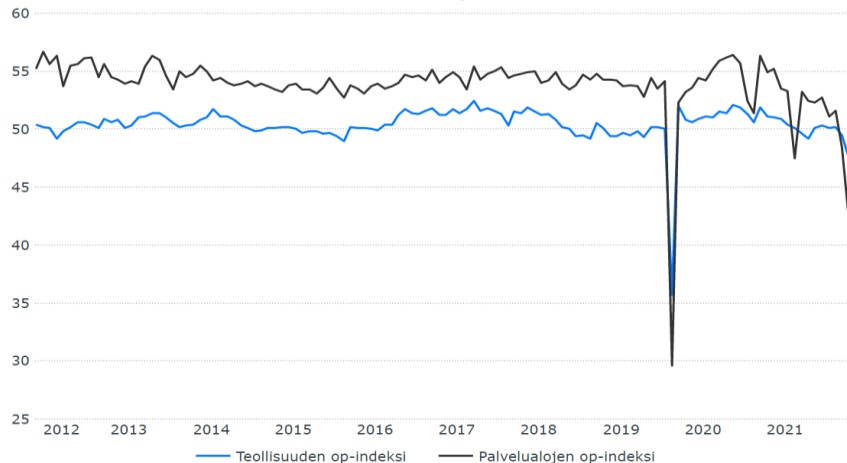
Ekonomisti, Aamukatsauksen

tuottaja

+358 50 339 1521

marianne.palmu@inderes.fi

## Kiinan viralliset ostopäällikköindeksit



Source: Refinitiv Datastream, Inderes

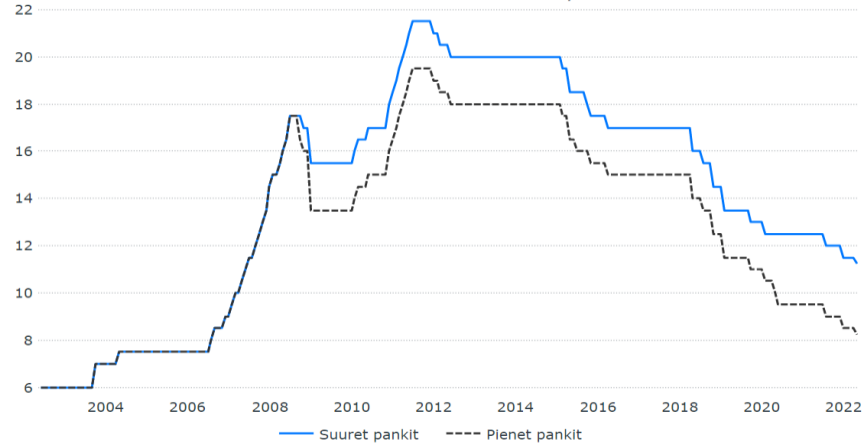
## Elvytystä tulossa

Huhtikuussa maan presidentti Xi Jinping viesti, että maa nojaa elvytyksessään etenkin infrainvestointeihin. Se osoitti, että Kiinan poliittiset päättäjät ovat yhä enemmän tietoisia maan talouden haasteista, ja hakevat niiden taltuttamiseen vanhoja lääkkeitä. Bloombergin mukaan inframenojen kasvu on vauhdittunut ja lisää kasvua on odotettavissa tulevina kuukausina. Bloombergin mukaan Kiina on korvamerkinnyt infraan tähän mennessä 14,8 biljoonaa juania eli 2300 miljardia dollaria, mikä olisi yli kaksinkertaisesti Yhdysvaltain kongressin viime vuonna hyväksymä lähivuosien infrapaketti. Mittakaava on siis suuri, mutta tässäkin paketissa pitkän linjan talouskasvun kannalta olennaista on, kuinka onnistuneita investoinnit lopulta ovat.

**Marianne Palmu**

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

### Kiinan rahapolitiikkaa säädetty elvyttävämpään suuntaan Pankkien reservivaatimukset, %



Source: Refinitiv Datastream



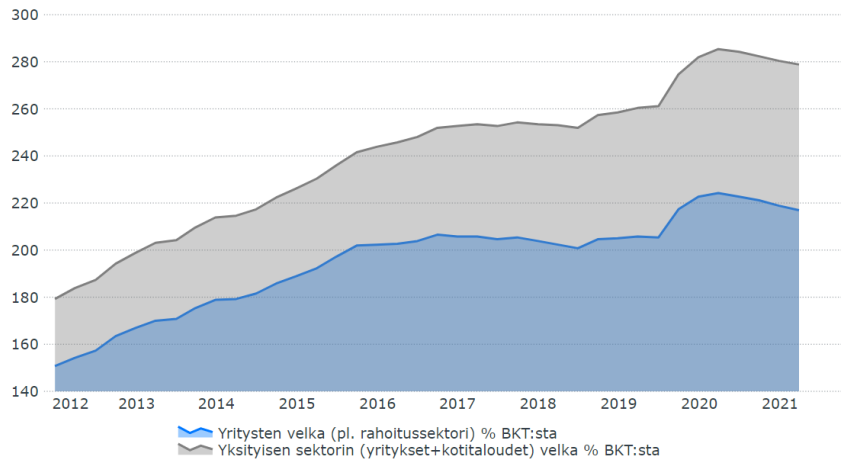
#### Marianne Palmu

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

Myös rahapolitiikalla on reagoitu heikentyvään talousnäkömään, ja viimeksi huhtikuussa Kiinan keskuspankki leikkasi jälleen hieman pankkien reservivaatimuksia. Rahapolitiikan osalta muutokset ovat olleet lähinnä hienosäätöä, mutta lisää toimia on odotettavissa. Kiinan osalta takavuosien aikaisia elvytystoimia hidastaa maan yrityssektorin valtava velkataakka, joka on noussut jo lähes 280 %:iin bkt:sta.



### Kiinan velka ollut huimassa kasvussa viimeisen 10 vuoden aikana



Source: Refinitiv Datastream, Inderes



#### Marianne Palmu

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

## Aktia Q1-aamutulos: Alkuvuosi sujui hieman pelättyä paremmin

Ernustetaulukko MEUR / EUR	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Korkokate	21,3	25,1	24,8				1 %		99,9
Palkkiotuotot	25,0	31,3	32,6				-4 %		129,9
Muut tuotot	11,6	2,6	1,0						29,8
Liiketoiminnan tuotot	57,9	59,0	58,4				1 %		259,6
Liikevoitto (oik.)	16,9	13,3	11,2				19 %		85,9
Liikevoitto	16,9	13,5	11,2				20 %		86,1
EPS (oik.)	0,20	0,15	0,12				21 %		0,96

Lähde: Inderes

Aktia raportoi aamulla hieman pelättyä paremman Q1-tuloksen. Tulositytyksen taustalla oli odotettua matalammat ja positiiviset luottotappiovaraukset sekä hieman pelättyä paremmin kehittynyt henkivakuutusnetto. Alustavasti emme näe ennusteissamme suuria muutostarpeita. Aktia järjestää tänään tuloksen tiimoilta Q1-webcastin, joka on katsottavissa kello 10.30 alkaen [inderesTV:ssä](#).



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



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

**Aktia** | Kurssi: 9.05  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.50

## Vertailukelpoiset tuotot linjassa ennusteisiin, mutta mix hieman pehmeä

Aktian liiketoiminnan tuotot asettuivat Q1:llä 58,8 MEUR:oon ja olivat varsin hyvin linjassa 58,4 MEUR:n ennusteemme kanssa. Päätuottoriveistä korkokate kasvoi ilahduttavasti 18 %:lla 25,1 MEUR:oon ja ylitti hienoisesti 24,8 MEUR:n ennusteemme. Korkokatteen kasvua ajoi TLTRO III-ohjelman vaikutus sekä yritysasiakaspuolen vahva kehitys. Sen sijaan Aktian alkuvuoden palkkiotuottokertymä jäi 31,3 MEUR:oon ja noin 4 % odotuksiamme heikommaksi. Varainhoidon hallinnoitava varallisuus laski odotuksiamme (Q1'22e: 13,8 mrd.) maltillisemmin noin 14,4 mrd. euroon ja lasku johtui valtaosin markkina-arvojen laskusta, vaikka myös nettomerkinnät olivat edelleen miinuksella (Q1'22: -210 MEUR). Aktian henkivakuutusnetto oli Q1:llä 1,8 MEUR ja ylitti näin ollen 0,2 MEUR:ssa olleen ennusteemme.

Kokonaisuudessaan alkuvuoden tuottokertymä oli varsin hyvin linjassa ennusteisiimme, mutta laadullisesti tuottojen jakauma oli hieman pehmeä, kun palkkiotuotot jäivät odotuksiamme vaisummiksi ja vastaavasti henkivakuutusnetto ylitti ennusteemme.

## Kulut odotusten mukaiset, luottotappiovaraukset ennusteita matalammat

Aktian liiketoiminnan kulut olivat Q1:llä 46,0 MEUR ja taso oli hyvin linjassa ennusteisiimme (46,2 MEUR). Kulupohjaa paisutti Q1:lle kirjattu 4,6 MEUR:n vakausmaksu ja kuluissa positiivista oli henkilöstökulujen lasku edellisneljänneksen tasosta. Aktian luottotappiovaraukset olivat ensimmäisellä neljänneksellä positiiviset (0,3 MEUR), kun olimme odottaneet luottotappiovarauksiksi -1,0 MEUR. Pankin vertailukelpoinen liikevoitto asettui lopulta 13,3 MEUR:oon ja ylitti melko selvästi 11,2 MEUR:n tasalla olleen ennusteemme. Tulosityitys selittyy valtaosin positiivisilla luottotappiokirjauksilla ja marginaalisesti ennusteitamme korkeammilla liiketoiminnan tuotoilla.

Tulosta tarkasteltaessa merkille pantavaa on, että Aktian laaja tulos painui laskennallisten arvostustappioiden johdosta selvästi tappiolle (-16,5 MEUR). Kokonaisuudessaan käyvän arvon muutokset heikensivät pankin johdinpääomaa Q1:llä noin 21 MEUR:lla ja CET1-vakavaraisuus laski 10,6 % (Q1'21: 11,2 %).



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



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

**Aktia** | Kurssi: 9.05  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.50

## Ohjeistus toistettiin

Aktia toisti Q1-raportissa aiemman ohjeistuksen, jonka mukaan vertailukelpoisen liikevoiton arvioidaan olevan jonkin verran viime vuotta korkeampi (2021: 87,5 MEUR). Vaikka Q1-tulos oli hieman pelättyä parempi, ei vaikean alkuvuoden jälkeen ohjeistukseen yltäminen ole mielestämme itsestään selvää, etenkin mikäli markkinaympäristö jatkuu haastavana. Nykyiset ennustemme odottavat Aktian vertailukelpoisen liikevoiton jäävän 85,9 MEUR:oon eli noin 2 % vertailukautta heikommaksi. Alustavasti emme näe ennusteissamme suuria muutostarpeita.



**Sauli Vilén**

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



**Matias Arola**

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

**Aktia** | Kurssi: 9.05

**Lisää** | Tavoitehintaa: 10.50

## NoHo Partners: Fokus koronasta tuloksentekoon

Toistamme NoHon 9,0 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksen yllätyksettömän Q1-raportin jälkeen. Yhtiön liiketoiminta elpyy nyt vauhdilla ja lähikuukaudet tulevat olemaan erittäin vahvoja. Kuluttajien heikentyvä ostovoima heittää tummia pilviä vuoden jälkipuoliskon näkymien ylle. Yhtiö on kuitenkin erinomaisessa tulokunnossa ja vahva kassavirta laskee taseen riskitasoa nopeasti. Emme ole tehneet ennusteisiimme juurikaan muutoksia ja näemme edelleen osakkeen riski/tuotto-suhteen hyvänä.

### Täysin odotettu raportti

NoHon liikevaihto oli linjassa ennakkotietojen kanssa 48 MEUR:ssa. Kvartaali oli kaksijakoinen, tammikuun ollessa yhtiölle vielä yksi pandemia-ajan vaikeimpia ravintolarajoituksista johtuen. Kvartaalin loppua kohden kysyntä elpyi voimakkaasti, kun rajoitukset poistuivat ja maaliskuu oli jo erittäin vahva. Yhtiön liikevoitto oli odotetusti noin miljoona euroa tappiolla. Yhtiö ei odotuksiemme vastaisesti saanut Suomen valtiolta tukia rajoituksiin liittyen, mutta vastaavasti Norjan ja Tanskan tuet olivat tammikuun rajoitusten osalta selvästi odotuksia avokätisempiä (Q1'22: 2,1 MEUR). Näin ollen tukipotti oli yhteensä hieman odotuksiamme korkeampi. NoHon kassavirta kehittyi katsauskaudella odotetusti ja IFRS16-oikaistut nettovelat laskivat hieman alle 150 MEUR:oon. Yhtiö totesi raportissaan suoraan, että loppuvuoden kassavirta tullaan käyttämään taseen vahvistamiseen. Tämä on tervetullut uutinen, sillä yhtiön tase on tällä hetkellä turhan velkainen ja nostaa yhtiön riskitasoa selvästi. Laskelmiemme mukaan yhtiön tase tulee 2022 lopussa olemaan varsin neutraalissa asennossa ja sen ei enää pitäisi oleellisesti nostaa yhtiön riskitasoa.



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



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

**NoHo Partners** | Kurssi: 7.82  
[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 9.00

## Lyhyen aikavälin näkymä erittäin hyvä, heikentyvä talous antaa vastatuulta vuoden jälkipuoliskolle

Q2 on lähtenyt liikkeelle vahvasti ja huhtikuun numerot olivat täysin linjassa odotuksiimme (liikevaihto 29 MEUR ja operatiivinen kassavirta 4,5 MEUR). Yhtiö myös antoi tarkan ohjeistuksen touko-kesäkuulle, joiden odotetaan olevan erittäin vahvoja patoutuneen kysynnän purkautuessa jääkiekon MM-kisojen ansiosta. Koko vuoden osalta yhtiö ohjeistaa odotuksiemme mukaisesti yli 300 MEUR:n liikevaihtoa sekä noin 7 %:n liikevoittomarginaalia. Q1-numerot huomioiden yhtiö ohjeistaa loppuvuodelle yli 250 MEUR:n liikevaihtoa sekä noin 9 %:n liikevoittomarginaalia. Ohjeistus tarjoaa selkeää katetta yhtiön koville kannattavuustavoitteille ja pidämme todennäköisenä, että Q2:lla yhtiön liikevoittomarginaali tulee olemaan kaksinumeroinen. Näkymien osalta suurin huoli liittyy vuoden jälkipuoliskoon, missä kuluttajien romahtanut luottamus sekä paineessa oleva ostovoima alkavat näkyä myös NoHolle markkinan normalisoituessa. Olemme tehneet tulosennusteisiimme vain marginaalisia muutoksia ja odotamme yhtiöltä edelleen voimakkaasti elpyvää tulosta. 2022 tulosta rasittaa vielä heikko alkuvuosi ja kohollaan olevat rahoituskulut, mutta 2023-2024 ennusteemme heijastelevat varsin hyvin nykyisen liiketoiminnan täyttä tulospotentialiaalia.

## Tuotto/riski-suhde edelleen hyvällä tasolla

Markkinatilanteen vihdoin normalisoituessa voivat sijoittajat kääntää katseensa NoHon tulospotentialiin. Heikon alkuvuoden ja korkeiden rahoituskulujen johdosta NoHon arvostus on 2022 kertoimilla vielä korkea. 2023 vahvalla tuloksella P/E laskee 11-12x tasolle, joka on mielestämme varsin edullinen, kun huomioidaan siinä vaiheessa madaltunut riskitaso (velkataakka laskee ja kannattavuusparannus on todistettu). Näin ollen ennusteidemme realisoituessa osakkeen tuotto-odotus nykytasolla on mielestämme jo varsin hyvä. Sijoittajien on kuitenkin hyvä huomioida, että tulospohjainen arvonmääritys on herkkä jo pienille muutoksille kannattavuudessa.



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



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

**NoHo Partners** | Kurssi: 7.82  
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 9.00

## Toivo Q1-aamutulos: Odotuksia korkeammat arvonmuutokset siivittivät yhtiön tuloslitykseen

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liikevaihhto	3,7	3,6	4,4				-18 %		28,8
Vuokratuotot	0,6	0,7	1,0				-33 %		5,3
Nettovuokratuotot	0,4	0,5	0,8				-41 %		4,0
Käyvän arvon muutokset	2,3	6,2	3,9				60 %		21,1
Liikevoitto	2,7	7,0	4,6				53 %		27,3
FFO	0,3	0,6	0,4						4,1
EPS (raportoitu)	0,05	0,10	0,06				56 %		0,38
Vuokratuottojen kasvu-%	-20 %	20,9 %	81 %				-60,4 %-yks.		99 %

Lähde: Inderes

Toivo Group julkaisi aamulla odotuksiamme paremman Q1-tuloksen ennusteita korkeampien käyvän arvon muutosten ansiosta. Yhtiö myös tarkensi koko vuoden tulosohejausta hieman ylöspäin ja näkymien perusteella rakentamisen poikkeuksellinen kustannusnousu ei näyttäisi aiheuttavan oleellista hallaa yhtiön tämän vuoden tuloskehitykselle. Toivo järjestää aamupäivällä tuloksen tiimoilta Q1-webcastin, jota voi seurata kello 11 alkaen [inderesTV:stä](#).



**Matias Arola**

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

**Toivo Group** | Kurssi: 2.48  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 2.90

### Vuokratuotot jäivät selvästi ennusteistamme

Toivon Q1-liikevaihto oli 3,6 MEUR ja liikevaihdon verrattain heikko ennustettavuus huomioiden jokseenkin linjassa 4,4 MEUR:n odotuksemme kanssa. Yhtiön asuntoportfolion vuokratuotot olivat Q1:llä 0,7 MEUR ja jäivät selvästi 1,0 MEUR:n odotuksestamme. Vuokratuotot myös laskivat edellisneljänneksen tasosta, mikä oli yllättävää Q1:llä merkittävästi kasvanut asuntoportfolio (Q1'22: 335 asuntoa vs. Q4'21: 177 asuntoa) ja olemattomana pysynyt vajaakäyttö huomioiden. Nettovuokratuottoja kertyi ensimmäisellä neljänneksellä 0,5 MEUR, kun odotuksemme oli 0,8 MEUR:ssa.

### Käyvän arvon muutokset selittävät Q1-tulosylitystä

Toivo tuloutti Q1-tulokseensa peräti 6,2 MEUR:n käyvän arvon muutokset, mitkä ylittivät reippaasti 3,9 MEUR:n tasolla olleen ennustemme. Alkuvuoden investoinnit (14,8 MEUR) olivat linjassa odotustemme kanssa ja portfolion käypä arvo kasvoi noin 121 MEUR:oon. Yhtiön johdon kommenttien mukaan rakennuttamisessa onnistuttiin alkuvuonna pitämään kiinni vahvasta kannattavuudesta ja rakenteilla olevan asutokannan arvonmuutokset ovat kompensoineet nähtyä kustannusnousua.

Odotuksia korkeammista käyvän arvon muutoksista johtuen Toivon Q1-liikevoitto asetui 7,0 MEUR:oon ja ylitti 4,6 MEUR:n ennustemme. Osakekohtaista tulosta (EPS) yhtiölle kertyi alkuvuonna 0,10 euroa, kun odotuksemme oli 0,06e. Osakekohtainen NAV kasvoi vuodenvaihteen tasosta 13 %:lla 0,88 euroon.



**Matias Arola**

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

**Toivo Group** | Kurssi: 2.48  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 2.90



### Tulosohjeistusta tarkistettiin hieman ylöspäin

Toivo tarkensi Q1-raportin yhteydessä koko vuoden tulosohjeistushaarukkaa ylöspäin ja arvioi 2022 liikevoiton olevan nyt 22-28 MEUR (aik. 20-28 MEUR). Tulosohjeistushaarukan ylöspäin tarkistaminen oli sinänsä positiivista ja sen perusteella rakentamisen kustannuspaineilla ja/tai materiaalien saatavuushaasteilla ei vaikuttaisi olevan suuria vaikutusta kuluvan vuoden tuloskehitykseen. Odotuksemme koko vuoden liikevoitoksi on Q1-tulosylitys huomioiden noin 27,3 MEUR ja näin ollen emme näe kuitenkaan alustavasti loppuvuoden ennusteisiimme kohdistuvan isoja muutostarpeita. Portfolion kasvua koskeva ohjeistus pidettiin puolestaan ennallaan ja sijoituskiinteistöjen käyvän arvon arvioidaan olevan vuoden lopussa noin 175 MEUR.



**Matias Arola**

Analyytikko

+358 40 935 3632

matias.arola@inderes.fi

**Toivo Group** | Kurssi: 2.48

**Vähennä** | Tavoitehinta: 2.90

## Eezy: Toimintaympäristö normalisoituu

Eezyn alkuvuoden kasvu oli odotuksiamme ripeämpää, mutta jakson kannattavuus jäi odotuksistamme. Tämän taustalla olivat kuitenkin käytännössä väliaikaiset eivätkä rakenteelliset tekijät. Teimme ennusteisiimme muutoksia, kun tarkistimme orgaanisen kasvun ennusteitamme ja huomioimme myös jo toteutetut yrityskaupat. Näiden seurauksena kuluvan vuoden tulosennusteemme säilyivät lähes ennallaan, kun taas lähivuosien tulosennusteemme laskivat. Näitä muutoksia heijastellen laskemme tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 6,8 euroa), mutta toistamme lisää-suosituksemme arvostuksen ollessa maltillinen. Toimitusjohtajan Q1-haastattelu on katsottavissa [tästä linkistä](#).

### Henkilöstövuokraus veti liikevaihdon selvästi yli odotuksien, kannattavuus alitti ennusteemme

Eezyn Q1-liikevaihto kasvoi peräti 39 % vertailukaudesta 50,9 MEUR:oon, mikä ylitti selvästi reilun 45 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihdon odotuksiamme voimakkaamman kasvun taustalla oli Henkilöstövuokraus-liiketoiminta, jonka liikevaihto kasvoi selvästi arvioitua markkinakasvua voimakkaammin. Vaikka kysyntä oli useilla asiakasaloilla hyvällä tasolla, ei liikevaihtotasoa kuitenkaan vielä heijastele yhtiölle normaalin toimintaympäristön neljänneistä, sillä etenkin ravintoloiden rajoitukset jarruttivat kysyntää tammi-helmikuussa. Käyttökateetta Eezy teki 2,5 MEUR, mikä vastasi odotuksiamme matalampaa 4,9 %:n käyttökatemarginaalia. Odotuksistamme jääneen kannattavuuden taustalla olivat etenkin ennusteitamme korkeammat henkilöstökulut, minkä taustalla oli yhtiön mukaan normaalioloista kaksinkertaistuneet sairaspöissaolot ja tämän seurauksena laskenut myyntikate. Tämän taustalla vaikutti taas Omikron-aalto alkuvuoden aikana. Operatiivista tuloskehitystä heijastellen Q1:n osakekohtainen tulos jäi 0,00 euroon.



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

**Eezy** | Kurssi: 5.46

**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.00

## Näkymät ennallaan, tarkennuksia odotetaan edelleen kuluvan vuoden aikana

Eezy toisti kuluvalla vuodelle annetut näkymät, joiden mukaan yhtiö odottaa liikevaihtonsa kasvavan (2021: 203 MEUR) ja liikevoitto-%:n (2021: 5,8 %) nousevan vuoden 2022 aikana. Yhtiö ei kuitenkaan antanut tarkempaa ohjeistusta, mikä oli pettymys suhteessa odotuksiimme. Yhtiö nostikin esiin useat toimintaympäristöön heijastuvat epävarmuustekijät, kuten edelleen jatkuvan koronapandemian, Ukrainan sodan heijastevaikutukset asiakkaisiin ja kiihtyneen inflaation, mitkä heikentävät liiketoiminnan ennustettavuutta. Odotuksiamme ripeämmän alkuvuoden kasvun seurauksena olemme nostaneet lievästi lyhyen tähtäimen ennusteitamme, minkä lisäksi positiivisesti ennusteisiimme heijastui hiljattain tehdyt konsernin mittaluokassa pienet yritysostot. Pidemmän tähtäimen tulosennusteisiimme teimme kuitenkin kokonaisuutena tarkistuksia alaspäin talouskasvukuvan viime aikaista heikentymistä mukaillen.

## Lähivuosien tulospohjainen arvostus on kokonaisuutena maltillinen

Eezyn ennusteidemme mukaiset vuosien 2022-2023 P/E-kertoimet ovat 13x ja 11x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 12x ja 10x. Kuluvan vuoden arvostuskertoimet ovat mielestämme perustellulla tasolla, kun taas ensi vuoden arvostuskertoimissa on mielestämme nousuvaraa. Keskeisillä lähivuosien tulospohjaisilla arvostuskertoimilla yhtiö arvostetaan kuitenkin tuntuvalta preemiolla suhteessa verrokkeihinsa. Näkemyksemme mukaan yhtiötä on perusteltua hinnoitella preemiolla suhteessa kansainvälisiin verrokkeihin, joiden kasvuvauhti on hitaampaa ja niiden kannattavuustasot ovat myös matalammat. Lisäksi viimeaikaisen markkinakehityksen seurauksena verrokkiryhmän arvostuskertoimet ovat painuneet absoluuttisesti hyvin matalalle tasolle.



**Petri Gostowski**

Analyytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Eezy** | Kurssi: 5.46

**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.00

## Musti: Pidämme hännän pystyssä

Toistamme Mustin lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehintamme 21,0 euroon (aik. 24,0 euroa) heijastellen laskeneita ennusteitamme sekä kohonnutta epävarmuutta kuluttajien ostovoiman tulevaa kehitystä kohtaan. Pidemmällä tähtäimellä emme näe lemmikkimarkkinan vahvoissa kasvuajureissa tai maltillisessa kilpailutilanteessa muutoksia aiempaan ja siksi myös eväät ennustamallemme vahvalle tuloskasvulle (2022-2025 CAGR yli 20 %) ovat edelleen olemassa. Pidempään perspektiiviin peilattessa arvostus on hyvin houkutteleva (2025e P/E 15x). Tänä vuonna tuloskasvu on kuitenkin vielä hyvin hidasta ja ennen sen kiihtymistä on osakkeelle vaikea nähdä lyhyen ajan ajureita ylöspäin.

### Q2 oli vaisu kvartaali suhteessa siihen, mitä yhtiöltä on totuttu näkemään

Mustin Q2:n liikevaihto kasvoi 12 % 92,4 MEUR:oon jääden hieman ennustamastamme. Vertailukelpoinen myymälämyynti oli kvartaalilla vain lievästi positiivista, sillä harkinnanvarainen tarvikemyynti kärsi Ukrainan sodan romauttamasta kuluttajaluottamuksesta ja myös ulkoiluun liittyvät hankinnat painoutuivat tänä talvena jo joulukuulle aikaisen lumentulon myötä. Defensiiviset kategoriat (ruoka ja kissanhiekka) kehittivät edelleen hyvin. Oikaistu EBITA laski 10 %:lla 7,0 MEUR:oon (ennusteemme 7,9 MEUR) kulujen noustua etenkin voimakkaasti laajentuneen myymäläverkoston tuodessa lisää kustannuksia. Myös keskusvaraston tehokkuus oli heikentynyt. Vahvistuvasta markkina-asemasta kertovat edelleen kanta-asiakkaiden määrän kasvu vuoden takaisesta 12 %:lla 1,37 miljoonaan (vrt. kohdemarkkinoiden populaatio 5,4 milj). Rohkaisevaa oli, että huhtikuussa yhtiön kasvu on palautunut 18 %:iin.



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

**Musti Group** | Kurssi: 18.42  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 21.00

## Laskimme etenkin kannattavuusennusteitamme

Mustin konsepti on erityisen vahva uusien pentujen parissa ja yhtiö on siten saanut selkeää vetoapua pandemian aloittamasta pentubuumista. Ilmiö on kiihdyttänyt markkinan kasvua väliaikaisesti, mutta buumin heikkenemisestä huolimatta odotamme markkinan kasvun jatkuvan n. 5 %:ssa lemmikkivanhemmuuden vetämänä myös normaalimpien penturekisteröintien aikana. Mustin markkinaosuuden voittamista tukee myös edelleen verkoston laajentaminen ja nuorissa myymälöissä on jäljellä ylösajopotentiaalia. Laskimme lähivuosien tulosennusteitamme noin 10 %:lla, sillä kulurakenne ei kuluttajien ostovoiman heiketessä ja inflaation nostaessa myös Mustin omia kuluja enää skaalaudu yhtä vakuuttavasti kuin aiemmin. Kokonaisuutena Mustin 2022 liikevaihdon ennustamme kasvavan 15 %:lla 393 MEUR:oon ja oikaistun EBITA-marginaalin heikkenevän 10,0 %:iin (2021: 10,8 %). 2025 ennusteessamme liikevaihto kasvaa 502 MEUR:oon ja EBITA-% nousee 12,4 %:iin kulujen jälleen skaalautuessa.

## Tuotto-odotus houkutteleva pidemmällä perspektiivillä, mutta lyhyen ajan ajurit ylöspäin vähissä

Yhtiön tulos pohjainen arvostus on lähivuosina edelleen kaupan alan yhtiölle korkea (2022e P/E 27x ja EV/EBITDA 11x sekä 2023e 23x ja 10x), mutta koska lemmikkimarkkinan kasvuajurit ovat vahvat eivät kertoimet mielestämme ole liian korkeita houkuttelevan markkinan paalupaikkaa pitävälle yhtiölle. Mustin edetessä ennusteidemme mukaisesti arvioimme, että sitä hinnoitellaan vuonna 2025 P/E (fwd)-kertoimella 20-25x, mikä tarkoittaisi haarukan keskikohdassa noin 27 euron osakekohtaista hintaa. Tästä laskemalla osakkeen vuosittainen tuotto asettuu noin 20 %:iin osakekurssin ollessa nyt reilut 18 euroa. Tuloskasvu kiihtyy ennusteessamme kuitenkin vasta ensi vuodesta alkaen ja ennen sitä osakkeelle on vaikea nähdä ajureita ylöspäin. Ennen rohkeamman näkemyksen ottamista jäämme vielä rauhassa odottamaan konkreetisoituvia merkkejä tuloskasvuun paluusta tai huokeampaa arvostusta, joka tarjoaisi vielä nykyistä hieman parempaa turvamarginaalia ennusteidemme toteutumista kohtaan.



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

**Musti Group** | Kurssi: 18.42  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 21.00

## Caverion tähtää kestävään kasvuun

Caverion piti eilen pääomamarkkinapäivänsä, missä käytiin läpi yhtiön päivitettyä strategiaa. Yhtiön edellisen strategian aikana tulostäännettä on saatu aluilleen ja myös kasvun aihiota on saatu hyvin rakennettua. Nyt uuden strategian avulla on tarkoitus pystyä luomaan kestävää kasvua samalla parantaen kannattavuutta mm. volyymien kasvun tuoman operatiivisen vivun ja kannattavien yritysostojen avulla. Megatrendien tukiessa vahvasti yhtiön markkinaa vaikuttavat kasvutavoitteet realistisilta, mutta kannattavuudessa on vielä haasteellisen markkinakuvankin myötä tekemistä. Potentiaali on kuitenkin selvästi olemassa. Emme ole tehneet muutoksia ennusteisiimme ja toistamme näkemyksemme (Osta) CMD:n annin perusteella.

### Strategia nojaa kestävään kasvuun

Selkeimmän liiketoiminnan tehostamisvaiheen jälkeen keskiöön strategiassa nousee nyt kestävä kasvun aikaansaaminen. Tämä lähtee liikkeelle kestävä kehityksen ja digitalisaation megatrendeistä, jotka tukevat yhtiön energiatehokkuutta parantavien palveluiden kysyntää ja avittavat älykkäiden ratkaisujen lähtöasetelmia. Arvioimme, että edelleen palveluliiketoiminta tulee olemaan yhtiölle yhä isompi osa-alue tulevaisuudessa, kun projektiliiketoiminnassa valikoidaan tarkasti, mihin hankkeisiin osallistutaan.

### Markkinat kasvavat kohtuullisen hyvin

Yhtiö sanoo markkinan kasvavan arviolta noin 3 %:n vuosivauhtia ja yhtiö itse tavoittelee noin 3-4 %:n orgaanista kasvua. Yhtiö ei hae aggressiivisesti kasvua vaan tulee edelleen panostamaan kassavirtaan ja kannattavuuteen. Kasvua haetaan arvoketjun ylemmiltä osa-alueilta mukaan lukien digitaaliset ratkaisut ja asiantuntijapalvelut, joissa voidaan myös saavuttaa korkeampaa kannattavuutta.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Caverion** | Kurssi: 4.63

**Osta** | Tavoitehinta: 6.50

Kasvua ei kuitenkaan haeta vaan tietystä osasta vaan jokaiselta osa-alueelta projekteissa sekä palveluissa, sillä volyymien nousulla myös kannattavuutta saadaan parannettua. Yritysstot tuovat tulevaisuuden kasvusta noin 2-3 % ja ne keskittyvät eri osa-alueille, mutta arviomme mukaan etenkin korkean lisäarvon palveluihin tai skaalautuviin digitaalisiin ratkaisuihin. Näillä toimilla ja tehokkuutta parantamalla myös kannattavuus saadaan kestävästi paremmalle tasolle. Palveluiden osuus pyritään jatkossakin pitämään korkealla tasolla (noin 2/3 liikevaihdosta), jotta jatkuvuutta voidaan parantaa ja suhdanneherkkyyttä voidaan vähentää.

### Taloudelliset tavoitteet kertovat vielä varovaisuudesta

Caverion päivitti maanantaina taloudelliset tavoitteensa ja ne olivat lähes muuttumattomat, kuten [aikaisemmin](#) kerroimme. Caverion asettaa edelleen hyvän kassavirran etusijoille (kassakonversiotavoite ennallaan) yhdessä kestäväen kasvun kanssa. Velkaantuneisuus-tavoite pysyi ennallaan ja myös osinkoa pyritään jakamaan entiseen malliin vähintään 50 % tuloksesta pääomatarpeet huomioiden.

Kasvun osalta jaoteltiin kasvu nyt orgaaniseen ja epäorgaaniseen, mikä varmistanee jatkossa sen, että Caverion muokkaantuu yhä enemmän yritysostomalliin. Kasvun (orgaaninen: 3-4 %, yritysostot: 2-3 %) osalta odotuksemme ovat kohtuullisen lähellä yhtiön tavoitteita lähivuosien kasvun ollessa vuosittain noin 5 %:n tasolla. Lähivuosien jälkeen näemme orgaanisen kasvun hieman hiipuvan, joten strategiakauden loppuun keskimääräinen orgaaninen kasvu on tavoitteiden sisällä. Näemme, että yhtiöllä on kasvuun nähden erittäin hyvät mahdollisuudet etenkin energiatehokkuuden ja teknologian lisääntymisen megatrendit ja regulaatio huomioiden.



**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Caverion** | Kurssi: 4.63

**Osta** | Tavoitehinta: 6.50

Kannattavuustavoite säilyi ennallaan (oik. EBITA-%: yli 5,5 %), mutta sen saavuttaminen on mennyt odotuksiamme hitaammin. Tämän vuoksi olemme vielä ennusteissamme alle tämän tason (2022-2024e ka.: 4,9 %). Näemme yhtiöllä kuitenkin olevan kasvuvaiheen yhteydessä erittäinkin hyvät mahdollisuudet saavuttaa tavoite ja yltää jopa sen ylikin etenkin palveluiden ja älykkäiden digitaalisten tuotteiden osuuden kasvaessa. Alkuun jo volyymien nousun tulisi parantaa kannattavuutta lähivuosien aikana. Yhtiö sanoi pääomamarkkinapäivässään haluavansa näyttää ensin pystyvänsä tähän, jotta luottoa olisi myös korkeampaan tulokseen. Potentiaalia olisi, sillä jo nyt verrokkit pystyvät parempaan, ja korkean kannattavuuden liiketoimintaa sekä skaalautuvia digitaalisia ratkaisuja lisäämällä Caverion voisi yltää jopa verrokkien tason (viimeisimmässä laajassa raportissa laskelmamme mukaan noin 7 % EBITA-%) yläpuolelle.

### Luottamusta herättävä päivä

Kokonaisuutena pääomamarkkinapäivän anti vahvisti luottamustamme yhtiön tuloskäänteen kestävydestä ja kasvuvaiheen mahdollisuuksista. Emme kuitenkaan ole vielä aivan valmis nojaamaan yhtiön omiin tavoitteisiin epävarman kestävän kannattavuustason takia. Yhtiö pystyi kuitenkin vuoden 2021 ja Q1'22:n tulostasolla jo näyttämään, että mahdollisuudet yhtiöllä parannukseen on olemassa. Kuluvan vuoden kasvua ennakoiva ohjeistus vaatii jo yhtiöltä töitä tässä epävarmassa markkinassa, jossa toki lyhyellä aikavälillä yllätyksiä vielä usealta suunnalta voi tulla. Pitkällä aikavälillä ratkaisevaa on kuinka kasvun lähteet toimivat ja kuinka hyvin kasvun aikana pystytään huolehtimaan kannattavuuden ylläpidosta ja edelleen sen kasvattamisesta.



**Olli Koponen**

Analyytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Caverion** | Kurssi: 4.63

**Osta** | Tavoitehintaa: 6.50



## Oriola nimitti uuden toimitusjohtajan

Oriola tiedotti tiistaina sen hallituksen nimittäneen Katarina Gabrielsonin yhtiön toimitusjohtajaksi 10.5.2022 alkaen. Gabrielson on työskennellyt yhtiön väliaikaisena toimitusjohtajana sekä Ruotsin B2B-liiketoimintojen johtajana. Kaiken kaikkiaan hän on ollut yhtiön palveluksessa vuodesta 2012 asti ja toiminut useissa eri johtotehtävissä.

Oriola nimitti Gabrielsonin yhtiön väliaikaiseksi toimitusjohtajaksi maaliskuussa, mikä oli seurausta helmikuussa tapahtuneesta edellisen toimitusjohtajan irtisanoutumisesta. Oriolan kannattavuuskäänteen viimeaikaisten näyttöjen valossa yhtiö näyttää tehneen oikeita asioita, minkä ansiosta uuden toimitusjohtajan valinta yhtiön sisältä on mielestämme luontevaa. Lisäksi suhteellisen riipeä toimitusjohtajan nimeäminen yhtiön sisältä laskee epäjatkuvuuteen liittyviä riskejä. Nämä olisivat mielestämme olleet konkreettisimpia riskejä, mikäli uutta toimitusjohtajaa olisi jouduttu etsimään pidempään yhtiön ulkopuolelta.



**Petri Gostowski**

Analyytikko

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

**Oriola** | Kurssi: 1.98

**Lisää** | Tavoitehinta: 2.30

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	10.15	1.0 %	-14.0 %	Lisää	12.00	18.2 %	15.0	18.3	14.3	14.4	3.3	0.22	2.2 %	39
Admicom	55.40	-2.8 %	-34.4 %	Lisää	77.00	39.0 %	25.0	22.2	22.4	19.1	9.0	1.30	2.3 %	276
Aktia Bank	9.05	0.2 %	-26.3 %	Lisää	10.50	16.0 %	9.7	-	8.2	-	0.9	0.56	6.2 %	652
Alexandria Pankkiiriliike	7.82	-2.2 %	-2.9 %	Vähennä	8.50	8.7 %	11.8	7.4	10.6	6.3	2.6	0.64	8.2 %	78
Alma Media	9.25	-1.1 %	-14.5 %	Lisää	11.00	18.9 %	13.6	12.3	13.7	12.1	3.9	0.38	4.1 %	762
Apetit	11.30	4.6 %	-12.1 %	Vähennä	12.00	6.2 %	25.3	15.8	15.3	9.9	0.7	0.45	4.0 %	70
Aspo	6.89	0.3 %	-39.3 %	Vähennä	7.50	8.9 %	7.7	15.4	8.7	12.3	2.0	0.46	6.7 %	216
Aspocomp Group	5.40	0.0 %	-10.0 %	Vähennä	6.80	25.9 %	9.1	8.5	8.6	7.2	1.6	0.24	4.4 %	36
Avidly	3.78	-0.5 %	-27.0 %	Osta	5.00	32.3 %	13.4	278.0	9.8	20.9	1.9	0.00	0.0 %	20
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	3.81	-4.3 %	-32.9 %	Vähennä	5.00	31.2 %	14.9	34.3	9.9	10.4	1.2	0.10	2.6 %	21
Bittium	5.01	1.4 %	-5.5 %	Vähennä	5.50	9.8 %	60.0	48.2	19.3	16.1	1.5	0.05	1.0 %	178
Boreo	40.30	0.5 %	-31.7 %	Osta	62.00	53.8 %	19.9	18.1	15.9	11.9	2.5	0.44	1.1 %	106
CapMan	2.50	1.0 %	-17.8 %	Osta	3.10	24.2 %	9.7	7.1	11.6	8.6	2.8	0.16	6.4 %	395
Cargotec	30.38	-0.1 %	-30.7 %	Lisää	38.00	25.1 %	9.8	9.8	8.3	7.6	1.2	1.30	4.3 %	1956
Caverion	4.63	2.3 %	-27.5 %	Osta	6.50	40.4 %	12.4	10.0	9.1	7.2	2.8	0.20	4.3 %	631
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	199.00	2.6 %	-31.6 %	Vähennä	210.00	5.5 %	9.7	22.4	11.2	21.2	1.3	1.04	5.5 %	911
Consti Plc	9.24	1.1 %	-23.6 %	Osta	13.00	40.7 %	10.3	8.4	8.3	6.5	2.0	0.47	5.1 %	71
Detection Technology	21.00	4.5 %	-28.3 %	Vähennä	21.00	0.0 %	25.3	18.5	19.8	14.0	3.9	0.41	2.0 %	312
Digia	7.11	3.0 %	1.0 %	Lisää	8.40	18.1 %	12.5	12.5	11.2	10.3	2.5	0.20	2.8 %	190
Duell	4.78	-0.1 %	-34.2 %	Lisää	7.20	50.8 %	14.5	15.8	12.3	10.3	3.5	0.07	1.5 %	121
EAB Group	3.06	-1.3 %	0.3 %	Vähennä	3.50	14.4 %	13.8	10.3	9.3	7.1	1.9	0.15	4.9 %	42
EcoUp	5.30	-3.3 %	-19.5 %	Osta	8.50	60.4 %	20.1	15.1	10.7	7.4	1.9	0.09	1.7 %	47
Eezy	5.46	-2.8 %	-8.7 %	Lisää	6.00	9.9 %	12.9	11.5	11.1	9.3	1.2	0.17	3.1 %	136
Efecte	10.90	1.4 %	-16.8 %	Osta	14.00	28.4 %	258.2	236.9	191.4	162.3	19.2	0.00	0.0 %	68
Elisa	54.18	1.1 %	0.1 %	Vähennä	52.00	-4.0 %	23.7	21.3	23.2	20.7	7.0	2.15	4.0 %	8679

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	6.8 %	-7.5 %	Vähennä	2.30	-2.1 %	neg.	neg.	28.3	22.8	1.9	0.00	0.0 %	619
Enedo	0.31	0.0 %	-10.9 %	Myy	0.30	-3.2 %	51.9	24.5	17.8	12.7	2.6	0.00	0.0 %	21
Enersense International	7.12	2.9 %	4.1 %	Vähennä	7.00	-1.7 %	32.2	15.7	23.1	7.5	2.2	0.13	1.8 %	113
eQ	20.70	0.2 %	-19.6 %	Lisää	26.00	25.6 %	20.3	15.0	17.6	13.0	10.2	1.06	5.1 %	830
Etteplan	15.60	-2.5 %	-7.7 %	Lisää	17.00	9.0 %	16.3	14.6	15.2	12.6	3.5	0.47	3.0 %	391
Evli	16.52	0.1 %	-10.9 %	Vähennä	20.00	21.1 %	14.6	9.6	13.4	9.2	4.7	2.35	14.2 %	399
Exel Composites	6.08	-0.3 %	-24.9 %	Lisää	7.00	15.1 %	12.7	12.7	10.2	10.1	2.2	0.22	3.6 %	72
Fellow Pankki	0.38	-4.5 %	-98.5 %	Vähennä	0.45	17.8 %	neg.	-	11.8	-	1.0	0.00	0.0 %	33
Fifax	1.30	0.0 %	0.4 %	Myy	1.05	-19.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	2.2	0.00	0.0 %	33
Finnair	0.46	-2.7 %	-22.5 %	Myy	0.40	-13.2 %	neg.	neg.	neg.	51.0	13.1	0.00	0.0 %	648
Fiskars	18.18	1.0 %	-21.0 %	Lisää	24.00	32.0 %	10.7	9.6	10.2	8.2	1.7	0.96	5.3 %	1480
Fodella	6.22	-4.0 %	-19.6 %	Vähennä	7.40	19.0 %	24.4	26.3	15.6	16.6	4.1	0.08	1.3 %	46
Fondia	6.34	-1.6 %	-10.7 %	Lisää	7.00	10.4 %	20.4	15.5	15.3	9.7	5.0	0.28	4.4 %	25
Fortum	15.07	0.5 %	-44.2 %	Vähennä	16.00	6.2 %	34.3	13.6	10.0	12.6	1.2	1.14	7.6 %	13386
Glaston	0.91	5.1 %	-20.5 %	Lisää	1.20	32.5 %	13.1	9.2	8.8	6.4	1.1	0.04	4.4 %	76
Gofore	23.25	4.3 %	-3.1 %	Lisää	25.00	7.5 %	21.4	20.5	19.3	16.8	4.7	0.35	1.5 %	357
Harvia	30.14	0.4 %	-48.7 %	Osta	42.00	39.3 %	17.2	13.0	14.4	10.5	5.5	0.70	2.3 %	560
Heeros	3.80	3.3 %	-28.3 %	Vähennä	4.50	18.4 %	44.1	91.6	25.0	33.8	2.7	0.00	0.0 %	19
Honkarakenne	4.40	-1.8 %	-39.9 %	Lisää	5.20	18.2 %	11.3	6.2	9.0	3.7	1.5	0.17	3.9 %	25
Huhtamäki	33.50	0.2 %	-13.9 %	Osta	40.00	19.4 %	14.1	13.8	13.4	12.5	2.1	0.97	2.9 %	3496
Ilkka-Yhtymä	4.50	3.2 %	-5.5 %	Lisää	5.00	11.1 %	25.6	72.4	21.2	33.4	0.7	0.22	4.9 %	114
Incap	12.42	2.8 %	-84.2 %	Vähennä	14.80	19.2 %	13.9	11.3	12.2	9.4	4.3	0.18	1.4 %	363
Innofactor	1.13	0.4 %	-25.1 %	Lisää	1.45	27.9 %	11.9	8.4	9.3	6.8	1.6	0.06	5.3 %	41
Investors House	5.20	-1.9 %	-6.8 %	Vähennä	5.20	0.0 %	19.7	16.1	19.0	15.7	1.1	0.31	6.0 %	32
Kamux	8.63	-1.8 %	-24.8 %	Osta	13.00	50.7 %	13.3	10.4	10.3	8.2	2.8	0.24	2.8 %	344
Kemira	11.93	0.8 %	-10.5 %	Lisää	13.00	9.0 %	11.5	11.2	12.3	10.8	1.3	0.58	4.9 %	1826

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	23.49	-1.2 %	-19.9 %	Lisää	27.00	14.9 %	16.1	14.3	16.9	14.8	3.5	1.07	4.6 %	9326
Kesla	4.29	3.1 %	-27.0 %	Vähennä	4.50	4.9 %	15.9	22.5	9.7	11.4	1.0	0.12	2.8 %	14
Kone	42.68	0.9 %	-32.3 %	Lisää	51.00	19.5 %	24.2	17.5	19.2	13.3	7.4	1.80	4.2 %	22124
Konecranes	25.96	-0.7 %	-26.2 %	Osta	39.00	50.2 %	10.0	10.4	8.9	7.4	1.4	1.50	5.8 %	2048
Kreate Group	8.80	1.6 %	-22.5 %	Osta	12.00	36.4 %	10.4	9.0	9.1	7.7	1.7	0.47	5.3 %	78
LapWall	2.72	2.3 %	-12.5 %	Lisää	3.40	25.0 %	9.3	7.5	9.7	7.3	2.9	0.14	5.1 %	38
LeadDesk	10.15	-2.4 %	-51.7 %	Osta	14.00	37.9 %	neg.	neg.	52.8	neg.	3.1	0.00	0.0 %	57
Lehto Group	0.37	2.5 %	-57.1 %	Myy	0.35	-5.1 %	neg.	neg.	8.8	17.7	0.4	0.00	0.0 %	32
Lemonsoft	11.22	0.2 %	-37.7 %	Vähennä	12.50	11.4 %	36.9	34.6	29.1	26.1	8.6	0.15	1.3 %	206
Loihde	14.20	0.4 %	-12.3 %	Vähennä	16.00	12.7 %	20.6	53.3	17.8	neg.	0.9	0.20	1.4 %	85
Marimekko	11.36	1.1 %	-32.9 %	Vähennä	15.00	32.0 %	19.0	14.2	17.6	13.0	7.1	0.38	3.3 %	461
Martela	2.86	-3.1 %	24.9 %	Lisää	3.30	15.4 %	8.6	7.0	6.8	5.0	1.0	0.00	0.0 %	12
Merus Power	6.80	-1.4 %	-19.9 %	Lisää	8.20	20.6 %	106.4	60.8	45.8	34.1	3.9	0.00	0.0 %	51
Metso Outotec	7.42	0.8 %	-20.6 %	Vähennä	9.20	24.0 %	15.4	10.7	12.7	9.0	2.5	0.34	4.6 %	6142
Metsä Board	9.77	0.5 %	13.5 %	Lisää	10.50	7.5 %	9.5	7.7	14.3	11.7	1.8	0.50	5.1 %	3473
Musti Group	18.42	-0.5 %	-40.5 %	Lisää	21.00	14.0 %	27.2	23.6	22.6	18.1	3.8	0.50	2.7 %	617
Neste	39.00	0.2 %	-10.1 %	Lisää	44.00	12.8 %	23.0	15.7	20.0	16.5	3.8	0.85	2.2 %	29950
Netum	4.00	2.3 %	-10.3 %	Lisää	4.60	15.0 %	14.2	17.2	12.9	14.4	3.5	0.12	3.0 %	46
Next Games	2.08	0.2 %	83.5 %	Vähennä	2.10	0.7 %	neg.	neg.	neg.	neg.	4.5	0.00	0.0 %	64
Nightingale Health	1.71	-0.9 %	-53.4 %	Osta	4.00	133.6 %	neg.	neg.	neg.	neg.	0.9	0.00	0.0 %	104
Nixu	6.50	1.6 %	-7.4 %	Lisää	7.30	12.3 %	neg.	752.9	26.6	22.9	3.8	0.00	0.0 %	48
NoHo Partners	7.82	-3.0 %	2.6 %	Lisää	9.00	15.1 %	24.2	18.6	11.6	13.7	2.1	0.15	1.9 %	151
Nokia	4.53	-0.6 %	-18.7 %	Lisää	5.40	19.2 %	12.4	9.3	11.3	7.3	1.4	0.12	2.6 %	25332
Nokian Renkaat	11.82	4.0 %	-64.5 %	Vähennä	13.00	9.9 %	12.9	12.7	7.7	7.2	1.0	0.55	4.7 %	1634
Norrhydro Group	3.35	-1.5 %	-22.5 %	Vähennä	4.10	22.4 %	21.2	19.1	18.6	13.6	3.0	0.05	1.5 %	36
Nurminen Logistics	0.93	-2.7 %	-52.7 %	Vähennä	1.25	35.1 %	16.0	13.7	8.6	9.0	4.1	0.02	2.2 %	72

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	18.74	-2.5 %	9.6 %	Osta	22.00	17.4 %	10.3	-	10.6	-	1.4	0.40	2.1 %	561
Optomed	3.58	-2.3 %	-63.5 %	Lisää	4.20	17.3 %	neg.	neg.	neg.	neg.	3.3	0.00	0.0 %	53
Oriola	1.98	1.8 %	-1.0 %	Lisää	2.30	15.9 %	12.7	7.4	11.6	6.4	1.4	0.06	3.0 %	359
Orion	35.84	1.8 %	-1.9 %	Lisää	45.00	25.6 %	25.7	19.6	21.8	16.6	7.2	1.55	4.3 %	5034
Orthex	6.77	0.9 %	-38.7 %	Lisää	8.00	18.2 %	25.1	18.6	13.5	11.3	3.6	0.19	2.8 %	120
Outokumpu	4.95	1.3 %	-10.0 %	Lisää	5.50	11.1 %	2.7	1.9	8.8	4.5	0.6	0.20	4.0 %	2241
Ovaro Kiinteistösjointus	3.20	1.6 %	4.6 %	Vähennä	3.40	6.2 %	neg.	neg.	70.2	32.9	0.6	0.00	0.0 %	28
Panostaja	0.62	0.3 %	-15.3 %	Vähennä	0.68	9.7 %	8.4	49.3	46.8	19.4	0.8	0.03	4.8 %	32
Partnera Oyj	1.65	-3.2 %	-26.0 %	Vähennä	2.20	33.3 %	8.0	9.8	7.3	8.0	0.8	0.08	4.8 %	59
Pihlajalinna	11.38	5.6 %	-10.0 %	Vähennä	12.50	9.8 %	9.2	20.8	11.8	13.6	1.9	0.32	2.8 %	257
Piippo	2.76	0.7 %	-18.3 %	Myy	2.70	-2.2 %	17.7	23.3	12.6	15.1	0.5	0.05	1.8 %	3
Ponsse	26.35	1.9 %	-37.6 %	Vähennä	30.00	13.9 %	15.8	11.5	12.7	8.5	2.3	0.85	3.2 %	738
PunaMusta Media	5.95	0.0 %	8.2 %	Vähennä	5.60	-5.9 %	54.0	61.5	28.4	30.8	1.7	0.20	3.4 %	74
Purmo Group	10.20	1.5 %	-28.2 %	Lisää	13.00	27.5 %	9.8	9.6	8.7	8.2	1.0	0.37	3.6 %	418
Puulo	6.09	0.5 %	-34.8 %	Osta	8.50	39.5 %	14.0	12.2	12.7	10.6	6.5	0.35	5.7 %	516
QPR Software	1.12	0.9 %	-39.5 %	Vähennä	1.20	7.1 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-21.3	0.00	0.0 %	13
Qt Group	74.50	1.2 %	-44.2 %	Osta	110.00	47.7 %	50.9	45.9	33.9	27.9	21.6	0.40	0.5 %	1919
Raisio Vaihto-osake	1.97	0.1 %	-41.5 %	Lisää	2.40	21.7 %	35.0	22.7	17.4	11.5	1.2	0.10	5.1 %	312
Rapala VMC	5.89	0.0 %	-32.5 %	Lisää	7.00	18.8 %	15.2	11.4	11.7	9.5	1.5	0.20	3.4 %	227
Raute	12.00	-2.0 %	-39.4 %	Vähennä	14.00	16.7 %	neg.	neg.	19.3	15.0	1.5	0.00	0.0 %	51
Reka Industrial	3.23	0.9 %	-16.5 %	Vähennä	3.50	8.4 %	7.7	5.6	10.2	7.0	1.5	0.10	3.1 %	19
Relais Group	18.50	0.3 %	-29.7 %	Lisää	24.00	29.7 %	14.5	22.7	14.5	21.9	3.7	0.40	2.2 %	333
Remedy Entertainment	28.10	-1.4 %	-29.2 %	Osta	50.00	77.9 %	41.6	27.8	30.2	19.7	4.0	0.20	0.7 %	376
Revenio Group	41.86	2.3 %	-24.6 %	Vähennä	48.00	14.7 %	48.0	39.7	38.8	30.4	12.2	0.46	1.1 %	1116
Robit	2.25	-0.4 %	-44.3 %	Lisää	3.20	42.5 %	43.8	26.7	9.6	9.4	0.9	0.04	1.8 %	47
Rovio	8.38	-0.2 %	27.3 %	Lisää	9.50	13.4 %	20.7	13.3	17.4	9.9	2.9	0.12	1.4 %	639

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	2.46	0.4 %	2.1 %	Lisää	3.30	34.1 %	16.0	13.4	5.0	3.0	4.9	0.00	0.0 %	5
Sampo	43.83	1.4 %	-0.5 %	Lisää	48.00	9.5 %	17.8	11.2	19.5	12.1	1.9	1.80	4.1 %	22693
Sanoma	12.00	1.4 %	-11.9 %	Lisää	14.00	16.7 %	16.0	15.9	14.8	14.0	2.6	0.58	4.8 %	1954
Scanfil	6.24	-1.9 %	-16.4 %	Lisää	8.00	28.2 %	11.5	9.9	10.5	7.8	1.7	0.21	3.4 %	402
Sievi Capital	1.33	0.5 %	-30.4 %	Osta	1.80	34.9 %	11.2	7.4	5.6	3.4	0.8	0.05	3.7 %	77
Silli Solutions	13.90	0.4 %	-4.8 %	Osta	17.50	25.9 %	11.2	10.6	10.0	9.0	3.2	0.40	2.9 %	97
Sitowise Group	6.06	0.0 %	-24.7 %	Lisää	7.20	18.8 %	14.8	12.9	13.7	11.4	1.7	0.14	2.3 %	214
Soiteq	3.00	-0.8 %	-36.0 %	Osta	4.60	53.6 %	11.9	10.5	9.4	8.3	1.9	0.15	5.0 %	58
Solwers	6.28	-0.3 %	-24.3 %	Vähennä	7.00	11.5 %	18.5	15.6	16.2	13.2	1.6	0.07	1.1 %	55
Soprano	0.40	4.2 %	12.5 %	Myy	0.30	-24.2 %	41.5	25.0	15.9	16.2	2.1	0.00	0.0 %	7
Sotkamo Silver (SEK)	1.52	-4.8 %	-2.9 %	Vähennä	1.90	24.7 %	10.0	9.1	100.0	22.7	1.1	0.00	0.0 %	305
Springvest	7.02	5.4 %	-13.8 %	Myy	6.70	-4.6 %	59.7	42.8	59.7	42.8	2.3	0.08	1.1 %	38
SRV Group	0.28	1.1 %	-47.7 %	Vähennä	0.35	26.4 %	neg.	neg.	6.7	12.8	2.0	0.00	0.0 %	72
Stora Enso	17.71	1.4 %	9.7 %	Vähennä	18.00	1.6 %	10.5	9.8	14.3	12.2	1.3	0.65	3.7 %	13966
Suominen	3.06	5.5 %	-40.9 %	Vähennä	3.30	7.8 %	42.8	20.8	12.3	9.4	1.1	0.10	3.3 %	175
Taaleri	9.84	-0.3 %	-12.1 %	Lisää	11.00	11.8 %	11.4	6.6	11.3	6.1	1.3	1.02	10.4 %	283
Talenom	9.66	0.4 %	-17.4 %	Osta	12.00	24.2 %	33.5	27.8	28.3	23.3	8.5	0.19	2.0 %	431
Tecnotree	0.76	1.3 %	-48.4 %	Osta	1.10	44.7 %	12.7	9.1	9.4	6.3	3.0	0.00	0.0 %	242
Telest	4.34	-1.8 %	-17.2 %	Vähennä	4.30	-0.9 %	18.1	17.0	13.0	11.5	1.2	0.15	3.5 %	79
Telia Company (SEK)	40.11	1.0 %	13.3 %	Vähennä	41.00	2.2 %	21.8	20.5	19.5	19.4	2.1	2.10	5.2 %	164035
Terveystalo	10.24	0.4 %	-13.5 %	Lisää	12.50	22.1 %	15.9	16.5	14.6	14.0	1.9	0.32	3.1 %	1294
Tietoevry	22.00	1.4 %	-19.9 %	Osta	31.00	40.9 %	9.1	11.6	8.4	9.4	1.4	1.40	6.4 %	2605
Titanium	12.25	-1.2 %	-18.3 %	Osta	16.00	30.6 %	9.1	6.9	8.3	5.8	4.8	1.13	9.2 %	125
Toivo Group	2.48	3.8 %	-14.9 %	Vähennä	2.90	16.9 %	7.1	9.5	5.9	10.0	1.8	0.00	0.0 %	131
Tokmanni Group	12.30	2.1 %	-37.4 %	Osta	15.00	22.0 %	11.3	11.7	10.4	10.9	2.8	0.80	6.5 %	724
Tulikivi	0.45	-2.8 %	-6.5 %	Lisää	0.50	11.9 %	11.2	10.2	12.2	10.2	2.2	0.00	0.0 %	26

## 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	13.55	-1.5 %	-4.6 %	Vähennä	14.00	3.3 %	15.3	10.4	12.6	8.3	3.2	0.80	5.9 %	144
UPM-Kymmene	31.52	1.0 %	-5.8 %	Lisää	34.00	7.9 %	14.2	13.5	15.8	14.4	1.5	1.30	4.1 %	16816
Vaisala	38.25	0.7 %	-28.2 %	Vähennä	45.00	17.6 %	21.8	19.1	21.0	17.6	5.3	0.74	1.9 %	1393
Valmet	24.69	2.0 %	-34.5 %	Osta	32.00	29.6 %	12.2	10.4	11.8	9.0	2.0	1.30	5.3 %	4547
Valoe	0.08	-1.3 %	-4.8 %	Vähennä	0.06	-24.1 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-5.2	0.00	0.0 %	31
Verkkokauppa.com	4.03	2.3 %	-43.5 %	Vähennä	4.50	11.8 %	21.1	15.5	15.9	11.8	5.5	0.26	6.5 %	182
Viafin Service	14.15	3.3 %	-3.4 %	Osta	17.00	20.1 %	16.9	7.1	15.3	6.2	2.2	0.45	3.2 %	49
Vincit	5.57	3.3 %	-30.5 %	Lisää	6.70	20.3 %	10.9	9.4	9.1	7.2	2.4	0.22	3.9 %	68
WithSecure Corporation	4.74	2.9 %	-4.5 %	Lisää	5.60	18.1 %	53.6	58.5	37.1	25.9	4.6	0.05	1.1 %	827
Wulff Group	4.37	-0.7 %	-11.2 %	Lisää	5.20	19.0 %	10.0	9.1	8.6	7.5	1.5	0.14	3.2 %	29
Wärtsilä	7.08	0.8 %	-42.7 %	Lisää	9.50	34.2 %	16.1	29.2	12.5	9.6	1.9	0.31	4.4 %	4188
YIT Corporation	3.69	0.4 %	-14.4 %	Lisää	4.40	19.1 %	12.2	12.2	9.9	10.3	0.9	0.15	4.1 %	772

## 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