



# Fortum: Uniperin suoritus ei herättänyt luottamusta

18.08.2022

## AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- Federal Reserven pöytäkirjat: Se oli silloin ja nyt on nyt
- Marimekko: Kasvun hidastuminen edessä
- Sievi Capital: Indoorin kassakone ei laula tänä vuonna
- Apetit Q2-aamutulos: Kustannukset painoivat kannattavuutta lähes odotustemme mukaisesti
- Norrhydro H1-aamutulos: Melko neutraali, lisäinfoa kaivataan
- Digital Workforce Q2-aamutulos: Strategisesti tärkeää kasvua ja yhtiö nopeuttaa kannattavuustavoitteiden saavuttamista
- Ovaro Q2-aamutulos: EPRA-tulos jäi hieman odotuksista, mutta raportoitu tulos pitkästä aikaa positiivinen
- Witted: Räjähävää kasvua ja uusia lähtöjä
- Fellow Pankki: Hyvä startti
- Sitowise: Kasvu vaatii panostuksia
- Tulikivi: Kotiutamme voitot kurssirallin jälkeen
- Doktor.se:n rahoituskierrokselta tukea Oriolan pienen omistuksen arvolle

## Markkinakatsaus

**Kehittyneillä markkinoilla** Euroopassa nähtiin keskiviikkona laskupäivä (Eurostoxx 600 -0,9 %). Wall Streetilläkin osakeindeksit painuivat (Nasdaq -1,3 %, Dow Jones -0,5 %, S&P 500 -0,7 %). Federal Reserven eilen julkaistut pöytäkirjat vahvistivat keskuspankin jatkavan koronnostojaan.

**Aasian markkinoilla** aloitettiin päivä laskutunnelmissa. Japanin Nikkei oli aamukahdeksalta 0,9 % ja Kiinan Shanghai Composite 0,5 % miinuksella.

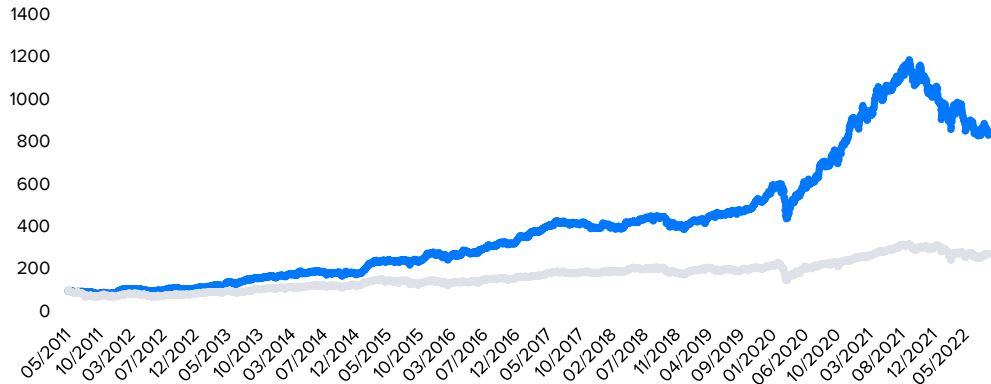
**Valuuttamarkkinalla** euron kurssi dollaria vastaan liikkui aamulla 1,02 dollarissa.

**Raaka-ainemarkkinalla** öljyn hinta oli aamulla pienessä nousussa ja Brent-futuurit liikkuiivat 93,7 dollarissa/bbl (+0,1 %).

## Indeksit

OMXH <b>-1.71 %</b> 10981.7	OMXS <b>-1.17 %</b> 2034.8
DAX <b>-2.04 %</b> 13626.7	EUROSTOXX 600 <b>-0.91 %</b> 439.0
S&P 500 <b>-0.72 %</b> 4274.0	Nikkei 225 <b>-0.87 %</b> 28968.3
Shanghai <b>-0.48 %</b> 3276.6	EUR/USD <b>-0.10 %</b> 1.017

## 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

**-1%**

1 vuosi

**-28%**

3 vuotta

**76%**

Aloituksesta

**735%**

## Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

### Kasvun hidastuminen edessä

18.08.2022 | Marimekko | Vähennä

### Räjähävä kasvua ja uusia lähtöjä

18.08.2022 | Witted | Osta

### Kotiutamme voitot kurssirallin jälkeen

18.08.2022 | Tulikivi | Myy

### Kasvu vaatii panostuksia

18.08.2022 | Sitowise | Lisää

### Uniperin suoritus ei herättänyt luottamusta

18.08.2022 | Fortum | Vähennä

### Indoorin kassakone ei laula tänä vuonna

18.08.2022 | Sievi Capital | Lisää

### Hyvä startti

17.08.2022 | Fellow Pankki | Vähennä

### Pientä pääomien uudelleen allokointia

17.08.2022 | Mallisalkku |

### Projektit kiihtyvät loppuvuotta kohti

17.08.2022 | Lamor | Lisää

### Epävarma markkina on ainoa isompi huoli

17.08.2022 | LapWall | Lisää

## InderesTV



Apetit Q2'22 to 18.8. klo 10:00



Kojamo Q2'22 to 18.8. klo 10:00



Digital Workforce H1'22 to 18.8. klo 10:00

## Makrotapahtumat, 18.8.2022

**12.00 Euroalue: HICP-hintaindeksi, MM (%)** , heinä , ennuste (Reuters) 0,1 /edellinen 0,8

**12.00 Euroalue: HICP-hintaindeksi, YY (%)** , heinä , ennuste (Reuters) 8,9 /edellinen 8,9

**12.00 Euroalue: HICP-pohjahinnat, MM (%)** , heinä , ennuste (Reuters) -0,2 /edellinen -0,2

**12.00 Euroalue: HICP-pohjahinnat, YY (%)** , heinä , ennuste (Reuters) 4,0 /edellinen 4,0

**15.30 USA: Uudet työt. korvaushakemukset** , ennuste (Reuters) 265 000 /edellinen 262 000

**15.30 USA: Jatkuvat työt. korvaushakemukset** , ennuste (Reuters) - /edellinen 1 428 000

**15.30 USA: Philadelphia Fed-indeksi** , elo , ennuste (Reuters) -5,0 /edellinen -12,3

**17.00 USA: Vanhojen asuntojen myynti (kpl)** , heinä , ennuste (Reuters) 4 880 000 /edellinen 5 120 000

**17.00 USA: Vanhojen asuntojen myynti (%-muutos)** , heinä , ennuste (Reuters) - /edellinen -5,4

## Federal Reserven pöytäkirjat: Se oli silloin ja nyt on nyt

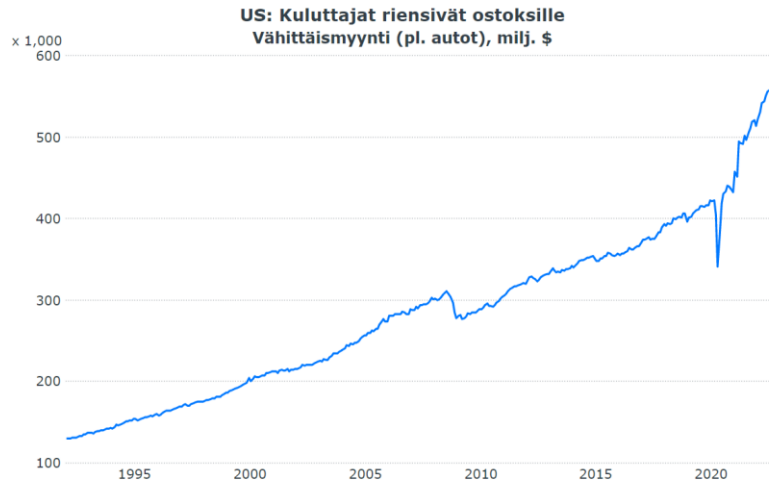
Eilen illalla julkaistut Federal Reserven heinäkuun kokouksen pöytäkirjat osoittivat, että kolmessa viikossa voi tapahtua paljon. Pöytäkirjoissa vahvistettiin koronnostojen jatkuvan, mutta hitaampikin tahti on mahdollinen. Vaikka Yhdysvalloissa ja globaalisti moni talousindikaattori näyttää nyt hyytymisen merkkejä, ei Yhdysvaltain taloudessa kuva talouskasvun laaja-alaisesta pehmentymisestä ja tätä myötä markkinoiden odottamasta koronnostosyklin hämmöttävästä lopusta ole yksiselitteinen.

[Heinäkuun työllisyysdata](#) julkaistiin kokouksen jälkeen. Uusien työpaikkojen määrä ylitti kaikki odotukset ja työttömyysaste laski 3,5 %:iin, joten pöytäkirjoissa mainitut alustavat merkit työmarkkinan näkymän pehmenemisestä eivät aivan tulleet toteen. Lisäksi eilen julkaistujen lukujen mukaan amerikkalaiskuluttaja piti heinäkuussakin pintansa: vähittäismyynti (pl. autot) kasvoi 0,4 % kuukaudesta vastoin laskua povanneita markkinaodotuksia.



**Marianne Palmu**

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



Source: Refinitiv Datastream, Inderes

### Rahoitusolot jälleen keventyneet

Mielenkiintoisin seikka, jota pöytäkirjoissa painotettiin ja joka on kehittynyt viime aikoina vastoin keskuspankin odotuksia, ovat rahoitusolot. Niitä kuvaava indeksi on nimittäin jonkin verran noussut heinäkuusta, mikä heijastaa samalla keventyneitä oloja. Tämä johtuu mm. osakemarkkinan elpymisestä (S&P 500 +9 % Fedin kokouksen jälkeen) ja pitkien velkakirjakorkojen loivasta laskusta kesäkuun piikin jälkeen. Federal Reserven pöytäkirjoissa kiiteltiin keskuspankin omasta uskottavuudesta seuraavin sanoin: "Participants noted that the Committee's credibility with regard to bringing inflation back to the 2 percent objective, together with its forceful policy actions and communications, had already contributed to a notable tightening of financial conditions that would likely help reduce inflation pressures by restraining aggregate demand."



#### Marianne Palmu

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

US: Bloomberg rahoitusoloja kuvaava indeksi

**Marianne Palmu**

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

Avomarkkinakomitea pitää rahoitusolojen kiristymistä edellytyksenä kokonaiskysynnän ja sitä kautta inflaatiopaineiden laskulle, joten viime viikkojen kehitys rahoitusoloissa on tuskin ollut toivottua. Lisäksi on muistettava, että vaikka rahapolitiikkaa onkin kiristetty neutraalin koron tasolle, reaalin ohjauskorko on edelleen tukevasti miinuksella. Positiivinen reaalkorko ja rahoitusolojen kiristyminen ovat edellytyksiä sille, että työmarkkinan ja talouden kysyntää saataisiin hillittyä. Siksi ei vielä ole takuita siitä, että koronnostojen huippu nähdään nykyisten markkinaodotusten mukaisesti joulukuussa ja ensi keväänä viihdettä sijoittajille tarjotaan jo ohjauskoron laskujen muodossa.

EZ ja US: Reaalikorot (%)



Source: Refinitiv Datastream, Inderes

**Marianne Palmu**

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



## Fortum: Uniperin suoritus ei herättänyt luottamusta

Laskemme Fortumin suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) ja tavoitehinnan 11,0 euroon (aik. 13,0 €) Uniperin Q2-tuloksen jälkeen. Tiesimme Uniperin kaasuliiketoiminnan olevan sekasortoisessa tilassa Venäjän kaasutoimituksien tyrehtytyä, mutta ongelmia tuntuu kasaantuvan koko ajan lisää. Heikon operatiivisen kehityksen lisäksi huolia aiheutti epäselvyys siitä, miten Uniperin vakauspaketti lopulta pysäyttää kaasutappiot 7 miljardin euron rajapyykkiin, jota kohti edetään nyt vauhdilla. Johdon puhe ”neuvotteluista” ei herätä tilanteessa luottamusta. Fortumin ytimessä on edelleen arvoa, mutta se hautautuu tällä hetkellä Uniperin sekasorron alle.

### Tuloksessa ennakoitiin jo tulevaa, mutta huolia se silti herätti

Uniperin eilen julkistama H1-raportti oli valtaosin erittäin synkkää luettavaa, mikä oli odotettua Saksan vakauspaketin mukana saatujen tietojen pohjalta. Raportoitu nettotulos oli yli 9 miljardia euroa miinuksella, mutta mukana oli jo loppuvuonna oletettavasti realisoituvia tappioita 6,5 miljardia euroa ”varauksina” Venäjän kaasutoimituksien pysyessä pohjalukemissa. Tämä tappio kasvaa edelleen kaasuvirtojen ja kaasun hinnan pysyessä edes nykytasolla, mutta lähtökohtaisesti rajoittuu Uniperin osalta 7 miljardiin Saksan kantaessa loput tappiot vakauspaketin mukaisesti. Konferenssipuhelussa aiheena olikin tämä ”perälauta” ja se, miten tappiot voidaan kuitata rajapyykin jälkeen ilman diluutiota osakkeenomistajille (kuten kommunikointu). Yhtiön kommunikaatiosta jäi käsitys, että menettelystä neuvotellaan osapuolien välillä, mikä ei herättänyt luottamusta nykytilanteessa. Vaikka oletettavasti asiasta on periaatesopimus ja kyse on yksityiskohtien viilaamisesta, Saksan neuvotteluasema vahvistuu tilanteen kärjistyessä ja Uniperin riskienhallinta on pettänyt aiemminkin.



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

**Fortum** | Kurssi: 11.40  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 11.00

## Ongelmia muuallakin kuin kaasussa

Kaasuliiketoiminnan ongelmien lisäksi Uniperin European Generation -segmentti teki huippukorkeista sähkön hinnoista huolimatta Q2:lla operatiivisesti tappiota. Tähän oli muitakin syitä (CO2-päästöoikeuksien aiheuttama siirtymä), mutta Uniperin saavuttama sähkön hintataso oli alkuvuonna surkea 15 €/MWh Saksassa, jossa markkinahinnat olivat valtaosin yli 10 kertaa korkeampia. Lisäksi sähkön suojaushintatasot (Saksa H2'22: 13 €/MWh ja 85 % sekä 2023: 41 €/MWh ja 90 %) olivat heikentyneet samalla, kun sähköfutuuritkin ovat olleet huippulukemissa. Syy tähän on käsityksemme mukaan historiassa tehty tuhoisa ja edelleen auki oleva "suojaus" ("proxy hedge"), jossa yhtiö on käytännössä ottanut position Pohjoismaiden ja Saksan hintaeron pientenymisestä. Saksassa vuoden 2023 sähköfutuuri on jatkanut merkittävästi Pohjoismaita nopeampaa nousua, minkä takia position täytyy olla raskaasti tappiolla (kvartaalin aikana ero kasvoi -130 €/MWh:sta -250 €/MWh:iin). Hieman ironista on se, että hyvän Q2-tuloksen teki vain Venäjä-segmentti, jonka arvo on muuten erittäin kyseenalainen.

## Arvo hautautuu toistaiseksi Uniperin sekasorron alle

Näkemyksemme mukaan Fortumin noin 10 miljardin euron markkina-arvo voidaan perustella pelkästään yhtiön pohjoismaisella ydinliiketoiminnalla, joka tekee yli miljardi euroa liikevoittoa. Nyt Uniperille annettu 8 miljardin euron rahoitus on kuitenkin todennäköisesti hautautumassa Saksan paremmassa asemassa olevan velkavuoren alle, ja lisäosumia jo heikentyneeseen taseeseen voi tulla vielä Venäjältä ja vakuusvaatimuksista. Kriisitilanteessa sijoittajien on myös pystyttävä luottamaan siihen, että johdolla on oikea tilannekuva ja kyky toimia. Uniperin kohdalla luottamusta tähän koetellaan, ja sotku on niin suuri ja monimutkainen, ettei siihen mielestämme kannata sekaantua ennen tilanteen selkeytymistä. Arvioimme näkemystämme uudelleen Fortumin Q2-tuloksen jälkeen.



**Juha Kinnunen**

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

**Fortum** | Kurssi: 11.40

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 11.00

## Marimekko: Kasvun hidastuminen edessä

Marimekon Q2-tulos osui hyvin ennusteisiimme ja ohjeistus koko vuodelle pidettiin ennallaan. Laskimme kuitenkin ennusteitamme etenkin Suomen loppuvuoden myyntinäkömään johdosta. Näemme edelleen osakkeen tuotto-odotuksen jäävän liian pieneksi, kun tuloskasvu hidastuu, eikä kertoimissa mielestämme ole nousuvaraa. Laskemme tavoitehinnan 13,0 euroon (aik. 14,0) ja toistamme vähennä-suosituksen.

### Q2 osui hyvin ennusteisiin

Marimekon Q2-liikevaihto kasvoi 16 % ja oli 38 MEUR odotuksemme mukaisesti. Liikevaihdon kasvu tuli etenkin Suomesta (+25 %), kansainvälisen kasvun jäädessä 5 %:iin. Yhtiö selitti kv. kasvun hitautta tukkutoimitusten ajoituksella. Q2-liikevoitto kasvoi 17 % ja oli 5,7 MEUR. Meidän ennusteemme liikevoitolle oli 5,5 MEUR (konsensus 5,5 MEUR). Marginaali oli käytännössä viime vuoden tasolla, jota tuki hyväkatteisen vähittäiskaupan liikevaihdon kasvu, mutta heikensivät kasvaneet kiinteät kulut.

### Yhtiö toisti ohjeistuksensa vuodelle 2022, laskimme ennusteita

Yhtiö toisti odotetusti Q2-raportissa ohjeistuksen, jonka mukaan vuonna 2022 liikevaihdon arvioidaan kasvavan edellisvuodesta (2021: 152 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin olevan 17-20 % (2021: 20,5 %). Yhtiö arvioi liikevaihdon suhteellisen kasvun tänä vuonna H2:lla kuitenkin hidastuvan. H1:n aikana yhtiön kasvu oli 20 % ja oikaistu liikevoittomarginaali laski 0,4 %-yksikköä. Loppuvuoden kasvua tulevat jarruttamaan erityisesti Suomen tukkukaupan kovat vertailuluvut, kun viime vuoden kaltaiset kampanjatoimitukset eivät tule toistumaan. Kansainvälisen myynnin kasvun pitäisi sen sijaan jatkua vahvana. Vaikka Q2-tulos oli odotuksiemme mukainen, laskimme ennusteitamme johtuen Suomen vaisusta näköymästä loppuvuodelle.



**Rauli Juva**  
Analytikko  
+358 50 588 0092  
rauli.juva@inderes.fi

**Marimekko** | Kurssi: 12.02  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 13.00

### Syyskuun CMD tuonee päivitystä taloudellisiin tavoitteisiin

Marimekon taloudelliset tavoitteet ovat jo pitkään olleet 10 % vuotuinen liikevaihdon kasvu ja 15 % liikevoittomarginaali. Yhtiö on järjestämässä ensimmäistä pääomamarkkinapäiväänsä syyskuun puolivälissä, jonka näemme luontevana paikkana päivittää tavoitteita. Marimekon on mielestämme haastava saavuttaa 10 %:n vuotuisia liikevaihdon kasvua tulevina vuosina, sillä Suomen liikevaihto on noussut vuoden 2019 tasosta jo 40 %. Näemme kasvumahdollisuudet Suomessa rajallisina ja Suomen ollessa 60 % koko yhtiön myynnistä, uskomme tämän rajoittavan myös yhtiön kasvua, vaikka ulkomailla on vielä runsaasti kasvupotentiaalia. Näin ollen kasvutavoitetta saatetaan muuttaa esim. muotoon ”markkinoita nopeampi” tai 5-10 % nykyisen 10 % sijaan. Kannattavuuden suhteen voisi olla luontevaa nostaa tavoitetta, kun aiempi on saavutettu. Emme kuitenkaan usko Marimekon pystyvän enää parantamaan nykyisestä noin 20 % liikevoittomarginaalista kannattavuuttaan, mutta tavoitetasoksi se voisi hyvin kelvata. Marimekko tavoittelee nykyisin vähintään 50 % osingonjakosuhdetta ja tätä on mielestämme varaa nostaa, koska yhtiön investointitarpeet ovat pienet ja tase vahva.

### Arvostus neutraali, tuotto-odotus jää liian pieneksi

Näemme Marimekon nykyisen arvostuksen (P/E 19x ja EV/EBIT 14x vuodelle 2023) neutraalina. Ennustamme tulospäänteen jäävän melko pieneksi lähivuosina, eikä osakkeen kokonaistuotto osingon kanssa yllä 10 %:iin. Tämän vuoksi näemme tuotto-odotuksen liian pienenä ja myös tuotto/riskisuhteen olevan negatiivisella puolella.



**Rauli Juva**

Analytikko

+358 50 588 0092

rauli.juva@inderes.fi

**Marimekko** | Kurssi: 12.02

**Vähennä** | Tavoitehinta: 13.00

## Sievi Capital: Indoorin kassakone ei laula tänä vuonna

Laskemme Sievin tavoitehintamme 1,50 euroa/osake (aik. 1,80 €), ja laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta) leikattuamme Indoorin arvoa selvästi osien summa laskelmassamme sen erittäin vaisun kehityksen seurauksena. KH-Koneet kehittyi edelleen erinomaisesti, minkä myötä yhtiö nousi Sievin tärkeimmäksi omistukseksi. Osake on edelleen aliarvostettu sekä osien summaamme (1,5 €) että Sievin omaan pääomaan suhteutettuna (1,53 €). Kyydissä kannattaa mielestämme edelleen pysyä ja syksyn strategiapäivitys tulee olemaan mielenkiintoinen, sillä sen avulla yhtiön tavoitteena on tuoda omistuksissa piilevää arvoa aiempaa paremmin esille.

### Indoor oli erittäin vaisu, mutta etenkin KH-Koneet paikkasi

Indoorin H1-liikevaihto laski 4 % 93 MEUR:oon vaikeassa markkinassa. Myös yhtiölle kausiluontoisesti heikommalla vuosipuolikkaalla käyttökate (IFRS) puolittui 6,8 MEUR:oon vertailukauden epänormaalin kovalta tasolta. Myös kysynnän ennustaminen ei onnistunut ja myymättä jääneet tuotteet paisuttivat Indoorin varastoja. Indoor aloitti viime viikolla koko henkilöstöä koskevat yt-neuvottelut ja odotamme niiden tuovan kustannussäästöjä etenkin Q4:lle, kun henkilöstön määrä sopeutetaan laskeneeseen volyymiin. Myös H2 on Indoorille kausiluontoisesti selvästi tärkeämpi, ja myös siksi odotamme H2:lla liikevoitto-%:n elpävän noin 3 %:iin (H1'22: -3 %). Myös rahavirralla on selvästi edellytykset parantua yhtiön purkaessa varastojaan ja vähentäessä ostojaan. KH-Koneet oli jälleen H1'22:lla erinomainen sen myynnin kasvettua 32 % 97 MEUR:oon ja käyttökatteen 62 % 6,3 MEUR:oon. Ruotsista tuli jo lähes puolet yhtiön myynnistä ja myös Suomen liiketoiminnat kehittyivät erittäin hyvin. Yhtiön saatavuushaasteet helpottivat, mikä näkyi varastojen kasvuna aiemmilta epänormaalin matalilta tasoilta.



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



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

**Sievi Capital** | Kurssi: 1.29  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 1.50

## Osien summa laski Indoorin negatiivisen arvonmuutoksen seurauksena ja KH-koneet on nyt tärkein omistus

Olemme tarkistaneet alaspäin näkemystämme Indoorin arvosta 38,4 MEUR:oon (aik. 57,9 MEUR) johtuen laskeneista tulosennusteista sekä rahavirran odotuksiamme negatiivisemmasta kehityksestä. 2022 tulee olemaan Indoorille välivuosi ERP-hankkeen, kotoilukrapulan ja kiihtyneen inflaation painaman kuluttajaluottamuksen johdosta. Tuloksen tulisi kuitenkin tehdä selvä tasokorjaus 2023-2024 ja olemme edelleen luottavaisia Indoorin kykyyn jauhaa Sievin omistajille tasaista kassavirtaa tulevaisuudessa. KH-Koneiden osalta olemme pitäneet arviomme sen arvosta kutakuinkin ennallaan (52,4 MEUR). Nostimme jälleen yhtiön kasvu- ja tulosennusteitamme, mutta samalla käyttöpääoman odotuksiamme suurempi sitoutuminen pienensi omistajien osuutta yhtiön velattomasta arvosta. Kohdeyhtiöiden arvon kehityksen osalta suurin potentiaali kohdistuu mielestämme edelleen KH-Koneisiin, joka voimakkaan kasvun jatkuessa voisi kasvattaa arvoaan vielä selvästi. Muiden omistusten osalta muutokset jäävät konsernitasolla pieniksi niiden kokoluokkien johdosta. NRG:n omistuksen arvoa laskimme edelleen vain 2,6 MEUR:oon johtuen yhtiön jatkuvista ongelmista. Logistikkasen (9 MEUR) sekä HTJ:n (11,5 MEUR) omistusten arvoja tarkistimme ylöspäin niiden mallikkaan organisen ja epäorganisen kehityksen johdosta.

## Osissa on edelleen piilevää arvoa, vaikka leikkasimmekin arviotamme Indoorista merkittävästi

Sievi Capitalille laskemamme osien summa on nyt 87 MEUR tai 1,50 euroa per osake, johon suhteutettuna osake on edelleen aliarvostettu. Yhtiön strategiapäivitys ja tämän myötä mahdollinen toimintamallin muutos luo myös positiivisen option sijoittajalle, vaikka emme huomioikaan sitä tässä kohtaa tavoitehinnassamme. Sievin substanssiarvoon (1,53 €) verrattuna taseen P/B hinnoittelu (0,8x) on edelleen historiallisiin tasoihin nähden matala.



**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: 1.29  
[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 1.50

## Apetit Q2-aamutulos: Kustannukset painoivat kannattavuutta lähes odotustemme mukaisesti

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'21		Q2'22		Q2'22e		Q2'22e		Konsensus		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes			Inderes	
Liikevaihto	33,8	47,3	38,8								167
Käyttökate	1,7	0,4	0,2								9,4
Liikevoitto (oik.)	0,4	-1,0	-1,3								3,5
Liikevoitto	0,4	-1,0	-1,3								3,5
EPS (raportoitu)	0,04	-0,14	-0,19								0,45
Liikevaihdon kasvu-%		39,9 %	14,9 %								11,3 %
Liikevoitto-% (oik.)	1,2 %	-2,1 %	-3,3 %								2,1 %

Lähde: Inderes

Apetit julkisti aamulla Q2-liiketoimintakatsauksen, joka oli tuloksen osalta heikko, joskin hieman arvioitamme parempi. Kustannusten nousu painaa kannattavuutta ja myyntihintojen korotukset astuvat voimaan viiveellä. Yhtiö säilytti ohjeistuksensa ennallaan. Hinnankorotukset yhdessä suotuisalta näyttävän satokauden kanssa todennäköisesti tukevat kannattavuutta H2:lla suhteessa heikkoon alkuvuoteen.



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

**Apetit** | Kurssi: 11.70  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 12.00

## Öljykasviliiketoiminnan liikevaihto kasvoi odotettua enemmän

Apetitin jatkuvien toimintojen liikevaihto Q2:llä oli 47,3 MEUR, mikä tarkoittaa 40 %:n kasvua vertailukaudesta. Kasvu oli odotuksiammekin voimakkaampaa, mutta sen alkuperä oli sama mitä ennakoimmekin. Kasvu tuli enimmäkseen Öljykasviliiketoiminnasta (+65 %), jossa raaka-aineiden hintojen jyrkkä nousu on pakottanut Apetitin nostamaan myyntihintojaan, mikä puolestaan on nostanut liikevaihtoa. Ruokaratkaisuisissa kasvu oli odotustemme mukaista (+5 % v/v). Apetit kertoo että foodservice-kanavassa pakasteiden kasvu on ollut voimakasta ja vähittäiskaupassa myynti on jatkunut vahvana, mutta kesäkuukaudet ovat tyypillisesti kausiluonteisesti hiljaisempia kuukausia.

## Tuloksellisesti kvartaali oli heikko ja lähellä odotuksiamme

Jatkuvien toimintojen liikevoitto laski Q2:llä negatiiviseksi -1,0 MEUR:oon (Q1'21: 0,4 MEUR). Kannattavuustason lasku johtui erityisesti nopeasta kustannustason noususta, jota ei ole vielä pystytty viemään myyntihintoihin. Ruokaratkaisuisissa liikevoittoa (Q2'22: -0,4 MEUR vs Q2'21: 0,7 MEUR) painoi tuotantopanosten hinnan nousun lisäksi mm. Pudasjärven pizzatehdasinvestoinnin aiheuttama väliaikainen tuotannon tehottomuus. Öljykasvituotteissa liikevoittoon (Q2'22: -0,2 MEUR vs Q2'21: 1,3 MEUR) vaikutti merkittävästi kohonneet raaka-aine- ja rahtikustannukset, sekä joustamattomat sopimusrakenteet jotka hidastavat myyntihintojen korottamista. Viljakaupan myynti Bernerille toteutui Q2:n aikana. Osakekohtainen tulos oli -0,14 euroa per osake (Q2'21: 0,04). Osakkuusyhtiö Sucroksen tulos Apetitille oli odotustemme mukainen (Q2'22: -0,1 MEUR, Q2'21: -0,2 MEUR).



**Pauli Lohi**

Analyttikko

+35845 134 7790

pauli.lohi@inderes.fi

**Apetit** | Kurssi: 11.70

**Vähennä** | Tavoitehinta: 12.00



### Ohjeistus ennallaan, kannattavuus voisi arviomme mukaan toipua loppuvuonna

Yhtiö toisti 21.4. annetun ohjeistuksen, jonka mukaan vuoden 2022 jatkuvien toimintojen liikevoiton arvioidaan laskevan vertailuvuodesta (vuonna 2021: 5,8 MEUR). Viiveellä voimaan astuvat hinnankorotukset tukevat yhtiön kannattavuutta H2:n aikana. Lisäksi uuden sadon tilanne näyttää pääasiassa suotuisalta mm. öljykasvien ja herneen osalta, jotka ovat Apetitille merkittäviä raaka-aineita. Onnistunut sato voisi lievittää raaka-aineisiin kohdistuvaa kustannuspainetta ja tukea yhtiön kannattavuutta tulevan vuoden aikana. Apetit on investoinut Q2:n aikana Säkylän tehtaalle parantaakseen tuotannon tehokkuutta. Lisäksi Pudasjärven pizzalinjaston uudistus on edennyt odotetusti ja uudet tuotteet saapuvat kaappoihin lokakuussa.



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

**Apetit** | Kurssi: 11.70  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 12.00

## Norrhydro H1-aamutulos: Melko neutraali, lisäinfoa kaivataan

Ennustetaluokko	H1'21	H1'22	H1'22e	H1'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes		Inderes
<b>Liikevaihto</b>	11,9	16,6	14,6				14 %		30,4
<b>Liikevoitto (oik.)</b>	1,1	1,3	1,6				-20 %		2,5
<b>Liikevoitto</b>	1,1	1,3	1,4				-7 %		1,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	0,9	1,0	1,2				-13 %		1,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,08	0,07	0,10				-32 %		0,16
<b>EPS (raportoitu)</b>	0,08	0,07	0,09				-20 %		0,11
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	27,4 %	40,0 %	23,0 %				17 %-yks.		23,2 %
<b>Liikevoitto-% (oik.)</b>	9,3 %	7,7 %	11,0 %				-3,3 %-yks.		8,3 %

Lähde: Inderes

Norrhydron H1-luvut menivät ristiin odotustemme kanssa liikevaihdon ylittäessä ja marginaalien alittaessa odotuksemme. Vuoden 2022 liikevaihto-ohjeistus toistettiin ja se tuntuu nyt oudon alhaiselta. Yhtiö ei edelleenkään ohjeistanut kannattavuutta. NorrDigistä ei juuri annettu uusia tietoja, mutta sen kehitystyön kerrottiin jatkuneen hyvin. Kaikkiaan raportti oli melko neutraali. Suosituksemme osakkeelle on tällä hetkellä vähennä 4,10 euron tavoitehinnalla.



**Erkki Vesola**

Analyttikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Norrhydro** | Kurssi: 3.69

**Vähennä** | Tavoitehinta: 4.10

## Kasvu ylitti ja kannattavuus alitti ennusteemme

H1-liikevaihto kasvoi peräti 40 % v/v odotettuamme itse 23 %:n kasvua. Vahvinta kasvu oli maanrakennuksen, kaivosteollisuuden sekä materiaalinkäsittelykoneiden ja -laitteiden segmenteissä. Myös metsäkoneteollisuuden kysyntä kasvoi, mutta meriteollisuuden kysyntä laski. Norrhydro ei puhunut uusien asiakkaiden roolista kasvussa vaan mainitsi, että se nosti markkinaosuuttaan tarjoamalla uusia tuoteryhmiä nykyisille asiakkaille. Meitä kiinnostaakin kuulla aiemmin puheena olleiden 5-10 uuden asiakkaan liikkeellelähtö ja rooli kasvussa. NorrDigin etenemisestä ei annettu numerotietoja, vaan todettiin että ”meillä on portfoliossamme lukuisia aktiivisia kehitysprojekteja ja olemme tunnistanee useita uusia digipalveluistamme kiinnostuneita asiakkaita”. Norrhydro on myös kehittämässä uutta NorrData-sovellusta, jolla koneiden ja laitteiden dataa jalostetaan palvelutuotteeksi. Toivomme saavamme lisätietoja NorrDatan linkistä NorrDigiin.

Konsernin H1-kannattavuus jäi odotuksistamme. Käyttökatemarginaali oli 10,0 % odotettuamme 12,5 %:a ja EBIT-marginaali oli 7,7 % ennusteemme oltua 11,0 %. Suurin merkitys oli reilusti odotuksemme ylittäneillä materiaali- ja palvelukuluilla (56,5 % liikevaihdosta odotettuamme 49,0 %:a). Norrhydro sanoi, että taustalla oli materiaali- ja logistiikkakustannusten nousu, joka kuitenkin kyetään siirtämään omiin tuotteisiin 3-6 kuukauden viiveellä. Aiemmin yhtiö on puhunut ”muutaman” kuukauden viiveestä, ja tämä on aiheuttanut optimismia omissa kannattavuusodotuksissamme. Muista kulueristä henkilöstökulujen liikevaihto-osuus oli odotustemme mukainen ja liiketoiminnan muiden kulujen osuus jo selvästi alle ennusteemme. Viime mainittu seikka pehmensi materiaalikulujen ylityksen vaikutusta.



**Erkki Vesola**

Analytikko

+358 50 549 5512

erkki.vesola@inderes.fi

**Norrhydro** | Kurssi: 3.69

**Vähennä** | Tavoitehinta: 4.10

## 2022-ohjeistus ennallaan

Norrhydro säilytti aiemmin antamansa vuoden 2022 liikevaihto-ohjeistuksen 15-25 %:n kasvusta v/v. Ennuste tuntuu vaatimattomalta, sillä jopa haarukan ylälaidassa H2'22:n liikevaihdon kasvu olisi vain 12 % v/v. Haluammekin kuulla, johtuuko varovaisuus muistakin syistä kuin uuteen tehtaaseen siirtymisen aiheuttamista viiveistä ja katkoksista. Yhtiö ei vieläkään antanut kannattavuusohjeistusta, mutta muuttokuluista puhdistetun H2-kannattavuuden pitäisi olla mainittujen omien hinnankorotusten jälkeen jo hyvää luokkaa emmekä ole tästä kovin huolissamme. Sen sijaan toivomme kovasti yhtiöltä lisätietoja NorrDigin uusien asiakasavauksien etenemisestä. Etenkin tämä koskee viime syksynä käynnistyneiden kahden uuden NorrDigi-asiakasprojektin etenemistä.

## Melko neutraali raportti, lisätietoja tarvitaan

Kokonaisuutena raportti oli kohtuullinen liikevaihdon ylitettyä odotuksemme ja kannattavuusrasitteidenkin ollessa korjaantumassa. Olemme kuitenkin hieman huolissamme vähäisten NorrDigi-tietojen vuoksi. Samaten varovainen liikevaihto-ohjeistus kaipaa lisäinfoa ympärilleen. Odotamme kohtuullisen neutraalia kurssireaktiota ennen näitä tietoja.



**Erkki Vesola**

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

**Norrhydro** | Kurssi: 3.69

**Vähennä** | Tavoitehinta: 4.10

## Digital Workforce Q2-aamutulos: Strategisesti tärkeää kasvua ja yhtiö nopeuttaa kannattavuustavoitteiden saavuttamista

Ennustetaulukko	H1'21	H1'22	H1'22e	H1'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	11,1	12,0	12,0				0 %	24,9
Käyttökate	-0,3	-1,6	-1,2				-29 %	-3,0
Liikevoitto	-0,4	-1,7	-1,4				-20 %	-3,3
Tulos ennen veroja	-0,5	-1,9	-1,5				-27 %	-3,5
EPS (raportoitu)	-0,09	-0,17	-0,13				-28 %	-0,31
Liikevaihdon kasvu-%		8,3 %	7,8 %				0,4 %-yks.	11,4 %
Käyttökate-%	-2,5 %	-13,3 %	-10,4 %				-2,9 %-yks.	-11,8 %

Lähde: Inderes

Digital Workforce raportoi aamulla isossa kuvassa linjassa olleen raportin. Liikevaihto kasvoi linjassa odotuksiin ja sen rakenne oli odotettua parempi. Yhtiö investoi kasvuun hieman odotuksia enemmän, mikä painoi tulosta. Yhtiö on saanut ensimmäiset sopimukset tärkeälle Outsmart alustalle, mikä on positiivista. Lisäksi pohjoismainen markkina on siirtymässä kypsempään vaiheeseen ja yhtiö käynnistää tehostamistoimenpiteet siellä ja kertoo nopeuttavansa kannattavuustavoitteiden saavuttamista.



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

**Digital Workforce** | Kurssi: 4.12  
[Lisää](#) | Tavoitehinta: 4.50

### Kasvuvauhti oli linjassa odotuksiin ja rakenne odotettua parempi

Digital Workforcen Q2-liikevaihto kasvoi 9 % 6,2 ja oli täysin linjassa ennusteemme kanssa. H1:lla liikevaihdon kasvu oli näin 8 % ja yhtiö ei ole tyytyväinen tähän tasoon, mitä myös yhtiön taloudelliset tavoitteet heijastelevat (CAGR 21-26 ~35 %). Kasvu oli odotettua vauhdikkaampaa strategian ytimessä olevissa jatkuvissa palveluissa, joka kasvoi 28 % (ennuste 22 %). Asiantuntijapalveluissa lasku sen sijaan oli hieman odotuksia kovempi (tot. -11 % vs. enn. -5%). Näin positiivista oli liikevaihdon rakenteen paraneminen strategiseen ja skaalautuvaan jatkuvaveloitteiseen liikevaihtoon, joka oli H1:lla 60 % liikevaihdosta.

### Yhtiö investoi hieman odotuksia enemmän kasvuun Q2:lla

Digital Workforcen Q2-käyttökate laski ja oli -1,0 MEUR ja alitti -0,6 MEUR:n ennusteemme. H1:lla myyntikate kuitenkin kasvoi 6 % 4,2 MEUR:oon. Tulosta painoi hieman odotettua enemmän yhtiön strategian mukaiset investoinnit omaan alustaan ja kansainvälistymiseen. H1:llä käyttökate oli -1,6 MEUR, mikä vastaa -13 %:n käyttökatemarginaalia. Osakekohtainen tulos H1:lla oli -0,17 euroa, kun odotuksemme oli -0,13 euroa. Tulosalitus ei aiheuta vielä suurempia huolenaiheita, sillä kasvuinvestointien kokoluokassa ja ajoituksessa on ollut epävarmuutta ja ne ovat tulevaa kasvua varten välttämättömiä.



**Joni Grönqvist**

Analyytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Digital Workforce** | Kurssi: 4.12

**Lisää** | Tavoitehintaa: 4.50

### Yhtiö nopeuttaa kannattavuustavoitteiden saavuttamista

Yhtiö kommentoi markkinatilanteen muuttuneen ja tarkastelevansa toimintojaan ja kulurakennettaan. Yhtiö on aloittanut tehostamistoimenpiteet Pohjoismaissa ja kertoo nopeuttavansa kannattavuustavoitteiden saavuttamista. Erityisesti Suomen markkina vaikuttaa siirtyneen kypsempään vaiheeseen, mikä tarkoittaa suurempaa osuutta jatkuvaveloitteiselle liikevaihdolle. Yhtiön tuotteiden tarjotessa ratkaisuja asiakkaidensa toimintojen tehostamiseen yhtiön kohtaama kysyntä voi olla hyvää myös heikommassakin talousympäristössä. Strategisesti tärkeällä Outsmart-alustalla on yhtiön mukaan kysyntää markkinoilla ja yhtiöllä on käynnissä useita kymmeniä neuvotteluja asiakkaiden kanssa. Yhtiö kertoi myös allekirjoittaneensa ensimmäiset sopimukset. Yhtiö toimittaa ratkaisuja Outsmart-alustalla Q3'22 alkaen.

Digital Workforce ei ole antanut ohjeistusta kuluvalle vuodelle eikä tähän tullut Q2-raportin yhteydessä muutoksia. Yhtiö kommentoi kuitenkin, että ei ole tyytyväinen H1:n kasvuun. Ennen Q2-raporttia ja Eclair-yritystoa ennustimme Digital Workforcen kasvavan 10 % vuonna 2022 orgaanisen kasvun myötä ja EBIT-%:n olevan investointien painamana -13 % (2021: -6 %). Konsolidoimme Eclair-yritystoston ennusteisiin nyt Q2-raportin yhteydessä ja sen vuosittainen vaikutus liikevaihtoennusteisiin on noin 5 % ennen synergioita.



**Joni Grönqvist**

Analyytikko

+358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi

**Digital Workforce** | Kurssi: 4.12

**Lisää** | Tavoitehintaa: 4.50

## Ovaro Q2-aamutulos: EPRA-tulos jäi hieman odotuksista, mutta raportoitu tulos pitkästä aikaa positiivinen

Ennustetaulukko	Q2'21	Q2'22	Q2'22e	Q2'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes		Inderes
Liikevaihto	2,2	1,3	1,2				7 %		5,4
Nettovuokratuotot	1,4	0,6	0,7				-5 %		2,6
Arvomuutokset ja myyntitappiot	-4,7	0,7	-0,9						-0,8
Liiketulos	-3,9	1,0	-0,5						0,7
Operatiivinen tulos (EPRA)	0,23	0,26	0,36				-30 %		1,30
EPRA EPS	0,02	0,03	0,04				-30 %		0,14
Raportoitu EPS	-0,43	0,08	-0,05						0,04
Liikevaihdon kasvu, %	-9 %	-42 %	-46 %				3,6 %-yks.		-34 %

Lähde: Inderes

Ovaro Kiinteistösijoitus julkaisi aamulla Q2-raportin, joka jäi operatiivisen tuloksen osalta hieman odotuksistamme. Valopilkuna raportissa oli selvästi positiivinen liiketoiminnan rahavirta, ja pitkästä aikaa positiiviseksi noussut raportoitu tulos. Johdon antamissa näkymissä ei ollut yllätyksiä ja aiempi ohjeistus toistettiin yllätyksettömästi.

### Liikevaihto, nettovuokratuotot ja operatiivinen tulos

Ovaron liikevaihto asetui Q2:lla 1,28 MEUR:oon ja ylitti 1,20 MEUR:n tasolla olleen ennusteamme. Kiinteistöjen hoitokulut olivat katsauskaudella kuitenkin odotuksiamme korkeammat ja nettovuokratuotot (Q2'22: 0,64 MEUR) jäivät noin 40 TEUR:lla ennustestamme.



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

**Ovaro** | Kurssi: 3.15

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 2.90



Ovaron kiinteät kulut (Q2'22: 0,51 MEUR) olivat noin 60 TEUR yli ennusteidemme ja myös osakkuusyhtiö Apitaresta kirjattu tulososuus jäi kvartaalilla hieman odotuksiamme pienemmäksi. Tämän myötä yhtiön operatiivinen tulos jäi 0,26 MEUR:oon ja 0,36 MEUR:n odotustamme heikommaksi. Operatiivisen kehityksen osalta positiivista oli kuitenkin selvästi plussalle kivunnut liiketoiminnan rahavirta (Q2'22: 1,4 MEUR).

### Raportoitu tulos nousi pitkästä aikaa positiiviseksi

Ovaro teetti Q2-raporttiin kiinteistöistään ulkopuolisen arvonmäärityksen ja laskennalliset käyvän arvon muutokset olivat vastoin odotuksiamme 0,6 MEUR positiiviset (+1,4 % Q1'22:n lopun sijoituskiinteistöistä). Myös katsauskauden vähäiset asuntomyynnit (7 kpl) tapahtuivat hieman yli tasearvojen ja kokonaisuudessaan Q2:n arvonmuutokset ja luovutusvoitot olivat 0,7 MEUR (Q2'22e: -0,9 MEUR). Tämän myötä yhtiön raportoitu EPS nousi positiiviseksi 0,03 euroon ja ylitti selvästi -0,05 euron odotuksemme.

### Näkymissä ei yllätyksiä

Ovaro toisti Q2-raportissa odotetusti aiemman positiivista ja merkittävästi vertailukautta parempaa operatiivista tulosta koskevan ohjeistuksensa. Johdon antamat näkymät eivät sisältäneet yllätyksiä ja yhtiö kertoo edelleen kartoittavan uusia investointimahdollisuuksia kasvukeskuksista. Keskeisimmäksi epävarmuustekijäksi yhtiö nosti raportissa esiin markkinaympäristön muutokset.



**Matias Arola**

Analyytikko

+358 40 935 3632

matias.arola@inderes.fi

**Ovaro** | Kurssi: 3.15

**Vähennä** | Tavoitehinta: 2.90

## Witted: Räjähävää kasvua ja uusia lähtöjä

Wittedin Q2 sujui erittäin vahvan kasvun merkeissä (+90 %). Kilpailtuun osajamarkkinaaan purevan toimintamallin ansiosta näemme yhtiön kasvun jatkumiselle edelleen vahvat edellytykset. Ennustamme Wittedille sen tavoitteita ja historiaa selvästi hitaampaa, mutta sektoria huomattavasti vahvempaa orgaanista kasvua tuleville vuosille. Yhtiön riskitasoa nostaa kasvuvauhtiin ja vakaan kehitysvaiheen kannattavuuspotentiaaliin liittyvä epävarmuus. Osakkeen arvostus (2022-23e EV/S 1,3-0,9x) on mielestämme pitkällä aikavälillä silti hyvin houkutteleva. Toistamme osta-suosituksen ja 6,8 euron tavoitehinnan.

### Q2:lla nähtiin jälleen odotettua vahvaa kasvua

Wittedin liikevaihto kasvoi lähes 90% vertailukaudesta 13,0 MEUR:oon, karkeasti linjassa odotuksiimme (13,5 MEUR). Huima kasvu oli pääosin orgaanista, vaikka pientä nostetta toi konsernilukuihin konsolidoitu New Things Company. Erityisen kovaa kasvu oli Norjassa ja Mavericksilla. Wittedin kannattavuus pysyi Q2:lla odotetusti neutraalilla tasolla. Yhtiö investoi liiketoiminnan tulovirrat kasvun toteuttamiseen ja valoi Q2:lla siemeniä useille eri kasvuaikavaiheille tuleville vuosille. Rekrytointi jatkui kireässä osajamarkkinassa liukkaana ja Witted sai taloon lähes 80 uutta kokoaikaista työntekijää 2021 lopun tilanteeseen (268 FTE) nähden.

### Osaajasodassa pärjäävälle Wittedille riittää kasvutilaa moderneissa IT-palveluissa

Modernien IT-palveluiden markkina kasvaa arviomme mukaan noin 10 % vuosittain vahvojen digitalisaatiotrendien tukemana. Sektorilla vallitsee kova kilpailu ja alalle tulon esteet ovat matalat. Witted on menestynyt osaajasodassa erinomaisesti tekemällä osajia houkuttelevien työnantajabrändien rakentamisesta sen ydintoimintaa. Wittedillä on jo ensimmäiset näytöt kansainvälisestä kasvusta (Norja 2019, Ruotsi 2021), kovat näytöt markkinaosuutensa kasvattamisesta sekä jatkuvaan uudistumiseen nojaava nähdäksemme uskottava strategia kilpailuetujensa ylläpitämiseksi. Markkinaa vahvemmalle kasvulle on siten nähdäksemme edellytykset myös jatkossa.



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



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

**Witted** | Kurssi: 5.60

**Osta** | Tavoitehintaa: 6.80

### Lähivuosina keskitytään kasvuun, näkyvyys kannattavuuspotentiaaliin kirkastuu kasvun hidastuessa

Liikevaihtoennusteemme laskivat aavistuksen ja kuluvan vuoden kannattavuusennusteemme nousivat lievästi. Vuonna 2022 ennustamme Wittedin liikevaihdon kasvavan 79 % 53,8 MEUR:oon (Ohjeistus: 50-60 MEUR) ja EBITA-liikevoiton olevan 0,7 MEUR (Ohjeistus: 0,7-1,3 MEUR) tai 1,3 % liikevaihdosta. Odotamme liikevaihdon kasvavan noin 41 % vuodessa (CAGR) 2021-2025 välillä, selvästi muuta markkinaa nopeammin. Ennusteemme vuoden 2025 liikevaihdolle (118 MEUR) sisältää jo vahvaa luottamusta yhtiön kasvun jatkumiselle, mutta on selvästi yhtiön orgaanisen kasvun tavoitetta (150 MEUR) varovaisempi. Kasvun hidastuessa odotamme EBITA-marginaalin vahvistuvan ja nousevan vuonna 2025 7,4 %:iin, joka on alle yhtiön 10 %:n tavoitteen. Freelancer-osaajien suuresta painosta johtuen odotamme yhtiön yltävän noin 8-10 %:n EBITA-marginaaliin, alle sektorin tyyppillisten tasojen.

### Pidämme osakkeen arvostusta hyvin houkuttelevana

Witted on lähes puhdasverinen kasvuyhtiö. Yhtiön liikevaihtokertoimet (2022e-2023e EV/S 1,3x-0,9x) ovat nähdäksemme houkuttelevat vahva liikevaihdon kasvunäkymä huomioiden sekä absoluuttisesti, että kotimaisten verrokkien mediaaneihin (2022e-2023e EV/S 1,1x-1,0x) nähden. Vuoteen 2025 katsova skenaariomme indikoi lähivuosille hyvin houkuttelevaa noin 22 %:n vuotuista tuottoa. Kasvun ja kannattavuuden tulevaan tasoon liittyy huomattavia epävarmuuksia, joita arvostuksen houkuttelevuus nähdäksemme kuitenkin kompensoi edelleen hyvin.

**Antti Luuro**

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

**Frans-Mikael Rostedt**

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

**Witted** | Kurssi: 5.60

**Osta** | Tavoitehintaa: 6.80

## Fellow Pankki: Hyvä startti

Olemme tarkistaneet Fellow Pankin kuluvan vuoden ennusteita ylöspäin liiketoiminnan odotettua nopeamman liikkeellelähdön seurauksena. Näkemyksemme yhtiön lähivuosien tulospotentialista ja osakkeen tuotto/riski-suhteesta on kuitenkin pysynyt ennallaan. Toistamme Fellow Pankin 0,45 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme H1-tuloksen alla.

### Liiketoiminta lähtenyt käyntiin mallikkaasti

Fellow Pankin liiketoiminta on lähtenyt käyntiin mallikkaasti, sillä yhtiö on kertonut sen lainakannan kasvaneen H1'22:n loppuun mennessä 112 MEUR:oon ja heinäkuussa edelleen noin 117 MEUR:oon. Antolainauskanta oli huhtikuussa toiminnan käynnistyessä arviomme mukaan vain noin 20 MEUR ja lainakannan kasvu onkin ollut viime kuukausina selvästi odotuksiamme rivakampaa. Arviomme mukaan tämä selittyy pitkälti sillä, että yhtiö on onnistunut konvertoimaan edeltäjä Fellow Financen vertaislainakantaa (toiminnan käynnistyessä ~140 MEUR) omaan taseeseensa odotuksiamme nopeammin. Tätä heijastellen olemme tarkastelleet kuluvan vuoden tuottoennusteitamme selvästi ylöspäin. Vuosien 2023-2024 kasvuennusteisiin emme ole kuitenkaan tehneet edellä esitettyjen johtopäätösten perusteella oleellisia muutoksia. Fellow Pankki kertoi kesäkuussa myös pienemmästä [yrittäjäkaupasta](#), jossa se osti taloudenhallinnan mobiilisovelluskehittäjä Mobify Invoices Oy:n. Olemme sisällyttäneet kaupan ennusteisiimme ja tämä on nostanut lähivuosien kuluennusteitamme noin 0,5 MEUR:lla. Mobifyn kulujen lisäksi tarkistimme arviotamme myös keväällä toteutetun fuusion aiheuttamista H1-kertakuluista ylöspäin.



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

**Fellow Pankki** | Kurssi: 0.42

**Vähennä** | Tavoitehinta: 0.45

## H1'22-tulos torstaina 25.8: Fokus liiketoiminnan ylösajon etenemisessä

Fellow Pankki julkaisee H1-tuloksensa torstaina 25.8. Odotamme yhtiön tuottojen asettuneen H1:illä 4,1 MEUR:oon ja liiketoiminnan kulujen olleen noin 5,8 MEUR, pitäen sisällään noin 1,0 MEUR:n kertakulut Fellow Financen ja Evli Pankin fuusioon liittyen. Luottotappiovarauksia ennustamme pankin kirjanneen H1-tulokseensa noin 1,3 MEUR:n edestä. Näin ollen odotuksemme raportoiduksi H1-liikevoitoksi on -3,0 MEUR ja kertakuluista oikaistuna -2,0 MEUR. Fellow Pankki on jo ennakkoon tiedottanut sen kuluvan vuoden tuloksen jäävän selvästi tappiolliseksi alkuvuonna toteutettuun fuusioon ja toiminnan ylösajoon liittyvistä kustannuksista johtuen. Näin ollen H1-raportissa tuloskehityksellä ei ole suurta merkitystä ja keskitymmekin erityisesti liiketoiminnan ylösajoa sekä palvelutarjonnan laajentamista koskeviin kommentteihin. Fellow Pankki [kertoi](#) elokuussa aloittaneensa yhteistyön saksalaisen Raisinin kanssa, minkä pitäisi pidemmällä aikavälillä tukea varainhankintaa ja talletuskannan kasvua. Yhteistyöhön liittyvät kommentit ovat H1-raportissa myös mielenkiintomme kohteena.

## Arvostuskuva ennallaan

Fellow Pankin arvostus ei saa liiketoiminnan ylösajovaiheesta johtuen tukea lähivuosien tulostasosta (2022-2023e P/E: neg ja 14x) ja arvostuskertoimissa joudutaan katsomaan aina vuoteen 2024 saakka. Ennustamallamme lähivuosien tulosparannuksella P/E-luku painuu 2024 ennusteillamme noin 7x tasolle. Taso olisi toteutuessaan absoluuttisesti matala, mutta ottaen huomioon laskenut sektoriarvostus (2022e: verrokkiryhmän mediaani P/E 7x) sekä lähivuosien tulosparannukseen liittyvä epävarmuus, emme näe osakkeen tarjoavan vielä riittävän houkuttelevaa tuotto/riski-suhdetta. Taseperusteisesti yhtiö arvostetaan P/B-kertoimella 1,1x, ja mielestämme arvostustaso hinnoittelee sisäänsä täysimääräisesti lähivuosien odotetun kannattavuusparannuksen.



**Matias Arola**

Analytikko

+358 40 935 3632

matias.arola@inderes.fi

**Fellow Pankki** | Kurssi: 0.42

**Vähennä** | Tavoitehinta: 0.45

## Sitowise: Kasvu vaatii panostuksia

Laskemme Sitowisen suosituksen lisää-puolelle (aik. osta) laskien tavoitehintamme 6,50 euroon (aik. 7,20 euroa). Q2-tulos oli tuloksen osalta odotuksiamme heikompi osin poikkeuksellisen aktiivisesta henkilöstökehityksestä johtuen. Loppuvuonna tuloksen odotetaan parantuvan ja ohjeistus säilyi muuttumattomana. Näkymät tulevaisuuteen ovat edelleen myönteiset markkinan aktiviteetin ja yhtiön vahvan tilauskannan myötä. Näemme kasvun jatkuvan lähivuosina niin orgaanisesti kuin yritysostoinkin, vaikka riskit nyt tulostason osalta ovatkin kohonneet. Kohonneiden riskien vuoksi arvostuksen nousuvara on maltillistunut, mutta potentiaali ja yhtiön laatu huomioiden tuotto-odotus on osingon kanssa säilynyt houkuttelevana.

### Q2-raportti oli odotuksia heikompi

Sitowisen liikevaihto nousi vertailukaudesta 11 %:lla noin 51,7 MEUR:oon ollen yli 50,9 MEUR:n ennusteamme. Iso osa kasvusta selittyy yhtiön tekemillä yritysostoilla, mutta myös orgaaninen liikevaihto oli kvartaalilla 4 %:n kasvussa. Tilauskanta oli edelleen vahvalla tasolla kasvaen 21 % vertailukaudesta, mikä tietää hyvää kasvunäkymille. Yhtiö panosti kvartaalilla omien sanojensa mukaan poikkeuksellisen paljon henkilöstökoulutuksiin, mikä vaikutti selvästi kannattavuuteen. Oikaistu EBITA laskikin vertailukaudesta 4,9 MEUR:oon (Q2'21: 5,9 MEUR). Osa yllä olevista kuluista on arviomme mukaan poikkeuksellisen panostamisen johdosta kertaluonteisen luonteen omaavia, mikä alentaa osin tulosallituksen pettymystä. Lisäksi koronan poissaoloilla oli vielä vaikutuksia. Yhteensä nämä ovat arviolta noin 1 MEUR. Loppuvuodelle jää kuitenkin H1:n tuloksen perusteella paljon parannettavaa.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Sitowise** | Kurssi: 5.50

**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.50

## Kasvunäkymät lähivuosille edelleen hyvät

Sitowise toisti heikosta tuloksesta huolimatta ohjeistuksensa vuodelle 2022. Yhtiö arvioi, että sekä liikevaihto että oikaistu EBITA euroissa kasvavat verrattuna vuoteen 2021. Yhtiö odottaa kannattavuuden paranevan H2:lla, mutta riskit tulospettymykselle ovat Q2:n jälkeen kohonneet. Markkinoiden kysyntä säilyi vahvana Q2:lläkin, mutta lyhyellä aikavälillä markkinaepävarmuudet voivat vaikuttaa asiakkaiden päätöksentekoon hidastavasti. Vielä merkittäviä vaikutuksia ei ole ollut. Heikkoon Q2-raporttiin nojaten laskimme ennusteitamme hieman. Odotamme yhtiön kasvun olevan vahvaa ja liikevaihdon nousevan nyt 11 %:lla noin 199 MEUR:oon vuonna 2022. Oikaistun EBITA:n odotamme nousevan 21,2 MEUR:oon liikevaihdon kasvun avulla. Lähivuosina ennustamme kasvun olevan noin 6 % vuosittain maltillistuen vuoden 2022 jälkeen. Kannattavuus paranee ennusteissamme (23-24e ka.: 11,6 %) heikomman jakson jälkeen volyymien nousun ja digitaalisten palvelujen osuuden kasvun myötä kohti yhtiön historiallisia tasoja ja tavoitteita (vähintään 12 %). Orgaanisen kasvun lisäksi yhtiö havittelee aktiivisesti yritysostoja, jotka luovat hyvän kasvuoption yhtiölle.

## Arvostus säilynyt maltillisena, mutta riskit ovat kasvussa

Sitowisen arvostus on mielestämme maltillinen (2022e: oik. EV/EBITDA: 10x, oik. P/E: 15x) yhtiön kasvunäkymiin nähden ja vuodelle 2023 arvostus (EV/EBITDA: 8x, P/E: 13x) laskee vielä selvästi. Hyväksymämme arvostustason alarajaan (EV/EBITDA: 11x, P/E: 18x) nähden osakkeessa olisi selvää nousuvaraa. Arvostuksessakin voi kuitenkin olla laskuvaraa, jos tulospettymykset jatkuvat, sillä haarukkamme perustelut osin nojaavat yhtiön tasaisen hyvään suorituskykyyn. Olemme kuitenkin luottavaisia lähivuosien hyvään kasvunäkymään, mihin nähden arvostus houkuttelee. Myös verrokkeihin nähden osake on mielestämme maltillisesti hinnoiteltu ja lisäksi 2-3 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta. DCF-laskelmamme arvo (8,1 euroa) on myös nykyistä kurssia korkeammalla.



**Olli Koponen**

Analytikko

+358 44 274 9560

olli.koponen@inderes.fi

**Sitowise** | Kurssi: 5.50

**Lisää** | Tavoitehintaa: 6.50

## Tulikivi: Kotiutamme voitot kurssirallin jälkeen

Tulikivi nosti keskiviikkona sekä liikevaihto- että liikevoitto-ohjeistustaan poikkeuksellisen hyvin jatkuneen viennin ja kotimaan tilausvirran vuoksi. Markkinalta tuleva uutisointi on viime aikoina ollut varsin myönteistä tulisjavalmistajan näkökulmasta (mm. kilpailija NunnaUunin vahva [kasvu](#)), mikä tukee lyhyen aikavälin näkymää. Arviomme mukaan nykyisessä markkinaympäristössä rajoitteet yhtiön kasvulle ovat väliaikaisesti vain tuotannon kapasiteetti ja komponenttipulan aiheuttamat haasteet. Houkuttelevasta kysyntäympäristöstä huolimatta osakkeen arvostus on mielestämme karannut sen fundamenteista, osakkeen noustua 100 % sitten viime päivityksemme. Laskemme suosituksemme myy-tasolle (aik. lisää), mutta positiivisia ennustemuutoksia ja laskenutta riskiprofiilia heijastellen nostamme tavoitehintaamme 0,70 euroon (aik. 0,50e).

### Tulikiven Q2-tulos julkistetaan perjantaina

Tulikiven päivitetty ohjeistus odottaa kuluvan vuoden liikevaihdon olevan 38-42 MEUR ja vertailukelpoisen liikevoiton paranevan selvästi (2021 oik. EBIT: 2,7 MEUR). Aiempi liikevaihtoennusteemme oli uuden ohjeistuksen alarajalla, kun taas tulkitsemme uuden sanallisen ohjeistuksen edellyttävän vanhaa 3,6 MEUR:n liikevoittoennustettamme korkeampaa kannattavuutta. Päivitetty Q2-liikevaihtoennusteemme on 11,3 MEUR, oikaistu liikevoittoennusteemme 1,7 MEUR, kun taas EPS-ennusteemme on 0,02 euroa. Vahvan tilausvirran ja positiivisen tulosvaroituksen seurauksena olemme nostaneet lähivuosien ennusteitamme ja oletamme Tulikiven myyvän Keski-Euroopan energiakriisin synnyttämän kysynnän seurauksena niin paljon, kuin tuotantokapasiteetti antaa myöden ja samalla nauttivan parantuneesta hinnoitteluvoimasta. Odotamme yhtiön investoivan tänä vuonna kasvuun ja saavuttavan ensi vuonna 14 %:n liikevaihdon kasvun markkinan myötätulessa ja vahvan tilauskannan tukemana. Tämän jälkeen yhtiön liikevaihto kääntyy ennusteissamme laskuun kotoilutrendin ja energiakriisin luoman kysynnän hiipuesssa. Ennusteissamme yhtiö saavuttaa 2023 tulossyklin huipulla 6,6 MEUR:n liikevoiton, jonka jälkeen liiketulos alenee kohti pidemmän aikavälin 4-4,3 MEUR:n tasoa laskeneen liikevaihdon ja heikentyneen suhteellisen kannattavuuden ajamana.



**Thomas Westerholm**

Analytikko

+358 50 541 2211

thomas.westerholm@inderes.fi

**Tulikivi** | Kurssi: 0.90

**Myy** | Tavoitehinta: 0.70



### Vahva markkinan imu mahdollistaa velkataakan sulattamisen

Vahvan markkinanäkymän myötä Tulikivi saa arviomme mukaan velkataakkaansa sulatettua aiempia odotuksiamme nopeammin, mikä laskee yhtiön riskiprofiilia ja avaa aiempaa monipuolisemmat mahdollisuudet allokoida pääomaa (mm. osingonjako ja yritysjärjestelyt). Odotamme nyt Tulikiven palaavan osingonmaksajaksi ensi vuonna, mikä tukee jatkossa osakkeen tuotto-odotusta. Toimialan pidemmän aikavälin kipupisteet (syklinen kysyntä, vaisu kasvunäkymä ja kireä kilpailu) ovat arviomme mukaan kuitenkin ennallaan.

### Nykyistä arvostusta on hankala perustella, etenkin jos katsoo lähivuosien kysyntäsyklin yli

Ennustemuutoksistamme huolimatta Tulikiven tulosperustaisesta arvostuksesta on mielestämme nykyisellä kurssitasolla vaikea hakea tukea. Lyhyellä aikavälillä yhtiö voi yllättää myönteisesti vahvan kysynnän myötätulessa, mutta meidän on vaikea nähdä skenaariota, jossa yhtiön normalisoitu tulostulos olisi noussut osakekurssin edellyttämälle tasolle. Myös DCF-mallimme indikoi 0,66 euron osakekohtaista arvoa laskeneesta pääoman kustannuksesta huolimatta (8,4 -> 8,2 %). Verrokkeihin nähden Tulikiveä hinnoitellaan vuosien 2022-2023 vahvan kysynnän avittamalla tuloksella niiden kanssa linjassa, mikä ei ole mielestämme kestävä taso.



**Thomas Westerholm**

Analyttikko

+358 50 541 2211

thomas.westerholm@inderes.fi

**Tulikivi** | Kurssi: 0.90

**Myy** | Tavoitehinta: 0.70

## Doktor.se:n rahoituskierrokselta tukea Oriolan pienen omistuksen arvolle

Ruotsalainen lehti DI kertoi, että ”nettilääkäri” firma Doktor.se on järjestänyt uuden rahoituskierroksen, jossa sen arvoksi on määritelty reilut 6 mrd SEK. Uutinen kertoo myös Doktor.se:n tähyävän edelleen pörssilistausta, joka on mainittu jo useasti aiemminkin. Oriola omisti ennen rahoituskierrosta Doktor.se:stä 7 %, jonka arvoksi on sen taseessa määritelty 34 MEUR. Tämä on myös meidän Oriolan osien summa -arvostuksessa käytetty arvostus, joka perustuu edellisen, keväällä 2021 tehdyn, rahoituskierroksen arvostukseen. Tällöin koko Doktor.se:n arvoksi kerrottiin noin 5,5 mrd SEK.

Doktor.se:n arvo on siis noussut noin 10 %, mutta tästä enemmistö on uutta pääomaa, kun yhtiö keräsi 280 MSEK uutta rahaa. Oriolan kannalta arvossa ei siis nähdäksemme ole oleellista muutosta. Oriola myi puolet silloisesta omistuksestaan keväällä 2021 ja on arviomme mukaan valmis myymään lisääkin sopivan hetken ja hinnan koittaessa. Tämä uutinen lähinnä tukee yhtiön ja meidän arviotamme Oriolan Doktor.se omistuksen arvosta. Doktor.se omistus vastaa noin 0,2 euroa Oriolan osaketta kohti.



**Rauli Juva**

Analyttikko

+358 50 588 0092

rauli.juva@inderes.fi

**Oriola** | Kurssi: 1.99

**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	10.55	-0.9 %	-10.6 %	Lisää	12.00	13.7 %	14.0	19.9	13.6	16.5	3.5	0.22	2.1 %	40
Admicom	61.20	-0.8 %	-27.6 %	Osta	65.00	6.2 %	26.4	26.3	23.7	24.0	10.0	1.30	2.1 %	305
Aiforia Technologies	3.78	-2.1 %	-27.6 %	Myy	4.00	5.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	3.0	0.00	0.0 %	97
Aktia Bank	10.44	1.2 %	-15.0 %	Osta	11.00	5.4 %	11.3	-	9.1	-	1.1	0.56	5.4 %	752
Alexandria Pankkiiriliike	8.20	0.0 %	1.9 %	Vähennä	8.50	3.7 %	12.3	7.9	11.1	6.7	2.8	0.64	7.8 %	82
Alma Media	9.90	-1.0 %	-8.5 %	Vähennä	11.00	11.1 %	14.9	11.7	15.1	13.2	4.1	0.38	3.8 %	815
Apetit	11.70	-0.8 %	-8.9 %	Vähennä	12.00	2.6 %	26.2	16.5	15.8	10.4	0.8	0.45	3.8 %	73
Aspo	8.00	-2.3 %	-29.6 %	Vähennä	8.50	6.3 %	6.3	14.0	10.8	13.4	1.8	0.46	5.8 %	251
Aspocomp Group	7.20	-1.1 %	20.0 %	Lisää	7.40	2.8 %	10.0	9.5	10.6	9.2	2.1	0.29	4.0 %	49
Avidly	5.44	0.4 %	5.0 %	Vähennä	5.50	1.1 %	21.3	473.9	14.0	32.5	3.0	0.00	0.0 %	32
Basware	39.55	0.0 %	30.7 %	Vähennä	40.10	1.4 %	230.1	neg.	94.3	53.7	9.1	0.00	0.0 %	571
Bittium	5.01	-1.4 %	-5.5 %	Lisää	5.50	9.8 %	81.8	60.7	27.5	24.3	1.5	0.05	1.0 %	178
Boreo	43.90	-5.4 %	-25.6 %	Lisää	52.00	18.5 %	30.5	24.9	19.5	15.7	3.3	0.44	1.0 %	117
CapMan	2.94	-1.2 %	-3.0 %	Lisää	3.30	12.1 %	10.4	8.5	13.9	10.9	3.2	0.16	5.4 %	466
Cargotec	34.84	-2.3 %	-20.5 %	Lisää	38.00	9.1 %	10.0	12.3	9.0	8.1	1.4	1.40	4.0 %	2246
Caverion	5.12	-1.7 %	-19.9 %	Osta	6.50	27.0 %	13.3	10.9	10.1	7.9	3.1	0.20	3.9 %	698
Cibus Nordic Real Estate (SEK)	185.00	-4.1 %	-36.4 %	Vähennä	170.00	-8.1 %	7.9	21.9	12.5	20.4	1.2	1.04	6.0 %	846
Consti Plc	10.10	-2.4 %	-16.5 %	Osta	13.00	28.7 %	11.1	9.0	9.2	7.1	2.2	0.47	4.7 %	78
Detection Technology	20.80	-1.9 %	-29.0 %	Vähennä	20.00	-3.8 %	34.4	26.4	21.8	15.5	4.0	0.29	1.4 %	309
Digia	7.04	-1.1 %	0.0 %	Lisää	8.00	13.6 %	12.8	14.1	10.4	10.2	2.5	0.20	2.8 %	188
Digital Workforce	4.12	-1.6 %	-37.4 %	Lisää	4.50	9.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	3.1	0.00	0.0 %	45
Duell	2.60	0.0 %	-64.3 %	Lisää	3.50	34.9 %	11.2	21.3	10.1	12.6	2.0	0.03	1.2 %	66
EAB Group	3.48	-0.3 %	14.1 %	Vähennä	3.50	0.6 %	9.1	6.8	16.4	12.1	2.0	0.15	4.3 %	48
EcoUp	3.82	-4.5 %	-41.9 %	Vähennä	5.75	50.5 %	176.5	817.8	22.6	16.5	1.5	0.03	0.8 %	33
Eezy	4.34	-1.4 %	-27.4 %	Vähennä	4.80	10.6 %	10.8	11.0	10.3	9.3	1.0	0.15	3.5 %	108
Efecte	10.40	-1.0 %	-20.6 %	Lisää	13.00	25.0 %	neg.	neg.	191.7	neg.	14.1	0.00	0.0 %	66

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
Elisa	53.28	0.2 %	-1.6 %	Vähennä	52.00	-2.4 %	23.2	21.0	22.7	20.3	6.9	2.15	4.0 %	8534
Endomines (SEK)	1.89	5.4 %	-25.7 %	Vähennä	2.10	11.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.5	0.00	0.0 %	499
Enedo	0.26	0.0 %	-25.9 %	Vähennä	0.26	0.8 %	neg.	494.8	15.4	11.7	2.7	0.00	0.0 %	17
Enersense International	5.95	0.8 %	-13.0 %	Myy	5.00	-16.0 %	neg.	neg.	162.2	10.8	2.3	0.10	1.7 %	96
eQ	23.35	-1.7 %	-9.3 %	Lisää	26.00	11.3 %	21.9	16.3	20.3	15.1	11.3	1.11	4.8 %	937
Etteplan	15.60	3.0 %	-7.7 %	Vähennä	15.50	-0.6 %	17.0	15.7	16.2	13.4	3.5	0.45	2.9 %	391
Evli	19.30	0.5 %	4.1 %	Vähennä	18.00	-6.7 %	19.3	12.4	16.6	10.6	4.9	1.45	7.5 %	467
Exel Composites	6.68	0.0 %	-17.5 %	Lisää	7.00	4.8 %	9.0	11.0	11.6	10.5	2.2	0.22	3.3 %	79
F-Secure	2.79	0.3 %	3.3 %	Osta	3.10	11.2 %	14.2	12.1	13.7	10.0	15.8	0.07	2.5 %	486
Faron Pharmaceuticals	2.40	0.4 %	-26.1 %	Lisää	2.80	16.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-6.9	0.00	0.0 %	132
Fellow Pankki	0.42	-0.5 %	-98.4 %	Vähennä	0.45	7.7 %	neg.	-	14.2	-	1.1	0.00	0.0 %	36
Fifax	0.80	-1.7 %	-37.9 %	Myy	0.70	-12.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.6	0.00	0.0 %	20
Finnair	0.44	-1.4 %	-26.6 %	Myy	0.35	-19.9 %	neg.	neg.	neg.	55.1	2.3	0.00	0.0 %	615
Fiskars	18.04	-1.4 %	-21.6 %	Lisää	20.00	10.9 %	11.4	10.1	11.6	8.9	1.7	0.86	4.8 %	1468
Fodelia	5.16	-1.5 %	-33.3 %	Vähennä	5.50	6.6 %	29.7	32.6	16.5	18.8	3.6	0.05	1.0 %	38
Fondia	7.00	0.0 %	-1.4 %	Lisää	7.00	0.0 %	22.5	17.4	16.8	10.9	5.5	0.28	4.0 %	27
Fortum	11.40	-5.6 %	-57.7 %	Vähennä	11.00	-3.6 %	neg.	neg.	47.3	57.2	-4.9	0.00	0.0 %	10130
Glaston	1.03	1.5 %	-9.2 %	Osta	1.20	15.9 %	12.5	11.5	9.8	7.5	1.2	0.04	3.9 %	87
Gofore	24.95	0.2 %	4.0 %	Vähennä	25.50	2.2 %	22.5	21.5	20.2	17.8	5.0	0.35	1.4 %	383
Harvia	18.32	-2.9 %	-68.8 %	Lisää	22.00	20.1 %	11.9	9.7	14.2	10.7	3.5	0.63	3.4 %	340
Heeros	4.14	1.7 %	-21.9 %	Vähennä	4.00	-3.4 %	89.1	neg.	31.9	61.1	3.1	0.00	0.0 %	21
Honkarakenne	4.97	1.6 %	-32.1 %	Lisää	6.00	20.7 %	8.9	4.8	8.4	3.6	1.6	0.25	5.0 %	29
Huhtamäki	38.54	-1.1 %	-0.9 %	Lisää	40.00	3.8 %	15.9	14.9	15.6	13.6	2.4	0.97	2.5 %	4022
Ilkka Oyj	4.02	-1.7 %	-15.5 %	Vähennä	4.00	-0.5 %	39.3	3035.9	21.4	41.3	0.6	0.20	5.0 %	102
Incap	14.02	0.6 %	-10.7 %	Lisää	16.00	14.1 %	15.0	11.7	12.8	9.9	4.8	0.18	1.3 %	410
Innofactor	0.95	-2.5 %	-37.2 %	Vähennä	1.00	5.2 %	11.0	9.6	8.8	8.3	1.3	0.05	5.3 %	34

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
Investors House	5.24	1.6 %	-6.1 %	Vähennä	5.30	1.1 %	19.1	16.2	8.3	6.9	1.1	0.31	5.9 %	33
Kamux	6.67	-1.3 %	-41.8 %	Osta	8.00	19.9 %	15.9	11.6	13.1	10.1	2.3	0.20	3.0 %	266
Kemira	12.50	-1.6 %	-6.2 %	Vähennä	13.00	4.0 %	11.5	11.1	12.8	11.2	1.4	0.58	4.6 %	1914
Kempower	19.73	4.5 %	70.8 %	Lisää	20.00	1.4 %	6157.9	459.3	136.9	90.9	11.2	0.00	0.0 %	1095
Kesko	22.58	-1.1 %	-23.0 %	Lisää	25.00	10.7 %	15.2	13.7	16.2	14.3	3.3	1.07	4.7 %	8964
Kesla	4.85	0.0 %	-17.5 %	Vähennä	4.50	-7.2 %	40.6	76.5	11.2	14.0	1.2	0.10	2.1 %	16
Kone	40.66	-3.1 %	-35.5 %	Lisää	51.00	25.4 %	24.4	17.8	18.7	12.8	7.3	1.70	4.2 %	21077
Konecranes	25.31	-3.4 %	-28.0 %	Lisää	30.00	18.5 %	12.6	13.6	10.1	8.6	1.5	1.25	4.9 %	1997
Kreate Group	9.20	0.9 %	-18.9 %	Osta	12.00	30.4 %	10.9	9.5	9.5	7.9	1.8	0.47	5.1 %	81
Lamor	4.80	-0.8 %	4.1 %	Lisää	5.50	14.6 %	14.8	9.5	13.4	7.6	1.9	0.05	1.0 %	129
LapWall	3.50	-1.4 %	12.6 %	Lisää	4.00	14.3 %	9.4	6.6	11.8	8.8	3.3	0.16	4.6 %	49
Lassila Tikanoja	11.24	-2.6 %	-16.4 %	Lisää	12.50	11.2 %	14.5	14.5	13.9	12.9	1.9	0.46	4.1 %	428
LeadDesk	9.78	-2.2 %	-53.4 %	Osta	14.00	43.1 %	neg.	neg.	50.9	neg.	3.0	0.00	0.0 %	55
Lehto Group	0.35	-1.9 %	-59.0 %	Vähennä	0.35	-0.8 %	neg.	neg.	9.1	12.6	0.3	0.00	0.0 %	30
Lemonsoft	14.00	0.0 %	-22.2 %	Vähennä	11.80	-15.7 %	48.0	50.7	38.3	41.2	11.0	0.14	1.0 %	257
Lifa Air	1.40	9.8 %	-51.7 %	Vähennä	1.25	-10.7 %	4.6	5.3	11.2	7.3	0.9	0.00	0.0 %	14
Loihde	12.20	-1.2 %	-24.7 %	Lisää	15.00	23.0 %	15.8	37.6	13.4	neg.	0.7	0.38	3.1 %	68
Marimekko	12.02	-9.2 %	-29.0 %	Vähennä	13.00	8.2 %	19.0	14.5	18.9	13.9	7.3	0.42	3.5 %	488
Martela	3.61	0.3 %	57.6 %	Lisää	4.10	13.6 %	16.1	1.8	10.0	9.4	0.8	0.09	2.5 %	16
Merus Power	7.75	-0.4 %	-8.7 %	Lisää	8.20	5.8 %	121.3	71.0	52.3	39.7	4.4	0.00	0.0 %	59
Metso Outotec	8.17	-3.7 %	-12.6 %	Lisää	8.30	1.6 %	16.1	14.7	13.6	9.6	2.8	0.35	4.3 %	6758
Metsä Board	8.45	-2.5 %	-1.9 %	Lisää	10.00	18.3 %	7.8	6.2	12.0	9.9	1.5	0.50	5.9 %	3004
Musti Group	21.86	-3.0 %	-29.4 %	Lisää	23.00	5.2 %	30.7	25.9	24.7	19.5	4.5	0.50	2.3 %	733
Neste	49.80	-2.2 %	14.9 %	Vähennä	46.00	-7.6 %	18.7	14.3	20.8	17.1	4.5	1.35	2.7 %	38244
Netum	4.08	0.0 %	-8.5 %	Lisää	4.60	12.7 %	16.0	21.0	12.8	14.6	3.7	0.15	3.7 %	47
Nexstim	4.53	0.3 %	-5.3 %	Vähennä	4.40	-2.8 %	16.5	25.8	neg.	neg.	6.3	0.00	0.0 %	32

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
Next Games	2.06	-1.4 %	80.9 %	Vähennä	2.10	2.2 %	neg.	neg.	neg.	neg.	4.4	0.00	0.0 %	63
Nightingale Health	2.11	-1.6 %	-42.6 %	Osta	4.00	89.6 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.1	0.00	0.0 %	128
Nixu	6.24	-2.2 %	-11.1 %	Lisää	7.30	17.0 %	neg.	244.0	24.7	21.3	3.7	0.00	0.0 %	46
NoHo Partners	7.80	-2.3 %	2.4 %	Osta	10.00	28.2 %	12.3	14.1	10.9	13.9	1.8	0.20	2.6 %	160
Nokia	4.97	-1.9 %	-10.8 %	Lisää	5.70	14.6 %	12.3	9.6	11.6	7.7	1.5	0.12	2.4 %	27797
Nokian Renkaat	10.54	-5.8 %	-68.4 %	Lisää	12.00	13.9 %	7.6	neg.	13.2	11.6	1.0	0.55	5.2 %	1456
Norrhydro Group	3.69	0.0 %	-14.5 %	Vähennä	4.10	11.0 %	22.8	22.7	20.5	15.0	3.4	0.05	1.4 %	40
Nurminen Logistics	0.86	-4.9 %	-56.0 %	Lisää	1.00	16.1 %	9.9	14.6	6.9	7.7	3.8	0.02	2.3 %	67
Oma Säästöpankki	20.25	-1.7 %	18.4 %	Lisää	23.00	13.6 %	11.3	-	11.4	-	1.6	0.40	2.0 %	606
Optomed	4.09	-1.9 %	-58.2 %	Lisää	4.50	9.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	3.7	0.00	0.0 %	61
Oriola	1.99	1.0 %	-0.6 %	Lisää	2.30	15.5 %	17.8	5.8	15.4	9.5	1.5	0.05	2.5 %	361
Orion	46.51	-0.2 %	27.4 %	Lisää	52.00	11.8 %	16.6	12.4	29.4	21.9	7.3	1.55	3.3 %	6532
Orthex	6.19	1.3 %	-43.9 %	Vähennä	7.00	13.1 %	20.2	15.6	13.8	11.6	3.2	0.19	3.1 %	109
Outokumpu	4.21	-2.7 %	-23.5 %	Lisää	4.80	14.0 %	2.1	1.6	13.0	6.0	0.5	0.20	4.8 %	1904
Ovaro Kiinteistösjöjitus	3.15	-0.3 %	2.9 %	Vähennä	2.90	-7.9 %	neg.	neg.	19.4	16.9	0.6	0.00	0.0 %	27
Panostaja	0.64	0.0 %	-12.6 %	Vähennä	0.64	0.0 %	12.4	10.3	neg.	29.8	0.8	0.03	4.7 %	33
Partnera Oyj	1.33	2.3 %	-40.4 %	Vähennä	1.50	12.8 %	17.9	101.8	13.4	19.1	0.7	0.04	3.0 %	48
Pihlajalinna	10.92	0.7 %	-13.6 %	Vähennä	11.50	5.3 %	9.2	28.2	14.1	18.3	1.9	0.32	2.9 %	246
Piippo	3.02	-6.8 %	-10.7 %	Myy	3.00	-0.7 %	18.6	24.1	12.0	15.6	0.5	0.05	1.7 %	3
Ponsse	27.60	-0.2 %	-34.6 %	Vähennä	29.00	5.1 %	17.1	12.4	13.2	8.8	2.3	0.85	3.1 %	773
PunaMusta Media	5.65	0.0 %	2.7 %	Vähennä	5.60	-0.9 %	90.0	59.5	27.0	29.7	1.6	0.20	3.5 %	70
Purmo Group	11.50	0.0 %	-19.0 %	Osta	13.00	13.0 %	10.7	11.5	10.0	8.6	1.2	0.37	3.2 %	472
Puulo	5.01	-2.7 %	-46.4 %	Osta	6.00	19.6 %	15.0	13.3	13.4	11.4	6.0	0.27	5.4 %	425
QPR Software	0.87	0.7 %	-53.2 %	Vähennä	0.90	3.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	5.3	0.00	0.0 %	13
Qt Group	60.34	-3.1 %	-54.8 %	Osta	80.00	32.6 %	41.9	39.9	33.6	26.8	17.8	0.00	0.0 %	1537
Raisio Vaihto-osake	2.17	-0.2 %	-35.8 %	Lisää	2.50	15.5 %	26.5	16.0	18.8	13.1	1.3	0.10	4.6 %	343

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
Rapala VMC	5.22	2.6 %	-40.1 %	Lisää	6.50	24.5 %	20.5	20.4	11.2	9.6	1.4	0.10	1.9 %	201
Raute	9.98	-0.2 %	-49.6 %	Vähennä	11.00	10.2 %	neg.	neg.	26.4	21.6	2.1	0.00	0.0 %	42
Reka Industrial	3.77	-2.1 %	-2.6 %	Vähennä	3.60	-4.5 %	16.4	5.8	11.3	6.9	1.6	0.10	2.7 %	22
Relais Group	12.15	-3.6 %	-53.8 %	Lisää	14.00	15.2 %	16.0	42.3	13.3	32.2	2.7	0.30	2.5 %	220
Remedy Entertainment	21.65	-2.5 %	-45.5 %	Lisää	26.00	20.1 %	neg.	neg.	neg.	neg.	3.5	0.17	0.8 %	289
Revenio Group	49.02	-0.2 %	-11.8 %	Vähennä	52.00	6.1 %	50.7	41.5	44.1	34.6	13.9	0.51	1.0 %	1307
Robit	2.51	-3.8 %	-37.7 %	Lisää	3.30	31.5 %	14.5	12.9	9.3	8.8	1.0	0.10	4.0 %	52
Rovio	6.17	-1.6 %	-6.2 %	Lisää	7.50	21.5 %	14.0	8.6	14.4	7.1	2.2	0.12	1.9 %	471
Rush Factory Plc	1.50	-1.6 %	-37.8 %	Vähennä	1.90	26.7 %	neg.	neg.	7.2	6.9	13.1	0.00	0.0 %	3
Sampo	44.96	-0.3 %	2.0 %	Lisää	46.00	2.3 %	18.7	11.5	19.0	12.2	2.0	2.83	6.3 %	23318
Sanoma	14.16	0.0 %	4.0 %	Vähennä	14.00	-1.1 %	18.2	20.6	16.5	17.3	3.1	0.58	4.1 %	2306
Scanfil	6.56	0.9 %	-12.1 %	Lisää	7.60	15.9 %	12.8	11.3	11.4	8.9	1.9	0.21	3.2 %	422
Sievi Capital	1.29	-4.1 %	-32.5 %	Lisää	1.50	15.9 %	40.3	29.0	5.5	3.6	0.8	0.05	3.9 %	75
Silli Solutions	15.20	-1.9 %	4.1 %	Osta	17.50	15.1 %	12.2	11.4	11.0	9.8	3.5	0.40	2.6 %	106
Sitowise Group	5.50	-6.6 %	-31.7 %	Lisää	6.50	18.2 %	14.8	15.8	12.7	10.8	1.6	0.14	2.5 %	194
Solteq	2.03	-2.2 %	-56.6 %	Lisää	2.30	13.3 %	25.7	21.6	13.6	12.0	1.4	0.02	1.0 %	39
Solwers	5.44	0.0 %	-34.5 %	Vähennä	7.00	28.7 %	16.0	14.0	14.0	11.7	1.4	0.07	1.3 %	47
Soprano	0.69	0.7 %	97.4 %	Myy	0.36	-48.2 %	72.8	37.3	27.9	24.3	3.7	0.00	0.0 %	13
Sotkamo Silver (SEK)	1.12	-0.5 %	-28.4 %	Vähennä	1.10	-2.1 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.0	0.00	0.0 %	225
Springvest	6.20	-1.0 %	-23.8 %	Vähennä	6.70	8.1 %	57.3	40.3	52.7	37.2	2.0	0.08	1.3 %	34
SRV Group	4.34	0.9 %	-8.2 %	Lisää	5.30	22.1 %	10.1	neg.	6.0	8.6	0.6	0.00	0.0 %	73
Stora Enso	15.23	-2.3 %	-5.6 %	Vähennä	16.00	5.1 %	8.7	9.1	12.6	10.9	1.1	0.65	4.3 %	12010
Suominen	3.04	-2.7 %	-41.4 %	Vähennä	3.30	8.7 %	neg.	87.7	12.8	10.1	1.2	0.10	3.3 %	174
Taaleri	10.64	-0.6 %	-5.0 %	Lisää	11.00	3.4 %	12.4	7.3	12.2	6.7	1.4	1.02	9.6 %	306
Talenom	10.82	-3.0 %	-7.5 %	Vähennä	12.50	15.5 %	36.0	29.9	30.9	25.3	9.5	0.20	1.8 %	486
Tecnotree	0.61	-3.9 %	-58.5 %	Lisää	0.80	30.9 %	14.2	10.0	10.6	6.9	2.3	0.00	0.0 %	187

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
Teleste	3.85	-1.3 %	-26.5 %	Vähennä	3.90	1.3 %	neg.	63.1	15.1	14.7	1.1	0.10	2.6 %	70
Telia Company (SEK)	38.03	0.6 %	7.4 %	Lisää	41.00	7.8 %	21.3	19.0	18.8	18.3	1.9	2.10	5.5 %	150660
Terveystalo	9.25	0.2 %	-21.9 %	Lisää	11.00	18.9 %	16.6	18.5	14.0	13.8	1.8	0.32	3.5 %	1174
Tietoevry	26.10	-1.5 %	-5.0 %	Osta	31.00	18.8 %	11.1	14.5	10.0	11.4	1.7	1.40	5.4 %	3091
Titanium	14.20	-2.1 %	-5.3 %	Osta	16.00	12.7 %	10.6	8.2	9.7	7.0	5.5	1.13	8.0 %	145
Toivo Group	2.29	3.2 %	-21.4 %	Vähennä	2.30	0.4 %	6.7	8.7	6.0	9.6	1.7	0.00	0.0 %	125
Tokmanni Group	12.46	-1.5 %	-36.6 %	Lisää	14.00	12.4 %	12.5	12.3	12.0	12.4	2.9	0.70	5.6 %	733
Tulikivi	0.90	5.3 %	87.4 %	Myy	0.70	-21.9 %	14.9	12.3	10.8	8.6	4.1	0.00	0.0 %	53
United Bankers	13.90	0.0 %	-2.1 %	Vähennä	14.00	0.7 %	15.7	10.7	13.0	8.5	3.3	0.80	5.8 %	148
UPM-Kymmene	33.80	-0.4 %	1.0 %	Lisää	33.00	-2.4 %	13.1	13.3	15.0	13.5	1.6	1.30	3.8 %	18032
Vaisala	42.70	0.8 %	-19.9 %	Vähennä	43.50	1.9 %	27.9	23.9	24.2	20.6	6.1	0.74	1.7 %	1555
Valmet	26.86	-1.8 %	-28.8 %	Osta	32.00	19.1 %	13.8	12.6	12.8	11.2	2.1	1.30	4.8 %	4956
Valoe	0.06	12.3 %	-22.9 %	Vähennä	0.07	9.4 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-3.9	0.00	0.0 %	25
Verkkokauppa.com	4.04	-1.5 %	-43.3 %	Vähennä	4.00	-1.0 %	30.8	23.7	17.2	12.8	6.2	0.26	6.4 %	183
Viafin Service	14.35	-2.4 %	-2.0 %	Osta	17.00	18.5 %	15.9	7.1	15.3	6.1	2.3	0.45	3.1 %	50
Vincit	6.13	-2.4 %	-23.6 %	Osta	7.20	17.5 %	11.8	14.6	10.2	9.1	2.3	0.22	3.6 %	100
WithSecure Corporation	1.77	-1.7 %	-29.9 %	Lisää	2.20	24.1 %	neg.	neg.	neg.	neg.	2.3	0.00	0.0 %	309
Witted Megacorp	5.60	-1.8 %	13.2 %	Osta	6.80	21.4 %	82.7	106.9	34.5	22.7	7.2	0.00	0.0 %	78
Wulff Group	3.58	-1.1 %	-27.2 %	Osta	4.70	31.3 %	9.2	8.5	7.9	7.1	1.2	0.14	3.9 %	24
Wärtsilä	8.55	-4.0 %	-30.8 %	Lisää	9.50	11.1 %	17.8	38.2	15.0	11.4	2.3	0.34	4.0 %	5058
YIT Corporation	3.30	-3.2 %	-23.4 %	Lisää	4.00	21.1 %	10.2	12.3	10.1	11.0	0.8	0.15	4.5 %	690



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

### **Antti Luiro**

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

### **Antti Siltanen**

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

### **Antti Viljakainen**

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

### **Atte Riikola**

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

### **Eemeli Oikarainen**

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

### **Erkki Vesola**

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

### **Frans-Mikael Rostedt**

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

### **Joni Grönqvist**

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

### **Joonas Korkiakoski**

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

### **Juha Kinnunen**

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

### **Kasper Mellas**

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

### **Marianne Palmu**

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

### **Matias Arola**

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

### **Olli Koponen**

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

## Yhteystiedot 2/2

### **Olli Vilppo**

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

### **Pauli Lohi**

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

### **Petri Gostowski**

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

### **Rauli Juva**

Analyytikko  
+358 50 588 0092  
rauli.juva@inderes.fi

### **Roni Peuranheimo**

Analyytikko  
+358 505610455  
roni.peuranheimo@inderes.fi

### **Sara Hämäläinen**

Analytikkoharjoittelija  
+358 44 585 9909  
sara.hamalainen@inderes.fi

### **Sauli Vilén**

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

### **Thomas Westerholm**

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

### **Tommi Saarinen**

Analyytikko  
+358 400530573  
tommi.saarinen@inderes.fi