



# Admicom laaja raportti: Arvonluontia rakennusalaan digitalisoimalla

17.03.2023

## AAMUKATSAUKSESSA TÄNÄÄN

- EKP:n korkopäätös: Yhdet vielä ja sitten lasku?
- Aspocomp laaja raportti: Suvantovaiheen kautta takaisin kasvuun
- Nokian Renkaat sai 285 MEUR Venäjän toiminnoista
- EcoUp: Käänne pisteet lähestyvät
- Koskisen: Arvostus ei vielä houkuttele
- Nightingale health: IFRS-maailmaan ennen puolivuotiskatsausta
- Topdanmark laajentuu Tanskassa yrityskaupalla

## Markkinakatsaus

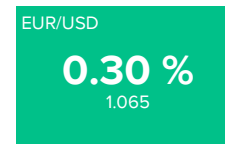
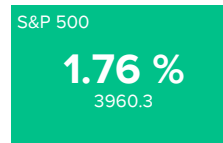
**Kehittyneillä markkinoilla** Euroopassa nähtiin keskiviikkona nousupäivä (Eurostoxx 600 +1,2 %). Yhdysvalloissakin nähtiin vahva nousupäivä viime aikojen hermoilun jälkeen: Nasdaq nousi 2,7 %, Dow Jones 1,2 % ja S&P 500 1,8 %.

**Aasian markkinoilla** aloitettiin päivä nousutunnelmissa. Japanin Nikkei oli aamukahdeksalta 1,1 % ja Kiinan Shanghai Composite 1,4 % nousussa.

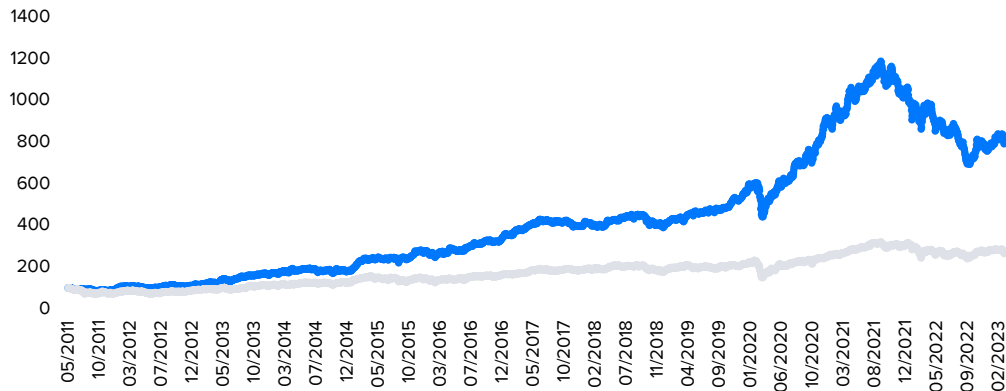
**Valuuttamarkkinalla** euron kurssi dollaria vastaan liikkui aamulla 1,06 dollarissa.

**Raaka-ainemarkkinalla** öljyn hinta oli aamulla nousussa ja Brent-futuurit liikkuiivat 75,5 dollarissa/bbl (+1,0 %). Vuoden alusta öljyn hinta on 12,1 % miinuksella.

## Indeksit



## Inderes mallisalkku



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

1kk

**-4%**

1 vuosi

**-17%**

3 vuotta

**74%**

Aloituksesta

**696%**

## Viimeisimmät raportit inderes.fi-palvelussa

### Arvostus ei vielä houkuttele

17.03.2023 | Koskisen | Vähennä

### Suvantovaiheen kautta takaisin kasvuun

17.03.2023 | Aspocomp | Lisää

### Käännepisteet lähestyvät

17.03.2023 | EcoUp | Vähennä

### Arvonluontia rakennusala digitalisoimalla

17.03.2023 | Admicom | Osta

### IFRS-maailman ennen puolivuotiskatsausta

16.03.2023 | Nightingale Health | Vähennä

### Eteenpäin on menty

16.03.2023 | Panostaja | Vähennä

### Inderes Group - Jan-Feb sales broadly in line with our Q1 expectation - SEB

15.03.2023 | Inderes Group |

### Huomio taseen tervehdyttämisessä

15.03.2023 | Rush Factory | Vähennä

### Tulos rakenteellisella kasvutrendillä

14.03.2023 | Fiskars Group | Lisää

### Aktiivisemman pääoman allokoinnin aika

10.03.2023 | Aspo | Lisää

## InderesTV



ROAST Boreo ma 20.3. klo 14:00



Aspocomp Q4'22: Kasvu taittui



Fiskars: Kasvua horisontissa

## Seuraa meitä somessa



Facebook  
> 20t seuraajaa



YouTube



Twitter



Inderes  
Sijoitusfoorumi

## Makrotapahtumat, 17.3.2023

**12.00 Euroalue: HICP-hintaindeksi, MM (%) helmi**, ennuste (Reuters) 0,8 /edellinen -0,2

**12.00 Euroalue: HICP-hintaindeksi, YY (%) helmi**, ennuste (Reuters) 8,5 /edellinen 8,5

**12.00 Euroalue: HICP-pohjahinnat, MM (%) helmi**, ennuste (Reuters) 0,8 /edellinen 0,8

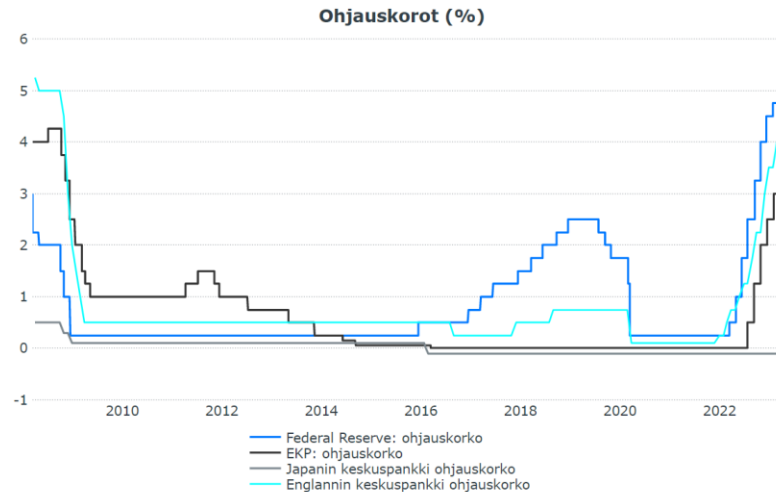
**12.00 Euroalue: HICP-pohjahinnat, YY (%) helmi**, ennuste (Reuters) 5,6 /edellinen 5,6

**15.15 USA: Teollisuustuotanto MM (%) helmi**, ennuste (Reuters) 0,4 /edellinen 0,0

**15.15 USA: Kapasiteetin käyttöaste helmi**, ennuste (Reuters) 78,5 /edellinen 78,3

**16.00 USA: Michigan-luottamusindeksi, alustava maaliskuu**, ennuste (Reuters) 67,0 /edellinen 67,0

## EKP:n korkopäätös: Yhdet vielä ja sitten lasku?



Source: Refinitiv Datastream, Inderes

EKP:n torstaisen korkopäätöksen ympärillä oli paljon spekulatioita, mutta keskuspankki teki sen mitä aiemmassa viestinnässään lupasi eli nosti kaikkia keskeisiä korkojaan 50 korkopisteellä. Ohjaukset on nyt 3,5 %:n tasolla ja talletuskorko 3,0 %:ssa. Tulevaisuuden osalta paljon epävarmuuksia on ilmassa, mutta korkohuippu lienee jo lähellä.



**Marianne Palmu**

Ekonomisti, Aamukatsauksen

tuottaja

+358 50 339 1521

marianne.palmu@inderes.fi

**EKP:n päivitetty ennusteet**

	2023	2024	2025
<b>BKT</b>			
Maaliskuu	1,0 %	1,6 %	1,6 %
Joulukuu	0,5 %	1,9 %	1,8 %
<b>Inflaatio</b>			
Maaliskuu	5,3 %	2,9 %	2,1 %
Joulukuu	6,3 %	3,4 %	2,3 %

Hintavakaus on edelleen keskuspankin ykköstavoite, mutta viime päivien tapahtumien jälkeen puheisiin oli tullut myös rauhoitteleva sävy pankkijärjestelmän riskeihin liittyen, kuten odottaa saattoi. Tiedotteen mukaan ”euroalueen pankit ovat vakavaraisia ja kykenevät hyvin selviytymään maksutarpeistaan. Euroalueen rahoitusjärjestelmälle pystytään tarvittaessa tarjoamaan likviditeettiä, jotta rahapolitiikan vaikutus voi välittyä talouteen toivotusti.” Myös pääjohtaja Christine Lagarde korosti puheessaan sitä, että keskuspankilla on työkaluja rahoitusvakauden turvaamiseksi. EKP:lle jäi varmistelijan rooli, kun Sveitsin keskuspankki otti pelastusrenkaan käyttöön eilen Credit Swissen kohdalla.

**Entistä kirikkaampi talouskuva**

Pieniä positiivisia signaaleitakin päätöksestä löytyi, sillä arviot talouskasvusta nousivat joulukuun ennusteista. Myös arviot 2023-inflaatiosta laskivat hieman, mutta sen tuoman ilon pilasi pohjahintojen nousu, joka on odotettua sitkeämpää. Tämä puoltaisi koronnostojen jatkumista. Ennusteet on tosin koostettu ennen viime päivien jännitteitä pankkisektorilla, joten niissä on olemassa pieni tarkistuksen mahdollisuus.

**Marianne Palmu**

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

Poukkoileva markkinatilanne on johtanut siihen, että keskuspankillakin näkyvyys tulevaan on heikentynyt. Itse korkopäätöksessä ei nimittäin enää viestitty rahapolitiikan suunnasta tulevissa kokouksissa. Helmikuun päätöksessä keskuspankki jo vihjasi 50 korkopisteen nostosta myös maaliskuussa, mutta nyt korostettiin epävarmuutta ja datariippuvuutta. Pääjohtaja Lagarde tyytyi lehdistötilaisuudessa toteamaan, että tehtävää on vielä, mikäli eurotalous käyttäytyy kuten ennustettu, ts. inflaatio pysyy odotetun korkeana. Ehdollisuus kuitenkin korostui vastauksissa, joten tuumimistaukokin rahapolitiikassa on mahdollinen.

Yhdet vielä ja sitten lasku lienee torstain kokouksen kepeämpi sanoma. Rahapolitiikassa on vielä korotusvaraa, mutta nykyisessä epävarmassa tilanteessa on entistä vaikeampi nähdä ohjauskoron nousevan yli 4 %:iin. Sen sijaan korko voi jämähtää totuttua selvästi korkeammalle tasolle pidemmäksi aikaa.

Makrokatsauksen otsikkoinnoittajana oli tällä kertaa Irwin. Kiitos Sijoitusfoorumin aktiiveille ehdotuksesta.

**Marianne Palmu**

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

## Admicom laaja raportti: Arvonluontia rakennusalaan digitalisoimalla

Toistamme Admicomin osta-suosituksen ja 52,0 euron tavoitehinnan. Yhtiöllä on takanaan jo erittäin vahva kannattavan kasvun vuosikymmen Suomessa ja päivitetystä strategiassa seuraavaa kasvuloikkaa haetaan Euroopan rakennusalaan digitalisoimalla. Osakkeen arvostus näyttää jo selvästi yhtiön tavoitteita varovaisemmilla ennusteillamme maltilliselta Admicomin kiinnostavaan sijoitusprofiiliin peilattuna ja pitkällä aikavälillä potentiaalia on myös selvästi parempaan. Isoin kysymysmerkki tavoitteiden suhteen on vielä kansainvälistymisessä onnistuminen, mutta myös Suomessa riittää vielä paljon kasvumahdollisuuksia. Admicomista julkaistu laaja analyysiraportti on vapaasti luettavissa [täältä](#).

### Rakennusalan pk-yritysten laaja-alainen SaaS-ohjelmistotoimittaja

Admicomin ratkaisutarjooman ytimessä on erityisesti pk-yrityksille kehitetty Adminet-toiminnanohjausjärjestelmä ja sitä täydentävät tilitoimistopalvelut. Asiakastarpeen mukaan skaalautuvana SaaS-ohjelmistona tarjottavan ratkaisun ydinajatus perustuu pitkälle vietyyn automaatioon sekä rakennusalan erityispiirteet huomioivaan kokonaisratkaisuun. Yhtiön viime vuosina tekemät yrityskaupat (Tocoman, Aitio Finland, Hillava, Planman ja Kotopro) ovat laajentaneet tarjontaa muun muassa kustannuslaskennan, projektinhallinnan sekä dokumentoinnin alueilla. Samalla laajentunut asiakaskunta (2022: >3000, +50 %) tarjoaa paljon lisä- ja ristiinmyyntipotentiaalia tulevana vuosina.

### Kiinnostava sijoitusprofiili ja suuri markkinapotentiaali



**Atte Riikola**

Analytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Admicom** | Kurssi: 42.35

**Osta** | Tavoitehinta: 52.00



Admicomin sijoitusprofiilissa yhdistyy vahva kasvu, erinomainen kannattavuus ja kassavirta sekä liiketoimintamallin hyvä jatkuvuus, skaalautuvuus ja ennustettavuus. Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 32 % vuosina 2015-2022 ja EBITA-marginaali oli viime vuonna 43 %. Admicomilla on selkeitä kilpailuetuja tiukan toimialafokuksen, ohjelmistotarjooman laaja-alaisuuden, pitkälle viedyn automaation sekä skaalautuvuuden ansiosta. Yhtiön nykyiset kohdemarkkinat Suomessa (323 MEUR) tarjoavat jo runsaasti kasvupotentiaalia niin orgaanisesti kuin yritysostoin, jonka lisäksi kansainvälisellä laajentumisella markkinapotentiaali on mahdollista moninkertaistaa. Rakennusalan digitalisaation aste on edelleen selvästi muita toimialoja jäljessä ja tulevana vuosikymmeninä toimialan digitalisoituminen tulee tarjoamaan valtavasti kasvumahdollisuuksia tämän parissa työskenteleville yrityksille.

### Lisättyjen kasvupanostusten pitäisi näkyä kiihtyvänä kasvuna vuodesta 2025 eteenpäin

Pidämme Admicomin erikoistumista rakennusalan ohjelmistoihin järkevänä, sillä selkeä toimialafokus tuo synergioita niin asiakaskokemuksen, tuotekehityksen kuin myynnin ja markkinoinnin näkökulmasta. Panostukset näille alueille painavat yhtiön kannattavuutta lähivuosina, mutta onnistuessaan mahdollistavat kiihtyvän kasvun ja jälleen asteittain paranevan kannattavuuden keskipitkällä aikavälillä. Kasvun osalta Admicomin tavoitteita varovaisemmilla ennusteillamme odotamme lähivuosilta 5-6 %:n liikevaihdon kasvua ja kasvun kiihtyvän 10 %:iin 2025-2026. EBITA-marginaalin (2023e: 37 %) ennustamme paranevan 41 %:iin vuoteen 2026 mennessä. Tämä tarkoittaisi oikaistun EPS:n laskevan tänä vuonna 10 % ja keskimäärin noin 12 %:n tuloskasvua vuosina 2024-2026.

### Arvostus on houkutteleva pitkän aikavälin kasvupotentiaaliin peilattuna



**Atte Riikola**

Analyytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Admicom** | Kurssi: 42.35

**Osta** | Tavoitehintaa: 52.00

Ennusteillamme Admicomin vuosien 2023-2024 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 17x ja 15x, jotka asettuvat yhtiölle arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan (15x-20x) alalaidalle. Arvostuskertoimet painuvat kuitenkin nopeasti houkuttelevalle tasolle (2025-2026e EV/EBIT 13x-11x), mikäli Admicomin kasvuvauhti lähtee jälleen piristymään edes ennusteidemme mukaisesti. Yhtiön tavoittelemalla kasvuvauhdilla arvostus olisi vielä selvästi matalampi heijastellen yhtiössä piilevää pitkän aikavälin potentiaalia. Uskomme fragmentoituneen kohdemarkkinan tarjoavan myös hyviä mahdollisuuksia arvoa luoville yritysjärjestelyille, mikä antaa tukea pitkän aikavälin tuotto-odotukselle.



**Atte Riikola**

Analyytikko

+358 44 593 4500

atte.riikola@inderes.fi

**Admicom** | Kurssi: 42.35

**Osta** | Tavoitehintaa: 52.00

## Aspocomp laaja raportti: Suvantovaiheen kautta takaisin kasvuun

Toistamme Aspocompille lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehintamme 7,0 euroon (aik. 8,0 €) ennakoitua heikomman Q4-raportin jälkeen. Silti vuosi 2022 oli yhtiölle ennätyksellinen ja näkymä vuoteen 2023 on kohtuullisen hyvä. Keskipitkällä aikavälillä näemme yhtiöllä vahvat edellytykset kannattavaan kasvuun aiempien oikeiden strategisten valintojen ansiosta. Näemme mahdollisuuksia erityisesti puolijohdeteollisuudessa, jossa yhtiöllä on jo vahva asema, ja lähivuosina kasvavalla turvallisuus- ja puolustussektorilla. Osakkeen arvostus on tällä hetkellä kohtuullinen (2023e P/E alle 11x), mikä pitää meidän positiivisena selkeistä ulkoisista riskeistä huolimatta. Yhtiöstä julkaistu laaja raportti on luettavissa [täältä](#).

### Kyvykäs ja ketterä piirilevy-palveluyhtiö

Aspocomp tarjoaa korkealaatuista piirilevyjen suunnittelu- ja valmistuspalvelua. Yhtiö on toimialalla niche-toimija ja keskittyy strategisesti teknologisesti haastaviin levyihin ja lyhyisiin tuotantosarjoihin, joissa yhtiön Oulun tuotantolaitos on hyvin kilpailukykyinen. Oman tuotantonsa (arviolta 75 % liikevaihdosta) lisäksi yhtiö välittää yhteistyökumppaniensa volyymivalmistuspalveluita (arviolta 25 % liikevaihdosta), mikä antaa yhtiölle mahdollisuuden palvella asiakkaita tuotteen koko elinkaaren ajan. Yhtiön kilpailuedut perustuvat tuotannon kyvykkyyksiin ja joustavuuteen, tästä seuraaviin lyhyisiin läpimenoaikoihin, hyvään maineeseen sekä asiantuntevaan kokonaispalveluun. Strategisesti yhtiö on ottanut harppauksia eteenpäin viimeisen viiden vuoden aikana, mitä kautta yhtiön kilpailukyky ja profiili ovat parantuneet ja yhtiö on luonut edellytykset tuloskasvutarinalle. Yhtiö ei ole enää riippuvainen heiluvista pikatoimituksista ja on positioitunut hyvin tulevaisuuden kasvua ajatellen.



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

**Aspocomp** | Kurssi: 6.48  
**Lisää** | Tavoitehintaa: 7.00

## Alkuvuonna odotettavissa heikkoutta, mutta yleisesti näkymä on edelleen hyvä

Aspocomp ohjeisti vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan ja liiketuloksen olevan samalla tasolla kuin vuonna 2022 (4,5 MEUR). Ohjeistus oli odotuksiemme mukainen, mutta Q4'22-tulospettymyksen takia 2022-vertailutaso oli ennusteitamme alhaisempi. Muuten näkymissä korostui puolijohdeteollisuuden (2022: 41 % liikevaihdosta) syklin väliaikainen heikentyminen ja puolustussektorin viiveet, jotka tarkoittavat H1'23:n olevan vaisuhko. Toisaalta näkymä H2'23:lle ja erityisesti vuodelle 2024 vaikuttaa vahvalta yhtiön strategisten painopistealueiden ollessa oikein valittuja. Silti näkymät aiheuttivat painetta erityisesti alkuvuoden 2023 ennusteisiimme, ja 2023 tulosenusteemme laskivat noin 15 %. Toisaalta pidemmän aikavälin ennusteissa ei tapahtunut suuria muutoksia, ja olemme varsin luottavaisia Aspocompin kilpailukyvyistä ja näkymistä valituilla sektoreilla. Odotammekin yhtiön palaavan tuloskasvun tielle vuonna 2024 uusien asiakkuuksien täyttäessä pian valmistuvaa uutta kapasiteettia.

## Arvostus on kohtuullinen, mutta turvamarginaalia siinä ei ole

Aspocompin arvostuskertoimet ovat kohtuullisia (2023e P/E alle 11x ja EV/EBITDA alle 7x) osakkeen voimakkaan laskun jälkeen. Arvostus on linjassa kansainvälisten piirilevy-yhtiöiden kanssa, jotka tarjoavat arvostukselle alhaisen viitekehysten. Aspocomp kärsii lyhyellä aikavälillä puolijohdeteollisuuden suvantovaiheesta, mutta pidämme vahvaa positiota sektorilla merkittävänä vahvuutena pidemmällä aikavälillä. Samantyyllisesti yhtiö on rakentanut positiota puolustussektorille, joka on profiililtaan myös suotuisa (korkea vaatimustaso ja paikallinen kilpailukenttä). Vaikka Aspocompin tuloskehityksen ennustaminen on aina vaikeaa, olemme luottavaisia yhtiön kykyyn palata tuloskasvuun lähivuosina. Toimintaympäristöön ja osakemarkkinoihin liittyviä tällä hetkellä korkeita ulkoisia riskejä yhtiö ei pääse karkuun, mutta mielestämme osakkeen riski/tuotto-suhde kääntyy kuitenkin lievästi positiiviseksi.



**Juha Kinnunen**

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

**Aspocomp** | Kurssi: 6.48

**Lisää** | Tavoitehinta: 7.00

## Nokian Renkaat sai 285 MEUR Venäjän toiminnoista

Nokian Renkaat ilmoitti eilen, että se on vastaanottanut 285 MEUR:n kauppahinnan Venäjän toimintojensa myynnistä ja kauppa on muodollisuuksia vaille valmis. Huomioiden toissapäivän tiedotteessa kommunikoitu ”huomattava epävarmuus”, kauppa eteni erittäin nopeasti alkuvuikon viranomaisyväksynnän jälkeen (jota kommentoimme [täällä](#)). Kaupan tarkat taloudelliset vaikutukset selviävät vasta Q1-raportin yhteydessä, mutta alustavasti summa näyttää olevan karkeasti ennusteidemme mukainen. Kaupan toteutuminen on kuitenkin epävarmuuksien poistumisen myötä osakkeelle positiivinen asia.

### Venäjältä vapautuva pääoma ja riskien poistuminen positiivista

Nokian Renkaiden ohjeistus ja meidän ennusteemme tälle vuodelle eivät sisältäneet Venäjän toimintoja, vaikka ne ovat olleet osa konsernia vielä lähes koko Q1:n. Nokian Renkaiden taseessa oli vuoden 2022 lopussa 260 MEUR Venäjällä ja Valko-Venäjällä olevia bruttovaroja (joista arvioimme käytännössä lähes kaiken olevan Venäjällä) ja noin 210 MEUR nettovaroja. Näin ollen nyt kommunikoitu myyntihinta vastaa karkeasti vuoden lopun bruttotasearvoa. On kuitenkin edelleen epäselvää mihin eriin kauppahinta kohdistuu ja onko Venäjällä olevan omaisuuden arvo muuttunut oleellisesti Q1:n aikana. Emme kuitenkaan usko, että se olisi kasvanut, joten on mahdollista, että yhtiö kirjaa kaupasta pienen myyntivoiton, vaikka kauppahinta laski alkuperäisestä 400 MEUR:sta. Pitää toki muistaa, että se teki myyntiprosessin alussa kesällä 2022 ison alaskirjauksen, eikä tasearvo alun perinkään vastannut käsitystämme toimintojen käyvistä arvosta. Kirjanpidollisia asioita oleellisempaa on, että yhtiö saa nyt 285 MEUR:n kauppasumman käyttöönsä, kun tähän saakka Venäjällä olleet varat ovat olleet käytännössä jumissa siellä kevästä 2022 asti. Tämän vuoksi pääoman vapauttaminen Venäjältä on yhtiölle positiivista. Kaupan toteutumisen myötä myös riskit Venäjään liittyen luonnollisesti katoavat ja sijoittajat sekä yhtiö voivat keskittyä vahvemmin tulevaisuuteen. Arvioimme kaupan tarkempia vaikutuksia ennusteisiimme, kun saamme lisätietoja yhtiöltä, oletettavasti vasta Q1-raportin yhteydessä.



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

**Nokian Renkaat** | Kurssi: 8.25  
[Lisää](#) | Tavoitehintaa: 11.50

## EcoUp: Käänne pisteet lähestyvät

Toistamme EcoUpin vähennä-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 3,50 euroon (aik. 3,75 €). EcoUpin H2-raportti sisälsi sekä plussia että miinusia ja muodosti mielestämme neutraalin kokonaiskuvan. Siirsimme kuitenkin edelleen varhaisessa kaupallisen kehityksen vaiheessa olevan Kiertotalousteknologian ennusteitamme eteenpäin. EcoUpin hinnoittelussa alkaa olla houkutteleviakin indikaatioita kuluvan vuoden yli katsottuna, mutta lyhyen tähtäimen yhä koholla olevan arvostuksen ja korkean riskitason takia seuraamme yhtiön tulostuuksien etenemistä vielä varovaisella näkemyksellä. Tammikuussa julkaistu laaja raportti EcoUpista on luettavissa [täältä](#).

### Tuloskehitys oli jokseenkin odotustamme mukaista H2:lla

EcoUp julkisti eilen kausiluonteisesti paremman H2:n tuloksensa, joka oli odotetusti hyvää vertailukautta heikompia ja linjassa ennusteidemme kanssa. Eristeremonttikonseptin, puhallusvillavolyymien ja hinnan nostojen ajama liikevaihdon kasvu oli ennusteitamme paremmalla tasolla 17 %:ssa H2:lla (Q4: kasvu 21 %), mutta kannattavuus jäi odotuksistamme arvioitamme korkeamman kustannustason ja luultavasti hieman arviotamme hitaammin voimaan tulleiden hintojen korotusten takia. Kehitysvaiheessa olevan teknologia liiketoiminnan osalta raportti oli mollivoittainen, sillä toistaiseksi yhtiö ei ole löytänyt testeissä kaupallisesti kilpailukykyistä reseptiä betonituotteisiin mineraalipölypohjaisella raaka-aineella. Kirjoitimme tuloksesta tarkemmin eilen [täällä](#).



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**EcoUp** | Kurssi: 3.14

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 3.50

## Ennustemuutokset jäivät pienehköiksi

EcoUp antoi kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiön tilikauden tulos- ja liiketoiminnan kassavirta paranevat viime vuodesta. Näkymien osalta yhtiö kommentoi pientalojen uudisrakentamismarkkinan näkymän olevan lyhyellä tähtäimellä synkkä vihreän trendin etenemisestä huolimatta, kun taas korjausrakentamisessa, viennissä ja energiakriisin vauhdittamissa eristeremonteissa tilanne on selvästi parempi. Kiertotalousteknologiassa testit jatkuvat kevään ja kesän aikana. Perinteisen liiketoiminnan ajama ohjeistus oli hyvin linjassa odotustemme kanssa, mutta Kiertotalousteknologiassa eteneminen voi olla yhä viime vuoden mittaan laskeneita odotuksiammekin hitaampaa. Perinteisen liiketoiminnan ennusteisiimme emme tehneet suurempia muutoksia, mutta Kiertotalousteknologiassa sekä siirsimme että osin myös laskimme ennusteitamme emmekä odota enää yksiköltä liikevaihtoa tänä vuonna ainakaan teknologiamyynnistä. Odotamme EcoUpin tuloksen toipuvan tänä vuonna selvästi, kun hintojen korotukset saavat inflaatiota kiinni, vientivolyymit kasvavat ja eristeremonttikonseptin hyvä myynti jatkuu, vaikka uudisrakentamissegmentin heikko kysyntä ja Kiertotalousteknologian jumiutuminen kehitysvaiheeseen ovatkin jarruina. Hyvään tulokseen arvioimme EcoUpin yltävän vuosina 2024-2025, mutta tämä vaatii rakennussuhdanteen parantumista ja Kiertotalousteknologian liikevaihtokontribuution käynnistymistä.



**Antti Viljakainen**

Pääanalyytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**EcoUp** | Kurssi: 3.14

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 3.50

### Odotamme vielä, vaikka kuluvan vuoden yli katsovat mittarit alkavat olla jo houkuttelevissa asennoissa

Arvotamme kahdesta hyvin eri tavoin hinnoiteltavasta liiketoiminnasta koostuvaa EcoUpia osien summa - mallin ja DCF:n avulla. Lyhyttä päätä painottavalla osien summallamme saamme osakkeen arvoksi yhä noin 3-5 euroa. Korkeina pysyvien ennusteriskien takia osien summa arvostus jää mielestämme yhä neutraalin puolelle taipuvalle alueelle. DCF (vajaat 5 €/osake) antaa arvostuksesta vielä positiivisemmän kuvan, mutta tähän on vaikea nojata ennen Kiertotalousteknologian paluuta selvemmillä vesillä (malli olettaa Kiertotalousteknologian yltävän kannattavaksi kasvajaksi). Kuluvan vuoden tulokertoimilla EcoUpin osake on vielä hintava, sillä ennusteidemme mukainen oikaistu P/E-luku on 42x ja EV/EBITDA-kerroin 7x eikä arvostus ole suhteellisestikaan halpa. Siten kyttäämme vielä parempaa tuotto/riski-suhdetta, vaikka EcoUpin yritysarvo alkaa olla perusteltavissa pelkän perinteisen liiketoiminnan kohtuullisella suorituksella.



**Antti Viljakainen**

Pääanalytikko

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

**EcoUp** | Kurssi: 3.14

**Vähennä** | Tavoitehintaa: 3.50



## Koskisen: Arvostus ei vielä houkuttele

Koskisen Q4-tulos oli odotuksiamme parempi. Yhtiön liikevaihto tulee laskemaan kuluvana vuonna odotetusti, mutta kannattavuus pysyy hyvällä tasolla Levyteollisuuden suotuisan hinnoitteluympäristön siivittämänä. Viime raportin jäljiltä arvostuskuva on ennallaan emmekä näe arvostuksessa vielä riittävää turvamarginaalia yhtiön riskiprofiili huomioiden. Toistamme Koskisen aiemman vähennä-suosituksen ja 6,0 euron tavoitehinnan. Hiljattain julkaistu laaja raportti on luettavissa vapaasti [täällä](#).

### Odotuksiamme parempi startti pörssiinpaleelle

Koskisen liikevaihto laski erittäin vahvasta vertailukaudesta Q4:llä 16 % 77 MEUR:oon (ennuste: 68 MEUR) sahatavaran ja -jalosteiden hintojen oltua vertailukaudella ennätystasoilla. Molemmat segmentit ylittivät liikevaihtoennusteemme. Erityisesti koivuvanerituotteiden kysyntä ja keskihintojen kehitys jatkui vahvana Q4:llä sahavolyymien ja -hintojen oltua laskusuunnassa. Koskisen oikaistu käyttökate oli Q4:llä 10,7 MEUR (ennuste: 9,2 MEUR) ja oikaistu käyttökate-% mallikas 13,8 %. Sahateollisuuden liikevaihdon laskusta huolimatta kannattavuus piti pintansa odotuksia ja monia jopa tappiolle painuneita sahaberrokkeja paremmin (segmentin EBITDA-%: 7,4 %). Myös Levyteollisuuden kannattavuus oli odotuksia korkeamman liikevaihtokertymän (korkeat myyntihinnat ja hyvä volyymikehitys) myötä ennusteitamme parempi (EBITDA-%: 22,4 %). Odotuksiamme parempaa operatiivista tulosta ja hieman pienempiä poistoja peilaten oikaistu liikevoitto oli 8,7 MEUR (ennuste: 6,2 MEUR). EPS oli 0,26 euroa ja ehdotettu osinko odotettu 0,43 euroa osakkeelta.



#### Eemeli Oikarainen

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



#### Antti Viljakainen

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

**Koskisen** | Kurssi: 6.30

**Vähennä** | Tavoitehinta: 6.00

### Levyteollisuus pitää tuloskuntoa yllä vuonna 2023

Koskisen toisti ohjeistuksen vuodelle 2023, jonka mukaan liikevaihto ei ylitä vuoden 2022 tasoa (318 MEUR), ja sen oikaistu käyttökatemarginaali on 12-14 %. Nostimme vuoden 2023 tuloseennusteita odotuksia paremman Q4-tuloksen myötä ja liikevoittotasolla ennusteet nousivat enemmän poistojen ajoituksellisista tekijöistä johtuen. Ennustamme Koskisen kerryttävän vuonna 2023 liikevaihtoa 277 MEUR. Odotamme pahimman sahatavaran markkinahintojen laskun olevan maltillistumassa, sillä tukkipuun hinnan ollessa korkealla tasolla muun kustannuspaineen ohella ei sahatavaran hinnan lisälasku ole ennen pitkää taloudellisesti kestävä alan toimijoille. Täten odotamme hintojen kehittyvän vakaammin vuonna 2023. Levyteollisuuden tuotteiden hintojen uskomme olevan loivemmin laskevia etenkin vanerin osalta, koska uskomme Euroopassa koivuvanerin hinnan pysyvän korkealla, kun Venäjän tarjonnan poistuminen pitää hinnoittelutilanteen kireänä. Konsernin liikevaihdon painottuessa enemmän kannattavampaan Levyteollisuuteen ennustamme yhtiön tekevän konsernitasolla ~33 MEUR:n käyttökateen, mikä vastaa ~12 %:n käyttökatemarginaalia.

### Arvostus ei vielä houkuttele riittävästi

Koskisen taseen huomioivat EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2023 ja 2024 ovat 4-5x ja P/B-kerroin vuodelle 2023 on 1x. Kertoimet painottuvat yhtiölle arvioidun pääoman tuoton ja riskiprofiiliin huomioivan hyväksymämme kerroinhaarukan (EV/EBITDA 3,5x-6,5x ja P/B 0,7x-1,3x) keskikohdan tuntumaan. Neutraalista arvostuksesta kielii DCF-mallimme mukainen arvo (6,5 euroa / osake) ja verrokkiryhmästä kumpuava ohut viitekehys. Lähivuosien ~4 %:n osinkotuotosta huolimatta tuotto-odotus jää mielestämme tuottovaatimuksen alapuolelle ja siksi osakkeen tuotto/riski-suhde jää nykyisellä arvostustasolla laimeaksi.



#### Eemeli Oikarainen

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



#### Antti Viljakainen

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

**Koskisen** | Kurssi: 6.30

**Vähennä** | Tavoitehinta: 6.00

## Nightingale health: IFRS-maailmaan ennen puolivuotiskatsausta

Laskimme IFRS-muutoksen yhteydessä kannattavuusennusteitamme arvioituamme uudelleen yhtiön lähivuosina vaatimien kiinteiden kulujen tasoa. Isossa kuvassa yhtiön tarinassa ei kuitenkaan ole tapahtunut muutosta. Lähestyvistä puolivuotiskatsauksesta haemme erityisesti merkkejä mahdollisista kaupallisista edistysaskelista. Tarkistamme tavoitehintamme ennustemuutosten mukana 1,3 euroon (aik. 1,4 €) ja toistamme vähennä-suosituksen.

### Katsauksen tärkeintä antia ovat merkit mahdollisista kaupallisista edistysaskelista

Nightingale julkaisee puolivuotiskatsauksensa torstaina 23.3. arviolta kello 9. Odotamme yhtiön liikevaihdon jääneen H1'23-kaudella (1.7-31.12.23) vähäiseksi 1,25 MEUR:oon. Yhtiön julkistamat kaupalliset hankkeet eivät ole toistaiseksi näkyneet yhtiön aiemmin raportoimassa liikevaihdossa. Ilman uusia kaupallisia sopimuksia odotuksemme aiempien kaupallisten sopimusten tulovirroista ovat edelleen varovaiset, mikä näkyy liikevaihdon ennusteessamme. Kannattavuuden odotamme jääneen etupainotteisista investoinneista johtuen edelleen selvästi negatiiviseksi. Käyttökateen ennustamme olleen fisikaalisella H1'23-kaudella -5,4 MEUR ja liikevoiton -8,1 MEUR. IFRS-siirtymän myötä vertailukauden IFRS-lukuja ei ole vielä tarjolla ja yhtiö julkaisee ne päivää ennen katsausta. Nightingale on vielä käynnistämässä liiketoimintaansa, mistä johtuen raportoitavien lukujen merkitys on rajallinen. Etsimmekin katsauksesta erityisesti merkkejä mahdollisista kaupallisista edistysaskelista, jotka voisivat tuoda yhtiön teknologian suuren mittakaavan jatkuvaan käyttöön. Lisäksi katsaus tarjoaa tarkistuspuheen yhtiön kassatilanteen kehitykseen.



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

**Nightingale Health** | Kurssi: 1.19  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 1.30

## Kaupallisen läpimurron etsintä konservatiivisessa suuren potentiaalin kohdemarkkinassa nostaa riskit korkealle

Krooniset sairaudet aiheuttavat merkittävän osan terveydenhuollon kustannuksista, vaikka suuri osa näistä sairauksista voitaisiin välttää elintapoja muuttamalla. Ongelman ratkomiseen tähtäävä Nightingalen teknologia sairauksien ennustamiseen on nähdäksemme varsin kypsää ja tieteellisesti validoitua. Yhtiö on solminut viime vuosina useita kaupallisia sopimuksia, joissa terveyspalveluyhtiöt rakentavat kuluttajapalveluita yhtiön teknologiaa hyödyntäen. Sopimukset eivät toisaalta vielä ole tuottaneet yhtiölle merkittävää liiketoimintaa. Nightingale pyrkii integroimaan palvelunsa nykyisten terveydenhuollon toimijoiden verinäytevirtoihin (esim. perusterveydenhuoltoon). Tämä voisi mahdollistaa sen liiketoiminnan kasvavan nykyiseltä pieneltä tasolta moninkertaiseksi ja kannattavuuden kääntyvän ajan myötä voitolliseksi. Yhtiöllä ei kuitenkaan ole vielä tällaisia sopimuksia, joten onnistumiseen liittyvät riskit ovat huomattavat. IFRS-kirjanpitoon siirtämämme ennusteet nojaavat mielestämme nykyhetkessä realistiseen, mutta erittäin korkean riskin skenaarioon yhtiön liiketoiminnan kasvusta (2022-2032e liikevaihdon CAGR 41 %). Ennusteisiimme yltäminen vaatii yhtiöltä useita menestyviä ja merkittävän suuruisia kaupallisia sopimuksia vuosittain. Sijoittajan täytyykin nähdäksemme uskoa yhtiön teknologian kaupalliseen läpimurtoon seuraavan vuosikymmenen aikana, sekä suhtautua yhtiöön hyvin pitkällä sijoitushorisontilla ja valmiudella pääoman menetykseen.

## Kaipaamme kasvuun edelleen lisää näkyvyyttä vahvasti negatiivisen kassavirran kompensoimiseksi

Nightingalen fundamenttipohjainen arvonmääritys on erittäin vaikeaa, sillä mahdolliset skenaariot ovat pääoman tuhoutumisen ja moninkertaistumisen välillä. Arvioimme osakkeen käyvän arvon leveään 0,4-4,5 € (aik. 0,7-4,5 €) haarukkaan. Näkyvyys vahvan kasvuun realisoitumiseen säilyy nähdäksemme lyhyellä tähtäimellä heikkona, samalla, kun suuret kasvupanokset kuluttavat jatkuvasti kassaa. Heikkojen lyhyen tähtäimen ajurien myötä odotamme nykyarvostuksella sivussa nähdäksemme yhtiöltä askelia kohti suuren mittakaavan liiketoiminnan rakentumista. Tämä laskisi osakkeen riskitasoa ja helpottaisi tukeutumista arvostuksessa yhtiön pitkän aikavälin potentiaaliin.



**Antti Luiro**  
Analytikko  
+358 50 571 4893  
antti.luiro@inderes.fi

**Nightingale Health** | Kurssi: 1.19  
**Vähennä** | Tavoitehinta: 1.30

## Topdanmark laajentuu Tanskassa yrityskaupalla

Topdanmark kertoi torstaina ostavansa tanskalaisen Oona Health A/S:n. Oona Health on Tanskan terveysvakuutusyhtiön erikoistunut yhtiö. Kauppa on Topdanmarkin kokoluokassa kohtuullisen kokoinen, mutta Sammon näkökulmasta ollaan pilkun väärällä puolella. Kauppahinta vaikuttaa korkeintaan neutraalilta, mutta vahva teollinen logiikka sekä synergiat puoltavat mielestämme maksettua hintaa. Kaupalla ei ole vaikutusta näkemykseemme Sammosta.

### Ripeästi kasvava terveysvakuutusyhtiö

Ostettavan yhtiön vakuutusmaksutulo oli vuonna 2022 noin 732 MDKK ja se on kasvanut viime vuosina vauhdikkaasti (2020-2022 CAGR 24 %). Myös vuodelle 2023 yhtiö ohjeistaa kasvua (+4-8 %), joskin selvästi aiempaa hitaampana. Tuloskehitys on niin ikään ollut vahvaa 2022 yhdistetyn kulusuhteen ollessa ~79 % (2021: ~86 %). Vakuutusteknistä tulosta yhtiö teki 2022 127 MDKK ja nettotulosta noin 50 MDKK. Kokonaisuutena kyseessä vaikuttaakin olevan oikein laadukas yhtiö ja synergia Topdanmarkin nykyiseen liiketoimintaan on hyvin selkeä. Kaupan odotetaan toteutuvan H2'23:n aikana ja se vaatii viranomaishyväksynnät.

### Kauppahinta korkeintaan neutraali

Kauppahinta on 2250 MDKK (noin 300 MEUR), joka vastaa noin 7 % Topdanmarkin markkina-arvosta. Kauppahinta on mielestämme korkeintaan neutraali, sillä Oona Healthin 2023 tulosohjeistuksesta laskettu P/E-kerroin on noin 15-16x ja aiempien vuosien tuloksilla laskettuna tulos pohjainen arvostus on korkea. Mielestämme korkeahko kauppahinta on kuitenkin perusteltavissa selkeillä synergioilla sekä vahvistuvalla markkina-asemalla. Topdanmark odottaa kaupalla olevan +10 %:n vaikutus sen operatiiviseen EPS:ään 2024 (PPA-poistoista oikaistuna). PPA-poistot huomioiden EPS-vaikutus jää muutama prosenttiin.



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

**Sampo** | Kurssi: 42.14  
**Vähennä** | Tavoitehintaa: 46.00

### Topdanmark leikkaa aiemmin ilmoitettua osinkoaan rahoittaakseen kaupan

Topdanmark rahoittaa kaupan omalla taseellaan ja osana tätä yhtiö leikkaa aiempaa osinkoehdotustaan. Yhtiö ehdottaa nyt jakavansa 31 DKK/osake osinkoa, kun aiempi ehdotus oli 53,5 DKK/osake. Yhtiön vakavaraisuuteen kaupalla ei ole oleellista merkitystä, sillä kaupan myötä vahvistuva hajautushyöty vahvistaa vakavaraisuutta. Sammolle osingon leikkauksella ei ole oleellista merkitystä ja mielestämme on itseasiassa parempi, että Topdanmark saa laitettua itse pääomat töihin sen sijaan, että se jakaisi kaiken mahdollisen pääoman omistajilleen.



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

**Sampo** | Kurssi: 42.14

**Vähennä** | Tavoitehinta: 46.00

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2023	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 23	EV/EBIT 23	P/E 24	EV/EBIT 24	P/B 23	Osinko 23e	Tuotto-%	MCAP
Aallon Group	10.80	2.9 %	3.3 %	Lisää	12.00	11.1 %	13.9	17.9	13.4	15.6	3.2	0.22	2.0 %	42
Admicom	42.35	2.3 %	-8.9 %	Osta	52.00	22.8 %	21.4	21.7	19.7	18.9	7.1	1.20	2.8 %	211
Aiforia Technologies	3.90	0.4 %	20.9 %	Lisää	4.80	22.9 %	neg.	neg.	neg.	neg.	5.6	0.00	0.0 %	100
Aktia Bank	9.36	0.4 %	-8.4 %	Lisää	11.00	17.5 %	8.6	-	7.6	-	1.0	0.65	6.9 %	678
Alexandria Pankkiiriliike	6.80	-5.3 %	8.3 %	Vähennä	7.00	2.9 %	13.7	8.1	9.8	6.0	2.5	0.40	5.9 %	71
Alma Media	9.10	-0.2 %	-3.2 %	Lisää	10.50	15.4 %	14.7	13.1	14.1	12.2	3.4	0.46	5.1 %	747
Anora Group	5.59	0.5 %	-24.0 %	Vähennä	6.80	21.6 %	15.2	13.4	10.8	10.3	0.8	0.26	4.7 %	377
Apetit	12.35	-3.1 %	21.1 %	Lisää	12.00	-2.8 %	17.3	9.6	16.7	9.2	0.8	0.55	4.5 %	78
Aspo	8.15	-0.1 %	-0.6 %	Lisää	9.00	10.4 %	9.3	11.5	8.8	10.6	1.7	0.47	5.8 %	256
Aspocomp Group	6.48	-14.7 %	-11.7 %	Lisää	7.00	8.0 %	10.6	9.8	9.1	7.6	1.8	0.25	3.9 %	44
Asuntosalkku	94.50	0.0 %	-12.5 %	Vähennä	95.00	0.5 %	neg.	neg.	13.7	19.2	0.7	2.10	2.2 %	93
Avidly	5.40	1.1 %	1.1 %	Vähennä	5.50	1.9 %	22.5	41.5	15.4	12.8	3.0	0.00	0.0 %	31
BBS-Bioactive Bone Substitutes	1.07	1.9 %	-10.5 %	Vähennä	1.20	12.1 %	neg.	neg.	neg.	neg.	31.4	0.00	0.0 %	10
Betolar	2.55	-0.8 %	-16.4 %	Vähennä	3.00	17.6 %	neg.	neg.	neg.	neg.	4.1	0.00	0.0 %	49
Bioretec	2.40	2.1 %	70.8 %	Myy	1.90	-20.8 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-33.5	0.00	0.0 %	33
Bittium	4.07	2.5 %	2.3 %	Lisää	4.50	10.7 %	69.4	52.9	13.8	11.4	1.2	0.06	1.5 %	145
Boreo	37.00	-1.1 %	0.5 %	Lisää	44.00	18.9 %	14.8	13.2	13.0	11.7	2.3	0.46	1.2 %	99
CapMan	2.77	-2.5 %	2.6 %	Lisää	3.10	11.7 %	13.4	11.2	12.0	10.0	3.0	0.18	6.5 %	440
Cargotec	42.96	1.2 %	4.0 %	Lisää	50.00	16.4 %	9.4	7.7	9.9	7.7	1.6	1.75	4.1 %	2770
Caverion	8.66	0.0 %	25.0 %	Vähennä	8.95	3.3 %	17.6	14.1	12.7	9.8	5.1	0.25	2.9 %	1181
Consti Plc	11.30	-0.4 %	1.3 %	Lisää	14.20	25.7 %	10.3	7.9	8.8	6.3	2.2	0.62	5.5 %	87
Detection Technology	19.50	2.9 %	15.4 %	Vähennä	18.00	-7.7 %	21.4	16.1	17.7	12.6	3.4	0.41	2.1 %	287
Digia	5.80	0.5 %	1.6 %	Vähennä	6.50	12.1 %	10.9	11.1	9.9	9.4	2.0	0.19	3.3 %	154
Digital Workforce	4.79	2.9 %	21.4 %	Osta	5.50	14.8 %	77.9	45.8	25.5	15.2	3.3	0.00	0.0 %	53
Duell	1.73	-1.4 %	-19.3 %	Osta	2.50	44.8 %	10.4	14.5	8.0	9.3	1.3	0.00	0.0 %	52
EcoUp	3.14	0.5 %	3.5 %	Vähennä	3.50	11.5 %	41.8	37.0	14.1	11.1	1.3	0.00	0.0 %	27

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2023	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 23	EV/EBIT 23	P/E 24	EV/EBIT 24	P/B 23	Osinko 23e	Tuotto-%	MCAP
Eezy	3.21	-1.2 %	2.9 %	Lisää	3.70	15.3 %	10.3	9.9	7.7	8.4	0.7	0.15	4.7 %	80
Efecte	10.65	6.0 %	4.9 %	Vähennä	12.00	12.7 %	neg.	neg.	50.8	73.0	19.9	0.00	0.0 %	68
Elisa	54.26	0.0 %	9.7 %	Vähennä	50.00	-7.9 %	22.2	20.1	21.9	19.8	6.7	2.25	4.1 %	8695
Enersense International	5.80	0.9 %	1.9 %	Vähennä	6.00	3.4 %	77.3	18.2	16.8	9.5	1.7	0.10	1.7 %	95
eQ	20.50	-1.0 %	-19.4 %	Vähennä	22.00	7.3 %	20.3	15.1	16.3	12.0	10.1	1.03	5.0 %	834
Etteplan	15.05	3.8 %	3.1 %	Vähennä	14.00	-7.0 %	17.3	14.3	15.8	12.7	3.2	0.44	2.9 %	376
Evli	17.80	-2.5 %	17.5 %	Lisää	19.00	6.7 %	14.9	8.9	11.6	7.3	3.4	1.57	8.8 %	469
Exel Composites	4.52	1.1 %	-16.6 %	Lisää	6.00	32.7 %	10.1	8.4	8.5	7.8	1.6	0.22	4.9 %	53
F-Secure	3.24	3.3 %	14.5 %	Lisää	3.30	1.9 %	16.1	11.9	14.9	10.9	11.9	0.17	5.2 %	565
Faron Pharmaceuticals	3.56	-1.2 %	4.6 %	Vähennä	3.00	-15.7 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-8.2	0.00	0.0 %	226
Fellow Pankki	0.31	-2.5 %	-14.0 %	Vähennä	0.40	28.2 %	neg.	-	7.1	-	1.0	0.00	0.0 %	27
Fifax	0.25	-6.0 %	-35.2 %	Myy	0.20	-19.7 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.1	0.00	0.0 %	13
Finnair	0.51	-0.2 %	30.9 %	Myy	0.40	-21.3 %	neg.	14.3	15.7	10.1	1.7	0.00	0.0 %	714
Fiskars	16.22	-3.1 %	5.5 %	Lisää	18.00	11.0 %	13.5	11.6	11.3	9.2	1.5	0.80	4.9 %	1308
Fodelia	4.34	0.0 %	2.1 %	Vähennä	4.20	-3.2 %	16.8	18.3	12.3	12.8	2.5	0.10	2.3 %	34
Fondia	8.12	4.1 %	22.7 %	Lisää	9.00	10.8 %	15.9	11.2	13.1	8.7	5.5	0.32	3.9 %	31
Fortum	13.77	0.5 %	-11.4 %	Lisää	16.50	19.9 %	11.5	6.3	10.3	6.6	1.5	0.95	6.9 %	12350
Glaston	1.02	1.0 %	13.6 %	Osta	1.15	12.2 %	11.5	8.0	9.0	6.1	1.2	0.04	3.9 %	86
Gofore	25.15	-0.8 %	13.3 %	Lisää	30.00	19.3 %	17.9	15.4	16.2	12.7	4.2	0.50	2.0 %	390
Harvia	20.72	2.1 %	17.2 %	Vähennä	22.00	6.2 %	17.0	13.3	14.1	11.0	3.6	0.65	3.1 %	386
Heeros	5.50	0.0 %	-10.4 %	Myy	3.80	-30.9 %	42.9	105.5	29.3	45.5	4.2	0.00	0.0 %	28
Honkarakenne	4.20	2.4 %	-3.2 %	Lisää	4.80	14.3 %	16.4	7.8	13.6	5.9	1.4	0.13	3.1 %	24
Huhtamäki	32.19	0.2 %	0.6 %	Osta	39.00	21.2 %	13.6	12.3	12.9	11.2	1.7	1.03	3.2 %	3359
Ilkka Oyj	3.68	0.5 %	2.2 %	Vähennä	3.70	0.5 %	19.9	neg.	17.6	neg.	0.6	0.20	5.4 %	93
Incap	17.72	0.1 %	3.6 %	Vähennä	17.00	-4.1 %	15.1	10.9	13.4	9.3	4.3	0.15	0.8 %	518
Innofactor	1.23	2.7 %	17.1 %	Lisää	1.35	9.6 %	10.6	9.6	9.5	8.2	1.7	0.07	5.7 %	44



ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2023	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 23	EV/EBIT 23	P/E 24	EV/EBIT 24	P/B 23	Osinko 23e	Tuotto-%	MCAP
Investors House	5.40	-2.9 %	12.5 %	Myy	5.00	-7.4 %	10.6	11.1	9.5	11.4	1.0	0.33	6.1 %	34
Kamux	5.06	0.6 %	16.9 %	Osta	6.00	18.6 %	14.8	13.5	11.6	10.9	1.7	0.16	3.2 %	202
Kemira	15.82	1.2 %	10.4 %	Vähennä	16.00	1.1 %	9.9	8.7	12.4	10.8	1.3	0.64	4.0 %	2425
Kempower	25.69	3.1 %	21.1 %	Vähennä	27.00	5.1 %	114.9	83.7	48.8	35.7	12.6	0.00	0.0 %	1426
Kesko	19.30	-2.5 %	-6.4 %	Vähennä	21.50	11.4 %	14.4	13.5	13.8	12.9	2.7	1.09	5.6 %	7662
Kesla	4.09	4.1 %	-1.0 %	Vähennä	4.00	-2.2 %	15.0	19.9	8.1	10.3	1.0	0.15	3.7 %	13
Kone	46.71	1.9 %	-3.3 %	Vähennä	46.00	-1.5 %	25.4	21.4	22.4	16.1	8.8	1.75	3.7 %	24153
Konecranes	29.71	1.1 %	3.3 %	Lisää	34.00	14.4 %	9.9	8.4	9.5	7.8	1.5	1.35	4.5 %	2352
Koskisen	6.30	0.0 %	0.3 %	Vähennä	6.00	-4.8 %	8.6	5.3	14.4	8.6	1.0	0.26	4.1 %	145
Kreate Group	8.55	1.8 %	5.7 %	Lisää	10.50	22.8 %	9.9	10.2	9.6	8.7	1.7	0.47	5.5 %	76
Lamor	4.18	-0.0 %	-7.1 %	Lisää	5.00	19.7 %	14.0	9.2	11.5	7.5	1.6	0.00	0.0 %	112
LapWall	3.83	0.3 %	6.8 %	Vähennä	3.75	-2.0 %	12.8	9.2	9.3	6.5	3.2	0.17	4.4 %	54
Lassila Tikanoja	10.56	1.1 %	-0.8 %	Vähennä	11.00	4.2 %	13.6	13.2	11.8	11.3	1.7	0.47	4.5 %	402
LeadDesk	11.10	0.9 %	37.0 %	Osta	12.50	12.6 %	135.7	neg.	29.8	99.7	3.8	0.00	0.0 %	60
Lehto Group	0.21	1.9 %	25.0 %	Myy	0.15	-30.2 %	neg.	147.4	8.1	15.4	0.3	0.00	0.0 %	18
Lemonsoft	8.53	8.0 %	7.2 %	Lisää	8.80	3.2 %	26.7	30.3	24.5	25.9	6.3	0.15	1.8 %	158
Lifa Air	0.42	0.0 %	0.5 %	Myy	0.30	-28.6 %	12.3	neg.	10.5	neg.	0.5	0.00	0.0 %	4
Loihde	14.95	1.4 %	13.7 %	Vähennä	15.00	0.3 %	21.0	15.6	16.7	10.8	0.8	0.30	2.0 %	85
Marimekko	9.42	2.4 %	7.5 %	Lisää	10.00	6.2 %	15.6	11.7	14.0	10.2	5.8	0.40	4.2 %	382
Martela	2.37	2.2 %	-3.3 %	Vähennä	2.60	9.7 %	neg.	33.0	15.3	12.9	0.8	0.10	4.2 %	10
Merus Power	5.80	1.8 %	40.3 %	Vähennä	6.50	12.1 %	65.8	44.0	22.1	18.0	3.3	0.00	0.0 %	44
Metso Outotec	9.19	2.2 %	-4.4 %	Vähennä	10.50	14.3 %	13.9	10.5	12.7	9.3	2.9	0.35	3.8 %	7587
Metsä Board	8.23	0.8 %	-6.1 %	Lisää	9.00	9.4 %	11.5	9.5	12.5	11.1	1.4	0.50	6.1 %	2926
Neste	42.08	0.2 %	-2.2 %	Vähennä	50.00	18.8 %	14.4	12.3	14.2	11.6	3.4	1.46	3.5 %	32320
Netum	3.70	-2.6 %	-1.3 %	Vähennä	3.70	0.0 %	15.0	28.4	13.2	20.8	3.9	0.14	3.8 %	44
Nexstim	3.75	4.3 %	-8.6 %	Lisää	4.50	19.8 %	neg.	neg.	156.4	103.6	9.9	0.00	0.0 %	27

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2023	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 23	EV/EBIT 23	P/E 24	EV/EBIT 24	P/B 23	Osinko 23e	Tuotto-%	MCAP
Nightingale Health	1.19	0.0 %	17.1 %	Vähennä	1.30	9.2 %	neg.	0.2	neg.	neg.	0.8	0.00	0.0 %	72
Nixu	12.75	-0.4 %	74.2 %	Lisää	13.00	2.0 %	35.4	25.0	25.4	18.3	6.2	0.00	0.0 %	94
NoHo Partners	7.64	-0.7 %	13.9 %	Osta	9.50	24.3 %	12.4	12.8	9.9	11.4	2.0	0.45	5.9 %	158
Nokia	4.29	1.1 %	-0.8 %	Lisää	5.30	23.5 %	9.9	7.6	9.6	6.4	1.0	0.18	4.2 %	23773
Nokian Renkaat	8.25	7.1 %	-13.9 %	Lisää	11.50	39.4 %	15.0	11.4	10.7	10.9	0.8	0.35	4.2 %	1140
Norrhydro Group	3.16	1.3 %	1.1 %	Lisää	3.90	23.4 %	28.0	20.4	15.1	12.1	3.1	0.06	1.9 %	34
Nurminen Logistics	0.81	0.0 %	35.0 %	Lisää	1.10	35.8 %	12.5	12.1	10.1	9.2	3.3	0.02	2.5 %	63
Oma Säästöpankki	18.86	1.0 %	1.3 %	Osta	26.00	37.9 %	7.6	-	6.7	-	1.3	0.55	2.9 %	625
Optomed	3.73	3.0 %	-0.4 %	Lisää	4.80	28.7 %	neg.	neg.	neg.	neg.	3.9	0.00	0.0 %	60
Oriola	1.53	0.8 %	-11.8 %	Vähennä	1.70	10.8 %	19.7	12.8	10.7	7.3	1.2	0.06	3.9 %	278
Orion	43.80	1.7 %	-14.5 %	Vähennä	47.00	7.3 %	29.7	22.3	25.7	19.4	6.9	1.70	3.9 %	6152
Orthex	4.63	0.2 %	-1.0 %	Lisää	5.60	21.0 %	17.6	13.2	13.1	10.1	2.5	0.14	3.0 %	82
Outokumpu	5.21	-0.4 %	10.2 %	Vähennä	5.00	-4.1 %	15.8	7.8	13.9	7.0	0.6	0.30	5.8 %	2294
Ovaro Kiinteistösijoitus	2.89	1.4 %	2.5 %	Vähennä	3.00	3.8 %	39.5	34.0	44.4	28.2	0.6	0.03	1.0 %	25
Panostaja	0.61	0.0 %	-1.6 %	Vähennä	0.60	-1.3 %	neg.	62.9	neg.	25.2	0.9	0.03	4.9 %	32
Partnera Oyj	0.65	-4.4 %	-13.6 %	Vähennä	0.75	15.4 %	neg.	neg.	27.3	44.1	0.6	0.00	0.0 %	23
Pihlajalinna	7.57	0.1 %	-11.2 %	Vähennä	8.00	5.7 %	20.1	24.7	11.5	16.6	1.3	0.12	1.6 %	170
Piippo	3.06	0.0 %	-12.1 %	Myy	2.30	-24.8 %	neg.	neg.	25.5	14.9	0.5	0.00	0.0 %	3
Ponsse	26.60	1.3 %	5.1 %	Vähennä	26.50	-0.4 %	15.2	11.1	12.6	9.0	2.1	0.90	3.4 %	745
PunaMusta Media	4.00	0.5 %	5.3 %	Myy	3.00	-25.0 %	neg.	neg.	neg.	neg.	1.4	0.00	0.0 %	50
Purmo Group	8.50	-1.4 %	3.4 %	Lisää	9.50	11.8 %	11.1	28.5	8.6	10.3	0.9	0.35	4.1 %	362
Puuilo	6.17	2.7 %	5.6 %	Osta	6.70	8.6 %	14.3	11.9	12.7	10.5	6.1	0.35	5.7 %	523
QPR Software	0.66	-0.9 %	17.9 %	Vähennä	0.60	-9.1 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-24.6	0.00	0.0 %	10
Qt Group	65.20	3.3 %	46.5 %	Vähennä	72.00	10.4 %	39.7	40.2	28.5	25.7	13.7	0.00	0.0 %	1655
Raisio Vaihto-osake	2.49	2.5 %	0.0 %	Lisää	2.70	8.4 %	19.1	13.8	17.2	12.5	1.5	0.14	5.6 %	394
Rapala VMC	3.67	-1.6 %	-26.5 %	Vähennä	4.50	22.4 %	21.1	17.0	11.5	10.7	1.0	0.10	2.7 %	142

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2023	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 23	EV/EBIT 23	P/E 24	EV/EBIT 24	P/B 23	Osinko 23e	Tuotto-%	MCAP
Raute	8.90	-0.4 %	7.7 %	Vähennä	10.00	12.4 %	26.3	17.8	9.9	8.0	1.5	0.20	2.2 %	45
Relais Group	10.70	0.0 %	4.9 %	Lisää	13.50	26.2 %	11.3	14.5	10.4	12.3	1.8	0.42	3.9 %	194
Remedy Entertainment	21.75	-0.2 %	-0.5 %	Lisää	25.00	14.9 %	neg.	neg.	56.5	38.6	3.8	0.10	0.5 %	294
Revenio Group	34.62	2.8 %	-10.3 %	Vähennä	38.00	9.8 %	35.3	27.4	30.0	22.7	8.7	0.42	1.2 %	920
Robit	2.21	-2.0 %	-15.6 %	Vähennä	2.50	12.9 %	20.3	17.0	10.3	9.3	0.9	0.04	1.8 %	46
Rovio	8.00	6.0 %	31.6 %	Vähennä	8.00	0.1 %	20.2	11.1	19.2	10.0	2.5	0.14	1.8 %	610
Rush Factory	0.85	-7.2 %	-17.9 %	Vähennä	0.95	11.2 %	12.6	11.3	9.8	7.7	-6.5	0.00	0.0 %	2
Sampo	42.14	0.4 %	-13.7 %	Vähennä	46.00	9.2 %	16.9	10.2	15.9	10.0	2.4	2.90	6.9 %	21174
Sanoma	8.08	1.0 %	-17.7 %	Vähennä	9.50	17.6 %	17.3	19.4	14.3	14.0	1.9	0.35	4.3 %	1316
Savosolar	0.06	-3.1 %	-10.0 %	Myy	0.06	-4.8 %	25.2	20.4	31.1	24.4	1.3	0.00	0.0 %	49
Scanfil	7.54	2.4 %	14.6 %	Lisää	8.25	9.4 %	13.1	10.3	11.9	8.7	1.9	0.23	3.1 %	486
Sievi Capital	1.00	-0.6 %	-15.4 %	Lisää	1.20	20.5 %	11.5	11.6	6.7	6.4	0.6	0.00	0.0 %	57
Silli Solutions	16.10	2.2 %	0.0 %	Lisää	18.00	11.8 %	14.0	10.5	11.8	8.4	2.8	0.30	1.9 %	130
Sitowise Group	4.50	1.1 %	-12.5 %	Lisää	5.40	20.0 %	13.4	13.1	9.7	9.3	1.3	0.12	2.7 %	159
Solteq	1.22	1.7 %	-0.8 %	Vähennä	1.40	14.8 %	neg.	63.2	27.9	15.4	1.1	0.00	0.0 %	23
Solwers	4.83	-2.0 %	14.5 %	Lisää	6.00	24.2 %	17.1	10.8	15.3	9.9	1.2	0.09	1.9 %	47
Sotkamo Silver (SEK)	0.56	6.8 %	29.4 %	Myy	0.27	-52.1 %	neg.	132.4	neg.	25.8	0.5	0.00	0.0 %	113
Springvest	4.57	5.3 %	17.5 %	Vähennä	4.70	2.8 %	52.6	39.1	50.3	37.1	1.2	0.08	1.8 %	25
SRV Group	3.45	0.0 %	-9.2 %	Vähennä	4.40	27.5 %	8.6	8.3	4.4	5.6	0.4	0.00	0.0 %	58
Stockmann	1.79	1.0 %	-9.1 %	Vähennä	2.10	17.2 %	9.5	11.9	11.3	12.5	0.8	0.00	0.0 %	295
Stora Enso	12.28	0.0 %	-6.6 %	Vähennä	14.00	14.0 %	10.9	10.1	10.2	9.3	0.7	0.62	5.0 %	9684
Suominen	2.88	-3.5 %	-4.0 %	Vähennä	3.00	4.3 %	13.1	14.4	9.9	9.5	1.1	0.10	3.5 %	165
Taaleri	10.06	-2.1 %	-10.0 %	Vähennä	11.00	9.3 %	10.6	6.6	19.7	11.8	1.4	0.80	8.0 %	291
Talenom	8.05	-0.1 %	-11.5 %	Vähennä	9.00	11.8 %	32.2	27.0	26.7	23.0	6.1	0.19	2.4 %	364
Tamtron	5.24	1.9 %	-2.1 %	Osta	6.70	27.9 %	10.3	14.1	8.7	12.0	1.8	0.05	1.0 %	38
Tecnotree	0.44	0.9 %	-29.3 %	Vähennä	0.58	31.5 %	8.6	6.0	7.0	4.5	1.4	0.00	0.0 %	137

ETUSIVU	MARKKINAT		SIJOITUSIDEAT			INDERES.FI		MAKRO			YHTIÖT		TUNNUSLUVUT	
Yhtiö	Kurssi	Muutos	2023	Suositus	Tavoite	Potentiaali	P/E 23	EV/EBIT 23	P/E 24	EV/EBIT 24	P/B 23	Osinko 23e	Tuotto-%	MCAP
Teleste	3.55	-0.8 %	0.3 %	Vähennä	3.70	4.2 %	33.2	27.3	11.0	10.9	1.1	0.08	2.3 %	64
Telia Company (SEK)	26.30	-3.3 %	-1.4 %	Vähennä	29.00	10.3 %	16.3	16.7	14.6	16.0	1.7	2.00	7.6 %	103414
Terveystalo	6.80	1.5 %	8.8 %	Lisää	8.30	22.1 %	15.2	21.2	11.6	13.9	1.4	0.28	4.1 %	863
Tietoevry	28.02	0.3 %	5.7 %	Lisää	33.00	17.8 %	10.9	12.0	10.2	11.0	1.9	1.50	5.4 %	3317
Titanium	17.80	-7.0 %	14.5 %	Vähennä	19.00	6.7 %	12.5	9.3	11.4	8.0	7.1	1.40	7.9 %	184
Toivo Group	1.22	-0.8 %	-5.8 %	Vähennä	1.50	23.0 %	16.0	17.3	4.7	8.4	0.9	0.00	0.0 %	67
Tokmanni Group	13.27	1.8 %	17.5 %	Lisää	14.00	5.5 %	12.4	13.0	10.8	10.7	2.9	0.78	5.9 %	781
Tulikivi	0.53	-3.8 %	-12.5 %	Lisää	0.63	20.0 %	6.0	5.1	9.3	6.7	1.6	0.02	3.8 %	31
United Bankers	14.60	0.7 %	7.4 %	Lisää	16.00	9.6 %	11.8	8.2	11.1	7.3	3.0	1.00	6.8 %	155
UPM-Kymmene	32.38	-0.9 %	-7.3 %	Lisää	38.00	17.4 %	11.8	10.1	11.3	9.8	1.4	1.60	4.9 %	17275
Vaisala	39.90	-0.1 %	1.1 %	Vähennä	41.00	2.8 %	22.4	19.1	20.8	16.9	5.1	0.76	1.9 %	1453
Valmet	29.59	1.1 %	17.6 %	Lisää	34.00	14.9 %	13.2	11.5	12.7	10.0	2.2	1.35	4.6 %	5460
Valoe	0.03	0.0 %	0.0 %	Myy	0.02	-33.3 %	neg.	neg.	neg.	neg.	-1.0	0.00	0.0 %	12
Verkkokauppa.com	2.61	1.6 %	-7.9 %	Vähennä	2.90	11.1 %	26.8	22.7	11.9	8.2	4.0	0.05	1.9 %	118
Viafin Service	13.00	-0.4 %	-5.8 %	Lisää	15.00	15.4 %	13.6	6.2	11.9	4.9	2.0	0.48	3.7 %	46
Vincit	4.69	0.6 %	12.7 %	Osta	5.70	21.5 %	11.9	11.9	9.3	8.1	1.8	0.17	3.6 %	76
Wetteri	0.78	0.0 %	9.2 %	Myy	0.50	-35.5 %	18.4	19.3	19.2	19.9	3.2	0.01	1.3 %	111
WithSecure Corporation	1.51	0.0 %	10.0 %	Lisää	1.90	25.8 %	neg.	neg.	neg.	neg.	2.2	0.00	0.0 %	263
Witted Megacorp	3.50	-1.8 %	-10.1 %	Osta	4.80	36.9 %	35.2	70.2	13.6	10.4	3.0	0.00	0.0 %	53
Wulff Group	3.70	0.5 %	12.5 %	Osta	4.70	27.0 %	9.3	8.2	8.3	7.0	1.1	0.15	4.1 %	25
Wärtsilä	7.99	0.4 %	1.6 %	Lisää	9.50	18.9 %	13.7	11.4	11.7	9.1	2.1	0.40	5.0 %	4729
YIT Corporation	2.54	1.1 %	3.3 %	Vähennä	3.10	22.0 %	9.0	18.1	6.3	8.8	0.6	0.18	7.1 %	531



Inderes yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa. Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tiedonsaanti finanssimarkkinoilla.

## 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

### **Anton Damstén**

Analyytikko  
+358 50 461 8667  
anton.damsten@inderes.com

### **Antti Luuro**

Analyytikko  
+358 50 571 4893  
antti.luuro@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

### **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**

Pääanalytikko  
+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

### **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

# Vastuuvapauslauseke 1/6

## Disclaimer

Tämä vastuuvapauslauseke koskee Inderesin Oyj:n (jäljempänä "Inderes") tuottamia tai inderes.fi-nettisivuilla taikka muilla Inderesin jakelukanavilla julkaistuja kirjallisia sekä video- ja audiomuotoisia raportteja ja muita osaketutkimukseen liittyviä sisältöjä (jäljempänä yhdessä "raportit").

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.



## Vastuuvapauslauseke 2/6

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittymenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittymenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta - Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää - Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä - Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy - Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

## Vastuuvapauslauseke 3/6

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

## Vastuuvapauslauseke 4/6

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Vastuuvapauslauseke 5/6

Inderesin yhtiöasiakkaat tunnistaa inderes.fi-palvelussa "Yhtiöasiakas" -tunnuksesta ja ne näkee kootusti osakevertailusta: <https://www.inderes.fi/osakevertailu>. Inderes on tehnyt sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen, seuraavien liikkeeseen laskijoiden kanssa: Pohjanmaan Arvo Sijoitusosuuskunta, Aallon Group Oyj, Aktia Pankki Oyj, Admicom Oyj, Alma Media Oyj, Alexandria Pankkiiriliike Oyj, Apetit Oyj, Aspocomp Oyj, Aspo Oyj, Basware Oyj, Bilot Oyj, Bittium Oyj, Boreo Oyj, Caverion Oyj, Capman Oyj, Koskisen Oyj, Consti Oyj, Detection Technology Oyj, Digia Oyj, eQ Oyj, Efecte Oyj, Enedo Oyj, Enersense International Oyj, Endomines Oyj, Etteplan Oyj, Elite Varainhoito Oyj, Evli Pankki Oyj, Exel Composites Oyj, Fellow Finance Oyj, Fiskars Oyj, F-secure Oyj, Finnair Oyj, Fondia Oyj, Fodelia Oyj, Gofore Oyj, Glaston Oyj, Heeros Oyj, Incap Oyj, Ilkka-Yhtymä Oyj, Innofactor Oyj, Investors House Oyj, Kesla Oyj, Loudspring Oyj, Lehto Group Oyj, Marimekko Oyj, Martela Oyj, Musti Group Oyj, Nightingale Health Oyj, Netum Oyj, Next Games Oyj, Reka Industrial Oyj, Nixu Oyj, Ovaro Oyj, Oriola Oyj, Panostaja Oyj, Pihlajalinna Oyj, Piippo Oyj, PunaMusta Oy, Qt Group Oyj, Rapala VMC Oyj, Raute Oyj, NoHo Partners Oyj, Revenio Group Oyj, Rush Factory oyj, Sanoma Oyj, Scanfil Oyj, Sievi Capital Oyj, Siili Solutions Oyj, Sitowise Oyj, Solteq Oyj, Wetteri Oyj, Solwers Oyj, SRV Oyj, Sotkamo Silver Oyj, Relais Group Oyj, Rovio Entertainment Oyj, Suominen Oyj, Taaleri Oyj, Talenom Oyj, Tecnotree Oyj, Teleste Oyj, Terveystalo Oyj, Titanium Oyj, Tokmanni Oyj, Toivo Group Oyj, United Bankers Oyj, Vaisala Oyj, Verkkokauppa.com Oyj, Vincit Group Oyj, Avidly Oyj, Raisio Oyj, Remedy Entertainment Oyj, Ponsse Oyj, Harvia Finland Oy, Eezy Oyj, Wulff-Yhtiöt Oyj, Viafin Service Oyj, LeadDesk Oyj, Oma Säästöpankki Oyj, Orthex Oyj, Honkarakenne Oyj, Robit Oyj, Optomed Oyj, EcoUp Oyj, Lohde Oyj, Puulo Oyj, Kreate Oyj, Norrhydro Oyj, Lapwall Oyj, Partnera Oyj, Duell Oyj, Tulikivi Oyj, Fifax Oyj, Purmo Group Oyj, Kamux Oyj, Lemonsoft Oyj, Nurminen Logistics Oyj, Springvest Oyj, QPR SOftware Oyj, Digital Workforce Oyj, Kempower Oyj, Witted Megacorp Oyj, Merus Power Oyj, Lassija & tikanoja Oyj, Lifa Air Oyj, Bioretec Oyj, Anora Oyj, Betolar Oyj, Stockmann Oyj, Tamtron Oyj, Media and Games Invest Plc, Savosolar Oyj ja Nexstım Oyj. Kaikki näistä yhtiöstä eivät ole välttämättä tällä hetkellä seurannassa. Reaaliaikaisen asiakasyhtiöiden suositustilanteen ja suositusjakauman näet Inderesin osakevertailusta: <https://www.inderes.fi/osakevertailu>

## Vastuuvapauslauseke 6/6

Inderesin tuottamien raporttien suosituksia, tavoitehintoja tai niissä esitettyjä keskeisiä johtopäätöksiä ei näytetä liikkeeseen laskijoille ennen raportin virallista julkaisua. Huomautamme, että pitkän aikavälin laskennallinen arvomme yritykselle, eli laskettu käypä-arvo tai DCF-arvo per osake, voi poiketa annetusta tavoitehinnasta, jos emme usko osakkeen hinnan saavuttavan laskennallista arvoaan seuraavan kahdentoista kuukauden aikana. Muistutamme myös, että kaikki annetut suositukset eivät välttämättä ole päivittäin täysin linjassa annettuun tavoitehintaan muun muassa raportin kirjoittamisesta johtuvan aikaviiveen johdosta. Raporteissa esitetyt osakekurssitiedot ovat aina lähtökohtaisesti edellisen pörssipäivän päätöskurssitietoja, jollei raportissa toisin mainita. Käyttämämme suositusmetodologia ei myöskään ole aina käytännöllisin työkalu erittäin volatiileihin ja (tai) epälikvideihin osakkeisiin.

\*Merkittävänä julkistettavana taloudellisena etuna pidetään 50.000 euron rajaa. Inderes on saanut seuraavat ilmoitukset 50.000 euron rajan ylitymisistä. Inderesin analyytikko Juha Kinnusella on 18.12.2017 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Talenom Oyj. Inderesin analyytikko Antti Luiron ja hänen lähipiirinsä yhteenlaskettu omistus on 18.2.2021 saadun ilmoituksen mukaan yli 50 000 euroa kohdeyhtiössä Efecte Plc. Inderesin analyytikko Atte Riikolalla on 24.11.2022 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Remedy Entertainment Oyj. Inderesin analyytikko Antti Luiron ja hänen lähipiirinsä yhteenlaskettu omistus on 6.2.2023 saadun ilmoituksen mukaan yli 50 000 euroa kohdeyhtiössä Qt Group.

Inderesin työntekijä Aaro Vasama ja hänen lähipiirinsä ovat Kempower Oyj:n pääomistajia Kemppi Groupin kautta. Vasama ei osallistu millään tavalla yhtiöön liittyvän tutkimukseen, eikä hän saa etukäteen tietoa mahdollisista ennuste- tai suositusmuutoksista.