



Näe metsä pulta
maailmanjärjestyksen myllerryksessä
s. 12

Osakemarkkinoilla tasapainoillaan
näkömien ja arvostustasojen välillä
s. 17

Alkuvuoden houkuttelevimmat
osake- ja ETF-valinnat salkkuun
s. 23

TAMMIKUU 2025

OP Pörssitutka

Arvaamattomia aikoja



OP Yrityspankki
Gebhardinaukio 1, PL 308
00013 OP
Puh. 010 252 010

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitusanalyyseistä:

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehotuksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuita, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofilia ja mieltymyksiä.

OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoiminnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Finanssivalvonta ja Euroopan Keskuspankki. OP Yrityspankki Oyj:ssä voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi OP Yrityspankki Oyj:ssä voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emisointotakaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin perustuvat liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista Finanssivalvonnan edellyttämällä tavalla sekä fyysisesti että operatiivisen toiminnan osalta. OP Yrityspankki Oyj noudattaa Finanssivalvonnan määräysten perusteella laadittua eturistiriitapolitiikkaa.

OP Yrityspankki Oyj:n ja muiden OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä ja SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oyj:n ja OP-Henkivakuutus Oyj:n osakeomistusten kautta. Muissa analyyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai muulla OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluvalla

yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. OP Ryhmän liputussääntelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Ryhmän keskusyhteisökonsernin kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyyysin kohteena olevissa yhtiöissä.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden vuosineljänneksien yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee syytä. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajattu. OP:n Analyysi-tiimi käyttää neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana. Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (–5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (–5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissiopohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seurantakohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissiopohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Aspo, Asuntosalkku, Atria, Exel Composites, Fodelia, HKFoods, KH Group, Koskisen, LapWall, Modulight, NoHo Partners, Nurminen Logistics, Rapala ja Wetteri.



Sisältö

Pääkirjoitus: Amerikassa kaikki on suurempaa	5
Talousnäköymä: Epävarmuudessa luovimista.....	6
Markkinateemat.....	12
Osakemarkkinat: Tasapainoilua näkymien ja arvostustasojen välillä	17
Osake- ja ETF-valinnat.....	23
Toimialakatsaukset.....	28
Korkosijoitusten houkuttelevimmat tuotot High Yield -yrityslainoista ...	52
Julkaisun takana: OP Analyysi.....	55



PÄÄKIRJOITUS

Amerikassa kaikki on suurempaa

Amerikassa kaikki on tunnetusti suurempaa aina hampurilaisista ja autoista lähtien. Viime vuosina tämän ovat saaneet kouriin tuntuvasti kokea salkuisaan myös sijoittajat. Yhdysvallat on nimittäin tarjoillut useimpiin muihin alueisiin nähden poskettoman vahvaa talouskasvua, tuloskehitystä ja osaketuottoja.

Donald Trumpin presidentinvaalivoiton myötä sijoittajat ovat nyt kauttaaltaan innoissaan Yhdysvalloista, eikä suotta. Jo entuudestaan vahvan talouskasvun ja teknologiajättien ylivertaisen vireen tukema tuloskasvunäkymä on saamassa doping-piikin Trumpin kaavailemista veronkevennyksistä. Amerikkalais-osakkeille korteissa on alkaneelle vuodelle pitkälti kaksinumeroista tuloskasvua. Euroopassa tällaisesta voidaan vain haaveilla.

Samaan aikaan amerikkalaisosakkeiden hinnoittelu on kuitenkin noussut jo korkeaksi, joten nousukauden edetessä katseita kannattaa vähitellen siirtää myös vähemmän hypetetyille markkinoille. Euroopan ja Suomen markkinat ovat ennätysellisen halpoja suhteessa Yhdysvaltoihin, eikä kukaan tunnu odottavan niiltä mitään. Juuri tällaisessa ympäristössä pienetkin positiiviset muutokset voivat johtaa vahvoin kurssinousuihin. Härkämäisesti eteenpäin puskevaa Wall Streetia ei parane hylätä, mutta kuluvan vuoden kiinnostavimmat yksittäiset osakepoiminnat löytynevät vähitellen toisaalta.

Viime vuosina armotta parjatun Helsingin pörssin kohdallakaan ei kannata heittää pyyhettä kehään. Muutaman vuoden alakulojaksoja on nähty useimmissa pörsseissä, eivätkä nämä ole olleet oikeita pakkoja myyntinapin painamiselle. Syklisille aloille

painottuvan Helsingin pörssin vire kyllä kääntyy, kunhan globaali teollisuus elpyy poikkeuksellisen pitkältä alhostaan. Kärsivällisyys palkitaan ja odotellessa sijoittajat voivat nauttia poikkeuksellisen korkeista osingoista.

Sijoittajan taivaalla siintää nyt poikkeuksellisen paljon tummia pilviä, kuten suurvaltojen nokittelu ja kauppajännitteiden kiristyminen. Nämä synkistelyt varastavat leijonanosan lehdistön palstatilasta, mutta jättävät varjoonsa taustalla näkyvän positiivisen pohjavireen: talous- ja tulosnäkymät ovat useimmilla alueilla nousujohteiset ja useimmiten kasvuvireen tarvelevä teollisuuden notkahdus on jo tapahtunut. Nyt odotellaan sen elpymistä. Yritysten kestätyä hyvin viime vuosien moukaroinnin, tarvittaisiin todella suuri shokki, jotta tulosnäkymät suistuisivat nyt raiteiltaan.

Osakesijoittajan taivaalla siintää tyypillisesti aina ainakin jonkin verran pilviä ja sijoittajalle kaikkein pahinta on pilvettömän taivaan tarjoama hyvänolon tunne, sillä tällöin asiat voivat mennä vain heikompaan suuntaan. Tästä pilvettömän taivaan autuudesta ei tällä hetkellä tarvitse olla huolissaan.

Menestystä osakevalintoihin!



Antti Saari
Pääanalyytikko

TALOUS

Epävarmuudessa luovimista

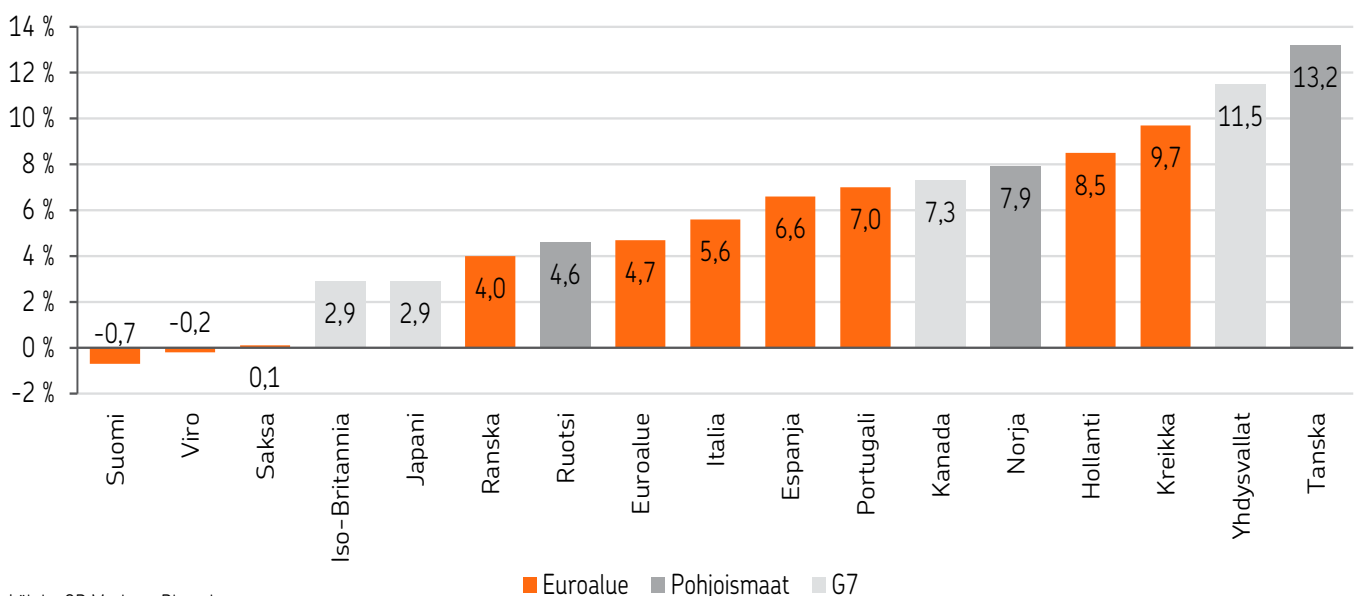
Alkaneeseen vuoteen lähdetään odottelevissa tunnelmissa ja talouskuva on useiden epävarmuustekijöiden värittämä. Suurin huoli kohdistuu Yhdysvaltojen politiikkalinjan arvaamattomuuteen ja erityisesti Trumpin uhkaamiin tuontitulleihin. Teollisuuden suhdannekäänne lykkääntyy heikon kysyntäympäristön pitkittyessä, mutta tilanne helpottaa vähitellen vuoden edetessä. Talouden ilonaiheet löytyvät yksityisen kulutuksen vankasta vireestä. Globaali talouskasvu nojaa edelleen voimakkaasti Yhdysvaltojen ja kehittyvien maiden varaan.

Globaali talous on pysynyt viime kuukausien aikana iskunkestävänä lukuisia epävarmuustekijöitä kohtaan, vaikka kasvu onkin jäänyt keskimääräistä verkkaisemmaksi. Alkusyksyllä markkinoita voimakkaasti ravistelleet kasvupelot ovat osoittautuneet odotus-temme mukaisesti ylilyönniksi. Erityisesti elokuussa kuumana käyneet spekulatiot Yhdysvaltojen taantumasta ovat lopahtaneet nopeasti, kun liittovaltion

talous on jatkanut vankkaa kasvuaan.

Pahimpien skenaarioiden välttäminen ei kuitenkaan tarkoita sitä, että globaalin talouden yleisilassa olisi edelleenkaan hurraamisen aihetta. Teollisuuden ankea suhdanne jatkuu teollisuusyritysten tuskaillessa heikkoa kysyntää ja kansainvälinen kauppa käy tyhjäkäynnillä yritysten odotellessa selvyttä tuleviin

Kumulatiivinen BKT-kasvu eri maissa 2019-Q3/2024



Lähde: OP Markets, Bloomberg

kauppasuhteisiin. Korkoympäristön pysyväksi osoitautunut muutos pitkän nollakorkokauden jälkeen on johtanut investointien syväjäähän, jonka sulamista vasta odotellaan. Palvelusektorin tila on sentään pysynyt positiivisena ja palvelupainotteisten talousalueiden näkymät ovat huomattavasti teollisuusvetoisia maita suotuisammat.

Alkaneeseen vuoteen lähdetään talouden osalta tarkkailevissa tunnelmissa. Lukuisista epävarmuustekijöistä johtuen monilla länsimailla tulee olemaan vaikeuksia yltää trenditason talouskasvuun ja globaali kasvu nojaa tänäkin vuonna vahvasti kehittyvien maiden harteille. Alkaneen vuoden globaali BKT-kasvuennuste on pysynyt jo jonkin aikaa vakaana 3 %:n lukemassa ja myös ensi vuodelle ennustetaan vastaavaa eli hieman keskimääräistä maltillisempaa kasvulukemaa. Sijoittajan on siis syytä varautua vaisuhkon talousympäristön pitkittymiseen.

Aiempaakin arvaamattomampi toimintaympäristö

Talous- ja markkinaympäristöä on viimeisten vuosien aikana leimannut poikkeuksellisen merkittävä epävarmuustekijöiden kavalkadi: Ukrainan sota, Lähi-idän levottomuus, energiamarkkinoiden turbulenssi, inflaatioshokki ja tästä seurannut ostovoiman raju supistuminen sekä keskuspankkien historiallisen voimakkaat koronnostosykli.

Osa näistä tekijöistä on selvästi hellittänyt otettaan, mutta tilalle on noussut uusia riskitekijöitä talouskuvaan varjostamaan. Katseet kääntyvät nyt erityisesti Yhdysvaltojen politiikkalinjan arvaamattomuuteen. Talouden näkökulmasta suurin huoli liittyy uudelleen presidentiksi valitun Donald Trumpin kauppapolitiikkaan, sillä hän on toistuvasti uhanut asettaa laajoja tulleeja yhdysvaltalaistuonnille ja vaarana on uuden kauppasodan puhkeaminen. Kauppasota iskisi varsinkin vientivetoisiin talousalueisiin, kuten euroalueeseen, kipeästi ja viivästyttäisi samalla talouden toipumista.

Trump on lupailut ratkaisevansa Ukrainan sodan ja Lähi-idän kriisin nopeasti, mutta on ollut vaitonainen tulevista konkreettisista toimenpiteistä. Trump on myös ilmaissut toistuvasti tyytymättömyyttään Natoa kohtaan ja uhanut Yhdysvaltojen vetäytymisellä puolustusliitosta, joka jo puheen tasolla heikentää Euroopan puolustuksen uskottavuutta. Trumpin ensimmäisellä kaudella suurvaltasuhteet Kiinan kanssa

Jari Hännikäinen
Seniorimarkkinaekonomisti
X: @JariHnnikinen1



”

Katseet kääntyvät nyt erityisesti
Yhdysvaltojen politiikkalinjan
arvaamattomuuteen.

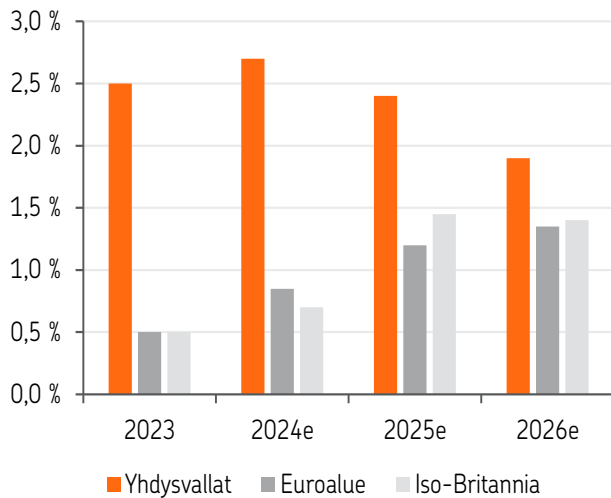
kiristyivät, eikä nytkään kannata odotella suhteiden lämmittelyä. Valkoisen talon suunnasta tullaan varmasti kuulemaan vuoden mittaan avauksia, jotka sotkevat vallitsevaa talous- ja markkinanäkymää.

Yksityinen kulutus jatkaa kasvu-uralla ostovoiman vahvistumisen tukemana

Globaalin talouden kestävyys nojaa edelleen pitkälti yksityisen kulutuksen harteille, joka on toiminut jo pidempään kasvun tärkeimpänä tukipilarina. Yksityisen kulutuksen kasvunäkymät ovat edelleen suotuisat. Erityisesti länsimaiden hyvänä jatkuva työmarkkinavire, reippaat palkankorotukset ja ostovoiman vahvistuminen luovat vankan perustan yksityisen kulutuksen lisäkasvulle. Ennakoimme ostovoiman toipumisen hellittävän vähitellen kuluttajien pitkäkestoista hintatietoisuutta ja avaavan samalla ovia myös korkeamman hintapisteiden tuotteiden myynnin piristymiselle.

Syksyn aikana vauhdittunut korkojen lasku helpottaa velallisten arkea ja vapauttaa tuloja velanhoitokustannuksista muuhun kulutukseen eritoten euroalueella. Korkojen lasku tukee erityisesti ei-välttämätöntä kulutusta ja odotamme esimerkiksi ulkona syömisen, vapaa-ajan palveluiden sekä matkustelun saavan uutta nostetta vuoden edetessä. Korkokäänne palauttaa kotitalouksien kiinnostusta myös isoihin hankintoihin, kuten asuntoihin ja ajoneuvoihin, pitkän hiljaisen kauden jälkeen.

Yksityisen kulutuksen kasvuennusteet (v/v)



Lähde: OP Markets, Bloomberg

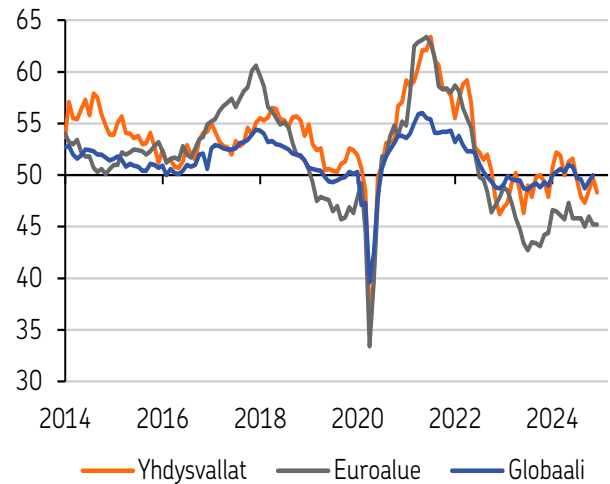
Yksityisen kulutuksen kasvunäkymissä on selviä talousaluekohtaisia eroja, sillä kulutuksen kasvuväät ovat Yhdysvalloissa huomattavasti euroaluetta paremmat. Yhdysvaltojen yksityisen kulutuksen kasvun ennustetaan jatkuvan tänä vuonna vahvalla noin 2,5 %:n tahdilla osin Trumpin ajamien veronkevennysten tukemana. Euroalueen yksityisen kulutuksen kasvun arvioidaan hieman virkistävän kahden vaisun vuoden jälkeen, mutta kasvuvauhti uhkaa jäädä silti 1 %:n tuntumaan geopolitiikkariskien ja aneemisen kuluttajaluottamuksen lannistamana.

Tuontitulliuhka teollisuuden uusin murheenaihe

Teollisuuden pitkäkestoinen taaperrus on jatkunut heikon kysyntäympäristön saattelemana, eikä sektorin virkistymisestä ole edelleenkaan minkäänlaisia konkreettisia merkkejä ilmassa. Näkemyksemme mukaan teollisuuden hartaasti odotettu suhdannekäännös lykkääntyy entisestään uusien uhkatekijöiden heittäessä kapuloita rattaisiin.

Teollisuuden suurin huolenaihe liittyy tällä hetkellä Trumpin uhkaamiin Yhdysvaltojen tuontitulleihin ja kauppasodan vaaraan. Yhdysvaltojen tuontitullit ja kauppakumppanien vastatullit sotkisivat toteutessaan pahasti kansainvälistä kauppaa ja lannistaisivat jo entuudestaan vaisua teollisuustuotteiden kysyntää. Kauppasuhteisiin liittyvä epävarmuus on myrkyä myös teollisuuden investointihalujen kannalta, kun

Teollisuuden ostopäällikköindeksit (PMI)



Lähde: OP Markets, Bloomberg * yli 50 pisteen taso indikoi sektorin kasvua

yritykset joutuvat puntaroimaan aiempaa tarkemmin investointien kannattavuutta ja investointien kohdemaata. Tuontitullit ja kauppasuhteiden kiristyminen muodostavat merkittävän uhan erityisesti kiinalais-teollisuudelle sekä euroalueen autoteollisuudelle, joka on jo valmiiksi heikoissa kantimissa.

Teollisuuden ankea tila suorastaan huutaa rahapolitiikan keventämistä ja keskuspankit ovatkin siirtyneet yhä selvemmin koronlaskujen polulle. Teollisuuden kuluvan vuoden piristymistoiveet nojaavat pitkälti korkokäänteen kysyntää tukevaan vaikutukseen. Paljon odotuksia on ladattu korkokäänteen harteille, sillä suurista suomalaisyrityksistä peräti 90 % odottaa korkojen laskun tukevan liiketoimintaympäristöä kuluvan vuoden aikana (OP Yrityspankin Suuryritystutkimus). Lisäksi 50 % suurista suomalaisyrityksistä ennakoivat korkojen laskun laittavan hankepyödyllä jämähtäneitä investointihankkeita liikkeelle. Positiivista nostetta teollisuuteen on odotettavissa myös Kiinan

”

Teollisuuden suurin huolenaihe liittyy tällä hetkellä Trumpin uhkaamiin Yhdysvaltojen tuontitulleihin ja kauppasodan vaaraan.

uusista elvytystoimista, mutta vaikutusten suuruusluokkaa on vaikeaa vielä tässä vaiheessa ennakoida elvytyshankkeiden yksityiskohtien puuttuessa.

Odotamme teollisuuden aktiviteetin jäävän varsin-kin vuoden alkupuoliskolla vaatimattomaksi yritysten tarkkaillessa kauppasuhteiden suuntaa, mutta tilanteen helpottavan vähitellen vuoden edetessä. Suhtaudumme kuitenkin aiempaa varovaisemmin teollisuuden piristymismahdollisuuksiin, varsinkin euroalueella.

Yhdysvaltojen taloudessa puhaltavat uusvanhat tuulet

Yhdysvaltojen talouden näkymiin on saatu merkittävää lisävaloa syksyn Pörssitutkan julkaisun jälkeen. Presidentiksi uudelleentalittu Trump luottaa talouspolitiikassa tuttuun pelikirjaansa eli veronkevennyksiin ja sääntelyn purkuun. Nämä toimet vauhdittavat Yhdysvaltojen kulutusta ja investointihalua sekä vaikuttavat positiivisesti tuottavuuskehitykseen. Sen sijaan Trumpin kannattamat tuontitullit ja maahanmuuton rajoittaminen uhkaavat hiekoittaa talouskasvun rattaita. Kokonaisuutena tulkitsemme Trumpin talouspolitiikan kuitenkin Yhdysvaltojen kasvukuvaa tukevaksi.

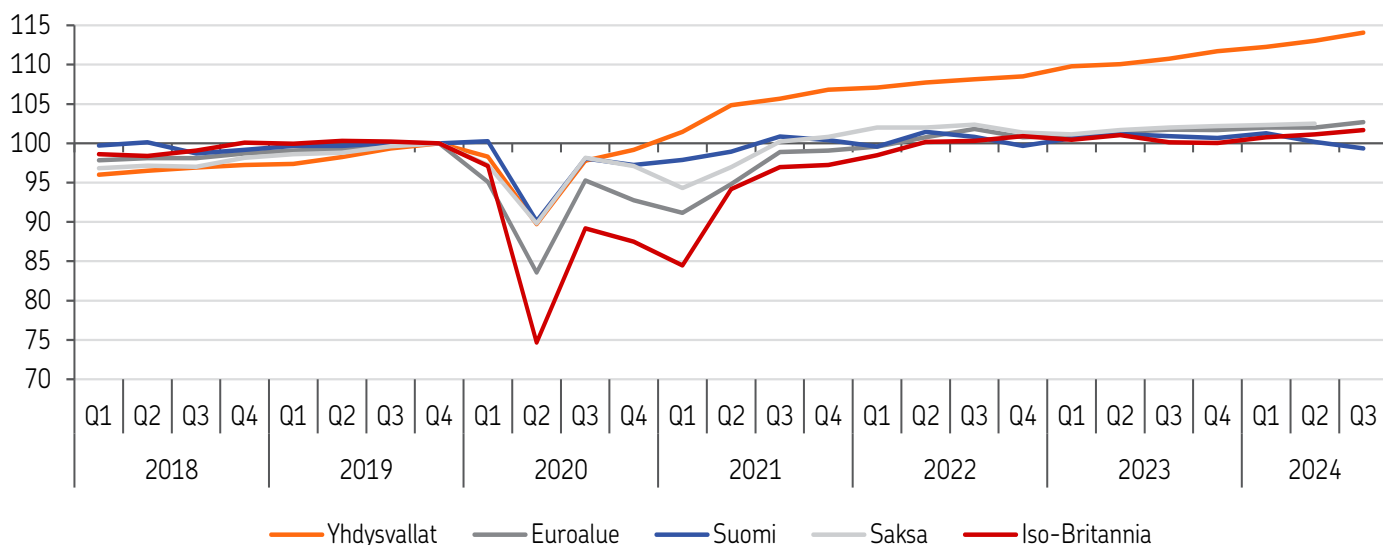
Trumpin talouspolitiikan (mm. tuontitullien ja maahanmuuton rajoittamisen) nähdään yleisesti ruokkivan hintapaineita ja pitävän samalla inflaatiota

Näemme Trumpin talouspolitiikan kokonaisuutenaan Yhdysvaltojen kasvukuvaa tukevana.

koholla. Inflaatoriskit pakottavat keskuspankki Fedin reagoimaan tilanteeseen ja koronakuodotukset ovat sulaneet voimakkaasti marraskuisten presidentinvaalien jälkeen. Fedillä on näkemysmme mukaan varsin maltillisesti koronlaskuvaraa kuluva vuoden aikana inflaatiokuvan pitäessä keskuspankin varpailaan. Onneksi yhdysvaltalaiskotitaloudet ja -yritykset ovat osoittaneet viimeisen kahden vuoden aikana kestäkykyisyyttä korkeita korkoja kohtaan, eikä korkonäkymän muutos suinkaan suista Yhdysvaltojen taloutta raiteiltaan.

Työmarkkinoiden uusi vahvistuminen, reaali-palkkojen nousu ja kasvaneiden varallisuusarvojen ruokkimat kulutushalut pitävät talouden kannalta tärkeimmän kasvumoottorin eli yksityisen kulutuksen hyrräämässä. Yhdysvaltojen teollisuus kärsii sektorin globaalisti alhosta, mutta tilanne ei ole Atlantin takana erityisen huolestuttava. Veronkevennykset, sääntelyn purku ja tuontitullien uhka tulevat houkuttelemaan

Yksityinen kulutus eri maissa (Q4/2019 = 100)



Lähde: OP Markets, Bloomberg



Yhdysvaltoihin paljon uusia niin koti- kuin ulkomaisia investointeja ja varsinkin tekoälyinvestoinnit kasvavat jyrkästi. Povaamme tälle vuodelle selvästi konsensusennustetta (2,1 %) reippaampaa BKT-kasvua ja samalla Yhdysvaltojen jatkavan kasvuylivoiomaansa muihin länsimaihin peilattuna.

Ei vielä kukaan euroalueen vuosi

Euroalueen talouskuva on vaisuin kaikista päätalousalueista. Euroalueen talouden kohtalo lepää pitkälti maanosalle tärkeän vientivetoisen teollisuuden harteilla. Saksan teollisuuden kilpailukyvyyn sulaminen, tilauskirjojen tyhjentyminen ja maan autovalmistajien historialliset tehtaiden lopetussuunnitelmat eivät lupaa ruusuista lähitulevaisuutta. Kansainvälisiin kauppasuhteisiin liittyvä epävarmuus on myrkyä euroalueen teollisuudelle.

Euroalueen poliittinen epävarmuus on tehnyt nopean paluun parrasvaloihin varjostaen jo ennalta hataraa kasvukuvaa. Saksan ennenaikaiset vaalit helmikuun lopussa (23.2.) jättävät euroalueen suurmaan alkuvuonna valtatyhjiöön ja Ranskan poliittinen draama on saanut jälleensä uusia käännteitä. Maaosan elintärkeiden kasvua edistävien reformien teko jää suurmaiden seuraavien hallitusten harteille, eikä isoja edistysaskelia ole luvassa nykytiedon valossa.

Epävarmuustekijöihin peilattuna EKP:n maltillisilla askelilla jatkuva koronakausykli on laiha lohtu, eikä koronakausyklistä ole talouden ihmerohdoksia. Euroalueen talouden harvat ilonaiheet kumpuavat työmarkkinoilta, sillä yhteisvaluutta-alueen työllisyys on pitänyt hienosti pintansa vaisun talouskasvun ympäristössä. Tästä konkreettisena esimerkkinä on euroalueen työttömyysasteen valuminen viime vuoden aikana kaikkien aikojen pohjatasolleen. Tämä on näkynyt yksityisessä kulutuksessa, joka on jatkanut viime vuosien tapaan euroalueen talouden pelastusrenkaana.

”

Euroalueen talouskuva näyttää
kaikista päätalousalueista
vaisuimmalta.

Kaikesta talousmedian synkistelystä huolimatta euroalueen näkymä on viimevuotista parempi. Talouskasvu on yhä jatkumassa ja kasvurakenteen voi odottaa monipuolistuvan vuoden edetessä. BKT-kasvu on kuitenkin jäämässä tänäkin vuonna potentiaalitason alapuolelle ja ekonomistien 1 %:n kasvunuste osoittautuneen liian optimistiseksi.

Kiinan elvytystoimien teho edelleen kysymysmerkkinä

Kiinan talouden näkymät ovat yhä haastavat, eikä talouden isossa kuvassa ole tapahtunut muutoksia. Kotimainen kulutus laahaa pahasti kotitalouksien varovaisuudesta johtuen, kiinteistömarkkinoilla odotellaan edelleen merkkejä pohjakosketuksesta, teollisuus kärsii sektorin globaalista matalasuhdanteesta ja ulkomaiset investoinnit matelevat pohjamudissa. Trumpin uhkaamat kiinalaistuotteiden jopa 60 %:n tuontitullit luovat uuden synkän varjon Kiinan talouskuvan ylle ja Kiina on yhä selvemmin Yhdysvaltojen uuden hallinnon tähtäimessä.

Kiinan keskushallinto on reagoinut heikkoon talouskuvaan esittelemällä syksyn mittaan joukon uusia elvytyshankkeita, joilla pyritään erityisesti kotimaisen kysynnän ja kotitalouksien tukemiseen. Rahapolitiikassa on laitettu lisää pötköä pesään ja keskuspankki

on tehnyt isoimman elvytyspaketin korona-kriisin jälkeen. Elvytyksen yksityiskohdat ovat kuitenkin edelleen pitkälti avoinna ja toimien tehoon kannattaa suhtautua varauksella. Näkemyksemme mukaan Kiinalla ei ole rahkeita merkittävästi kasvukuvaa muuttaviin elvytyshankkeisiin velkaantumishuolien ja rakenteellisten ongelmien painaessa päättäjien vaakakupissa.

Kiinan keskushallinto tavoittelee tälle vuodelle virallisesti 5 %:n BKT-kasvua ja ekonomistien konsensus ennustaa 4,5 %:n kasvulukemaa. Todellinen kasvuvire on kuitenkin paljon virallisia lukuja heikompi ja näemme kasvuriskit alasuuntaisina, varsinkin jos Trump toteuttaa tulliuhkauksensa.

Kehittyvien maiden talouskuva on niin ikään epävarmuustekijöiden värittämä. Kauppasuhteisiin liittyvät kysymysmerkit, raaka-ainehintojen anemia, ja Yhdysvaltojen dollarin vahvuus laimentavat kehittyvien maiden kasvumahdollisuuksia. Ennakoitu kehittyvien maiden inflaation uusi kiihtyminen sitoo keskuspankkien käsiä ja estää rahapolitiikan lisäkeventämisen. Konsensusteesta poiketen arvioimme kehittyvien maiden kasvun jäävän tänä vuonna kokonaisuutena hieman viimevuotista laimeammaksi noin 4 %:iin. Maakohtaiset kasvuerot tulevat kuitenkin olemaan jälleen isoja ja Intia säilynee maajoukon tähtenä.

BKT-kasvuennusteet (konsensus, %)

	2024	2025	2026
Globaali	3,1	3,0	3,0
Yhdysvallat	2,7	2,1	2,0
Euroalue	0,8	1,0	1,2
Kiina	4,8	4,5	4,2
Kehittyvät maat	4,0	4,2	4,1

Lähde: OP Markets, Bloomberg

Markkinateemat

1.

Maaailmanjärjestys
myllerryksessä

Maaailmanjärjestys hakee uutta muotoaan eriytyvien kansallisten intressien keskellä. Erityisesti Yhdysvalloissa uudelleenvalitun Donald Trumpin toimien arvaamattomuus ruokkii epävarmuutta. Sijoittajien on varauduttava jatkuvaan heiluntaan ja tarkkaavaisuutta tarvitaan, mutta hätäilylle ei ole sijaa.

s. 13

2.

Yritykset löytävät
tien

Jatkuvat shokit ja epävarmuudet herättävät huolta yritysten tuloksentekokyvystä. Viime vuodet ovat kuitenkin olleet kiistaton todistusaineisto yritysten nopeasta sopeutumiskyvystä ja indeksitason tulokasvun iskunkestävyydestä. Edessä lurkkivista shokeista huolimatta emme näe laajempaa huolta tulokasvun jatkumisesta.

s. 14

3.

Näe metsä puilta

Negatiivissävytteisen uutisvöryn keskellä sijoittajan on helppo tuntea olonsa hermostuneeksi. Pitkäjänteisen sijoittajan on kuitenkin tärkeää keskittyä rahoitusmarkkinoiden isoon kuvaan. Niin kauan, kun peruspalikat ovat kunnossa, kannattaa osakemarkkinoiden kyydissä pysyä.

s. 15



1. Maailmanjärjestys myllerryksessä

Ilkka Saksa
Senioristrategi



Maailmanjärjestys jatkaa myllerryksessä, eikä jo pidempään käynnissä olleeseen kansallisten ja alueellisten intressien eriytymiseen ole näköpiirissä käännettä. Päinvastoin, eritoten Donald Trumpin paluu Valkoiseen taloon tarkoittaa entistä vaikeammin ennakoitavaa politiikkalinjaa, mikä ruokkii epävarmuutta. Perinteisesti sijoittajat suhtautuvat penseästi epävarmuuteen, mutta Trumpin tapauksessa myös rahoitusmarkkinoille positiivisten tapahtumien mahdollisuutta ei pidä väheksyä.

Yhdysvaltojen tulevaan politiikkaan liittyy järjestyttävä lista kysymyksiä, joihin saadaan vastauksia vasta ajan kanssa. Yhdysvaltojen sisämarkkinoilla katseet ovat erityisesti veronkevennyksissä, sääntelyn purussa sekä paperittomien henkilöiden kohtalossa ja maahanmuuttopolitiikan odotetussa kiristymisessä.

Globaaliin kehitykseen vahvasti linkittyvässä ulkopolitiikassa huomio kiinnittyy vastaavasti tuontitullien ja laajemman kauppasodan uhkaan sekä geopolitiikkasuhteiden kehitykseen. Yhdysvallat onkin kääntymässä perinteisestä vakauttavasta voimasta jatkuvan epävarmuuden runsaudensarveksi.

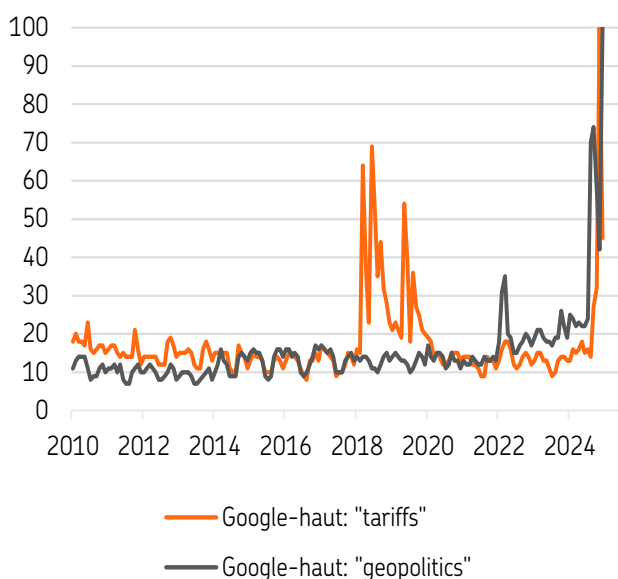
Yhdysvaltojen lisäksi liikkuvia palasia löytyy myös globaalin järjestyksen muista keskeisistä pelureista. Euroopan mahtimaiden Saksan ja Ranskan sotkuinen politiikkatilanne altistaa koko vanhan mantereen johtajuuden puutteelle ja eripuralle. Kiinassa talouden pitkittyvät haasteet ja entisestään kärjistyvät geopolitiikkajännitteet kampittavat keskushallinnon pitkän aikavälin ambitoita kasvattaa vaikutusvaltaansa. Lisäksi pitkittyvän sodankäynnin yhä laajemmat vaikutukset Venäjällä ja Lähi-idän räjähdysherkkä tilanne vaikeuttavat entisestään tulevien kehityskulkujen arviointia.

Sijoittajien tuleekin olla vuonna 2025 varpaillaan, sillä isoista uutisotsikoista tuskin tulee olemaan pulaa maailmanpoliittisten mahtien ajaessa yhä kärjekkäämmiin omia etujaan. Rahoitusmarkkinoilla tämä tarkoittaa jatkuvaa heiluntaa ja sijoittajilta vaaditaan tavanomaistakin tuhdin epävarmuuden sietokykyä.

Maailmanpolitiikan areenoilla vuodesta 2025 voi hyvinkin tulla myrskyisä. Hätäilyyn ei kuitenkaan kannata sortua, sillä loppujen lopuksi maailmanpoliittinen nokittelu saa useimmiten enemmän palstatilaa, kuin mitä tällä on todellisia vaikutuksia talouteen ja rahoitusmarkkinoille. Etenkin rahoitusmarkkinoiden valloilleen pääsevät pelkotilat ovat perinteisesti osoittautuneet otollisiksi ostopaikoiksi.

Sijoittajan on parasta keskittyä markkinoiden ja talouden realiteetteihin, eikä lähteä mukaan uutisotikoiden perässä säntäilyyn ja liiallisiin spekulointeihin. Jäitä hattuun -hokemalle voi tänäkin vuonna olla runsaasti käyttöä.

Tuontitullit ja geopolitiikka Google-hauissa



Lähde: OP Markets, Google, *) 100 kuvastaa hakujen korkeinta tasoa

2. Yritykset löytävät tien

Jatkuvasta muutoksesta ja ulkoisista shokeista tuntuu tulleen pysyvä maailmantila. Viime vuosina yritykset ovat kokeneet poikkeuksellisen paljon merkittäviä mullistuksia, joiden takia moni on joutunut sopeutumaan toimintaympäristön yllättäviin muutoksiin.

Shokkeja on riittänyt laidasta laitaan: koronavirus ja sen hyvin moninaiset heijastusvaikutukset, Venäjään kohdistetut pakotteet ja Ukrainan sotaa seurannut energiakriisi, Kiina-riskien äkillinen uudelleenarviointitarve ja meriliikenteen häiriöt, suurimpia mainitaksemme.

Poikkeuksellisen vauhdikkaiden vuosien jälkeen tilanteeseen ei ole kuitenkaan näköpiirissä helpotusta. Maailmanjärjestyksen hakiessa uusia uomiaan, lähiaikojen ilmeisimmät riskit taloutta ja yrityksiä

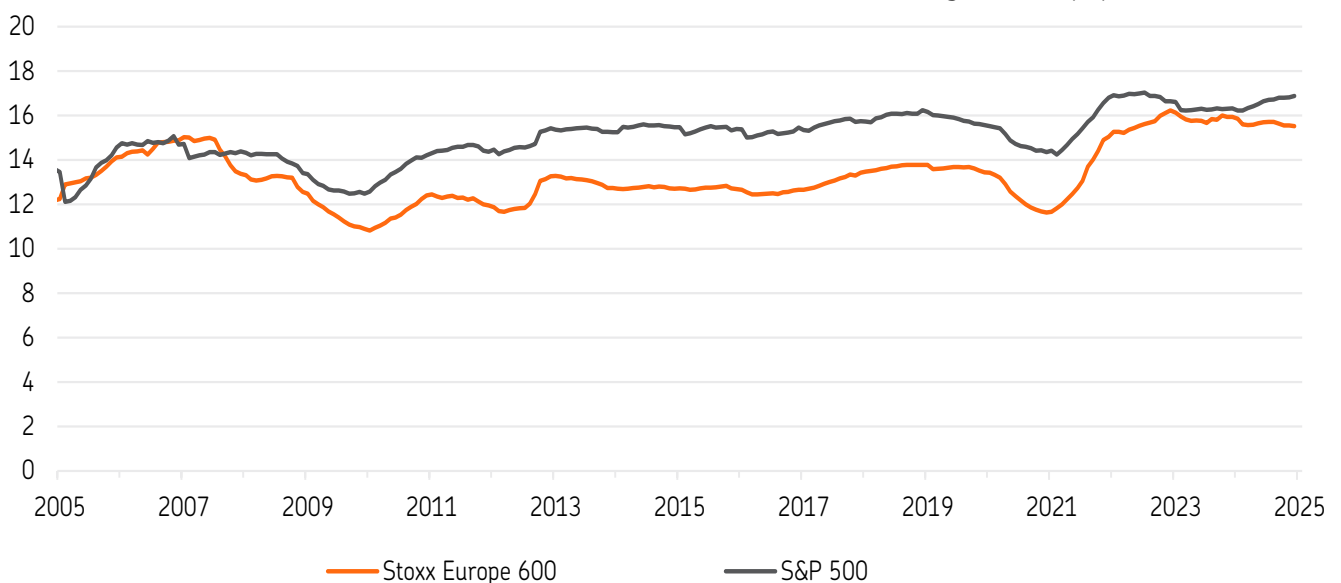
ravistelevista shokeista linkittyvät etenkin globaaliin kaupankäyntiin ja siinä koettuihin kipupisteisiin.

Alkaneeseen vuoteen kohdistuu lukuisia kysymysmerkkejä ja uhkakuvia, jotka herättävät sijoittajissa huolta yritysten tulevasta tuloksenteokyvystä. Iskeekö Yhdysvaltojen tuontitullit yritysten marginaaleihin? Sotkevatko nousevat kaupan esteet globaalit tuotantoketjut? Jäädyttääkö mahdollinen tullinokittelu maailmankaupan? Laukaiseeko geopolitiikkatilanne kärjistyessään energiahintojen nousun? Miten kuluttajien ostohalut kestävät jatkuvan epävarmuuden? Kysymysten listaa voisi jatkaa vielä pitkään.

Huoli ulkoisten shokkien negatiivisista vaikutuksista yritysten tuloksenteolle voi tietyissä tapauksissa olla aiheellinen, mutta liialliseen synkistelyyn ei kannata vajota. Äkilliset muutokset toimintaympäristössä voivat lyhyellä horisontilla hyvinkin rapauttaa yritysten operatiivista tehokkuutta ja nakertaa tuloksenteoedellytyksiä, mutta yritysten dynaamisuus ja kyky sopeutua nopeasti isoihinkin muutoksiin usein unohtuu.

Todisteita sopeutumiskyvystä ei tarvitse etsiä kaukaa: koronapandemian aikana etätyöhön siirryttiin monilla aloilla pikavauhtia ja solmuun menneet toimitukset saatiin kuntoon, sopeutuminen Venäjä-pakotteisiin tapahtui nopeasti, energiakriisikin toimi

Osakeindeksien toteutunut liikevoittomarginaali (%)



Lähde: OP Markets, FactSet

”

Yritysten dynaamisuus ja kyky sopeutua nopeasti isoihinkin muutoksiin usein unohtuu.

3.
Näe metsä puiltä

uudistavana voimana monelle yhtiölle ja globaalit kauppavirrat ovat kerta toisensa jälkeen löytäneet uudet reitit.

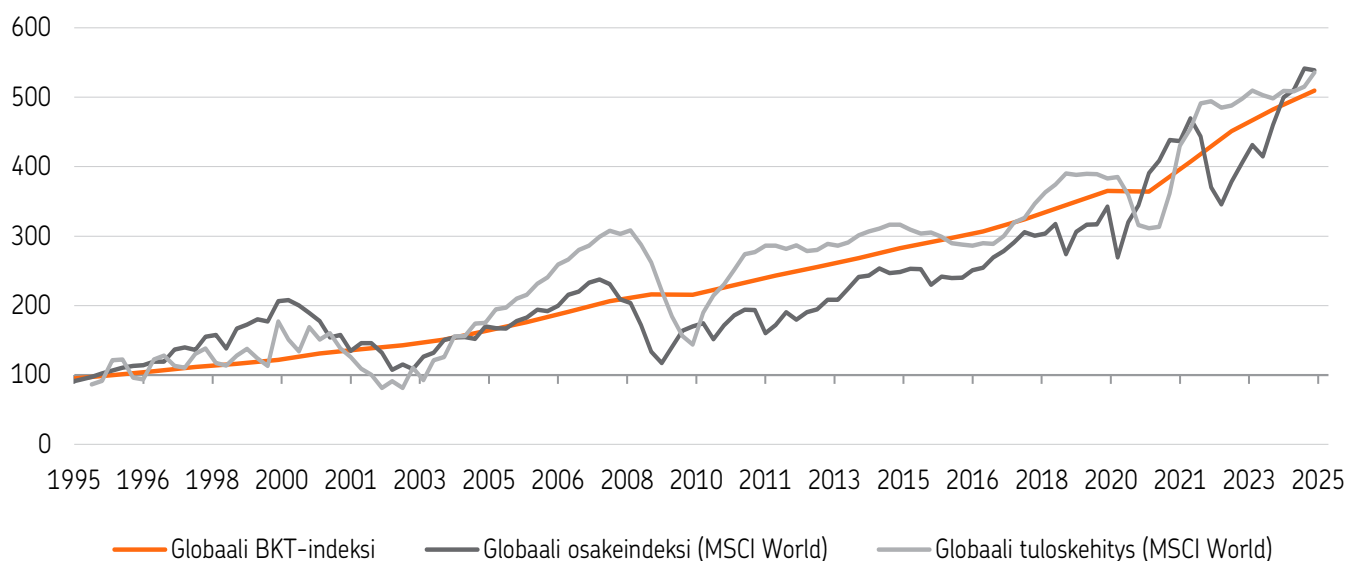
Vaikka yksittäisille toimialoille ja yrityksille paikoin aiheutuneita kipeitä iskuja ja pysyviä arpia ei pidä sivuuttaa, indeksitason vaikutukset ovat jääneet väliaikaisiksi ja yleisesti maltillisiksi. Viime vuosien isoista shokeista onkin selvitty lopulta verrattain tyylikkäästi, eikä yritysten tuloksissa ole ylätasolla nähty pysyvämpiä vaurioita. Lisäksi, moni yritys on löytänyt myllerryksen keskellä täysin uusia mahdollisuuksia ja näiden liiketoiminta kukoistaa shokkien ansiosta ennennäkemättömällä tavalla.

Huoli siitä, että indeksitason tulokasvu kärsisi pidemmän päälle edessä lurkkivista shokeista on näkemyksemme mukaan pieni. Luottomme yritysten kykyyn löytää uusi tie uhkakuvia kohdatessaan on vahva, emmekä ole huolissamme tulokasvun jatkumisen edellytyksistä.

Alati vaihtuvien markkinapuheenaiheiden keskellä sijoittajan on helppo tuntea olonsa rauhattomaksi. Maailmanpolitiikan areenoilta kumpuavat pahaenteiset otsikot sekä geopolitiikkahuolet ovat näyttäviä tulokkaita jo ennestään vuolaaseen uutisvirtaan, jotka yhdistettynä perinteisiin uutisajureihin ja markkinoille ominaiseen heiluntaan ruokkivat levottomuutta paa-tuneemmankin sijoittajan mielenmaisemassa.

Kun media rummuttaa jatkuvasti uusia uhkakuvia ja pinnalla olevat markkinateemat painottuvat herkästi negatiiviselle puolelle, herää sijoittajalla helposti pakottava tarve lähteä realisoimaan voittojaan. Suomalaiseen mielenmaisemaan sointuva vatvominen ja uhkakuvien maalaaminen harhauttavatkin sijoittajan ajattelun helposti sivupolulle ja etäännyttää niistä asioista, joilla sijoittamisessa on lopulta merkitystä.

Globaali BKT, osakekurssit ja tuloskehitys (1995 = 100)



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Pitkäjänteiselle sijoittajalle tärkeintä on lyhyen aikavälin epävarmuuden sijaan rahoitusmarkkinoiden iso kuva ja se, että sen peruspalikat ovat oikealla tolalla. Kun talous kasvaa, yritysten tulokset kasvavat. Kun tulokset kasvavat, osakekurssilla on hyvä myötätuuli ja arvostuskertoimien vääjäämättömän heilunnan merkitys vähenee. Tähän kun vielä yhdistää rahapolitiikan kevenevän valtasuuntauksen, ovat edellytykset kurssinousun jatkumiselle hyvät.

Vaikka hienojakoisempi pohdinta yksittäisten yhtiöiden, toimialojen ja sijoitustrendien kohdalla on usein paikallaan ja tärkeää onnistuneiden sijoituspäätösten tekemisessä, talouden ja rahoitusmarkkinoiden poh-

javire lopulta pitkälti määrittää edellytykset sijoitusten onnistumiselle. Melkeinpä tärkeintä on, että sijoitusympäristön pohjavire on positiivinen ja yritysten pitkän aikajänteen menestystekijät ovat kunnossa.

Jatkuvan hälyn, epävarmuuden ja uhkakuvien keskellä sijoittajan onkin hyvä keskittyä olennaiseen ja olla jumiutumatta liikaa yksittäisiin lyhyen aikavälin tapahtumiin. Onnistuneen sijoitussuunnitelman keskeisimpiä kulmakiviä on nähdä metsä puilta ja pysyä valitulla tiellä, eikä lähteä säntäilemään harhapoluille. Kun rahoitusmarkkinoiden iso kuva on menossa oikeaan suuntaan, kannattaa osakemarkkinoiden kyydissä olla.

OSAKEMARKKINAT

Tasapainoilua näkymien ja arvostustasojen välillä

Amerikkalaisosakkeiden väkivahva ylituotto jatkui läpi viime vuoden ja Donald Trumpin ”America First” -politiikka parantaa amerikkalaisyhtiöiden tuloskasvunäkymiä entisestään. Vahva talouskehitys, amerikkalaisten teknologiajättien huima kasvu sekä Trumpin lupaama yritysverokannan keventäminen mahdollistavat Atlantin länsipuolella myös tänä vuonna kaksinumeroisen tuloskasvun. Vanhalla mantereella tällaisesta voidaan vain haaveilla. Kaikki näyttää toistaiseksi Yhdysvalloissa hohdokkaalta, mutta pidemmällä aikavälillä myös arvostustasoilla on suuri merkitys tuottoihin. Euroopan ja Suomen osakemarkkinoiden alihinnoittelu suhteessa Yhdysvaltoihin on revennyt ennätyksellisen suureksi, eikä tunnelin päähän tarvita kovin paljon valoa kurssinousun aikaan saamiseksi. Voittava kokonaisuus salkun täytteeksi löytyy yhdistelemällä houkuttelevimpia palikoita Atlantin molemmin puolin.

Viime vuosi kului osakemarkkinoilla pääpiirteis-
sään positiivisissa, joskin vaihtelevissa, tunnelmissa. Teknologiayhtiöiden väkivahvasta vedosta ja jenkkitalouden ylivoimaisuudesta koko vuoden hyötynyt yhdysvaltalaispörssit saivat vielä vuoden lopulla lisäpuhtia Donald Trumpin presidentinvaalivoitosta. Trumpin lupaamaan ”America First” -politiikkaan liittyvät tuontitullit, veronkevennykset ja sääntelynpurut vaikuttavat todennäköisesti amerikkalaisyhtiöiden tulostuloksiin kokonaisuutta katsoen positiivisesti. Tämä kasvatti vuoden lopulla amerikkalaisindeksien ylituottoa muihin markkinoihin nähden, eikä tätä voida enää laittaa yksinomaan edes teknologiajättien uskomattoman nousun harteille. Vuoden lopulla amerikkalaisyhtiöt ylituottivat laajalla rintamalla, aiemmin heikosti kehittyneet pieniyhtiöt mukaan lukien.

Euroopan pörseissä Trumpin vaalivoitto koettiin ymmärrettävästi enemmänkin uhkana kuin mahdollisuutena, mutta useimmat pörssit ylsivät viime vuonna silti verrattain hyvin tuottoihin. Helsingin pörssin suoriutuminen oli vuoden 2023 tapaan vaatimatonta, mikä on saanut jo hätäisimmät sijoittajat

pohtimaan, onko kotimaisiin yhtiöihin sijoittaminen lainkaan järkevää. Mielestämme on, eikä turhan hätäisiä johtopäätöksiä kannata parin vuoden perusteella tehdä. Parin vuoden mittaisia heikkoja jaksoja on nähty useimmissa pörseissä, eikä oikea aika painaa myyntinappia ole todellakaan ollut vaisujen vuosien jälkeen.

Eri markkinoiden voimasuhteet vaihtelevat ja harva indeksi on välttynyt selviltä alituottovuosilta. Esi-merkiksi Yhdysvaltojen teknologiaindeksi Nasdaq oli vuonna 2002 lasketellut jyrkästi kolme vuotta IT-kuplan jälkimainingeissa ja jäänyt muita pääindek-

Antti Saari
Pääanalyytikko
X: @anttisaari1



sejä jälkeen 25–30 %. Tuolloin myyntinappia painaneet sijoittajat ovat luultavasti kuitenkin katuneet päätöstään, sillä viimeisen reilun 20 vuoden aikana Nasdaq on pessyt menen tullen käytännössä kaikki muut pääindeksit eri puolella maailmaa.

Pitkällä juoksulla Helsingin pörssi on tarjonnut omistajilleen muuta Eurooppaa parempia tuottoja. OMX Helsinki -portfolioindeksin keskimääräiseksi vuotuiseksi tuotoksi on 2000-luvulla muodostunut 5,4 %, joka ylittää selvästi eurooppalaisen Stoxx 600 indeksin vuosituoton (4,7 %). Tämä siitäkin huolimatta, että jaksolle on osunut merkittäviä takaiskuja, kuten Nokian matkapuhelinklusterin kuihtuminen ja Venäjän kaupan pysähtyminen.

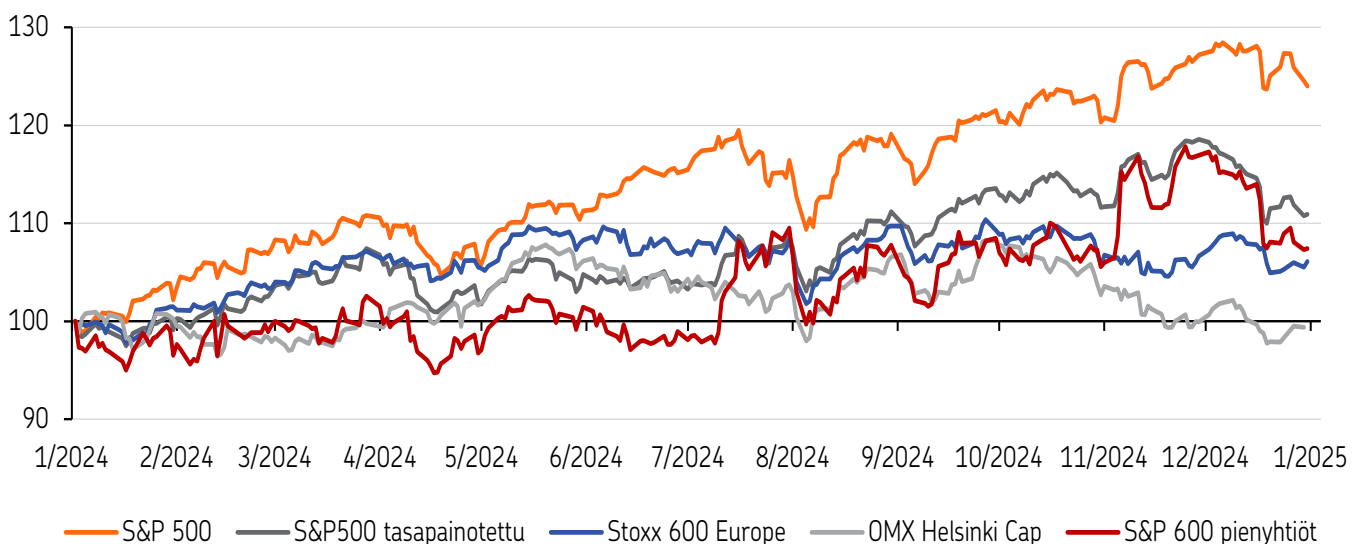
Huonoja uutisia on hinnoiteltu paljon suomalaisyhtiöiden kursseihin, eikä yhtiöjoukon rakenne tai laatu ole sen heikempi kuin esimerkiksi 5 tai 10 vuotta sitten. Helsingin pörssi on aina painottunut ja painottuu edelleen hyvin voimakkaasti teollisuuteen, joka liikehtii globaalien investointisuhdanteiden mukaan. Näin ollen jo yli kaksi vuotta kestänyt globaalin teollisuuden alakulorakso on rasite, jolta kotipörssin on vaikea piiloutua. Jokainen teollisuuden alakulorakso kuitenkin päättyy aikanaan ja investoinnit alkavat vauhdittua kohenevan luottamusilmapiirin mukana. Tätä odotellessa suomalaisosakkeisiin sijoittaneet sijoittajat pääsevät nauttimaan harvinaislaatuisten muhkeista osingoista.



Yhdysvaltojen ylivalta jatkuu, ainakin toistaiseksi

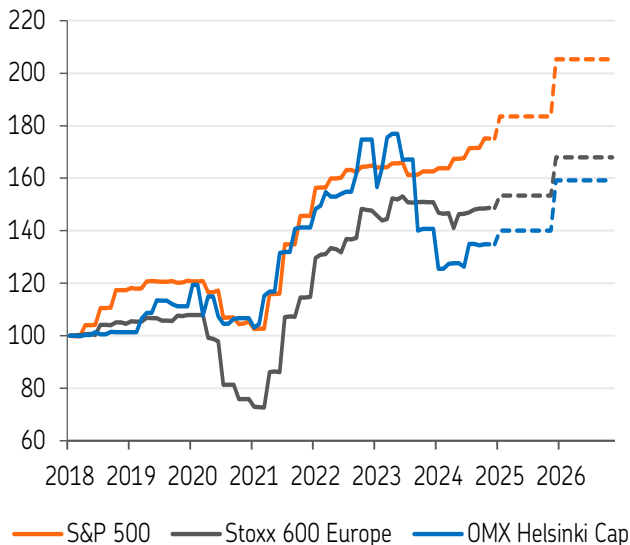
Yhdysvaltojen ja Euroopan näkymät ovat poikkeuksellisen eriävät monella tavalla. Siinä missä Yhdysvaltojen talouskasvu on jatkunut vahvana, on Euroopan talouskehitys ollut aneemista, eikä Donald Trumpin nousu Yhdysvaltojen presidentiksi tule ainakaan helpottamaan Euroopan suhteellista asemaa. Trumpin uhkaamat tuontitullit nakertavat monien eurooppalaissektoreiden vientinäkymiä samalla, kun Yhdysvalloissa odotetaan vesi kielellä verojen ja sääntelyn

Eri osakeindeksien kehitys vuonna 2024



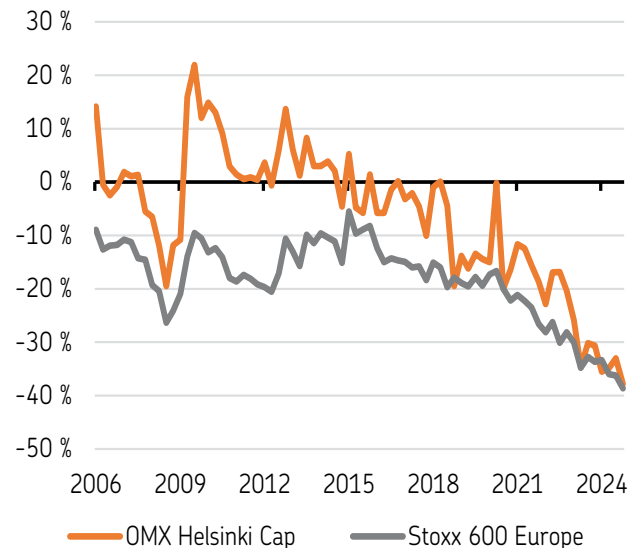
Lähde: OP Markets, Bloomberg

Osakeindeksien indeksoitu (1.1.2018 = 100) tuloskehitys ja ennuste



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Pörssien eteenpäin katsova P/E suhteessa S&P 500 -indeksiin



Lähde: Bloomberg, OP Markets

kevennystä, sekä tuontitullien myötä paikallisten toimijoiden vahvistuvaa markkina-asemaa.

Kuluneen kahden vuoden aikana Yhdysvaltojen S&P 500 -indeksin tuloskehitys on ollut selvästi Eurooppaa vahvempaa ja sama kehitys tulee jatkumaan. Konsensus odottaa S&P 500 -indeksille alkaneena vuonna jopa 15 %:n tuloskasvua, siinä missä konsensusennusteet Euroopan Stoxx 600 -indeksille ja OMX Helsinki -portfolioindeksille ovat vain 5-6 %:n paikkeilla. Toteutuessaan näin vahva tuloskehitys amerikkalaisyhtiöiltä kiidättäisi kurssuja Atlantin länsipuolella epäilemättä nykyistäkin korkeammalle – jo ennalta korkeista arvostustasoista huolimatta.

15 %:n tuloskasvu voi äkkiseltään kuulostaa kovalta odotukselta, mutta se ei sitä ole, mikäli Trump pääsee todella toteuttamaan kaavailemansa yritysverokannan laskun. Laskelmiemme perusteella Yhdysvaltojen yritysverokannan lasku Trumpin vaalilupausten mukaisesti 21 %:sta 15 %:iin antaisi jo yksinään 5 %:n tuen S&P 500 -yhtiöiden tuloksiin. Kun lisäksi Yhdysvaltojen talouskehitys on vahvaa, yritysten kustannuspaineiden helpottaminen mahdollistaa kannattavuustasojen parantumisen ja teknologiajätit jatkavat väkivahvaa kasvuaan, on ennuste mielestämme hyvinkin realistinen. Paljon suurempi epävarmuus kohdistuu Euroopan ja Suomen tuloskasvunennusteisiin.

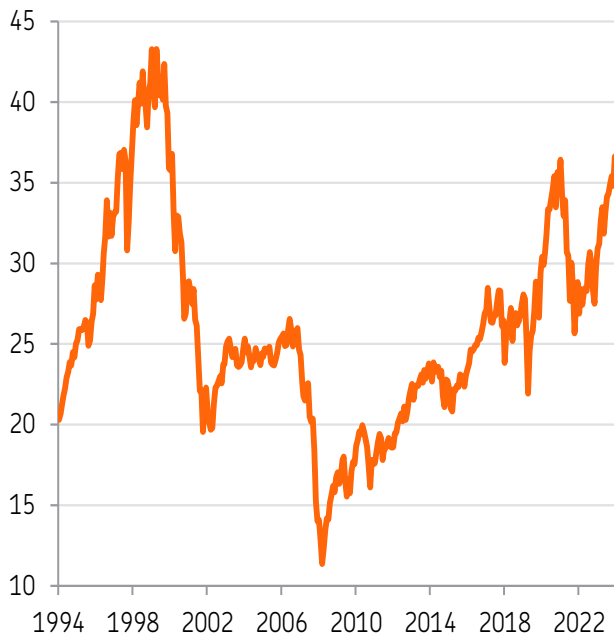
Pitkässä juoksussa arvostustasoilla on merkitystä

Vaikka lyhyellä aikavälillä kaikki näyttää Yhdysvalloissa ylivermaiselta, on pitkäjänteisen sijoittajan kuitenkin hyvä pitää mielessä, että pitkällä aikavälillä pörssien tuottoeroilla on tapana kaventua ja että osakkeiden ostohinnoilla on merkitystä.

Eurooppalaisten ja suomalaisten osakkeiden arvostustaso suhteessa amerikkalaisosakkeisiin on laskenut alimmilleen 20 vuoteen, mikä kuvastaa markkinoiden yleisten odotusten olevan vanhalla mantereella suhteellisesti poikkeuksellisen alhaisella tasolla. Kovin paljon valoa tunnelin päähän apeassa talouskuvassa ei siis tarvita kurssinousun aikaan saamiseksi. Hyvänä esimerkkinä tästä toimii Saksan Dax-indeksi, joka on noussut hurjasti arvostuskertoimien normalisoituessa, vaikka Saksan talous polkee suossa.

Samaan aikaan Yhdysvaltojen S&P 500 -indeksille laskettu Shillerin P/E-kerroin, jota tyypillisesti käytetään osakemarkkinoiden arvostustason yleisenä kuumemittarina, on kohonnut poikkeuksellisen korkealle. 40 vuotisen historiatarkastelun perusteella osakkeiden ostohetken Shillerin P/E-kertoimen tasolla on ollut merkittävä vaikutus sijoitustuottoihin.

S&P 500: Shiller P/E



Lähteet: OP Markets, Bloomberg



Shillerin P/E:

Shillerin P/E-kerroin on osakemarkkinoiden arvostusmittari, joka mittaa osakkeen hintaa suhteessa sen kymmenen vuoden keskimääräiseen inflaatiokorjattuun osakekohtaiseen tulokseen. Shillerin P/E:llä pyritään arvioimaan, onko osake yli- tai aliarvostettu suhteessa sen keskimääräiseen pitkän aikavälin tuloksenteokkykseen. Shillerin P/E-lukua käytetään useimmiten arvioimaan markkinoiden yleistä arvostustasoa taloussykylien yli.

Parhaat tuotot on tehty silloin, kun osakemarkkinoille on sijoitettu alhaisella arvostustasolla ja vastaavasti vaisuimmat tuotot silloin, kun arvostustasot ovat olleet korkealla. Vaikka S&P 500 -indeksin tuloskasvunäkymä onkin nyt poikkeuksellisen houkutteleva, viitoittaa historiatarkastelu amerikkalaisosakkeista korkeintaan kohtalaisia sijoitustuottoja seuraavalle viidelle vuodelle.

Maailman mahtavinta Yhdysvaltojen osakemarkkinaa ei kannata suinkaan sivuuttaa, mutta vähitellen

sijoittajan kannattaa tähtyä myös vähemmän hype-tettyjä vanhan mantereen markkinoita. Noususuhdanteen edetessä tiettyyn pisteeseen, alkavat kursisikehityksessä jälkeen jääneet reunamarkkinat usein vetämään sijoittajavirtoja puoleensa, jolloin nousuliikkeet voivat olla äkkinäisiä.

Arviomme mukaan voittava kokonaisuus salkun täytteeksi löytyykin yhdistelemällä houkuttelevimpia palikoita Atlantin molemmin puolin. Näihin ideoihin olemme paneutuneet osake- ja ETF-ideoissa.

S&P 500: Shiller P/E-tasot ja tulevaisuuden tuotot, 1994-

Shiller P/E	Tuotto	Tuotto	Tuotto	Annualisoitu tuotto	Annualisoitu tuotto	Annualisoitu tuotto
	seuraavat 3kk	seuraavat 6kk	seuraava 1 vuosi	seuraavat 2 v.	seuraavat 3 v.	seuraavat 5 v.
Alle 14	6,8 %	18,7 %	30,8 %	21,8 %	15,3 %	17,5 %
14-18	4,5 %	9,3 %	14,4 %	13,5 %	13,7 %	13,4 %
18-22	1,8 %	3,6 %	12,6 %	13,1 %	12,3 %	11,8 %
22-26	2,6 %	4,8 %	9,0 %	8,2 %	7,9 %	7,1 %
Yli 26	1,9 %	4,0 %	7,6 %	7,3 %	6,5 %	3,9 %

Lähteet: OP Markets, Bloomberg

Onko osakepöiminnassa enää järkeä?

Passiivinen indeksisijoittaminen on kasvattanut viime vuosina suosiotaan ja varsinkin Yhdysvaltojen markkinoilla tämä on ollut useimmille sijoittajille voittoisa konsepti. Viime vuosien aikana nimittäin vain noin neljännes S&P 500 -indeksin yhtiöistä on voittanut indeksin, mikä kääntäen tarkoittaa sitä, että useimmat osakepöimijat ovat joutuneet tyytymään indeksin heikompaan tuottotasoon. Terävin kärki on ollut tätäkin kapeampi, sillä valtaosa tuotoista on keskittynyt muutamille teknologiajättiläisille. Tämä on voinut saada monen kokemaan voittajahevosten löytämisen harvinaislaatuiseksi hankalaksi.

Asia ei kuitenkaan ole näin suoraviivainen, sillä sama hissi toimii molempiin suuntiin ja useissa tapauksissa miinojen välttäminen on aivan yhtä tärkeää kuin kirkkaimpien helmien löytäminen. Esimerkiksi Helsingin pörssin viime vuoden vaisu kurssikehitys selittyy hieman kärjistään Nesteen ja metsäyhtiöiden heikolla kurssikehityksellä ja nämä pois lukien indeksi olisi kehittynyt pitkälti linjassa Euroopan kanssa. Tällainen ympäristö kääntää tilanteen pääläelleen ja vain muutamia yhtiöitä välttämällä osakepöimija olisi todennäköisesti yltänyt indeksiä selvästi vahvempiin tuottoihin.

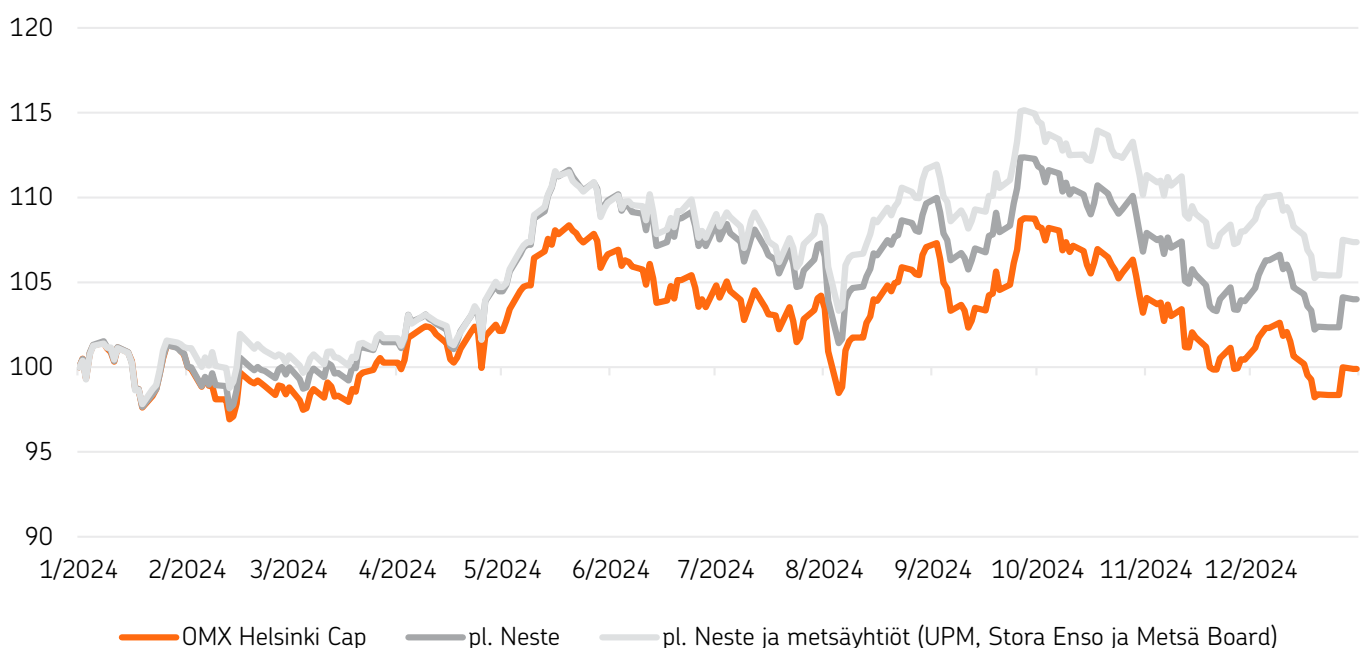
Tämä on hyvä muistutus siitä, ettei indeksisijoittaminen todellakaan aina toimi sijoittajan eduksi – edes Yhdysvalloissa. Mikäli amerikkalaisindeksejä nostattaneiden teknologiajättiläisten nousukiito syystä tai toisesta taituisi laskuksi, olisi kyyti indekseissä mainittujen yhtiöiden painoarvon vuoksi kylmää, vaikka tilanne näyttäytyisi selvästi tasapainoisempana osakepöimijoille.

Indeksisijoittamisella on sijoituskentässä oma roolinsa, mutta sen ylivoimaisuuteen ei kannata tuudittautua. Huolellinen analyysi ja osakepöiminta ovat edelleen tärkeitä työkaluja sijoittajan työkalupakissa.

Osinkoyhtiöt – pelkkä osinkotuotto ei ratkaise

Osingot ovat saavuttaneet kotimaisessa sijoittajakunnassa merkittävän roolin yhtiövalintojen tekemisessä. Liian usein päätös tehdään kuitenkin ainoastaan yksittäisen vuoden osinkotuoton perusteella, jolloin yhtiöiden pidemmän aikavälin tulos- ja osingonmaksukyky jää huomiotta. Mielestämme osinkotuoton rinnalla merkitystä on myös osingon vakaudella ja etenkin pidemmällä aikavälillä osingon kasvulla.

Helsingin pörssin indeksoitu kokonaistuotto (1.1.2024 = 100) ilman huonoiten pärjänneitä yhtiöitä



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Olemmekin tarkastelleet seurantakenttämme yhtiöitä kolmen eri osinkokriteerin perusteella. Nämä ovat odotettu tulevan kolmen vuoden keskimääräinen osinkotuotto, osinkojen heilunta sekä osinkotuoton kasvu. Osinkojen heilunnassa olemme huomioineet ainoastaan osinkotrendiin kohdistuvan alasuuntaisen heilunnan, sillä osinkojen trendinomaisesta kasvusta ei tietenkään ole perusteltua rankaista. Tästä syystä johtuen osinkojen heilunta on vertailussamme 0 % niillä yhtiöillä, jotka ovat maksaneet vakaata tai kasvavaa osinkoa koko tarkasteluperiodilla.

Tasapainottamalla mainittuja kriteereitä nousevat seurantakenttämme houkuttelevimmiksi osinkoyhtiöiksi Valmet, Mandatum, Aktia, Elisa ja Nordea. Teimme vastaavanlaisen tarkastelun syksyn 2012 strategiajulkaisussa. Tuolloin kärkeen nousseet yhtiöt (Sampo, Orion, Kesko, Aspo ja Citycon) tarjosivat raportin julkaisua seuranneen kolmen vuoden aikana keskimäärin 79 %:n kokonaistuoton. Vastaavalla jaksolla OMX Helsinki -portfolioindeksin kokonaistuotto on ollut selvästi alhaisempi, 61 %. Tuolloin tehdyn tarkastelun perusteella monialainen osinkojen tarkastelu vaikuttaa siis olevan keskipitkällä aikavälillä järkevä tapa tarkastella sijoituskohteita.

Parhaat osinkoyhtiöt* - Top 20

	Sijoitus	Suositus	Keskim. Osinkotuotto 2024-2026	Osingon heilunta	Osingon kasvu
Valmet	1	OSTA	6,0 %	0,0 %	10,5 %
Mandatum	2	OSTA	8,9 %	8,2 %	6,6 %
Aktia	3	OSTA	7,9 %	11,8 %	6,4 %
Elisa	4	LISÄÄ	5,7 %	0,0 %	4,2 %
Nordea	5	OSTA	8,8 %	20,1 %	7,6 %
Atria	6	LISÄÄ	6,8 %	13,3 %	7,0 %
Metsä Board	7	OSTA	8,5 %	11,4 %	2,8 %
Olvi	8	LISÄÄ	4,5 %	0,0 %	5,2 %
UPM-Kymmene	9	LISÄÄ	5,6 %	0,0 %	2,3 %
Kemira	10	LISÄÄ	3,8 %	0,0 %	5,2 %
Kesko	11	VÄHENNÄ	5,6 %	4,9 %	4,6 %
Enento	12	LISÄÄ	5,6 %	0,0 %	0,6 %
Raisio	13	LISÄÄ	6,3 %	1,2 %	-0,6 %
Alma Media	14	LISÄÄ	4,5 %	8,9 %	7,0 %
Huhtamäki	15	LISÄÄ	3,4 %	0,0 %	4,8 %
Fiskars	16	VÄHENNÄ	5,8 %	12,5 %	4,8 %
Telia	17	MYY	6,4 %	2,5 %	-3,5 %
Metso	18	OSTA	4,5 %	15,2 %	18,5 %
Terveystalo	19	LISÄÄ	3,5 %	10,2 %	11,6 %
eQ	20	LISÄÄ	6,7 %	17,3 %	2,9 %

Lähde: OP Markets, Bloomberg

*Mukana toteutuneet osingot vuosilta 2017-2023 ja osinkoennusteemme 2024-2026

Osake- ja ETF-valinnat

Osakevalinnoissa suosimme yhtiöitä, joilla on vahvistuvan kysynnän myötä edellytyksiä selvään tuloskasvuun vuonna 2025, näkymiin suhteutettuna houkutteleva arvostustaso tai merkittävä voitonjakopotentiali.

SUURET SUOSIKIT

Kojamo

Kojamon arvostus on laskenut viime vuosien merkittävien haasteiden jälkeen poikkeuksellisen alhaiseksi. Korkojen nousu, voimakas inflaatio ja vuokramarkkinoiden ylitarjonta ovat painaneet yhtiön tulostuntoa, mutta tulos pohja on näkemyksemme mukaan käsillä. Odotamme yhtiön hyötyvän merkittävästi toimialaa vaivanneiden trendien asteittaisesta käänteestä parempaan suuntaan. Osake on nykyennusteillamme hyvin edullisesti hinnoiteltu sekä absoluuttisesti että suhteessa vertailuryhmään. Osake arvotetaan vain puoleen yhtiön kiinteistökannan nettoarvosta.

Mandatum

Mandatum on mielestämme kiistatta yksi pörssin houkuttelevimpia osinkoyhtiöitä, sillä rakennemuutoksen myötä vapautuvat pääomat mahdollistavat jatkuvasti tulostuntoa korkeamman voitonjaon. Arviomme mukaan markkinoiden osinko-odotukset vuodelta 2024 ovat liian varovaiset. Saxo Bankin huhuttu omistusosuuden myynti toimisi osakkeelle positiivisena ajurina. Yhtiön tulostun näkymä on vakaa, kun voimakkaasti kasvava varainhoitotoiminta kompensoi laskuerustekorkoisen vakuutuskannan alasajosta aiheutuvaa sijoitustuottojen laskua.

Qt Group

Qt:n liiketoiminnan kasvunäkymä on erinomainen, sillä yhtiön ohjelmistoilla suunnitellut ja testatut digitaaliset näytöt yleistyvät nopeasti useilla eri toimialoilla. Lisäksi liiketoimintamalli on skaalautuva ja kannattavuus vahva. Odotamme kasvuvauhdin jäävän yhtiön kunnianhimoisista tavoitteista (20–30 % vuotuinen kasvu), mutta säilyvän suomalaisten yhtiöiden mittapuulla poikkeuksellisen vahvassa 15–20 %:n haarukassa. Osakekurssi on kuitenkin laskenut voimakkaasti, eikä se mielestämme hinnoittele täysimääräisesti Qt:n pitkän aikavälin lupaavia tulostun näkymiä.

Valmet

Valmetin liikevaihdosta yhä suurempi osa muodostuu vakaasta huoltoon ja kunnossapitoon sekä automaatioon liittyvästä liiketoiminnasta, mikä tarjoaa sijoittajalle vakautta. Samaan aikaan arvioimme investointiilmapiiriin vähitellen paranevan talouskasvun kiihtyessä, tukien Valmetin uuslaitemyyntiä ja tulostun vuosina 2025 ja 2026. Lisäksi vahva tase antaa pelivaraa arvoa luoviin yritysostoihin. Aliarvostus suhteessa vertailuryhmään on huomattava, mikä on yhtiön tulostun kunto ja taloudellinen asema huomioiden mielestämme perusteetonta.

PIENET JA KESKISUURET SUOSIKIT

NoHo Partners

Ravintolamarkkinan kehitys etenkin Suomessa on ollut lähihistoriassa alakuloista, mikä on pääosin johtunut kuluttajien ostovoiman heikentymisestä. NoHo on kuitenkin haastavassa talousympäristössä pystynyt puolustamaan kannattavuuttaan hyvin, ja arvioimme markkinan kääntyvän hiljalleen parempaan suuntaan. NoHon operatiivinen tehokkuus on vahvalla tasolla ja yhtiön ravintolaportfolio on hyvässä kunnossa. Kyky toteuttaa arvoa luovia yritysostoja yhdessä vankan operatiivisen suorituskyvyn kanssa luo erinomaiset edellytykset tulokasvulle tulevaisuudessa, mihin peilattuna nykyinen arvostustaso on näkemyksemme mukaan houkutteleva.

Nurminen Logistics

Nurmisen suhteellinen kannattavuus on säilynyt erinomaisella tasolla, mitä on arvioimme mukaan tukenut erityisesti kotimaan rautatiekuljetuksia operoivan North Railin korkeat marginaalit. Joulukuussa toteutettu Essinge Rail -yritysosto tuo merkittävän kasvusysäyksen tulokseen, mikä ei mielestämme ole heijastunut täysimääräisesti osakkeen arvostukseen. Lisäksi myös taloussuhdanteen odotettu elpyminen tulee asteittain tukemaan kysyntää ja tulostasoa. Osake tarjoaa ennusteillamme houkuttelevaa noin 6 %:n osinkotuottoa tulevina vuosina.

Puuilo

Puuilo on edennyt viime vuosina strategiassaan mallikkaasti toimintaympäristön haasteista huolimatta. Myymäläverkoston laajentuminen jatkuu ja ripeästä myymäläavaustahdista huolimatta vertailukelpoinen liikevaihto on jatkanut kasvu-uralla. Nuoresa myymäläverkostossa on myös kasvupotentiaalia tunnettuuden edelleen kasvaessa ja kuluttajien ostovoiman elpyessä. Puuilo erottautuu kilpailukentässä voimakkaalla kasvullaan, vahvalla kannattavuudellaan ja tehokkuudellaan. Yhtiön liikevoittomarginaali on pohjoismaisen verrokkiryhmän vahvin.

Revenio

Revenio on toteuttanut useita kasvua tukevia hankkeita ja odotamme liikevaihdon jatkavan vahvalla kasvu-uralla vuonna 2025. Ennakoimme kannattavuuden kohen-tuvan tänä vuonna liikevaihdon kasvun ja matalampien kasvupanostusten seurauksena. Sektorin yhtiöt ovat aina olleet vaativasti arvostettuja ja Revenio ei ole poikkeus. Hyvä tulokasvupotentiaali pitäisi mielestämme heijastua arvostuksessa nykyistä voimakkaammin.

KANSAINVÄLISET VALINNAT

Kansainväliset osakevalinnat perustuvat yhteistyökumppanimme Kepler-Chevreauxin tuottamaan osaketutkimukseen. Kansainväliset yhtiöt eivät ole OP:n analyttikoiden seurantakentässä.

Adidas

Globaalisti tunnettuna urheilu- ja lifestyle-tuotebrändinä Adidas hyöttyy pääkilpailija Niken tämänhetkistä haasteista. Yhtiön markkinaosuus on nousussa ja kuluttajien ostovoiman elpyminen toimii yhtiölle tärkeänä lyhyen aikavälin kasvun ajurina. Pidemmällä aikavälillä urheilullisuutta ja terveitä elämäntapoja ruokkivat trendit, sekä kehittyvien talouksien keskiluokan kasvu tukevat alan kysyntää. Vahvat brändit mahdollistavat korkean kannattavuuden.

ASML

ASML:llä on käytännössä monopoliasema puolijohdinten valmistuksessa käytettävien edistyneimpien EUV-litografiakoneiden valmistuksessa. Useat trendit ovat yhtiön puolella: puolijohdeteollisuuden kasvu, digitalisaatio ja tekoälyteema sekä esineiden internetin ja 5G-verkkojen yleistyminen. Yhtiön osakekurssi on laskenut vuoden 2025 maltillistuneiden tulossennusteiden ja Kiinaan kohdistettujen teknologian vientirajoitusten takia. Pitkän aikavälin ohjeituksesta on kuitenkin pidetty kiinni ja mikrosirujen voimakkaasti kasvava kysyntä indikoi myös yhtiön laitteille voimakkaasti kasvavaa kysyntää korkealla kannattavuudella.

Caterpillar

Caterpillar on maailman johtava rakennus-, kaivos- ja metsäkoneiden valmistaja. Viime vuosien tehostustoimet ovat trimmanneet yhtiön vahvaan tulokuntoon ja sen kannattavuus on parantunut kolmen viime vuoden aikana. Lyhyellä aikavälillä yhtiön kysyntänäkymä hyötty Donald Trumpin ajamasta "America First" -politiikasta. Markkinat aliarvioivat investointiaktiviteetin potentiaalisen elpymisen yhtiölle tarjoamaa tuloskasvua, mihin suhteutettuna pitkän aikavälin keskimääräisellä tasolla olevat arvostuskertoimet näyttäytyvät houkuttelevina.

Johnson & Johnson

Johnson & Johnson on monipuolinen maailmanlaajuinen terveydenhuoltoalan yritys, joka kehittää, valmistaa ja markkinoi sekä lääkkeitä että terveysteknologiaa. Yhtiö on viime vuosina toteuttanut aktiivisesti yrityskauppoja kiihdyttääkseen kasvuprofiliaan. Lyhyellä aikavälillä yhtiö hyötty myös kuluttajan ostovoiman kasvusta. Osoitus yhtiön laatuleimasta on yli 60 vuotta jatkunut kasvavien osinkojen trendi, joka on yksi pisimpiä maailmassa. Poikkeuksellisen alhainen arvostustaso, vahva taloudellinen asema, vakaa liiketoiminta sekä tasapainoinen kasvustrategia luovat houkuttelevan yhdistelmän arvonnulle.

ETF- VALINNAT

ETF-valinnoissa olemme poimineet tuotteita, jotka hyötyvät vallitsevista markkinateemoista, kuten kuluttajien ostovoiman elpymisestä ja Donald Trumpin talouspolitiikasta, joka tukee erityisesti Yhdysvaltojen sisämarkkinoiden taloudellista aktiviteettia.

Yhdysvaltalaiset pienyhtiöt Invesco S&P SmallCap 600 UCITS ETF

ETF sijoittaa pienempiin yhdysvaltalaisiin pörssi-yhtiöihin, jotka arviomme mukaan hyötyvät Yhdysvaltojen talouden vahvuudesta sekä Trumpin ajamasta politiikasta. Monien ETF:n yhtiöiden liiketoiminta keskittyy voimakkaasti Yhdysvaltojen sisämarkkinoille, jolloin Trumpin kaavailemilla veron- ja sääntelynkevenyksillä olisi merkittävä positiivinen vaikutus näiden kysyntään ja tulokuntoon. Amerikkalaisten pienyhtiöiden arvostustaso on lähellä pitkän aikavälin keskimääräistä tasoa, joka ei mielestämme täysin huomioi lähivuosien suotuisia tuloskasvunäkymiä. Arvostustaso näyttäytyy myös hyvin houkuttelevana suhteessa korkeasti hinnoiteltuihin suuryhtiöihin.

[Sijoita tuotteeseen op.fi:ssä
ISIN-koodilla
IE00BH3YZ803](#)

Globaalit päivittäis- tavarayhtiöt Xtrackers MSCI World Consumer Staples UCITS ETF

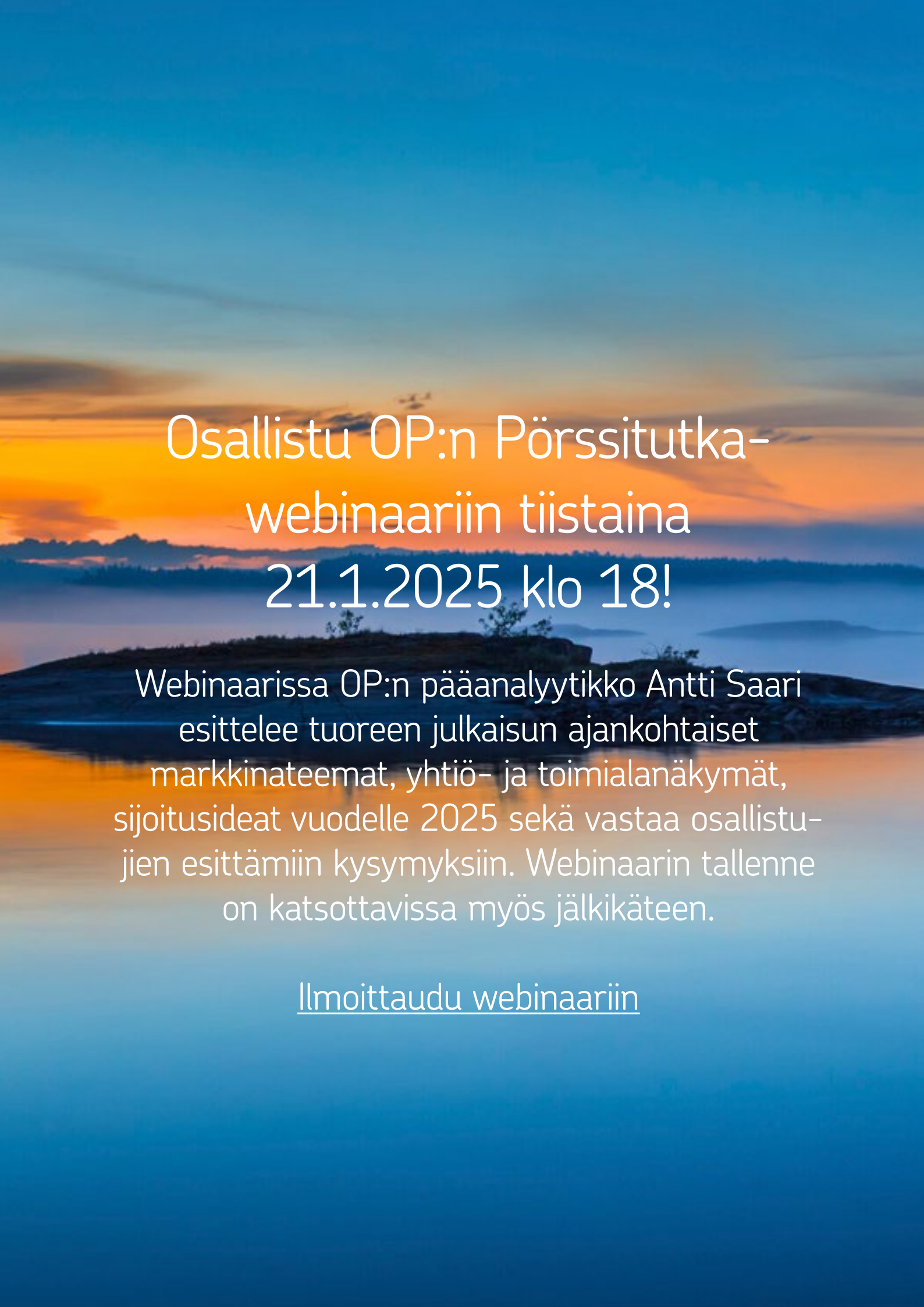
ETF sijoittaa globaalisti tunnettuihin ja vahvoin päivittäistavarayhtiöihin, joilla on näyttöä vahvasta hinnoitteluvoimasta. Arviomme kasvavan kuluttajakysynnän tukevan sektorille tyypillistä verrattain tasaisesti nousevaa tulosuraa. Lisäksi alhaisemmat korot vaikuttavat tyypillisesti tämän kaltaisten hyvin vakaiden sektoreiden arvostuskertoimia nostavasti. Inflaation rauhoittuminen ja ostovoiman elpyminen tulevat arviomme mukaan kasvattamaan korkeamman hintapisteen tuotteiden kysyntää, mikä yhdessä maltillistuvien kustannuspaineiden kanssa tukee alan kannattavuutta.

[Sijoita tuotteeseen op.fi:ssä
ISIN-koodilla
IE00BM67HN09](#)

Eurooppalaiset kiinteistö- yhtiöt Xtrackers FTSE Developed Europe Real Estate UCITS ETF

ETF sijoittaa eurooppalaisiin kiinteistöyhtiöihin, joiden näkymien odotamme asteittain kirkastuvan keskuspankkien koronlaskujen jatkuessa ja kuluttajien luottamusilma-piirin kohentuessa. Kiinteistöjen arvoissa on arviomme mukaan edelleen alaskirjauspainetta, mutta alhaiset taseperusteiset arvostuskertoimet ottavat tämän mielestämme jo huomioon. Alhainen uudisrakentamisen taso tulee arviomme mukaan oleellisesti parantamaan kiinteistöjen kysyntä/tarjonta-tasapainoa lähivuosien aikana, mikä yhdessä laskevien rahoituskustannusten kanssa vaikuttaa vuokraustoiminnan kannattavuutta parantavasti.

[Sijoita tuotteeseen op.fi:ssä
ISIN-koodilla
LU0489337690](#)



Osallistu OP:n Pörssitutka- webinaariin tiistaina 21.1.2025 klo 18!

Webinaarissa OP:n pääanalytikko Antti Saari esittelee tuoreen julkaisun ajankohtaiset markkinateemat, yhtiö- ja toimialanäkymät, sijoitusideat vuodelle 2025 sekä vastaa osallistujien esittämiin kysymyksiin. Webinaarin tallenne on katsottavissa myös jälkikäteen.

[Ilmoittaudu webinaariin](#)

TOIMIALAKATSAUS

Elintarvikkeet

Elintarvikesektorin positiivinen trendi on jatkunut ja miltei kaikki seurannassamme olevat yhtiöt paransivat selvästi tuloksiaan vuonna 2024. Muun muassa tasaantunut kustannusympäristö, yhtiökohtaiset tehostamistoimenpiteet sekä kohdennetut hinnankorotukset ovat mahdollistaneet sektorin yhtiöiden hyvän kehityksen. Vuodelle 2025 näkymät ovat vakaat ja kuluttajien ostovoiman asteittainen elpyminen tuo tukea liikevaihtojen kehitykseen. Sektorin arvostustaso on tällä hetkellä houkutteleva ja yhtiöiden tuloskunto on hyvä.

Atrialle vuosi 2024 oli laaja-alaisesti vahva. Yhtiö onnistui Nurmon siipikarjatehtaan käyttöönotossa erinomaisesti ja samanaikaisesti liiketoiminta kehittyi positiivisesti niin Suomessa kuin ulkomaillakin. Vuonna 2025 huomio kohdistuukin tulostason kestävyYTEEN, sillä viime vuonna nähty kannattavuustaso on korkea suhteessa yhtiön historiallisiin tasoihin. Nurmon investoinnin tuomat tehokkuushyödyt ja ulkomaan segmenttien vahvistuva kannattavuus tarjoavat hyvän pohjan myönteiselle kehitykselle myös tänä vuonna.

HKFoods on lähihistoriassa vahvistanut tasettaan myymällä ulkomaan liiketoimintonsa. Divestointien ohella painopiste on ollut kannattavuuskäänteessä, jossa yhtiö on onnistunut odotuksia ripeämmin. Tuloskäänteen kestävyYTEEN kohdistuu kuitenkin näkemyksemme mukaan yhä epävarmuutta, sillä yhtiön näytöt ovat vielä varsin lyhyeltä aikajänteeltä ja historiallisesti tuloksen volatilitteetti on ollut korkea. Vakavaraisuusasema on selvästi parantunut, mutta velkalasti pitää yhtiötä vielä pitkään otteessaan.

Raision liikevaihto on kääntynyt kasvu-uralle, mikä on ollut pitkälti myönteisen volyymikehityksen ja onnistuneiden tuotelanseerausten ansiota. Yhtiön kasvupanostukset ovat osaltaan rajoittaneet tuloskasvua, mutta suunta on kuitenkin ollut ylöspäin. Odotamme vuoden 2025 etenevän pitkälti samoissa merkeissä ja keskeisessä roolissa on edelleen myyn-

”

Vuodelle 2025 näkymät ovat vakaat ja kuluttajien ostovoiman asteittainen elpyminen tuo tukea liikevaihtojen kehitykseen.



Jussi Mikkonen
Seniorianalyytikko

tivolyymien kehitys. Raisio julkistaa alkuvuonna päivitetyn strategiansa, jossa odotamme yhtiön kirkastavan etenkin kansainvälisen kasvun suunnitelmiaan.

Fodelian kasvutarina etenee valmisruokaratkaisuja tarjoavan Feelian johdolla vankasti eikä merkittävää hiipumista ole näköpiirissä. Feeliassa viime vuoden keskeinen merkkipaalu oli sopimus Helsingin ja Uudenmaan sairaanhoitopiirin kanssa ja näemmekin julkisen sektorin asiakkuuksissa laajemminkin potentiaalia. Fodelia toteutti viime vuonna strategisia uudistuksia, jotka selkeyttävät yhtiön rakennetta ja tähtäävät Oikia-segmentin (aik. Fodelia Retail) tuloskäänteeseen. Käännös on lähtenyt lupaavasti liikkeelle ja näin ollen lähtökohdat alkaneeseen vuoteen ovat arviomme mukaan vahvat.

Anoran haasteet ovat jatkuneet yllättävänkin voimakkaana, eikä yhtiö ole onnistunut toteuttamaan tuloskäännettä odotetulla tavalla. Monopolikanavien myyntivolyyymeihin on kohdistunut voimakasta laskupainetta ja sisäiset haasteet muun muassa Globus

Winessa ovat rajoittaneet tulosparannusta. Näkemysmme mukaan Anoran taloudelliset tavoitteet ovat kannattavuuden osalta selvästi ylimitoitettuja, mutta mielestämme yhtiöllä on silti potentiaalia selvästi nähtyä parempaan tulostasoon.

Olvi on jatkanut tasaista tulosparannustaan. Positiivista on ollut etenkin Suomen liiketoiminnan kehitys, jossa muun muassa hinnoittelutoimet, tuoteportfolion optimointi sekä vakautunut kustannusympäristö ovat luoneet edellytykset kannattavuuden tasokorjaukselle. Itämeren alueella tulokasvu on jäänyt maltillisemmaksi kuluttajien ostovoiman heikentymisen ja kiristyneen kilpailuympäristön seurauksena. Valko-Venäjällä Olvin tulos on edelleen vahvistunut, mutta maan mielivaltainen sääntely-ympäristö aiheuttaa päänsäivää niin osingonmaksulle kuin tytäryhtiön divestoinnillekin. Tunnistamme osakkeen arvostuksessa nousuvaraa, mutta merkittävämpi arvostuksen kohoaminen vaatisi näkemysmme mukaan Valko-Venäjän tilanteen selkiytymistä.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta	Kurssi	P/E	P/E	Osinko- tuotto	Osinko- tuotto
		€	€	24e	25e	24e, %	25e, %
Anora	OSTA	4,00	2,96	14,0	8,5	7,4	8,8
Atria	LISÄÄ	12,00	11,10	7,7	7,9	6,3	6,8
Fodelia	LISÄÄ	6,50	6,12	93,0	16,2	1,6	2,3
HKFoods	VÄHENNÄ	0,85	0,81	-	10,5	0,0	0,0
Olvi	LISÄÄ	34,00	30,10	10,0	9,2	4,3	4,5
Raisio	LISÄÄ	2,50	2,21	19,3	16,1	6,3	6,3

Lähde: OP Markets, Bloomberg

TOIMIALAKATSAUS

Energia

Nesteen ja Fortumin lähtökohdat alkaneeseen vuoteen ovat hyvin erilaiset. Nesteen tärkein tavoite vuonna 2025 on varmistaa häiriötön operatiivinen toiminta ja uusiutuvan lentopolttoaineen kaupallistamisstrategian onnistuminen. Uusiutuvien tuotteiden markkinan ennustettavuus ei arviomme mukaan parane pikaisesti ja yksi todennäköinen käänntehtekijä – suuntaan tai toiseen – on se, mihin suuntaan Yhdysvaltain uusi hallinto ohjaa maan biopolttoainepolitiikkaa. Fortum on hintasuojannut huomattavan osan tuotannostaan ja liiketoimintaa kehitetään yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna matalalla investointirasituksella. Fortum on houkutteleva vaihtoehto vakautta ja korkeahkoa ennustettua osinkotuottoa arvostavalle sijoittajalle.

Nesteen uusiutuvien tuotteiden myyntivolyymit ja yksikkökatteet jäivät vuonna 2024 merkittävästi alhaisemmaksi verrattuna markkinaennusteisiin ja yhtiön omiin arvioihin vuoden alussa. Jo suoritettujen teknisten korjaus- ja huoltotöiden sekä Martinezin laitoksen ylösajon etenemisen ansiosta yhtiöllä on uusiutuville tuotteille edellytykset huomattavaan volyymikasvuun vuonna 2025. Lainsäädännön ja velvoittavien kiintiöiden muutoksista seuraavien nettovaikutusten analysointia vaikeuttaa erityisesti epävarmuus Yhdysvaltain uuden hallinnon linjauksis-

ta ja se, että maassa vuoden alusta voimaan tulleen uuden kannustinjärjestelmän säännöt ovat lopullisesti vahvistamatta.

Arvioimme Nesteen uusiutuvan lentopolttoaineen myyntimäärän yli kaksinkertaistuvan vuonna 2025. Kasvua tukee voimaan astuneet EU-kiintiöt sekä odottamamme vapaaehtoisen kysynnän vahvistuminen. Nesteen markkina-arvo laski viime vuoden aikana lähes kahdella kolmasosalla ja sijoittajien mielikuvat yhtiöstä ovat selvän pessimistiset. Vaikka

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta	Kurssi	P/E	P/E	Osinko- tuotto	Osinko- tuotto
		€	€	24e	25e	24e, %	25e, %
Fortum	LISÄÄ	16,00	14,12	13,1	14,3	6,4	6,4
Neste	OSTA	21,00	13,06	37,3	9,7	4,6	7,7

Lähde: OP Markets, Bloomberg

”

Nesteen ja Fortumin lähtökohdat alkaneeseen vuoteen ovat hyvin erilaiset.



Henri Parkkinen
Seniorianalyttikko
X: @ParkkinenHenri

yhtiöllä on hyvin rajallinen kyky vaikuttaa uusiutuvien tuotteiden markkinaan, olisi vahvemmilla operatiivisen tehokkuuden vahvistumisella arviomme mukaan nostava vaikutus vuosien 2025 ja 2026 arvostusker-toimiin.

Fortumille tärkeän pohjoismaisen vesivoiman pidem-män aikavälin tuloksenteko- ja kassavirtanäkymät ovat näkemyksemme mukaan erittäin hyvät. Sähkön ja erityisesti päästöttömän sähkön kysynnän kasvu Pohjoismaissa sekä hintaheilahteluiden oletettava kasvu mahdollistavat korkeamman Fortumin vesivoi-makapasiteetin optimointipreemion. Arviomme mu-kaan Fortumin vesivoiman käypä arvo on vähintään

14 euroa osakkeelta ja täten osakekurssi hinnoittelee yhtiön muun kapasiteetin ja liiketoiminnan perus-teettomasti arvottomaksi.

Fortum on viimeksi kuluneen kahden vuoden aikana myynyt merkittävän määrän ydinliiketoimintansa ulkopuolisia omaisuuseriä ja on osin tämän ansiosta hyvin vakavarainen. Vallitseva taloustilanne puoltaa varovaista investointipolitiikkaa. Vaikka Fortumin tu-los ennusteidemme mukaan laskeekin vuosina 2025 ja 2026, on yhtiö ansaintakykynsä läpinäkyvyyden ja korkean ennustetun osinkotuoton vuoksi varteeno-tettava vaihtoehto ennustettavuutta ja osinkotuottoa arvostaville sijoittajille.

TOIMIALAKATSAUS

Finanssi

Finanssisektori näyttäytyy houkuttelevana etenkin arvosijoittajalle, sillä arvostustasot ovat yleisesti ottaen mielekkäitä, näkymät vakaat ja osinkotuotot erittäin korkeita. Korkojen lasku rokottaa hieman pankkien tulokuntoa, mutta tämä näkyy mielestämme jo ylimitoitetusti niiden arvostustasoissa. Sammon kohdalla seurataan Topdanmark-fuusiota, jonka synergia potentiaali on mielestämme yhtiön antamaa arviota suurempi.

Nordean tulokunto on säilynyt hieman markkinoiden odotuksia vahvempuna, vaikka merkittävä osa korkokatetta rokottavista koronlaskuista on jo takana. Tämä vahvistaa näkemystämme siitä, että korkojen laskun kannattavuusvaikutus tulee lopulta jäämään maltilliseksi ja odotamme tuloksen laskevan tänä vuonna ainoastaan hieman vuoden 2024 huipusta. Odotamme piristyvän asiakasaktiviteetin ja hyvin alhaisien luottotappioiden kompensoivan tehokkaasti hiljaksen laskevaa korkokatetta. Kannattavuus säilyy jatkossakin vahvana, osinkonäkymä on vakaa ja omien osakkeiden ostot jatkuvat. Näihin suhteutettuna osakkeen arvostustaso on kohtuuttoman edullinen.

Aktian tulokuntoa ohjaavat pitkälti samat ajurit kuin Nordeallakin. Pankin uuden johdon päivitettyä strategiaa odotellaan edelleen, mutta odotamme painopisteen säilyvän varainhoitotoiminnassa. Varainhoitotoiminnan haasteiden ja alisuoriutumisen myötä osake on sektorin sisällä alihinnoiteltu, mikä voisi onnistuneella strategian toteutuksella purkautua. Aktiassa on siis tietynlaista käänneyhtiöpotentiaalia.

Sampo sai viime vuoden lopulla maaliin Topdanmarkin koko osakekannan hankinnan ja yhtiön integrointi Iffiin voidaan aloittaa. Laskelmiemme perusteella fuusion vuotuinen synergia potentiaali on ainakin jonkin verran tai mahdollisesti huomattavastikin Sammon ilmoittamaa 95 miljoonaa euroa suurempi, mikä yhdessä vakaan osinkovirran kanssa muodostaa omistajille kohtuullisen kokonaistuottonäkymän. Vakaalta toimialalta on odotettavissa lähivuosina

”

Finanssisektori näyttäytyy houkuttelevana etenkin arvosijoittajalle, sillä arvostustasot ovat yleisesti ottaen mielekkäitä, näkymät vakaat ja osinkotuotot erittäin korkeita.



Antti Saari
Pääanalyytikko
X: @anttisaari1

maltillista tulokasvua, johon suhteutettuna yhtiön arvostustaso on oikeutettu.

Mandatum jatkaa vakaata tuloskehitystään, kun voimakkaasti kasvava varainhoitotoiminta kompensoi laskuperustekorkoisen vakuutuskannan alasajosta aiheutuvaa sijoitustuottojen laskua. Mandatum on mielestämme kiistatta yksi pörssin houkuttelevimpia osinkoyhtiöitä, sillä rakennemuutoksen myötä vapautuvat pääomat mahdollistavat jatkuvasti tuloskuntoa korkeamman voitonjaon. Arviomme mukaan markki-

noiden osinko-odotukset vuodelta 2024 ovat liian varovaiset. Saxo Bankin omistusosuuden myynti, josta markkinoilla on liikkunut huhuja, toimisi osakkeelle positiivisena ajurina.

eQ:n tulospohja on arviomme mukaan ohitettu ja odotamme yhtiön yltävän selvään tulokasvuun alkaneena vuonna. Etenkin pääomarahastojen tuottonäkymä on suotuista, mutta odotamme myös viime vuosina pahasti yskineen kiinteistövarainhoidon ansainnan kääntyvän asteittain parempaan.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 24e	P/E 25e	Osinko- tuotto 24e, %	Osinko- tuotto 25e, %
Aktia	OSTA	10,80	9,45	7,0	7,7	8,0	7,8
eQ	LISÄÄ	14,50	12,65	17,9	15,2	5,8	7,0
Mandatum	OSTA	4,80	4,51	13,2	13,2	8,9	8,9
Nordea	OSTA	13,00	10,68	7,4	8,0	8,8	8,8
Sampo	LISÄÄ	43,00	39,68	17,1	17,2	4,8	5,0

Lähde: OP Markets, Bloomberg



TOIMIALAKATSAUS

Kauppa- ja kulutustavarayhtiöt

Kuluttajasentimentti ei ole vielä olennaisesti vahvistunut, vaikka palkansaajien ostovoima on elpynyt jo toista vuotta. Työllisyyden heikentyminen ja Suomen talouden alakulo ovat osasyitä kotimaisten kuluttajien varovaisuuden taustalla, mutta talouden odotettu elpyminen vuonna 2025 sekä korkojen laskun jatkuminen antavat mielestämme edellytyksiä kuluttajaluottamuksen vahvistumiselle. Kuluttajien varovaisuus helpottanee selvemmin vuoden jälkipuoliskolla.

Kaupan alalla ostovoiman vahvistuminen ei ole vielä olennaisesti vahvistanut kysyntää. Tästä huolimatta esimerkiksi halpakauppias **Puuilo** on jatkanut vahvan kasvun tiellä kasvavien asiakasmäärien tukemana, vaikka keskiostos onkin ollut viime aikoina paineessa. **Tokmannin** asiakasmäärän kehitys on ollut vaihtelevampaa, mutta ruotsalaisen Dollarstoren integrointi on edennyt hyvin ja synergioita on jo realisoitunut varsin mukavasti. **Kesko** on päivittäistavarakaupassa alkuvuodesta 2025 laskenut yli 1200 tuotteen hintaa hintakilpailukykyä vahvistaakseen ja vähittäiskaupan markkinaosuustappiot katkaistakseen, minkä myötä toimialan marginaali voi arviomme mukaan hieman pehmentyä. Samalla kuitenkin konsernin tuloksen odotetaan vahvistuvan vuonna 2025, etenkin rakentamisen ja talotekniikan kaupan suhdannekuvan vahvistumisen takia. **Kamux** jatkaa sisäisten ongelmien ratkomista Ruotsissa ja **Wetteri** yrityskaupoista syntyneiden päällekkäisyyksien oikomista kannattavuutta vahvistaakseen. **Lindex Group** jatkaa tavara-taloliiketoiminnan strategisten vaihtoehtojen arviointia vuoden 2025 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana.



Joonas Häyhä
Seniorianalyttikko

”

Suomen talouden odotettu elpyminen vuonna 2025 sekä korkojen laskun jatkuminen antavat mielestämme edellytyksiä kuluttajaluottamuksen vahvistumiselle.

Kulutustavaroissa ostovoiman elpyminen auttaa mm. **Fiskarsia** ja **Rapalaa**, vaikkakin yhtiöiden vähittäiskauppa-asiakkaiden todennäköisesti tiukkana jatkuvat varastopolitiikat pitävät näkyvyyden kysyntäkehitykseen rajallisena. **Nokian Renkaat** aloittaa kaupallisen tuotannon Romanian tehtaalla kuluva vuoden alussa, ja yhtiö keskittyy tehtaansa ylösajon lisäksi voittamaan takaisin alhaisen toimituskyvyyden aikana menetettyjä markkinaosuuksia Keski-Euroopassa. Yhtiön kannattavuus elpyy asteittain kapasiteetin mukana, mutta täysi potentiaali ulosmitataan vuonna 2027 Romanian tehtaasta päästessä täyteen vauhtiin. **Marimekko** jatkaa asiakaskuntansa

sekä tunnettuutensa rakentamista kansainvälisillä markkinoilla ja Suomessa ostovoiman elpyminen pienentää kysyntään liittyviä riskejä. **Harvian** kasvunäkymä on vahva pitkälle tulevaisuuteen, mutta osake on mielestämme ottanut turhankin voimakkaan etunojan kasvun hinnoittelussa.

NoHo Partners on kärsinyt lähihistoriassa ravintolamarkkinan alakulosta. Yhtiö on kuitenkin pystynyt puolustamaan kannattavuuttaan kiitettävästi varsin haastavissa olosuhteissa, mikä tarjoaa hyvät lähtökohdat eteenpäin ravintolapalveluiden kysynnän vahvistuessa asteittain ostovoiman mukana.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 24e	P/E 25e	Osinko- tuotto 24e, %	Osinko- tuotto 25e, %
Fiskars	VÄHENNÄ	15,00	14,86	75,8	13,9	5,5	5,8
Harvia	MYY	36,00	42,95	30,4	25,5	1,9	2,1
Kamux	LISÄÄ	3,10	2,70	34,2	9,8	3,7	5,2
Kesko	VÄHENNÄ	20,00	18,11	16,6	15,0	5,2	5,6
Marimekko	VÄHENNÄ	12,50	12,24	21,5	18,4	3,4	3,9
Lindex Group	OSTA	3,30	2,71	46,4	13,5	0,0	3,7
NoHo Partners	OSTA	9,00	8,06	17,7	10,7	5,7	6,2
Nokian Renkaat	LISÄÄ	9,50	7,40	-	16,9	7,4	7,4
Puuvilo	LISÄÄ	11,00	10,20	18,3	16,0	4,6	5,3
Rapala	VÄHENNÄ	2,60	1,96	28,5	19,1	1,0	2,0
Tokmanni	LISÄÄ	13,00	12,38	14,1	10,5	6,1	6,9
Wetteri	MYY	0,27	0,30	9,2	-	0,0	0,0

Lähde: OP Markets, Bloomberg

TOIMIALAKATSAUS

Konepajat

Konepajojen tilausten kehitys oli vaisua vuonna 2024, mikä jähdytti yhtiöiden muuten erinomaista tuloskehitystä. Tilausvirrat piristyivät hieman viime vuoden lopulla ja odotamme myönteisen tilauskehityksen jatkuvan kuluvana vuonna. Arviomme mukaan aiempaa matalampi korkotaso vauhdittaa asteittain teollisuuden investointeja ja tuo kotimaisille konepajoille lisää tilauksia. Toisena oleellisena teemana kuluvana vuonna on Yhdysvaltojen kauppapolitiikka, jonka muutokset voivat sekoittaa yhtiöiden tuotantoketjuja, mikä korostaa tarkkuuden tarvetta yhtiövalinnassa.

Cargotec on käynyt läpi merkittävän rakennemuutoksen, jossa Kalmar eriytettiin omaksi pörssiyhtiökseen ja MacGregor odottaa myyntiprosessin loppuunsaattamista. Tulevaisuudessa yhtiö muodostuu yksinomaan erinomaisessa kunnossa olevasta Hiabista. Mikäli rakentamisaktiviteetti piristyy kuluvana vuonna, kuuluu Hiab ehdottomasti tästä hyötyjiin. Yhtiön vahva kassa mahdollistaa huomattavankin kokoluokan yritysostot sekä ylimääräisen osingonmaksun. Osakekurssi hinnoittelee näkemyksemme mukaan liiketoiminnan suotuisat näkymät kuitenkin jo täysimääräisesti.

Kalmarin osakkeen pahin alihinnoittelu korjaantui viime vuoden loppupuolella, kun yhtiön tilaukset kääntyivät kasvuun pitkän vaikean ajan jälkeen. Kalmarissa on arviomme mukaan merkittävää tulosparannuspotentiaalia ja onnistuminen tämän vapauttamisessa nostaisi yhtiön arvostuskertoimia lähemmäksi verrokkien tasoa. Yhdysvaltain kauppapolitiikka on yhtiölle kaksiteräinen miekka: Tuontitullit aiheuttaisivat yhtiölle päänvaivaa, mutta Trumpin toimet voivat kasvattaa nostureiden kysyntää.

Kempowerin markkinatilanne oli vuonna 2024 merkittävän alavireinen ja markkinakäänteeseen ajoittumiseen liittyy yhä huomattavaa epävarmuutta. Asiakkaiden ylisuuret varastot purkautuvat ajan myötä ja tämä sujuvoittaa uuden tuoteperheen markkinoille tuontia. Kulupohja on tehostamisohjelman ansiosta

paremmin sopusoinnussa kapasiteetin käyttöasteen kanssa, mutta huomattavampi tuloskäännö on ehdollinen tilausvirran parantumiselle. Kempower tarjoaa merkittävää nousupotentiaalia, mutta samaan aikaan riskit varsinkin lyhyellä aikavälillä ovat merkittäviä.



Jussi Mikkonen
Seniorianalyttikko



Henri Parkkinen
Seniorianalyttikko
X: @ParkkinenHenri

”

Aiempaa matalampi korkotaso ruokkii asteittain teollisuuden investointeja ja tuo kotimaisille konepajoille lisää tilauksia.

Kone kärsii yhä Kiinan asuntomarkkinan heikkoudesta, mutta tätä tasapainottaa yhtiön huolto- sekä modernisointiliiketoiminnot. Kokonaisuutena arvioimme yhtiön kykenevän kohtuulliseen tuloskasvuun alkaneen vuoden aikana. Osakkeessa on tulostekijöiden perusteella positiivinen, mutta maltillinen tuottopotentiaali.

Konecranes on kvartaali toisensa jälkeen kasvattanut tulostaan, mikä on ollut seurausta aiemmasta tilauskasvusta sekä Teollisuuslaitteiden onnistuneesta käänneohjelmasta. Pääosa yhtiön sisäisistä tehostustoimista on näkemyksemme mukaan jo tehty ja jatkossa kannattavuusparannus on aiempaa haastavampaa. Mikäli globaalit kauppasuhteet kiristyvät, voisi tämä tuoda Konecranesille jopa kasvavan määrän tilauksia, sillä tuotantoketjujen uudelleenjärjestelyyn tarvitaan teollisuus-, terminaali- ja satamanoistureita.

Metson pitkän aikavälin näkymät ovat valoisat erityisesti kuparin ja akkumetallien kasvavan kysynnän myötä. Arvioimme mukaan metallien nykyiset hintatasot tukevat kaivosyhtiöiden investointeja ja samalla

Metson tilauksia. Lisäksi rakennusaktiviteetin piristyminen vauhdittaisi Kivenmurskauksen tuloskasvua. Osakkeen hinnoittelu on edullinen ja näkemyksemme mukaan markkina suhtautuu perusteettoman suurella varauksella yhtiön tilausnäkyymiin.

Valmetin liikevaihdosta yhä suurempi osa muodostuu vakaasta huoltoon, kunnossapitoon ja automaatioon liittyvästä liiketoiminnasta. Arvioimme investointi-ilmapiiirin vähitellen paranevan teollisuuden tilan piristytessä ja Valmetilla olevan edellytykset loivasti paranevaan tulokseen vuosina 2025 ja 2026. Valmetilla on huomattavat resurssit nykyistä liiketoimintaportfoliota täydentäviin yritysostoihin. Arvostus on huomattavasti vertailuryhmää alhaisempi, mitä pidämme perusteettomana yhtiön tulokunto ja taloudellinen asema huomioiden.

Wärtsilän erinomainen tilauskasvu otti hengähdystauon viime vuoden lopulla ja odotamme yhtiön marginaalikehityksen polkevan paikoillaan vuoden 2025 puoliväliin asti. Vaikka yhtiö kuuluu vihreän siirtymän selkeimpiin voittajiin, rajoittaa osakkeen korkea arvostus sijoittajan tuottopotentiaalia.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 24e	P/E 25e	Osinko- tuotto 24e, %	Osinko- tuotto 25e, %
Cargotec	VÄHENNÄ	52,00	52,19	17,9	15,3	2,7	3,1
Exel Composites	LISÄÄ	0,37	0,31	-	10,5	0,0	0,0
Kalmar	LISÄÄ	35,00	31,53	12,0	12,9	3,8	4,1
Kempower	OSTA	26,00	10,40	-	26,2	0,0	0,0
Konecranes	LISÄÄ	69,00	61,70	13,4	13,1	2,5	2,7
KONE	LISÄÄ	54,00	47,25	24,5	21,9	3,9	4,0
Metso	OSTA	11,00	8,88	14,6	13,1	4,3	4,5
Ponsse	LISÄÄ	26,50	20,50	81,5	20,1	2,7	2,9
Valmet	OSTA	30,00	23,86	13,0	10,9	5,7	6,1
Wärtsilä	VÄHENNÄ	17,00	17,38	21,6	19,0	2,3	2,6

TOIMIALAKATSAUS

Metalliteollisuus

Metalliyhtiöiden lyhyen aikavälin näkymät ovat edelleen sumuiset. Toimitusmäärät ja hinnat ovat edelleen alhaiset, eikä merkkejä kovasti kaivatusta kysynnän elpymisestä ole vielä nähty. Syklin pohja on kuitenkin arviomme mukaan lähellä, ja odotamme koronlaskujen tukevan sektorin loppuasiakkaiden investointiaktiiviteettia. Oman mausteensa globaaliin markkinadynamiikkaan tuo Yhdysvaltain virkaan astuvan presidentin Donald Trumpin uhkaamat kauppapoliittiset linjaukset, joiden toteutuminen, laajuus sekä aikataulu ovat kuitenkin hämärän peitossa. Odotettu markkinakäänne heijastuu tyypillisesti voimakkaasti tulosuraan, mikä indikoi osakkeille mielekkäitä tuottonäkymiä.

Outokumpu antoi joulukuussa rajun tulosvaroituksen Euroopan ennakoitua heikomman kehityksen seurauksena. Toimitusmäärät sekä ruostumatoman teräksen hinnat ovat varsin alhaisilla tasoilla, ja alkuvuosi jatkunee vaisuissa merkeissä. Odotamme yhtiön parantavan tänä vuonna tulostaan selvästi, mutta tulos jää tänäkin vuonna vielä melko heikoksi. Lähemmäs tervettä yli syklin tulostasoa päästään vasta vuoden 2026 puolella. Alkuvuonna on myös luvassa päätös Yhdysvaltojen mahdollisesta kylmävalssauskapasiteetin kasvattamisesta. Näkemyksemme mukaan kokoluokaltaan suurehko investointi loisi painetta yhtiön nykyiseen osinkopolitiikkaan, sillä

tulosnäköymä ja velkatavoitteet rajoittavat voitonjakokykyä. Osakkeen arvostus on kuitenkin mielestämme kohtuullinen. Tätä korostavat kulman takana odotettava markkinakäänne sekä yhtiön vahva tase.

Myös **SSAB:n** kohdalla lyhyen aikavälin näkymiä leimaa kysyntäympäristön alakuloisuus. Odotamme yhtiön tuloksen jatkavan tänä vuonna lasku-uralla ennen selkeämpää paluuta kasvun tielle. Vaisua kehitystä kuluvana vuonna ajavat odotuksemme Special Steels -divisioonan normalisoituvasta kannattavuudesta sekä teräksen markkinahintojen alavireisyys. Pohjoismaisten tuotantolaitosten konversio perinte-

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite-hinta	Kurssi	P/E	P/E	Osinko-tuotto	Osinko-tuotto
		€	€	24e	25e	24e, %	25e, %
Outokumpu	LISÄÄ	3,20	2,91	-	15,0	9,3	9,6
SSAB	OSTA	5,15	3,90	6,2	7,4	6,4	5,5



”

Selkeämpi tulostäänne
vaatii tuekseen teollisuuden
luottamuksen kohenemista ja
investointiaktiiviteetin piristymistä
– ilman tätä ei taikatemppuja ole
odotettavissa.



Joona Harjama
Analyytikko
X: @JHarjama

sistä masuuneista vähäpäästöisiin valokaariuuneihin etenee suunnitellusti. Tämä mahdollistaa pidemmällä aikavälillä tuottavuusparannuksen sekä paremman katerakenteen, myyntijakauman siirtyessä kohti vahvemman marginaalin erikois- ja premium-tuotteita. Teräksinen taserakenne, sektorin parhaimmistoa oleva kannattavuus sekä edullinen arvostus nostavat yhtiön houkuttelevuutta ja puoltavat positiivista suhtautumistamme osakkeeseen.

Molempien yhtiöiden kohdalla selkeämpi tulostäänne vaatii tuekseen teollisuuden luottamuksen kohenemista ja globaalin investointiaktiiviteetin piristymistä – ilman tätä ei taikatemppuja ole odotettavissa. Geopo-

liikka tulee luomaan tänä vuonna oman mausteensa markkinadynamiikkaan. Toimialalla on viime aikoina puhututtanut Yhdysvaltain virkaan astuvan presidentin Donald Trumpin erityisesti Meksikoon, Kanadaan sekä Kiinaan kohdistuneet uhkaukset huomattavista tuontitulleista. Tullien realisoituminen on yhä epävarmaa, mutta niiden realisoituessa teräksen hintoihin kohdistuisi paikallisella markkinalla nousupainetta, joista sekä Outokumpu että SSAB tulisivat paikallisina tuottajina hyötymään. Protektionismin lisääntyminen olisi kuitenkin pidemmällä aikavälillä arviomme mukaan taloutta heikentävä ajuri, ja vaikuttaisi negatiivisesti myös seuraamiemme teräsyhtiöiden olosuhteisiin.

TOIMIALAKATSAUS

Metsäteollisuus

Metsäteollisuuden voimakkaampi suhdannekäännne parempaan tapahtuu arviomme mukaan aikaisintaan vuoden 2025 jälkimmäisellä vuosipuoliskolla. Tästä johtuen yhtiöt keskittyvät vuoden alkupuoliskolla korostetusti tuotannon optimointiin ja puukustannusten nousun vaikutusten kompensoimiseen. Eurooppalaisten tuottajien kannalta merkittävä epävarmuustekijä liittyy siihen, millaisia vaikutuksia Yhdysvaltojen oletettavasti tiukentuville tullikäytännöillä tulee olemaan. Erityisesti eräissä pakkauskartonkilaaduissa uhka kysyntä/tarjonta-tasapainon ainakin hetkellisestä heikentymisestä on arviomme mukaan huomattava. Riskeistä huolimatta ennustamme jokaisen seurannassamme olevan metsä- ja pakkausteollisuusyhtiön yltävän tulokasvuun vuonna 2025, pääosin myyntimäärien kasvun ansiosta.

UPM-Kymmene viimeisin kasvuinvestointi Saksan Leunaan rakennettu biokemikaalialostamo siirtyy alkaneen vuoden aikana tuotannon käynnistysvaiheeseen ja sen arvioidaan saavuttavan positiivisen liikevoiton vuonna 2027. Yhtiö on investoinut hyvin voimakkaasti liiketoimintojen kasvattamiseen ja viimeisimmästä investoinneista suurin tulokas-

vupotentiaali on Uruguayssa sijaitsevassa Paso de Los Toroksen sellutehtaassa. Yhtiö siirtyy arviomme mukaan useammaksi vuodeksi matalamman investointirasitteen aikakauteen, mikä kasvattaa todennäköisyyttä omien osakkeiden takaisinostoille. Osinkonäkymä on niin ikään vahva ja osakekurssin lasku on nostanut lähivuosien ennustettuja osinkotuottoja.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 24e	P/E 25e	Osinko- tuotto 24e, %	Osinko- tuotto 25e, %
Huhtamäki	LISÄÄ	42,00	34,40	16,1	13,5	3,4	3,4
Koskisen	LISÄÄ	7,80	7,30	19,4	8,7	2,1	4,7
LapWall	OSTA	4,40	4,00	17,3	15,9	1,7	1,9
Metsä Board	OSTA	6,70	4,32	32,0	9,0	5,8	9,3
Stora Enso	VÄHENNÄ	10,00	9,83	23,2	14,5	2,0	3,6
UPM-Kymmene	LISÄÄ	32,50	26,86	16,6	13,2	5,5	5,5



Stora Enso edisti vuoden 2024 aikana erityyppisiä yritysjärjestelyhankkeita. Beihain pakkauskartonkitehtaan myyntiprosessi keskeytettiin lokakuussa ja Ruotsissa sijaitsevan, vajaan 0,2 miljoonan hehtaarin suuruisen metsäalan myyntiprosessi on yhä käynnissä. Yhtiön joulukuussa ilmoittamat huomattavat käyttöomaisuuden alaskirjaukset osoittivat konkreettisesti eräiden pakkausmateriaalimarkkinoiden pysyvän heikentymisen. Stora Enson omaisuuserien yhteenlaskettu arvo on laskelmiemme mukaan suurempi kuin yhtiön yritysarvo. Tulokseen pohjautuvien arvostuskertoimien korkeahko taso ja arvoa vapauttavien rakennejärjestelyiden toteutumiseen liittyvä epävarmuus perustelevat kuitenkin varovaisen näkemyksemme osaketta kohtaan.

Metsä Boardin operatiivinen tulos reilusti yli kaksinkertaistuu arviomme mukaan kuluvana vuonna toimitusmäärien kasvaessa, sekä tuotannon- ja myynninmenetyksistä seuranneiden kielteisten tulosvaikutusten poistuessa. Puun korkea hinta rajoittaa arviomme mukaan pitkäkuituisen sellun hinnan laskupainetta ja viime vuosi ei ilmentänyt juuri millään tavalla osakkuusyhtiö Metsä Fibren Kemin biotuotehtaan potentiaalia. Olemme ennusteissamme varautuneet siihen, että kilpailija Stora Enson uuden, Ouluun rakenteilla olevan kapasiteetin markkinoille tulo voi aiheuttaa väliaikaista hintapainetta Euroopan ensikuitukartonkimarkkinoille.

Huhtamäki on osoittanut vahvaa sopeutumiskykyä raaka-aineiden vaihtelevaan hintakehitykseen ja kulluttajien ostokäyttäytymisen poukkoilevuuteen. Vielä

käynnissä oleva ja toistaiseksi suunnitelmien mukaisesti edennyt tehostamisohjelma nostaa pidemmän aikavälin kannattavuuspotentiaalia ja odotuksia pääoman tuotoista yli syklin. Osake on perusteettomasti alihinnoiteltu suhteessa vertailuryhmäänsä.

Koskisen operatiivinen liike-tulos on säilynyt viime vuosineljänneksillä plussalla, vaikka tärkeimmän loppuasiakassektorin, rakentamisen suhdanne on ollut hyvin vaisu. Uuden Järvelän sahan tuotantotehokkuus on kehittynyt suotuisasti ja uusi tukkipenkittä tuo huomattavia tehokkuushyötyjä. Vuosien 2025 ja 2026 tuloksiin suhteutetut arvostuskertoimet ovat korostetun matalat.

LapWall ylittää arviomme mukaan vuosina 2025–2027 keskimäärin 19 %:n liikevaihdon kasvuun Suomen rakennusmarkkinoiden asteittaisen elpymisen ja erityisesti Pyhännän tehdasinvestoinnin valmistumisen ansiosta. Yhtiön tehdasvalmistukseen pohjautuva toimitusprosessi on erottautumistekijä, joka luo pysyvää kilpailuetua. Elementtiliiketoiminta on volyymivetoista ja kapasiteetin käyttöasteen muutoksista seuraa huomattava, molempiin suuntiin toimiva tulosvipu. Yhtiö on onnistunut ylläpitämään hyvääntasoisista kannattavuutta heikomman markkinavaiheen aikana.

”

Riskeistä huolimatta ennustamme jokaisen seurannassamme olevan metsä- ja pakkausteollisuusyhtiön yltävän tulokasvuun vuonna 2025.



Henri Parkkinen
Seniorianalyitikko
X: @ParkkinenHenri

TOIMIALAKATSAUS

Rakentaminen ja kiinteistöt

Rakennus- ja kiinteistösektorin olosuhteet ovat jatkuneet jo pidempään vaikeina, mutta korkojen lasku luo uskoa parempaan huomiseen. Asuin- ja toimitilarakentamisen elpymisen edellytyksiä rajoittaa lyhyellä aikavälillä uudiskohteiden alhainen kysyntä ja sijoittajien hiljaiselo, mutta esimerkiksi infrarakentamisen puolella tilanne on selvästi parempi. Kaupallisissa kiinteistöissä suurin tasearvoihin kohdistuva paine on arviomme mukaan takanapäin, ja korkoympäristön helpottaminen tarjoaa tärkeää tukea koko sektorille. Fundamentit alkavat vähitellen kääntyä kohti parempaa, mutta osakkeiden houkuttelevuudessa on merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.

Rakennussektorin aktiviteetti on jatkunut alhaisella tasolla eikä alkuvuodelle ole odotuksissa merkittävää piristymistä. YIT:n kohdalla seuraamme erityisesti omaperusteisten asuntoaloitusten kehitystä Suomessa, joiden selkeämpi piristyminen on elinehto tulostason elpymiselle tulevana vuosina. Itäisessä Keski-Euroopassa asuntorakentaminen vetää tällä hetkellä paremmin, johon myös Asumisen tulos

toistaiseksi nojaa. Urakoivista segmenteissä odotamme erityisesti viime aikoina hyvin suoriutuneen Infran vahvan vedon jatkuvan. Markkina hinnoittelee näkemyksemme mukaan tulosparannusta ja velkata-sojen sulamista turhan aggressiivisesti, jonka myötä suhtaudumme osakkeen lyhyen aikavälin näkymiin varauksella.



Vuokramarkkinoilla toimivien kiinteistösijoitusyhtiöiden, kuten **Kojamon** ja **Asuntosalkun** toimintaympäristöä varjostaa nollakorkoajan rakennusbuumin synnyttämä ylitarjontatila, jonka seurauksena vuokranantajat ovat joutuneet tasapainoilemaan käyttöasteiden ja vuokrankorotusten välillä. Pahimmat kustannuspaineet ovat takanapäin, mutta myös vuokrankorotuskyky tulee arviomme mukaan jatkuvaan lyhyellä aikavälillä vaisuna. Sektorin toimintaympäristö on kuitenkin kehittymässä parempaan suuntaan korkojen laskun ja asteittain tasapainotuvan markkinan tukemana. Osakkeiden arvostus näyttäytyy tällä hetkellä erityisesti tasepohjaisesti tarkasteltuna edullisena.

Kauppakeskuksiin erikoistuneella **Cityconilla** on käynnissä merkittävä divestointiohjelma, jossa se pyrkii myymään lähes 600 milj. euron arvosta kohteita tämän vuoden aikana. Tämä luo rakenteellista laskupainetta tulokseen, mutta samalla myynneistä saatavilla varoilla maksetaan pois lainoja velkatasojen tervehdyttämiseksi ja pyritään turvaamaan nykyinen luottoluokitus. Divestointitavoitteen saavuttaminen järkevillä ehdoilla olisi merkittävä onnistuminen, mutta kiinteistömarkkinan heikko kysyntätilanne kohdistaa myynteihin kuitenkin huomattavaa epävarmuutta. Cityconin operatiivinen liiketoiminta on säilynyt epävarmassa talousympäristössä kohtuullisen vakaana, ja esimerkiksi sen taloudellinen vuokrusaste on pysytellyt 95 %:n tuntumassa.

”

Fundamentit alkavat vähitellen kääntyä kohti parempaa, mutta osakkeiden houkuttelevuudessa on merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.



Joona Harjama
Analyytikko
X: @JHarjama

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta	Kurssi	P/E	P/E	Osinko- tuotto	Osinko- tuotto
		€	€	24e	25e	24e, %	25e, %
Asuntosalkku	LISÄÄ	80,00	77,00	-	20,0	0,0	0,0
Citycon	VÄHENNÄ	3,70	3,35	-	8,7	9,0	0,0
Kojamo	OSTA	10,50	9,19	-	17,0	0,0	3,1
YIT	MYY	2,30	2,51	-	-	0,0	0,0

Lähde: OP Markets, Bloomberg

TOIMIALAKATSAUS

Teknologia

Teknologiasektorin kasvunäkymät ovat lupaavat muutaman vaisun vuoden jälkeen. Yleisen taloustilanteen piristymisen sekä tietyt toimialakohtaiset ajurit vauhdittavat arviomme mukaan oleellisesti kysyntää. Arvostustaso on usealla yhtiöllä edelleen varsin kohtuullinen tarjoten erinomaisen ostopaikan.

Verkkolaitemarkkinoiden kaksi vuotta kestänyt heikko vaihe on viimein jäämässä taakse ja odotamme kysynnän elpyvän laajalla rintamalla tänä vuonna. **Nokia** saanee lopulliset viranomaishyväksynnot Infir-nera-yrityskaupalle alkuvuonna, joten kaupan ajoitus vaikuttaa ostajan kannalta varsin onnistuneelta. Piristyvistä kysynnästä huolimatta Nokian on vaikea parantaa tulostaan tänä vuonna, sillä viime vuoden tulosta tukivat poikkeuksellisen suuret kertaluonteis-tyyppiset maksut. Kurssinousun myötä osakkeen ali-arvostus on poistunut ja tällä hetkellä osakemarkkina hinnoittelee täysimääräisesti Nokian tuloksenäkymät.

Qt:lla on takana vaiherikas vuosi. Liikevaihdon kasvutahti on vaihdellut merkittävästi neljänneksestä toiseen, mikä on tuonut huomattavaa volatiliiteettia osakkeen kurssikehitykseen. Pidämme liiketoiminnan kasvunäkymiä erinomaisina, mutta odotamme

kasvuvauhdin jäävän pitkällä aikavälillä hieman alle yhtiön varsin vaativasta tavoitetasosta (20-30 % v/v). Vahvan kannattavuuden omaava yhtiö on tällä hetkellä houkuttelevasti hinnoiteltu.

Bittiumilla on edessä varsin mielenkiintoiset ajat. Valtaosa yhtiön arvosta muodostuu Defense & Security -liiketoiminnasta, jolle nykyinen geopolittinen tilanne tarjoaa ainutlaatuisen kasvumahdollisuuden, kun useat länsimaat investoivat voimakkaasti puolustusvalmiuteensa. Alalla myyntisyklit ovat kuitenkin todella pitkiä, joten menestyminen kilpailutuksissa heijastuu liikevaihtoon usein reilulla viiveellä. Medical-liiketoiminnan kasvukuva sen sijaan on kokenut kolauksen, sillä uniapnean mittalaite Respirom myyntilupahakemus on vastatuulella Pohjois-Amerikassa, mikä väistämättä leikkaa liiketoiminnan kasvupotentiaalia.



Kimmo Stenvall
Seniorianalytikko
X: @KimmoStenvall

”

Verkkolaitemarkkinoiden kaksi vuotta kestänyt heikko vaihe on viimein jäämässä taakse ja odotamme kysynnän elpyvän laajalla rintamalla tänä vuonna.

WithSecure muutosmatka pienten ja keskisuurten yritysten tietoturvatavoittajaksi on vielä kesken. Konsultointiliiketoiminnan myynti ei ole vielä realisoitunut, mutta odotamme divestoinnin onnistuvan ennen pitkää. Euroopan Unionin sisällä uusi tietoturvatavoituksia koskeva sääntely nostaa asteittain aiempaa pienemmät yritykset vaativamman tietoturvan piiriin, mikä luo uuden kasvumahdollisuuden myös WithSecurelle. Yhtiö etenee ydinliiketoiminnoissa kohti Rule of 30+ -tavoitettaan, jossa liikevaihdon kasvuvauhdin ja käyttökatemarginaalin summa olisivat selkeästi nykytasoa korkeammat. Muutos ei kuitenkaan tapahdu yhdessä yössä, vaan vaatii aikaa.

Tietoenvryn kysyntäympäristö säilyy toistaiseksi vauhdissa, ja tässä mielessä yhtiö on poikkeus sektorin

sisällä. Rakennejärjestelyt ovat edelleen suunnittelu- ja kehitysvaiheessa, mutta Tech Service -liiketoiminnan myynti vapauttaisi arvoa ja parantaisi yhtiön kasvuedellytyksiä. Osinkotuotto on poikkeuksellisen korkea ja kertoo omalta osaltaan osakkeen matalasta arvostuksesta.

Revenio on toteuttanut useita kasvua tukevia hankkeita ja odotamme liikevaihdon jatkavan vahvalla kasvulla vuonna 2025. Ennakoimme kannattavuuden kohentuvan tänä vuonna liikevaihdon kasvun ja matalampien kasvupanostusten seurauksena. Sektorin yhtiöt ovat aina olleet vaativasti arvostettuja ja Revenio ei ole poikkeus. Hyvä tuloskasvupotentiaali pitäisi mielestämme heijastua arvostuksessa nykyistä voimakkaammin.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta	Kurssi	P/E	P/E	Osinko- tuotto	Osinko- tuotto
		€	€	24e	25e	24e, %	25e, %
Bittium	LISÄÄ	7,40	6,72	32,2	18,5	1,7	3,3
Enento Group	LISÄÄ	21,00	18,00	25,2	18,2	5,7	5,7
Ericsson (SEK)	VÄHENNÄ	78,00	91,00	-	16,8	2,7	2,7
F-Secure	OSTA	2,40	1,82	14,1	12,3	4,5	5,0
Modulight	OSTA	1,70	1,06	-	-	0,0	0,0
Nokia	VÄHENNÄ	4,30	4,29	12,2	13,6	2,9	2,9
Qt Group	OSTA	87,00	69,10	33,3	28,8	0,0	0,0
Revenio Group	LISÄÄ	33,00	27,18	38,3	30,4	1,5	1,6
TietoEVRY	OSTA	23,00	17,40	13,9	10,2	8,4	8,5
WithSecure	OSTA	1,60	0,76	-	-	0,0	0,0

Lähde: OP Markets, Bloomberg

TOIMIALAKATSAUS

Teleoperaattorit ja media

Teleoperaattoreiden tuloskasvu on ollut vakuuttavaa haastavassa suhdannetilanteessa. Hyvä tuloskehitys näkyy myös arvostuksessa, ja sektorin osakkeiden nousupotentiaali on mielestämme rajallinen. Mediatyhtiöt ovat suoriutuneet varsin hyvin vaikeassa ympäristössä, mutta näemme niissä yhä potentiaalia parantaa selvästi juoksua.

Telia toteutti merkittävän säästöohjelman loppuvuonna 2024, ja keventyneen kulurakenteen seurauksena tämän vuoden tuloskasvusta on tulossa hyvä. Kuluvaan vuoden kassavirtatavoite (8 mrd. kruunua) kattaa pitkältä ajalta yhtiön indikoiman minimiosingon, joten voitonjako alkaa olla kestäväällä pohjalla. Operaattoriliiketoiminta kasvaa mukavasti, mutta TV-liiketoiminnan rakenteelliset haasteet painavat ikävästi yhtiön lukuja ja kyseisen liiketoiminnan divestointi vaatimattomallakin hinnalla olisi mielestämme myönteinen uutinen. Osakkeen arvostus on edelleen turhan vaativa, vaikka merkittävin yliarvostus on sulanut pois.

Elisan tulos on kasvanut jo pidempään, joskin viime vuonna rahoituskustannusten nousu vei osan tulosparannuksesta. Matkaviestinnän palveluliikevaihto on edelleen keskeinen kasvuajuri, mutta kasvupotentiaali väistämättä kapenee ajan edetessä. Siten mielestämme sijoitustarina kaipaisi myös muita tukijalkoja, ja maaliskuun pääomamarkkinapäivässä tähän tarjoutuu uusi mahdollisuus. Elisan kansainvälinen yritysliiketoiminta on yksi merkittävä kokonaisuus, jossa on selkeä arvonnouantomahdollisuus. Osakkeen tuottopotentiaali on tällä hetkellä Teliaa parempi.



Kimmo Stenvall
Seniorianalyttikko
X: @KimmoStenvall



Joona Harjama
Analyttikko
X: @JHarjama

”

Teleoperaattoreiden tuloskehitys on ollut vakuuttavaa, mikä näkyy myös arvostustasoissa.

Alma Median kannattavuus on noussut pitkäjänteisesti toteutetun digitaalisen transformaation ansiosta uudelle tasolle, joka on onnistuttu säilyttämään myös haastavassa markkinassa. Mediatyhtiönä tunnetun Alma Median tuloksesta suurin osa syntyy rekrytointiin sekä asunto- ja autokauppaan liitännäisiltä digitaalisilla markkinapaikoilla. Alkuvuosi jatkunee vielä tasaisissa merkeissä, mutta talouden kääntymässä yhtiö tulee näkemyksemme mukaan hyötymään arvoketjun alkupäässä suhdanteen paranemisesta ensimmäisten joukossa. Markkinapaikoilla lisämyynnin kustannus on alhainen ja tulospipu korkea, mikä tukee tulokasvua markkinan elpyessä. Mielestämme muutos markkinapaikkavetoiseksi, erinomaista kannattavuutta ja pääoman tuottoa tekeväksi yhtiöksi ei ole vielä heijastunut täysimääräisesti osakkeen arvostukseen.

Mainosmarkkinan alakulo ja perinteisen median rakenteellinen laskutrendi painaa **Sanoman** liiketoiminnan pitkäaikaisen kivijalan Media Finlandin kehityskulkua. Yhtiön tulosveturina toimii nyt sekä jatkossa selkeästi vahvemman kannattavuuden omaava oppimisliiketoiminta (Learning), jonka defensiivinen luonne tuo myös tasaisuutta tuloksetukseen. Odotamme kuluvalle vuodelle melko vakaata volyymikehitystä ja pientä parannusta kannattavuuteen – ensi vuonna on kuitenkin luvassa selkeämpi tasokorotus Euroopan oppimateriaalimarkkinan huippusyklin tukemana. Samalla Solar-tehostusohjelman hyötyjen odotetaan tulevan täysimääräisesti esille. Osake on mielestämme houkuttelevasti hinnoiteltu, ja noin 5 prosentin osinkotuotto tarjoaa mielekkään pohjatueton tulokasvun rinnalle lähivuosina.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 24e	P/E 25e	Osinko- tuotto 24e, %	Osinko- tuotto 25e, %
Alma Media	LISÄÄ	12,70	11,15	16,6	14,5	4,4	4,7
Elisa	LISÄÄ	45,00	42,10	17,6	17,1	5,5	5,8
Sanoma	OSTA	9,00	7,93	43,6	15,6	4,6	5,0
Telia	MYY	2,60	2,72	19,3	16,0	6,8	6,8

Lähde: OP Markets, Bloomberg



TOIMIALAKATSAUS

Terveydenhuolto

Terveydenhuoltosektorilla tuloskehitys on jatkunut vahvana. Erityisesti terveystalvetyhtiöt ovat onnistuneet parantamaan tulostaan merkittävästi erilaisten kaupallisten toimien ja operatiivisen tehostamisen ajamana. Näkymät tähän vuoteen ovat arvioimme mukaan varsin vakaat, mikä tukee hyvää tuloskehitystä myös jatkossa. Orionin kohdalla huomio säilyy eturauhassyöpälääke Nubeqan kasvun kulmakertoimessa ja lisäksi odotamme yhtiön tekevän enenevissä määrin panostuksia pitkän aikavälin kasvuaihiioihin. Arvioimme koko sektorin hyvän kehityksen jatkuvan myös tänä vuonna, mutta viime vuoden kaltaisen tuloskasvun toistuminen ei ole todennäköistä.

Terveytstalon operatiivinen kehitys on ollut viime aikoina erittäin vahvaa ja odotamme yhtiön jatkavan tuloskasvun tiellä myös alkaneena vuonna. Odotamme tulosparannusta etenkin Ruotsista, jossa yhtiöllä on käynnissä tulosparannusohjelma. Markkinan kasvuajurit pitkällä aikavälillä ovat vankat ja arvioimme absoluuttisen tuloskasvun säilyvän hyvällä tasolla. Yhtiö järjesti joulukuussa pääomamarkkinapäivän, jonka perusteella fokus siirtyy kannattavaan kasvuun onnistuneen tuloskäänteen jälkeen. Taloudellisten tavoitteiden osalta painopiste on vahvemmin osakekohtaisen tuloksen kehityksessä ja uudella strategiakaudella myös osingonmaksun rooli kasvaa merkittävästi.

Pihlajalinna on niin ikään toteuttanut varsin vakuuttavan tuloskäänteen. Lähivuosien absoluuttinen tuloskasvu jää ennusteissamme varsin maltilliseksi, mikä johtuu julkisen sektorin ulkoistussopimusten päättymisistä. Tällä on kuitenkin positiivinen vaikutus yhtiön myynnin rakenteeseen, mikä antaa hyvät lähtökohdat pidemmän aikavälin positiiviselle kehitykselle. Parannuspotentiaalia yhtiöllä on vielä rutkasti ja mielestämme edellytykset tavoiteltuun 9 %:n liikevoittomarginaaliin (EBITA) ovat keskipitkällä aikavälillä olemassa.

”

Arvioimme koko sektorin hyvän kehityksen jatkuvan myös alkaneena vuonna, mutta viime vuoden kaltaisen tuloskasvun toistuminen ei ole todennäköistä.



Kimmo Stenvall
Seniorianalyttikko
X: @KimmoStenvall

Orionin kehitys oli erittäin vahvaa vuonna 2024 eturauhassyöpälääke Nubeqan ennakoitua voimakkaamman kasvun vetämänä. Loppuvuodesta yhtiö koki takaiskun, kun yhden sen potentiaalisimman lääkeaihion, kivun lievitykseen tarkoitetun ODM-111:n, kehitys jouduttiin yllättäen lopettamaan. Orionin kohdalla mielenkiinto kohdistuukin seuraavaksi

siihen, millaisia panostuksia yhtiö tulee tekemään tutkimusputken vahvistamiseksi, ja nouseeko kliinisiin tutkimuksiin tänä vuonna uusia lääkeaihoita. Operatiivisen kehityksen osalta huomio kohdistuu tänäkin vuonna Nubeqan kasvukehitykseen, eikä arviomme mukaan nykyisten tutkimusputken lääkeaihojen osalta ole odotettavissa merkittävää uutisointia.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 24e	P/E 25e	Osinko- tuotto 24e, %	Osinko- tuotto 25e, %
Orion	LISÄÄ	50,00	43,77	20,4	21,0	3,8	3,9
Pihlajalinna	LISÄÄ	12,20	11,05	10,3	9,2	2,9	3,4
Terveystalo	LISÄÄ	11,50	10,72	17,2	13,7	3,1	3,5

Lähde: OP Markets, Bloomberg



TOIMIALAKATSAUS

Muut

Aspon viimeaikaiset toimet strategian edistämiseksi vievät yhtiötä oikeaan suuntaan, vaikka tuloskehitys onkin viime aikoina ollut vaisua. ESL Shippingin investointiohjelma kaluston uudistamiseksi vahvistaa yhtiön markkina-asemaa, Telkon toteuttamat yritysostot tukevoittavat sen jalansijaa Euroopan markkinoilla ja Leipurin kannattavuusparannus vaikuttaa etenevän suunnitelmien mukaisesti. Odotamme yhtiön tuloksen pohjanneen vuonna 2024. Telkon toteuttamat yritysostot sekä ESL:n valmistuva coaster-alusten kapasiteetti toimivat jatkossa tuloskasvun pääasiallisina ajureina – lyhyellä aikavälillä markkinasidonnaiset epävarmuustekijät ovat kuitenkin yhä läsnä, mikä nostaa ennusteriskiä.

Finnairin viime vuosi sujui odotettua voimakkaamassa vastatulessa. Lentolippujen hinnoissa nähtiin normalisoitumista historiallisen korkeilta tasoilta, jonka lisäksi matkustuskysyntä ei pysynyt kapasiteetin kasvun kyydissä. Kuluttajien asteittain vahvistuvan ostovoiman odotetaan tukevan kysyntää asteittain kuluvan vuoden aikana, mutta ajoitukseen ja kulmakertoimeen liittyy arviomme mukaan yhä merkittävää epävarmuutta. Strateginen liikkumavara on yhä rajallinen niin kauan kuin Venäjän ilmatila on suljettu, ja operatiivisen toiminnan tehokkuus on keskeisessä roolissa.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta	Kurssi	P/E	P/E	Osinko- tuotto	Osinko- tuotto
		€	€	24e	25e	24e, %	25e, %
Aspo	OSTA	6,20	5,02	49,2	8,0	4,1	6,2
Finnair	LISÄÄ	2,60	2,34	7,8	6,4	2,2	4,4
Kemira	LISÄÄ	24,00	19,75	10,7	11,9	3,8	3,8
KH Group	VÄHENNÄ	0,58	0,54	-	-	0,0	0,0
Lassila & Tikanoja	OSTA	10,50	8,04	10,6	9,4	5,5	6,1
Nurminen Logistics	OSTA	1,20	1,08	9,0	7,3	5,7	6,6

Lähde: OP Markets, Bloomberg



Henri Parkkinen
Seniorianalyttikko
X: @ParkkinenHenri



Joonas Häyhä
Seniorianalyttikko



Joona Harjama
Analyttikko
X: @JHarjama

KH Groupin strategisten irtautumisten (Indoor ja NRG) etenemistä hidastaa Indoorin heikko suorituskyky vaikeassa huonekalumarkkinassa. Indoor on uudistanut toimintamalliaan ja käynyt läpi muutosneuvottelut, joiden kautta kustannusrakenne kevenee ja tuo tukea tuloskehitykselle tänä vuonna. Arviomme mukaan yhtiö kohtaa kuitenkin vielä alkuvuonna markkinasta johtuvia hankaluuksia ja hyödyt tulevat selkeämmin esiin vasta jälkimmäisellä vuosipuoliskolla. Konekauppaan erikoistunut strategian kulmakivi KH-Koneet on onnistunut kasvamaan laskevassa markkinassa ja säilyttämään samalla kannattavuustasonsa kohtuullisena.

Kemiran operatiivisen liiketoiminnan kannattavuus on säilynyt kiitettävänä, myyntihintojen laskusta huolimatta. Tärkeimpien asiakassektoreiden lähineljännesten markkinanäkymissä on yhä voimakasta eroavaisuutta. Osa metsäteollisuussektorin asiakkaista rajoittaa vuoden 2025 alkupuolella tuotantoaan vaisusta suhdanteesta johtuen. Vedenkäsittelyn markkinat sen sijaan kehittyvät arviomme mukaan vakaasti sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Kemiran tase vahvistui huomattavasti Oil and Gas -liiketoiminnan myynnin seurauksena. Yksi alkaneen vuoden tärkeimmistä seurattavista asioista on se, onnistuuko yhtiö löytämään taloudellisen kurinalaisuuden vaatimukset täyttäviä yritysostokohteita.

Lassila & Tikanoja julkaisi joulukuussa merkittävän uutisen: yhtiö suunnittelee kahdeksi erilliseksi pörs-siyhtiöksi jakautumista (Kiertotalousliiketoiminnot ja Kiinteistöpalvelut). Samalla yhtiö julkaisi tehostamisohjelman, jolla se pyrkii saavuttamaan 8 miljoo-nan euron vuosittaiset säästöt vuoden loppuun 2026 mennessä. Arviomme mukaan yhtiön ensisijainen ta-voite oli myydä kiinteistöpalveluliiketoiminnot, mutta Ruotsin liiketoiminnan heikkous vesitti suunnitelmat. Suunnitelman julkistus toi vihdoon selville strate-gisiin askelmerkkeihin, ja kiertotalousliiketoimintojen eriyttäminen omaksi yhtiökseen toisi liiketoimintojen nykyisen arvon täysimääräisemmin esiin. Tämä olisi näkemyksemme mukaan positiivista osakkeen arvon kehittymiselle.

Nurminen Logisticsin kannattavuus on pysytellyt väkivahvalla tasolla, mutta Baltian liiketoiminnassa Punaisen meren kriisin takia menetetty merkittä-vä asiakkuus toi vastatuulta tuloskehitykselle viime vuonna. Alkanut vuosi tuo mukanaan kasvusysäyk-sen, kun yhtiö toteutti loppuvuonna merkittävän yritysoston hankkiessaan ruotsalaisen rautatielo-gistiikkaan erikoistuneen Essinge Railin. Odotam-me kuluvalle vuodelle yli 30 prosentin liikevaihdon kasvua, pääasiassa yrityskaupan ansiosta. Kotimaan rautatieliiketoiminta (North Rail) on ollut avainase-massa kannattavuusparannuksessa ja sen näkymät ovat vakaan positiiviset. Markkina ei mielestämme hinnoitele yrityskaupan tuomaa arvoa täysimääräi-sesti, jonka ansiosta osakkeen tuottopotentiaali on näkemyksemme mukaan erittäin houkutteleva.

KORKOMARKKINAT

Korkosijoitusten houkuttelevimmat tuotot High Yield -yrityslainoista

Keskuspankkien koronlaskusykliä käynnistyivät viime vuonna Atlantin molemmin puolin ja tämä tuki korkosijoitusten tuottokehitystä. Korkosijoitukset tuovat yhä osakkeiden rinnalla varteenotettavaa hajautushyötyä ja kohtuullista tuottopotentiaalia, mutta näiden houkuttelevuus on maltillistunut. Kiinnostavin tuotto/riski-potentiaali löytyy yhdysvaltalaisista High Yield -yrityslainoista.

Viime vuosi tarjosi korkosijoituksille pääosin mukiinmeneviä tuottoja ja erityisesti euroalueella keskuspankin koronlaskut painoivat korkotasoa alaviistoon. Korkosijoitusten tuotot seuraavat käänteisesti korkotason muutoksia eli korkojen nousu heikentää ja korkojen lasku kasvattaa korkosijoituksista saatavia kokonaistuottoja. Yrityslainojen riskilisien supistuminen tuki myös yrityslainojen kokonaistuottokehitystä.

Esimerkiksi euroalueen korkeamman riskin High Yield -yrityslainoissa kokonaistuotto oli viime vuonna yli 8 %, joka voidaan katsoa keskimääräistä paremmaksi toteumaksi, eikä se jäänyt kauas euroalueen osake-

markkinoistakaan. Matalamman riskin valtionlainoissa ja Investment Grade -yrityslainoissa tuotot olivat maltillisempia (noin 2-5 %) vuonna 2024. Vaikka korkosijoitusten tuottopotentiaalista paras puhti onkin takanapäin, tarjoavat korkosijoitukset edelleen sijoitussalkkua tasapainottavan roolin epävarmassa markkinaympäristössä.

Inflaatio on osoittanut globaalisti yhä selkeämpää jäähtymistään ja samalla inflaation rooli korkomarkkinoiden ajurina on laimentunut. Globaalin inflaation jäähtyminen mahdollisti keskuspankkien koronlaskujen käynnistymisen viime vuoden aikana ja laskutahti



Ilkka Saksa
Senioristrategi

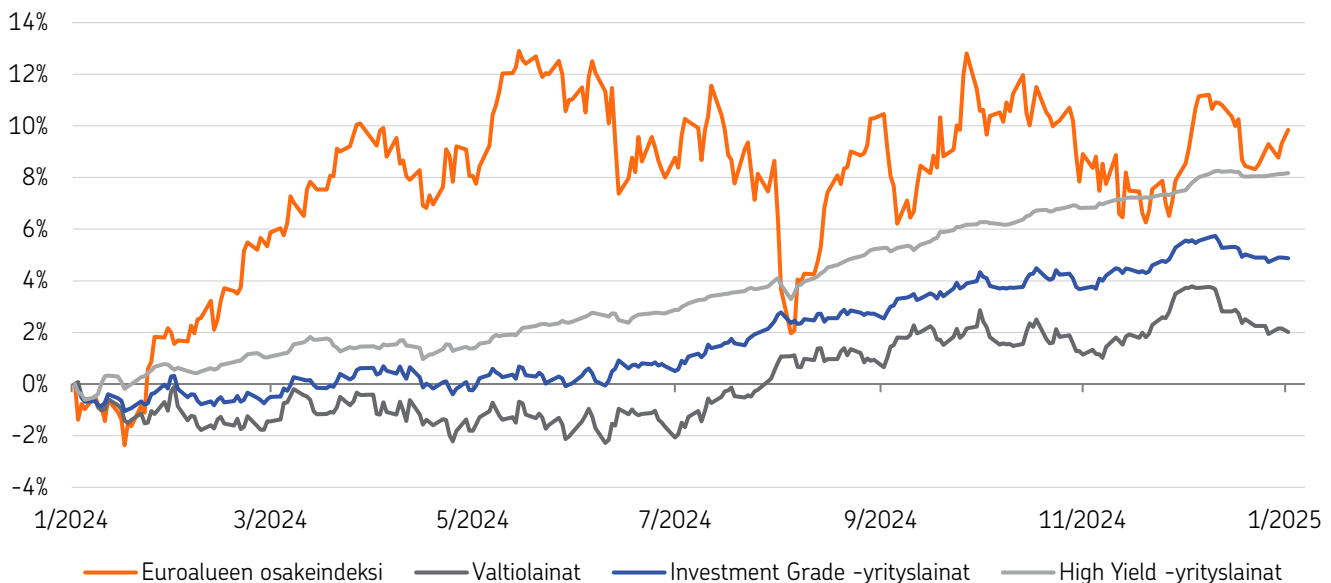


Carlo Gylling
Analyttikko
X: @GyllingCarlo

”

Vaikka korkosijoitusten tuottopotentiaalista paras puhti onkin takanapäin, tarjoavat korkosijoitukset edelleen sijoitussalkkua tasapainottavan roolin.

Euroalueen osake- ja korkosijoitusten kokonaistuotot vuonna 2024



Lähde: OP Markets, Bloomberg

kiihtyi vuoden lopulla. Euroalueen hellittäneistä hintapaineista ja vaisusta talouskuvasta johtuen Euroopan keskuspankillla on paineita jatkaa myös alkaneen vuoden aikana koronlaskujaan. Yhdysvaltojen Fed käynnisti koronlaskutoimet vihdoin viime syyskuussa ja jatkoi koronlaskuja marras- sekä joulukuussa inflaatiohuolien hellittäessä ja työmarkkinahuolien nostaessa päätään.

Odotamme EKP:n jatkavan talletuskorkonsa tasaista laskuvauhtia ja laskevan keskeistä talletuskorkoaan vielä yhdellä prosenttiyksiköllä 2 %:iin kesään mennessä. Fedin osalta odotamme koronlaskusyklin jatkumista aiempaa harkitsevimmin askelin presidentiksi uudelleenvalitun Trumpin talouspolitiikkaan liittyvistä kysymysmerkeistä johtuen ja ohjauskoron madaltuvan puolella prosenttiyksiköllä kesäkuuhun mennessä. Fedin osalta on tunnustettava, että riskit ovat kallellaan nyt odotettua maltillisemmän koronlaskutarpeen suuntaan.

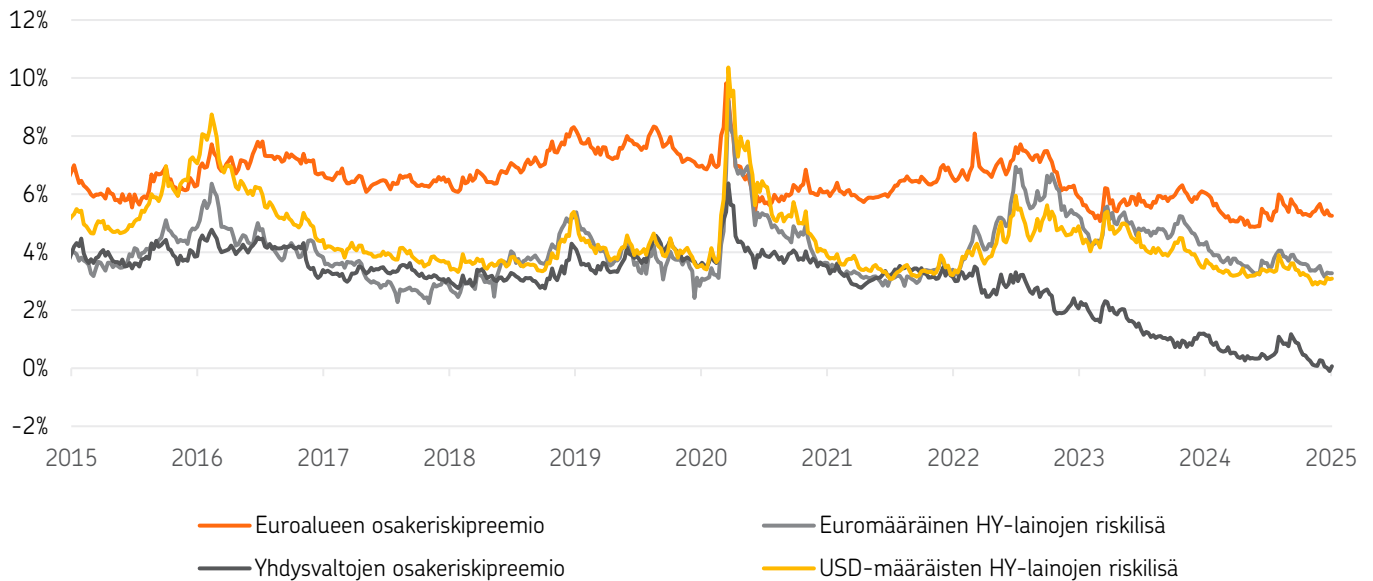
Alkaneen vuoden korkosijoitusten tuottonäkymät ovat arvioimme mukaan kohtalaiset, mutta sisältävät huomioitavia riskejä. Inflaation normalisoituminen sekä koronlaskusyklin edistyminen heijastuvat erityisesti euroalueen lyhyisiin korkoihin laskupaineena.

Lyhyemmissä euribor-koroissa on odotettavissa yhä lisälaskua, mutta 12 kuukauden euriborissa muutospaineet ovat vähäiset. Geopoliittiset jännitteet ja Yhdysvaltojen ulkopoliittisen linjaukset kasvattavat kuitenkin tällä hetkellä korkonäkemykseen liittyviä riskejä.

Euroalueen korkosijoitusten parhaat tuottopäivät ovat lyhyellä aikavälillä jääneet jo taakse. Arvioimme korkojen asettuvan ennemmin sivuttaissuuntaiseen liikkeeseen, joka tarkoittaisi toteutuessaan, että korkoinstrumenttien tuotot vastaisivat pitkälti nykyisiä juoksevia korkotasoja.

Yritysten näkökulmasta koronlaskusyklin jatkuminen kohti maltillisempaa tasoa edesauttaa rahoituskustannusten laskua vuodelle 2025 ja tulevina vuosina. Vaikutukset yritysten alkaneen vuoden tulokasvuun säilyvät kuitenkin maltillisina, sillä uudelleenrahoituksen myötä laskevien korkokustannusten hyöty realisoituu vasta viiveellä. Vaikka yrityslainojen nykyiset tuottotasot ovatkin maltillistuneet merkittävästi viime vuoden jälkeen, antavat nämä edelleen kohtuullisen suojan luottotappioita sekä talous- ja geopolitiikkariskejä vastaan.

Osakkeiden riskipreemiot ja High Yield -lainojen riskilisät valtiolainakoron päälle



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Korkosijoituksista houkuttelevimman tuotto/riski-suhteen näemme edelleen olevan High Yield -yrittäislainoissa, joiden tuottopotentiali kompensoi hyvin mahdollisia luottotappioriskejä. Näemme yhdysvaltalaiset High Yield -lainat eurooppalaisia vastinpa-

rejaan houkuttelevampana sijoituskohteena näiden tarjotessa noin 2 %-yksikön juoksevan lisätuoton. Yhdysvaltalaiset High Yield -lainat näyttävät erityisen kiinnostavilta suhteessa paikallisten osakemarkkinoiden nousseisiin arvostuksiin.

ETF-VALINTA

Dollarimääräiset High Yield -yrittäislainat iShares Broad USD High Yield Corporate Bond

ETF sijoittaa dollarimääräisiin matalamman luottoluokituksen High Yield -yrittäislainoihin. High Yield -yrittäislainat tarjoavat tuottohakuiselle sijoittajalle yleisen korkotason päälle merkittävää lisätuottoa korkeamman luottoriskin kantamisesta. ETF tarjoaa tällä hetkellä lähes 7,5 %:n juoksevaa tuottotasoa, mikä on jonkin verran viimeisen 10 vuoden keskiarvoa korkeampi taso. High Yield -yrittäislainat lukeutuvat korkosijoitusten joukossa riskipitoisempiin sijoituskohteisiin, mutta tarjoavat mielekästä ja kohtalaisen ennustettavaa tuottopotentialia osakesijoituksia maltillisemmalla riskillä.

[Sijoita tuotteeseen op.fi:ssä ISIN-koodilla IE00BG0J4957](https://www.op.fi/sijoitus/ETF/IE00BG0J4957)

OP Analyysi

Tämän julkaisun takana on yhdeksän hengen analytikkotiimi, joka seuraa 70 suomalaista pörssiyhtiötä ja tuottaa keskimäärin 600 yhtiö-, toimiala- ja markkina-analyysia vuodessa.



Antti Saari
Pääanalytikko
X: @anttisaari1

Finanssi
Sijoitusstrategia



Joonas Häyhä
Seniorianalytikko

Kauppa
Kulutustavara



Jussi Mikkonen
Seniorianalytikko

Investointitavara
Elintarvikkeet
Yrityslainat



Henri Parkkinen
Seniorianalytikko
X: @ParkkinenHenri

Energia
Kemia
Metsäteollisuus



Kimmo Stenvall
Seniorianalytikko
X: @KimmoStenvall

Teknologia
Teleoperaattorit
Terveysthuolto



Carlo Gylling
Analytikko
X: @Gyllingcarlo

Yrityslainat



Joona Harjama
Analytikko
X: @JHarjama

Kiinteistöt ja rakentaminen
Media
Metalli



Jari Hännikäinen
Seniorimarkkinaekonomisti
X: @JariHnnikinen1

Makrotalous
Sijoitusstrategia



Ilkka Saksa
Senioristrategi

Korot ja valuutta
Sijoitusstrategia



OP Yrityspankki
Gebhardinaukio 1, PL 308
00013 OP
Puh. 010 252 010