



Katseet tulleista talouteen
s. 6 ja 13

Epävarmassa ympäristössä vankka
tulokunto on arvossaan
s. 15 ja 17

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

SYYSKUU 2025

OP Pörssitutka

Aika kääntää sivua



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 emisioitakaamiseen 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 10 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä OP Osuuskunnan osakeomistuksen kautta. OP Yrityspankki Oyj:n ja muiden OP Ryhmän keskusyhteisökonserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oyj:n ja OP-Henkivakuu-

tus Oyj:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin 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 Oyj:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Ryhmän keskusyhteisökonsernin kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin 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 aiheutta. 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, Atria, Exel Composites, Fodelia, HKFoods, KH Group, Koskisen, LapWall, Modulight, NoHo Partners, Nurminen Logistics, Rapala ja Wetteri.



Sisältö

Pääkirjoitus: Älä seuraa sopulilaumaa.....	5
Talousnäkyvä: Tahmeaa menoa kauppasodan varjossa.....	6
Markkinateemat.....	12
Osakemarkkinat: Tuloskasvun ehdoilla eteenpäin	17
Osake- ja ETF-valinnat.....	23
Toimialakatsaukset.....	28
Korkosijoituksissa yhä mielekkäitä tuottopotentialin lähteitä	52
Julkaisun takana: OP Analyysi.....	55



PÄÄKIRJOITUS

Älä seuraa sopulilaumaa

”Kannattaakohan suomalaisosakkeisiin sijoittaa enää lainkaan”, pohdittiin mediassa vuodenvaihteen ympärillä. Juuri tällaiset synkistelyn hetket ovat niitä tilanteita, joissa sijoittajan kannattaa hylätä sopulilauma ja tehdä rohkeasti itse omat johtopäätöksensä. Pessimistit saivat taas kerran pettyä ja tänä vuonna Helsingin pörssi paistattelee parin heikomman vuoden jälkeen tuottotilastojen kärjessä – pyyhkien pöytä Yhdysvaltojen ja Euroopan pääosakeindekseillä.

Vastaavalla tavalla monet sijoittajat ovat tänä vuonna alkaneet pohtimaan, onko Yhdysvaltojen aika globaalin talouden ja pörssimaailman suunnannäyttäjänä ohi? Trumpin poukkoileva ja aggressiivinen politiikka poskettomine tulleineen on aiheuttanut kiistatta haittaa liittolaissuhteille, jenkkitaloudelle ja hallinnon uskottavuudelle.

Mitkään teemat eivät kuitenkaan säily markkinoiden ajureina loputtomiin. Kuten Trumpin ensimmäisellä kaudella nähtiin, tullisekoilu ja sen markkinoita ohjaava voima laantui ensimmäisen vuoden jälkeen. Puhetta ja otsikoita on toki edelleen paljon, mutta niiden kyky ohjata markkinoita hiipuu. On tullut aika kääntää sivua ja katsoa eteenpäin.

Sekavaan politiikkaan ei kannata loputtomiin takerua, vaan pohtia mitä jenkkimarkkinat lopulta tarjoavat sijoittajalle: Suuret ja dynaamiset markkinat, joiden kyky luoda omistaja-arvoa on edelleen vertaansa vailla, ja josta parhaat globaalit kasvutarinat näyttävät löytyvän kerta toisensa jälkeen. Vaikka alkuvuoden kurssikehitys kertoo muuta, kalpenevat muut markkinat amerikkalaisyhtiöiden takoman kaksinumeroisen tulokasvun edessä.

Osakemarkkinoita dominoivat amerikkalaiset teknologiajätit kasvattavat tuloksiaan hillittömään tahtiin ja ylivalta tuntuu tullien myötä vain kärjistyvän. Teknologiyhtiöiden taivasta varjostaneet monien talousalueiden aiemmin kaavailemat digiverot ovat poistuneet pöydältä Trumpin kauppaneuvottelujen osana. Teknojätit saavat siis jatkossakin tahkota paisuvia tuloksia häiriöttä.

Samaan aikaan tullien negatiiviset vaikutukset tulevat vähitellen iskemään perinteisempään yrityskenttään vääjäämättä. Tämä osuma ei osu tasaisesti, vaan lopullisen laskun maksajiksi päätyvät kaikkein heikoimman neuvotteluvoiman bulkkituotteita tai teollisia välituotteita tuottavat yhtiöt.

Loppuviimeksi tulokset ratkaisevat ja siitä sijoittajat maksavat. Ne sijoittajat, jotka ovat tässä kohtaa hylänneet jenkkimarkkinat, tulevat karvaasti pettymään. Kun markkinoilla tapahtuu ja sopulilauma on liikkeessä, ei sitä kannata seurata sokeasti.

Menestystä osakevalintoihin!



Antti Saari
Pääanalyytikko

TALOUS

Tahmeaa menoa kauppasodan varjossa

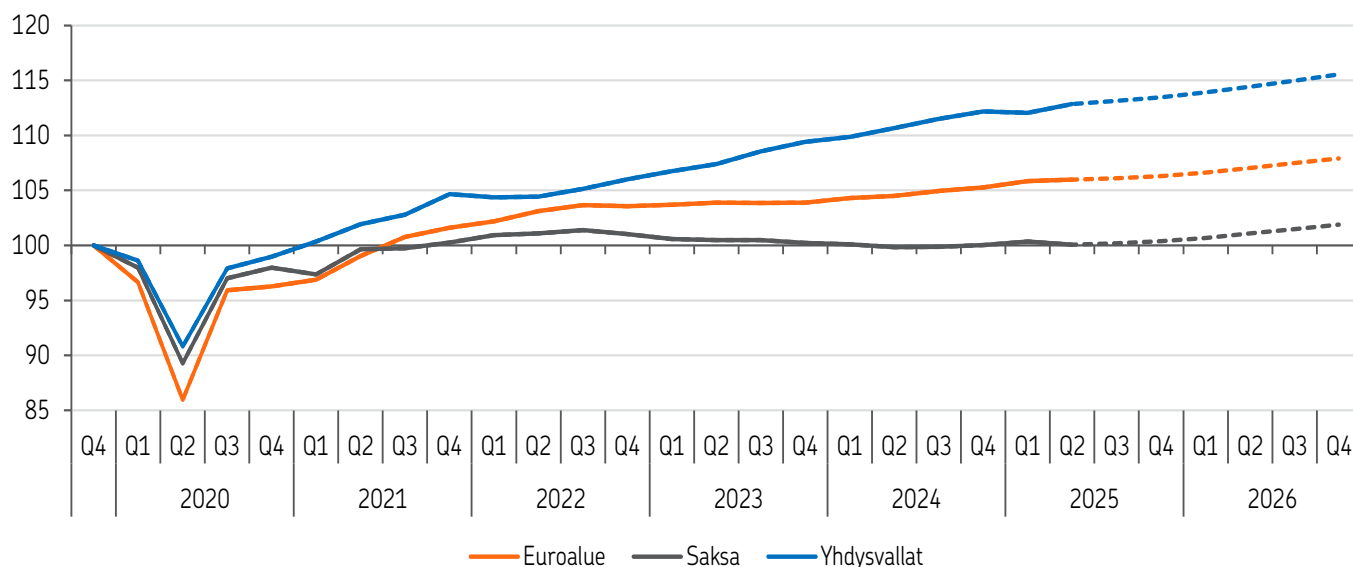
Globaali talouskasvu jatkuu loppuvuoden laimeana kauppasodan ja merkittävän epävarmuuden jarruttaessa kaikkien päätalousalueiden aktiviteettia. Kauppasuhteiden vähittäinen selkeytyminen avaa ovea kulutus- ja investointihalujen piristymiselle ensi vuoden puolella. Yksityinen kulutus jatkaakin edelleen tärkeimpänä kasvumoottorina. Teollisuuden luottamuksen ja tilauskirjojen vahvistuminen antavat tukea sektorin orastavalle suhdannekäänteelle tuoden kasvulle uuden tukijalan.

Alkuvuosi on jäänyt historiankirjoihin poikkeuksellisenä ajanjaksona globaalissa taloudessa. Yhdysvaltojen presidentti Donald Trumpin hallinnossa on laitettu töpinäksi ja muutoksen tuulet ovat muovanneet maailmanjärjestyksen nopeasti täysin uuteen asentoon. Keväällä roihautanut kauppasota pääsi yllättämään sekä laajuudellaan että voimakkuudellaan ja nostatti kauppasuhteiden epävarmuuden ennennäkemättömille tasoille.

Kauppasota on pakottanut uudelleenarvioimaan globaalin talouden näkymiä ja alkuvuonna vallinneet toiveet kasvun virkistymisestä ovat vaihtuneet kysymysmerkkeihin talouden tilasta.

Kauppasodan synkimpinä hetkinä maalailut taantumapelot ovat kuitenkin osoittautumassa yliampuviksi, eikä maailmanloppua tullut tälläkään kerralla. Keskeiset taloudet ovat osoittaneet jälleen kestävyys-

BKT-kehitys ja -ennusteet (2019 Q4 = 100)



Lähde: OP Markets, Bloomberg

syyttään, mutta kauppasodan ja yleisen epävarmuuden vaikutukset tulevat realisoitumaan kehitykseen pitkällä viiveellä.

Globaali kasvu jää lähineljännesten aikana vääjäämättä keskimääräistä laimeammaksi kaikkien pää-talousalueiden kärsiessä apatiasta. Kuluvan vuoden globaali BKT-kasvuennuste on valunut vaatimattomalle 2,8 %:n tasolle, joka toteutuessaan tarkoittaisi heikointa kasvutahtia koronakriisin sotkeman vuoden 2020 jälkeen. Ekonomistien konsensus povaa ensi vuodelle vastaavaa kasvua, mutta talouskasvulla on eväitä piristymiseen pahimpien riskitekijöiden hellitäessä otettaan. Sijoittajan kannalta tärkeää on se, että talouskasvu jatkuu kaikilla tärkeimmillä talousalueilla, mikä mahdollistaa osakemarkkinoille keskeisen yritysten tulokasvun.

Jari Hännikäinen
Seniorimarkkinaekonomisti
X: @JariHnnikinen1



Yhdysvaltojen keskimääräinen tullitaso on nyt korkeimmillaan 1930-luvun alun jälkeen.

Maailmanjärjestyksen pysyvä muutos varjostaa näkymiä

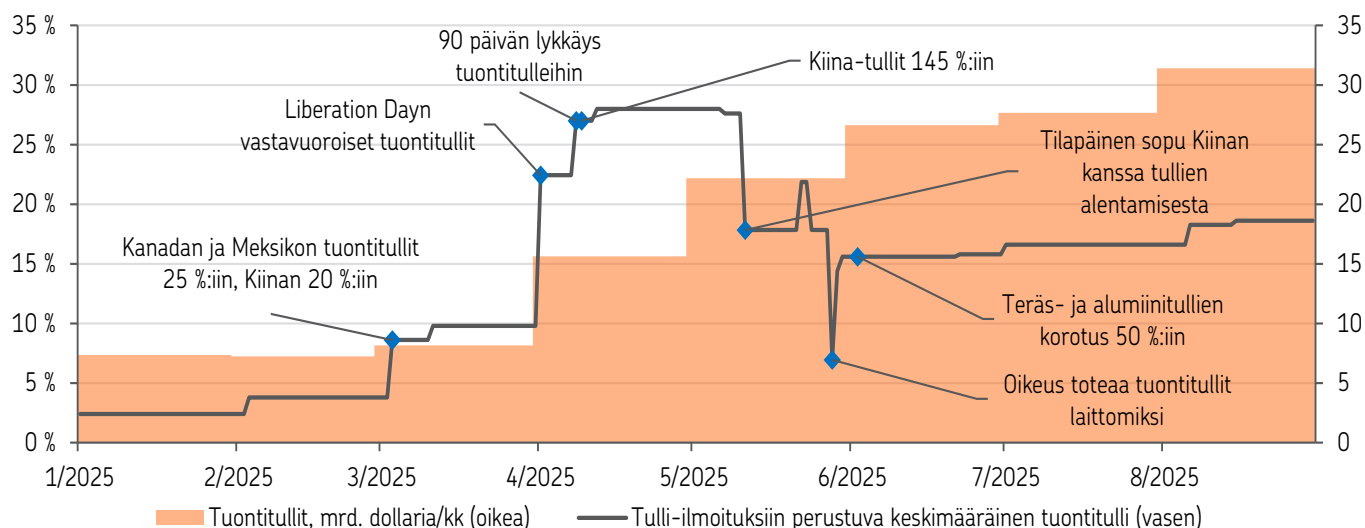
Trumpin hallinnon toimet ovat olleet alkuvuoden puheenaihe numero yksi ja presidenttikauden alkumetreillä mm. geopolitiikkatilanne, Yhdysvaltojen kauppapolitiikka, instituutioiden asema ja talouspolitiikka on laitettu nopeasti uusiin uomiin.

Globaalin kaupan pelisäännöt ovat muuttuneet kuluvan vuoden aikana voimakkaimmin vuosikymmeniin. Yhdysvaltojen tuontitullit ovat nousseet rajusti ja maan keskimääräinen tullitaso on nyt korkeimmillaan

1930-luvun alun jälkeen. Yhdysvallat on saavuttanut itselleen edulliset uudet kauppasopimukset monien tärkeiden talousalueiden (mm. EU ja Japani) kanssa, mutta sopimusten yksityiskohdat ovat edelleen monin osin avoimia ja sovun pitkäkestoisuus kysymysmerkinä. Isoin mittelo eli lopullisen kauppasopimuksen solmiminen Kiinan kanssa on vielä käynnissä ja aiempien kauppaneuvottelujen perusteella molempia osapuolia tyydyttävä sopimus voi olla tiukassa.

Paluuta aiempaan globalisaatiomyönteiseen aikauteen ei ole näköpiirissä. Tuontitullit tulevat jäämään pysyvästi totuttua korkeampiin lukemiin, mikä

Yhdysvaltojen keskimääräinen tuontitulli ja kerätyt tuontitullimaksut



Lähde: OP Markets, Bloomberg, Yale Budget Lab

jarruttaa globaalin talouden kasvutahtia. Tuontitullien suorat negatiiviset kasvuvaikutukset jäävät arviomme mukaan rajallisiksi, mutta merkittävän epävarmuuden kulutusta ja investointeja rajoittava vaikutus on mittakaavaltaan huomattavasti suurempi. Tuontitulleilla on kiistatta merkittäviä vaikutuksia erityisesti sektorikohtaisen tuontitullien alaisiksi joutuneiden toimialojen tilanteeseen (mm. teräs- ja alumiinitullit 50 %) ja globaaleja tuotantoketjuja joudutaan nyt pohtimaan monessa yrityksessä uusiksi.

Tuontitulliteema on Trumpin lempilapsi, mihin liittyen hänellä voi olla vielä ässiä hihassaan. Markkinoiden näkökulmasta tuontitulliteema on kuitenkin menettänyt merkitystään Yhdysvaltojen hallinnon osoitettua haluttomuutta edistää kaikkein aggressiivisimpia uhkauksiaan. Markkina-ajurit haetaan jatkossa tuliosuhteiden ulkopuolelta.

Geopoliittikatilanteesta on muodostunut sijoittajille pysyvä murheenkryyni ja uhkatekijä. Trumpin uho Ukrainan sodan ja Lähi-idän tilanteen nopeasta ratkaisusta on haihtunut ja pitkäkestoisten konfliktien ratkaisu näyttää venyvän entisestään. Samalla uusia, mutta toistaiseksi lyhytaikaisia, konfliktipesäkkeitä on leimahtanut muistuttaen geopoliittikatilanteen arvaamattomuudesta.

Teollisuudessa aihioita paremmasta kauppasodan laantuessa

Teollisuuden alkuvuosi on mennyt ennakoidusti varovaisissa merkeissä ja jo pitkään kaivattu selkeämpi suhdannekäännö on antanut edelleen odotuttaa itseään. Kauppasota on laittanut kapuloita teollisuuden kysynnän rattaisiin ja samalla toiveita investointien piristymisestä on jouduttu jälleen siirtämään eteenpäin. Erityisesti Yhdysvaltojen asettamat merkittävät auto- ja metallitullit sotkevat teollisuuden pasmoja ja tuotantoketjuja.

Suhtaudumme teollisuuden näkymiin kuitenkin varovaisen positiivisesti. Teollisuusyritysten luottamusilmapiiri on vahvistunut alkuvuoden aikana kauppasodasta huolimatta ja viime vuonna vallinnut synkistely on jäänyt taakse. Samalla tilausvirrat ovat kääntyneet kasvuun luvaten hyvää jatkos kannalta.

Teollisuuden piristymistoiveet lepäävät nyt Yhdysvaltojen solmimien kauppasopimusten kaupaneehtoja selkeyttävän vaikutuksen harteilla. Kauppasuhteisiin kohdistuneiden pahimpien

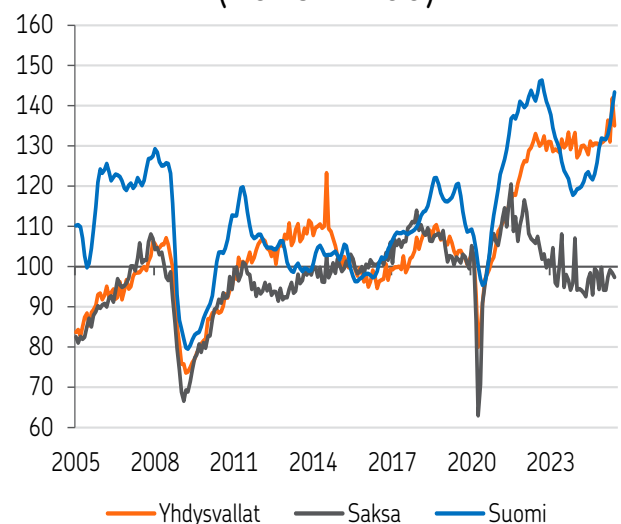
”

Kauppasuhteisiin kohdistuneiden pahimpien uhkakuviin väistyminen avaa ovia teollisuuden kysynnän ja investointien asteittaiselle elpymiselle.

uhkakuviin väistyminen avaa ovia teollisuuden kysynnän ja investointien asteittaiselle elpymiselle. Investointilama on kestänyt jo niin pitkään, että jossain vaiheessa patoutunut kysyntä lähtee liikkeelle. Muutoksen voimakkuudella on potentiaalia yllättää positiivisesti, varsinkin kun Yhdysvaltojen keskuspankin Fedin syksyn aikana jatkuva koronakausykli antaa vipuvartta investointiaikojen piristymiselle.

EU:n mittavat infrastruktuurihankkeet ja puolustuspanostukset kirkastavat teollisuuden taivasta, luoden ensi vuodelle toivoa paremmasta. Lisäksi Ukrainan sodan mahdollinen ratkeaminen antaisi toteutuessaan teollisuudelle selvän piristysruiskeen. Alasektoreista puolustusteollisuudella menee nyt lujaa ja sektorin näkymät tuleviksi vuosiksi ovat vahvat länsimaiden reagoidessa pysyvästi muuttuneeseen geopoliittikaympäristöön. Aihioita teollisuuden hartaasti odotetulle piristymiselle on siis olemassa.

Teollisuuden tilaukset (2015 = 100)



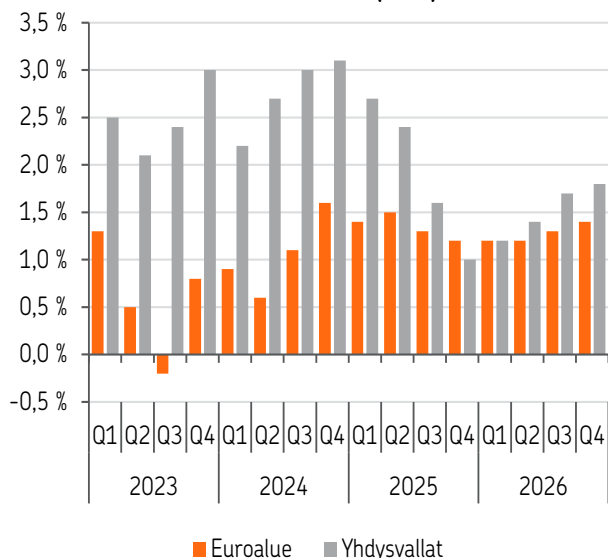
Lähde: OP Markets, Bloomberg

Kulutusnäkymissä talousaluekohtaista yhdentymistä

Kauppasota on vaikuttanut myös globaalin talouden tärkeimmän kasvuajurin eli yksityisen kulutuksen kehityskulkuun. Yhdysvaltojen hallinnon ylläpitämä lähes päivittäinen tuontitullibingo ja yleinen epävarmuus tullien lopullisista talous- ja inflaatiovaikutuksista ovat lisänneet ymmärrettävästi kuluttajien varovaisuutta. Monissa kotitalouksissa rahapussin nyörejä on vedetty kireämmälle ja samalla isompi osuus tuloista on säästetty sukanvarteen pahan päivän varalle.

Arvioimme mukaan elementit ovat kuitenkin edelleen kohdallaan yksityisen kulutuksen kasvun jatkumiselle. Länsimaiden vankka työllisyystilanne (pl. Suomi ja Ruotsi) ja palkankorotusten myötä vahvistuva ostovoima toimivat jatkossakin tärkeimpinä yksityisen kulutuksen kasvun moottoreina. Viimeisen vuoden aikana tehtyjen koronlaskujen valuminen kotitalouksien hyödyksi luo joustoa velkaantuneiden kotitalouksien budjetteihin ja antaa osaltaan puhtia kulutusedellytyksille. Korkojen lasku ja keventyneet velanhoitokustannukset eivät ole vielä heijastuneet merkittäväällä tavalla isompien hankintojen ostointoon. Ennemmin tai myöhemmin näiden erien kysyntä lähtee kuitenkin liikkeelle – kunhan vaan yleinen epävarmuus hellittää.

Yksityisen kulutuksen kasvu ja -ennusteet (v/v)



Lähde: OP Markets, Bloomberg



Kulutuksen aluekohtaisessa kuvassa on nähty yhdenmukaistumista. Yhdysvaltalaiskulutuksen kasvu ei ole enää täysin omassa luokassaan, vaan kauppasodan myötä maan kulutusnäkökulmat ovat heikentyneet ja menossa on selvästi pehmeämmän kysynnän jakso. Maan loppuvuoden yksityisen kulutuksen kasvu jäänee noin 1,0 %:n (v/v) tasolle, mikä tarkoittaisi toteutuessaan tuntuvaa jäähtymistä aiemmilta vuosilta tuttuun noin 2,5–3,0 %:n tasoon peilattuna. Euroalueen kulutusnäkökulmissa ei ole sen sijaan tapahtunut käännteitä ja vanhan mantereen tämän vuoden yksityisen kulutuksen konsensuskasvuennuste on hivuttautunut hieman ylöspäin realistiselle 1,3 %:n tasolle.

Yhdysvaltojen ylivoima koetuksella

Yhdysvaltojen talouskuva on muuttunut huomattavasti varovaisempaan suuntaan. Vuoden vaihteessa vallinnut optimismi Trumpin ajamista verokevennyksistä, säätelyn purusta ja vahvan kasvun jatkumisesta on vaihtunut huoliin kauppasodan negatiivisista talousvaikutuksista.

Hallinnon tempoilun luoma yleinen epävarmuus, luottamusilmapiirin happaneminen ja työmarkkinoiden jäähtyminen pitävät huolen siitä, että parhaan kasvun päivät ovat jääneet ainakin toistaiseksi taakse. Merkittävästi nousseet tuontitullit uhkaavat luoda uusia hintapaineita ja jarruttaa samalla Fedin intoa laskea korkoja. Trumpin hallinnon läpisurvomasta massiivisesta verouudistuksesta (Big Beautiful Bill) ei ole talouden sateentekijäksi, varsinkaan kun kasvavat huolet liittovaltion holtittomasta velkaantumisesta ja rajuista budjettialijäämistä painavat vaakakupissa. Kasvunäkymän laimenemisesta huolimatta Yhdysvallat sinnittelee yhä kasvussa, eivätkä nykyiset tuontitullit ja kauppasota riitä suistamaan liittovaltiota taantumaan.

Yhdysvaltojen pidemmän aikavälin kasvun kulmakivet eli dynaaminen työmarkkina, kotitalouksien vahva taloudellinen asema ja maailman innovatiivisimmat yritykset eivät ole kadonneet minnekään Trumpin hallinnon tempoilun keskellä. Yhdysvaltojen teknologiayhtiöt ratsastavat tekoälyhuuman aallonharjalla ja massiiviset teknologiainvestoinnit antavat tukea liittovaltion talouskasvulle vielä pitkäksi aikaa. Sijoittajien on hyvä pitää mielessä, että Yhdysvaltojen pidemmän aikavälin vuotuinen kasvupotentiaali on noin kaksinkertainen euroalueeseen peilattuna ja tämä ero kumuloituu pitkässä juoksussa merkittäväksi.

Ekonomistien konsensus ennustaa Yhdysvaltoihin tälle vuodelle 1,6 %:n BKT-kasvua, joka vastaa hyvin arviotamme talouden nykyisestä kasvukyvystä.

Euroalueen suvantovaihe jatkuu

Euroalueen heikko taloussykli on pitkittynyt entistään, eikä talousalue ole löytänyt kunnon kasvuvaihdetta liki kolmeen vuoteen. Talousalue onnistui sentään luovimaan alkuvuonna lievässä kasvussa vastakkaissuuntaisten ajurien ristiaallokossa. Euroalueen loppuvuosi menee vielä vaisuissa merkeissä ja suhtaudumme ensi vuodenkin suhdannekuvaan varovaisesti, vaikka ennakoimme piristymisen käynnistyvän asteittain ensi vuoden puolella.

EU:n ja Yhdysvaltojen kesän aikana solmimaa kauppasopua ei voi kehua hyväksi EU:n näkökulmasta, sillä vientiyritykset joutuvat elämään jatkossa merkittävien vientitullien kanssa. Kauppasopimus tuo kuitenkin selvyttä kansainvälisen kaupan pelisääntöihin ja poistaa vientinäkömiin liittyviä alasuuntaisia riskejä. Saksan panostukset puolustukseen ja infrastruktuuriin sekä EU:n suunnittelemaat massiiviset puolustusinvestoinnit luovat vähitellen kaivattua kokonaiskysyntää. Euroopan keskuspankin EKP:n jo päättyneen koronakausi myötä merkittävästi muuttunut korkoympäristö laittanee jumissa olleita investointeja liikkeelle. Euron voimakas vahvistuminen toimii kuitenkin piikkinä vientiteollisuuden lihasa ja jupina valuuttakurssimuutosten kilpailukykyä heikentävästä vaikutuksesta tulee voimistumaan lähikuukausien aikana.

Työmarkkinat ovat säilyneet euroalueella erittäin vahvana ja alueen työttömyysaste makaa historiallisissa pohjalukemissa. Vankat työmarkkinat, ostovoiman vahvistuminen, inflaation yhä selvempi vakautuminen, EKP:n tekemät koronakulut sekä kotitalouksien keräämät merkittävät säästöt luovat pohjaa yksityisen kulutuksen kasvulle. Vastavoimaa positiivisille ajureille tuo epävarma geopolitiikkati-

”

Euroalueen loppuvuosi menee vielä vaisuissa merkeissä ja suhtaudumme ensi vuodenkin suhdannekuvaan varovaisesti.

lanne, joka pitää kotitaloudet edelleen varovaisina. Euroalueen kulutusjuhlaa ei siis ole näköpiirissä.

Euroalueen tämän vuoden konsensuskasvuennuste on perustellusti 1,1 %:n lukemassa, mutta ensi vuoden vastaava 1,1 %:n ennuste saattaa osoittautua liian pessimistiseksi arvioksi teollisuuden virkistyessä ja investointikysynnän piristytessä.

Kauppasota kurittaa Kiinan jo valmiiksi heikoissa kantimissa olevaa taloutta

Kiinan talous painii edelleen lukuisien haasteiden parissa, eikä maasta ole totutun kaltaiseksi globaalin talouden kasvuveturiksi. Kiina on saanut Trumpin kauppasodassa pääpahiksen viitan harteilleen ja suurvaltojen saavuttamasta kauppasodan ”välirauhasta” huolimatta maiden suhteet ovat kireät. Yhdysvaltojen kiinalaistuotteille asettamat 55 %:n tuontitullit hiekoittavat tehokkaasti Aasian talousmahdille keskeistä vientinäkymää.

Yhdysvaltojen hallinto suhtautuu Kiinaan erittäin skeptisesti ja maiden välisen kaupan tasapainottaminen on vahvasti Trumpin agendalla, joten merkittävää helpotusta koviin tuontitulleihin ei ole luvassa. Kauppasodan kurittamat kiinalaisyhtiöt ovat reagoineet heikentyneeseen kysyntään laskemalla hintoja, mikä on pahentanut entisestään Kiinan deflaatio-ongelmaa ja yritysten kannattavuushaasteita.

Kiinan keskushallinnon tekemät elvytystoimet eivät ole riittäneet kääntämään talouden kokonaiskuvaa positiiviseksi. Päinvastoin kiinteistömarkkinoiden vuo-

sia kestänyt apatia jatkuu, kulutus yskii kotitalouksien varovaisuudesta johtuen ja investointihankkeet ovat vähissä. Talouden anemiaa alleviivaa se, että Kiinassa myönnettyt uudet pankkilainat kääntyivät kesän aikana laskuun ensimmäistä kertaa 20 vuoteen. Talouden tila suorastaan huutaa uusia elvytystoimia, mutta ison mittakaavan toimiin ei velkaantumisperiloista sekä aiemmista kiinteistösektorin ja teollisuuden yli-investoinneista johtuen ole rahkeita.

Kiinalla tulee olemaan vaikeuksia yltää keskushallinnon asettamaan viralliseen 5 %:n kasvutavoitteeseen. Ekonomistien konsensus ennustaa tämän vuoden BKT-kasvuksi 4,8 % ja ensi vuodelle povataan oikeutetusti huomattavasti vaimeampaa 4,2 %:n kasvu- tahtia. Kiinan todellinen kasvu jää selvästi virallisia lukemia vaisummaksi.

Globaali kasvu nojaa vahvasti kehittyvien maiden varaan

Kehittyvien maiden talouskasvun paras terä on taittunut, mutta globaali BKT-kasvu nojaa silti edelleen vahvasti maajoukon harteille. Yhdysvaltojen monille kehittyville maille asettamat kovat tuontitullit sotkevat maiden vientinäkymää ja raaka-ainehintojen matelu, korkeat korkotasot sekä geopolitiikkariskit nakertavat osaltaan kasvun edellytyksiä. Lisäksi Kiinan talousvaikeudet heijastuvat laajasti muiden Kaakkois-Aasian maiden tilanteeseen. Riskitekijöistä huolimatta kehittyvien maiden BKT:n ennustetaan kasvavan tämän vuoden aikana 4,0 %:lla ja kasvun jatkuvan samalla kulmakertoimella myös ensi vuoden puolella.

BKT-kasvuennusteet (konsensus, %)

	2025	2026	2027
Globaali	2,8	2,8	3,0
Yhdysvallat	1,6	1,7	2,0
Euroalue	1,1	1,1	1,5
Kiina	4,8	4,2	4,0
Kehittyvät maat	4,0	4,0	4,0

Lähde: OP Markets, Bloomberg

Markkinateemat

1.

Katset tulleista talouteen ja tuloksiin

Trumpin tullipolitiikka on ollut kiistatta vuoden kuumin puheenaihe markkinoilla. Teemasta on kuitenkin puristettu jo parhaat mehut pois ja sijoittajan on syytä kääntää katse reaalitalouden ja yritysten tuloskasvukyvykkyyksien suuntaan.

s. 13

2.

Yhdysvalloille ei vartenotettavaa haastajaa

Yhdysvaltojen historiallista asemaa maailman ja sijoitusmarkkinoiden suunnannäyttäjänä on alettu kyseenalaistamaan. Todellisia haastajia ei tahdo kuitenkaan löytyä ja Yhdysvallat ovat edelleen rahoitusmarkkinoiden kovinta kärkeä.

s. 14

3.

Tuloskasvulla on hintansa

Yhdysvaltalaisosakkeiden korkeat arvostustasot aiheuttavat kasvavaa kipuilua sijoittajien keskuudessa. Tuloskasvunäytöt antavat kuitenkin oikeutusta Yhdysvaltojen arvostuspreemiolle, eikä näennäinen kalleus ole syy kääntää selkää poikkeuksellista kasvua tarjoaville yhtiöille.

s. 15



1.
Katseet tulleista
talouteen ja
tuloksiin

Ilkka Saksa
Senioristrategi



Kuluva vuosi on sijoitusmarkkinoilla ollut pitkälti yhden miehen show, ja Yhdysvaltojen tullipolitiikka on ollut alkuvuonna kiistatta markkinoiden ykköseema. Sijoittajilla on ollut täysi työ pysyä poukkoilevan tulliuutisoinnin perässä ja alati muuttuva tullisaaga on ruokkinut kurssiheiluntaa ja pitkittyvää epävarmuutta. Kesän aikaisten kauppasopimusten jälkeen tullipolitiikan kokonaiskuva on alkanut kuitenkin vihdoin hahmottumaan ja pahimmat uhkakuvat teeman ympäriltä ovat hälvenneet.

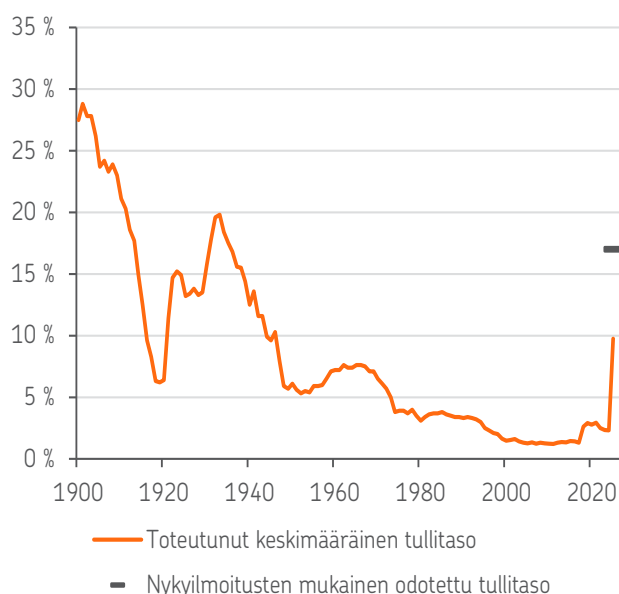
Tulliteema alkaa hiljalleen olla presidentti Trumpille poliittisesti läpikaluttu luu, jonka ympäriltä on enää vaikea löytää näyttäviä voittoja. Odotammekin yhdysvaltalaishallinnon fokuksen kääntyvät hiljalleen muihin, markkinoiden kannalta vähemmän tulenarkoihin, politiikkatoimiin. Täten viime kuukausien tullihiermoilu on jäämässä peruutuspeiliin ja markkinoiden huomio voi palautua tullibingosta perinteisiin

fundamenttitekijöihin. Markkinoiden näkökulmasta on siis aika kääntää sivua ja mennä eteenpäin.

Akuuteimmat pelot eskaloituvasta kauppasodasta, pilviin nousevasta inflaatiosta ja talouden äkkijarrutuksesta on vältetty, mutta vielä ei parane täysin huokaista helpotuksesta. Yhdysvaltojen keskimääräinen tuontitullien taso on nousemassa korkeimmilleen lähemmäs sataan vuoteen ja korkeat tullitasot ovat tulleet jäädäkseen. Nyt kysymys on enenevässä määrin siitä, miten näiden kanssa opitaan elämään.

Talouden pidemmän aikavälin kasvupotentiaali tulee väijäämättä kärsimään tulleista, mutta markkinat ovat taipuvaisia keskittymään ennemminkin lyhyen aikavälin voittajiin ja häviäjiin. Yritykset ja globaalit tuotantoketjut sopeutuvat kyllä uuteen toimintaympäristöön, mutta sopeutuminen on vasta alkutaipaleella. Tullit eivät myöskään kohtele yrityksiä tasapuolisesti.

Yhdysvaltojen keskimääräinen
tuontitullitaso



Lähde: OP Markets, USITC, Bloomberg

Tuontitullit ovat pitkälti veronluonteinen maksu ja tällä hetkellä suurin kysymys kuuluu, kuka tämän laskun lopulta maksaa. Laskevatko voittomarginaalit vientimaiden yrityksillä, amerikkalaisyrityksillä vai vyörytetäänkö kustannus loppukuluttajien maksettavaksi? Trumpin ensimmäisen kauden todistusaineiston perusteella taakka on kaatumassa pitkälti näistä kahdelle jälkimmäiselle ja todennäköisimmin suurin osa tulee valumaan lopulta kuluttajien harteille.

Tämän jakolaskun lopputulemaa ei tiedä vielä kukaan, sillä nykyisen mittakaavan tullimuutoksista ei ole kokemuksia. Laskutoimitukseen vaikuttavat lukuisat tekijät, esimerkiksi millainen kilpailudynamiikka eri toimialoilla on, missä määrin kuluttajat ovat valmiita maksamaan korkeampia hintoja ja miten yritykset onnistuvat sopeuttamaan tuotantoketjujaan. Vaikutukset yritysten tulospöytäkirjoihin sekä laajemmin talousaktiiviteettiin ja inflaatioon tulevat konkretisoidumaan toden teolla vasta seuraavien kvartaalien aikana.



Vahvan hinnoitteluvoiman omaavat ja tuontihintojen nousulta suojassa olevat yhtiöt kuuluvat voittajiin.

Talouskehitykseen liittyvistä epävarmuuksista huolimatta osakesijoittajaa kiinnostaa loppuviimeksi yritysten kyky luoda arvoa omistajilleen. Vahvan hinnoitteluvoiman omaavat ja tuontihintojen nousulta suojassa olevat yhtiöt kuuluvat suhteellisiin voittajiin, kun taas esimerkiksi globaaleihin toimitusketjuihin nojaavat yhtiöt joutuvat kovemmalle. Yksi selkeä voittajaryhmä löytyy esimerkiksi teknologiayrityksistä, jotka ovat onnistuneet väistämään tulliriskit ja hyvä hinnoitteluvoima mahdollistaa tulosten jatkuvan kasvun.

Tullisaagasta ei olla siis vielääkään pääsemässä täysin eroon, mutta luvassa on uusi seesteisempi luku. Trumpin toimet ovat siirtymässä markkinoiden näkökulmasta taka-alalle, ja sijoittajat voivat siirtää katseen tullisikoista reaalityouteen ja yritysten tuloskyvykkyyksiin. Perinteiset fundamenttitekijät lyövät jatkossa entistä selkeämmin tahtia markkina-kehitykselle.



Yhdysvallat on ollut vuosikymmeniä rahoitusmarkkinoiden ja globaalin talouden kiistaton kuningas. Maa on ansainnut erityisasemansa pitkän aikavälin näyttöjen perusteella tarjoamalla samaan aikaan vahvaa talouskasvua, tuottoisat ja toimivat rahoitusmarkkinat, globaaleja tähtiyhtiöitä, vakaan lainsäädännön ja instituutiot sekä maailmanpoliittisen johtajuuden.

Trumpin toinen kausi on saanut monet kuitenkin kyseenalaistamaan maan asemaa globaalina suunnannäyttäjänä, ja epäilykset ovat levinneet hiljalleen

myös Yhdysvaltojen pidemmän aikavälin houkuttelevuuteen sijoituskohteena.

Uskoa Yhdysvaltojen ylivertauuteen on rapautettu samaan aikaan monesta suunnasta: protektionistinen kauppapolitiikka ja kauppaepävarmuus, politiikkaympäristön epävakautuminen, vahvojen instituutioiden ja oikeusvaltioperiaatteiden mureneminen, liittovaltion velkakestävyys, kiristynyt maahanmuuttopolitiikka, maan liittolaissuhteiden rakoilu, globaalin vaikutusvallan hiipuminen ja niin edelleen.

Näiden valossa Yhdysvaltojen pitkän aikavälin houkuttelevuus ei näytäkään niin itsestään selvältä, mutta onko Yhdysvalloille todellista haastajaa?

Kiinasta on noussut monella mittarilla Yhdysvalloille varteenotettava kilpailija. Maan talous kasvaa yhä länsimaihin verrattuna voimakkaasti, kehitysinvestointeihin panostetaan, teknologiakyvykkyydet ovat maailmanluokkaa ja globaali vaikutusvalta kasvaa. Näistä huolimatta Kiinan talouden monet kipupisteet, keskushallinnon tiukka kontrolli ja geopolitiikkariskit estävät sitä olemasta todellinen vaihtoehto useimmille sijoittajista.

Euroopasta ei ponnisteluista huolimatta näytä olevan myöskään uskottavaksi haastajaksi. Talouspolitiikka on kääntynyt kasvua tukevammaksi, politiikkakenttä on näyttäytynyt vakaampana ja kauppasuhteisiin on suhtauduttu pragmaattisesti. Euroopan kasvupotentiaali säilyy kuitenkin vaatimattomana, herkkyyksientinäkymille on ainainen taakka, investoinnit ja innovaatiot ovat pahasti jäljessä, sääntely on raskasta, eikä yrityskehitystä yksinkertaisesti löydy raskaan sarjan tulosjättejä, jotka kestäisivät globaalin vertailun.

Muut maat ja alueet tarjoavat yksittäisiä vahvuuksia (esimerkiksi Intia), mutta vakavasti otettavan haastajan rooli vaatisi houkuttelevaa kokonaispakettia.

Kaikista epäilyistä huolimatta Yhdysvalloilla on pitkä liuta asioita edelleen puolellaan. Yhdysvaltojen dynaamisuus ja innovatiivisuus, ylivertainen kotimarkkina, investoinnit tuottaville ja skaalautuville sektoreille, dollarin ja valtiolainojen kiistaton asema kauppa- ja turvasatamana sekä ennen kaikkea yritysten todistettu arvonluontikyky.

Vaikka moni asia tuntuu Yhdysvalloissa menevän väärään suuntaan, ovat yhdysvaltalaismarkkinat edelleen sijoituskohteiden kovinta kärkeä. Yhdysval-

talaisosakkeet tarjoavat ylivoimaisen tuloskasvunäkymän, dollarille ei ole syrjäyttäjää, emmekä odota liittovaltion velkaantumisen nousevan lähitulevaisuudessa todelliseksi kipupisteeksi.

Yhdysvallat kohtaavat kasvavaa kilpailua monella rintamalla, mutta varteenotettavat haastajat loistavat poissaolollaan. Yhdysvallat jatkaakin oikeutetusti finanssimarkkinoiden kiistattomana suunnannäyttäjänä ja sijoitussalkun kulmakivenä.

3. Tuloskasvulla on hintansa

Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden arvostustaso on aiheuttanut hampaiden kiristelyä monilla sijoittajilla jo pidemmän aikaa. Amerikkalaisosakkeiden ripeä palautuminen keväisestä tullirytkästä on nostanut aiheen jälleen vahvemmin pinnalle ja tulosperusteisten arvostusmittareiden aatelia oleva eteenpäin katsova P/E-kerroin on kohonnut lähelle 25 vuoden huippujaan.

Moni muukin arvostusmittari osoittaa Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden hintavuuden suuntaan. Esimerkiksi taloussyklin yli katsova Shillerin P/E-arvostus on kohonnut historiallisen korkeisiin lukemiin. Myös osakemarkkinoiden tarjoama lisätuotto riskittömän valtiolainakoron päälle eli niin sanottu osakeriski-premio on sulanut olemattomiin.

Eri arvostusmittareilla on omat vahvuutensa ja heikkoutensa, ja näiden kyky ennakoita tulevia tuottoja on historian valossa vaihteleva. Tarkastelut kertovat kuitenkin pohjimmiltaan yhtenäisen viestin siitä, että arvostukset ovat Yhdysvalloissa kiistatta korkealla.

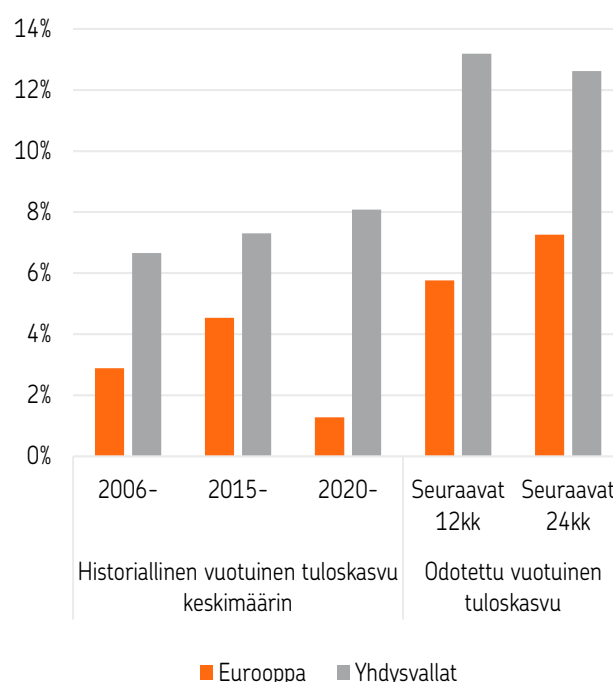
Ilmiö ei ole kuitenkaan universaali, sillä osakearvostukset Yhdysvaltojen ulkopuolella ovat historiaan peilattuna pääosin kohtuullisia. Tämän perusteella sijoittajan tulisikin kääntää selkensä visusti yhdysvaltalaisosakkeille ja siirtää katseensa muille alueille. Asian syvällisempi tarkastelu kuitenkin osoittaa, ettei tämä ole koko totuus.

Yhdysvaltojen ja Euroopan päämarkkinoiden välinen arvostusero on kouriintuntuva. Yhdysvaltalaisosakkeista täytyy tällä hetkellä maksaa käytännössä puolet enemmän kuin eurooppalaisista vastinpareistaan. Taustalla on toki selittäviä tekijöitä indeksien toimialajakaumasta ja yhtiökohtaisista eroista lähtien, mutta lopulta erot kiteytyvät yritysten tuloksenteokkyvykkyyksiin.

Yhdysvalloissa vahvan kannattavuuden ja kasvun yhtiöt ovat jo pitkään vallanneet alaa, kun taas Euroopassa menestystarinoiden osalta on ollut hiljaista. Tämä näkyy selkeästi myös historiallisessa tuloskasvussa. Yhdysvaltojen S&P 500 -yhtiöiden osakekohtaiset tulokset ovat kasvaneet viimeisen 10 vuoden aikana reilulla 7 %:n kumulatiivisella vuosivauhdilla, kun Euroopassa Stoxx Europe 600 -indeksissä tahti on jäänyt 4,5 %:iin.

Kasvuero ei äkkiseltään kuulosta paljolta, mutta tulevia tuottovirtoja mallintava Gordonin kasvumalli (ks. info-boksi s. 16) auttaa asettamaan kasvulukujen vaikutuksen yritysten arvoon oikealle hehtaarille. Mallia hyödyntämällä yhdysvaltalaismarkkina voidaan nykyisellään arvottaa tuplasti Eurooppaa arvokkaammaksi, olettaen samana jatkuva kasvun kulmakerroin ja mukavan pyöreä 10 %:n tuottovaade.

Osakemarkkinoiden osakekohtainen tuloskasvu



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Markkinat toki katsovat peruutuspeilin sijasta tunnetusti eteenpäin, mutta myös ennustetuissa tuloskasvuissa on nykyisellään selvä pesäero Yhdysvaltojen hyväksi. Seuraavalle kahdelle vuodelle Yhdysvaltoihin ennustetaan 12,5 %:n vuotuista tuloskasvua, kun vanhalla mantereella jäädyään yhä kiitettävään noin 8 %:iin.

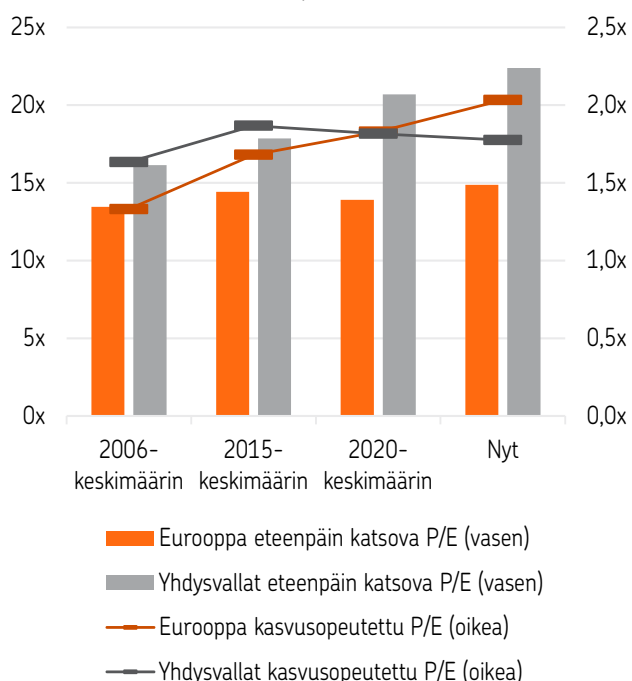
Yksi lähestymistapa ottaa tulevia odotuksia huomioon on suhteuttaa P/E-arvostusta ennustettuun tuloskasvuun. Tällöin päästään niin sanottuun kasvusopeutettuun P/E- eli PEG-kertoimeen, jossa P/E luku jaetaan prosentuaalisella tuloskasvuodotuksella. Yhdysvaltojen nykyinen 12 kuukauden eteenpäin katsova arvostustaso (22x) ja odotettu 24 kuukauden vuotuinen tuloskasvu (12,5 %) asettavat kertoimen 1,8 tasolle, kun Euroopan vastaavilla (15x ja 7,5 %) päästään 2,0 lukemaan. PEG-tarkastelulla yhdysvaltalaisosakkeet ovat siis noin 50 %:n preemios-taan huolimatta jopa eurooppalaisia vastinparejaan edullisempia!

Vaikka tulosenusteisiin liittyy aina epävarmuutta ja nämä osoittautuvat usein turhan optimistisiksi, Yhdysvalloissa ennusteet ovat pitäneet historiassa

selvästi paremmin pintansa, mikä puoltaa Yhdysvaltojen houkuttelevuutta. Todistettu ja vankalla pohjalla oleva tuloskasvu asettaakin Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden houkuttelevuuden eri valoon, jossa arvostuspremio on oikeutettu.

Nykyinen epävarma ympäristö puoltaa vahvojen näyttöjen painottamista sijoitusvalinnoissa. Korkea tulosperusteinen arvostus ei ole automaattinen syy sorsia tulostaan roimasti kasvattavia yhtiöitä tai hypätä pois kalliilta näyttävien yhtiöiden kyydistä. Laadukkaalla tuloskasvulla on tänä päivänä hintansa.

Osakemarkkinoiden eteenpäin katsova ja kasvusopeutettu P/E*



Lähde: OP Markets, Bloomberg, *) Eteenpäin katsova P/E jaettuna tulevan 24kk vuotuisella tuloskasvuodotuksella



Gordonin malli:

Gordonin kasvumalli on matemaattinen tapa arvioida osakkeen arvoa sijoittajalle tulevaisuudessa maksettavien tulovirtojen perusteella.

Peruslähtökohtana on yritys, joka maksaa osinkoa tasaisesti kasvavalla vauhdilla. Osakkeen arvo määräytyy tulevien osinkojen diskontatun nykyarvon perusteella. Malli huomioi sijoittajan henkilökohtaisen tuottovaatimuksen ja arvion osinkojen tulevasta kasvuvauhdista.

Osakkeen arvo = Seuraavan vuoden osinko / (Tuottovaatimus – osinkojen kasvuvauhti)

Malli toimii parhaiten vakaissa ja ennustettavaa osinkoa maksavissa yhtiöissä, mutta auttaa yleisesti haarukoimaan osakkeen arvoa sekä herkkyyttä odotetulle kasvuvauhdille tai tuottovaatimukselle.

OSAKEMARKKINAT

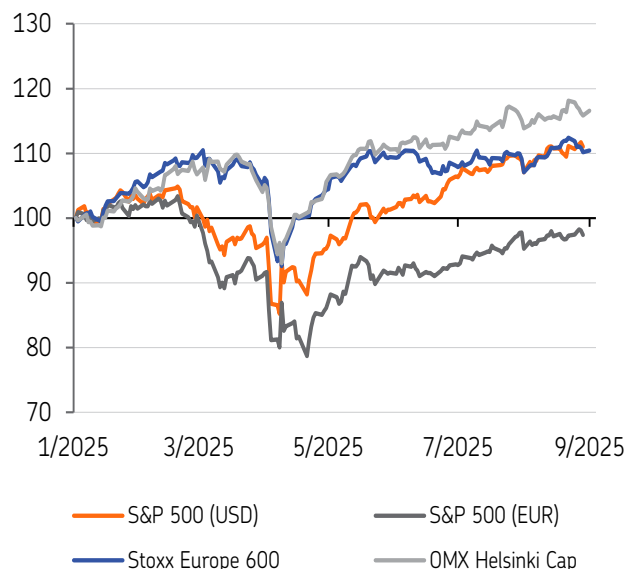
Tuloskasvun ehdoilla eteenpäin

Eurooppalais- ja etenkin suomalaisosakkeet ovat kuluvana vuonna ottaneet kiinni amerikkalaisosakkeiden takavuosien etumatkaa. Kääntöpuolena aiemmin edulliset arvostustasot ovat normalisoituneet ja jatkossa kurssinousun jatkumiseen tarvitaan myös tuloskasvua. Tässä amerikkalaisyhtiöt ovat edelleen osoittautuneet ylivoimaisiksi, joskin orastavat merkit globaalin teollisuuden elpymisestä antavat perusteet odottaa parempaa myös vanhalla mantereella. Trumpin asettamien tuontitullien negatiivisten vaikutusten näkyminen ottaa oman aikansa, mutta ne ovat vuorenvarmasti tulossa. Aivan yhtä varmasti nämä vaikutukset kohtelevat toimialoja ja yhtiöitä hyvin eri tavoin, joten yhtiöiden hinnoitteluvoima nousee taas arvoon arvaamattomaan. Oikein hinnoiteltu ja luotettava tuloskasvuprofiili ovat mielestämme tällä hetkellä avainroolissa valintoja tehtäessä.

Donald Trumpin toinen presidenttikausi on sävyttänyt kuluvan vuoden pörssitunnelmia, eikä vauhtia ja vaarallisia tilanteita ole puuttunut. Viime vuonna amerikkalaisosakkeita haalineet sijoittajat pelästyivät alkuvuodesta odotettua rajumpaa tullipolitiikkaa ja ryhtyivät hajauttamaan varojaan. Tämä johti markkinoilla hyvin poikkeukselliseen tilanteeseen, jossa amerikkalaisosakkeet laskivat samalla kun eurooppalaisosakkeet kiipesivät korkeammalle.

Trumpin huhtikuussa huipentuneet tulliuhkaukset ajoivat markkinat hetkellisesti paniikkiin, mutta taantumahuolet hellittivät nopeasti Trumpin vedettyä takaisin kaikkein radikaaleimpia uhkauksiaan. Kesän aikana Yhdysvallat on solminut kauppasopimuksia useimpien keskeisten talousalueiden kanssa, mikä on ylläpitänyt sijoittajien optimismia.

Indeksien kokonaistuottoja vuonna 2025

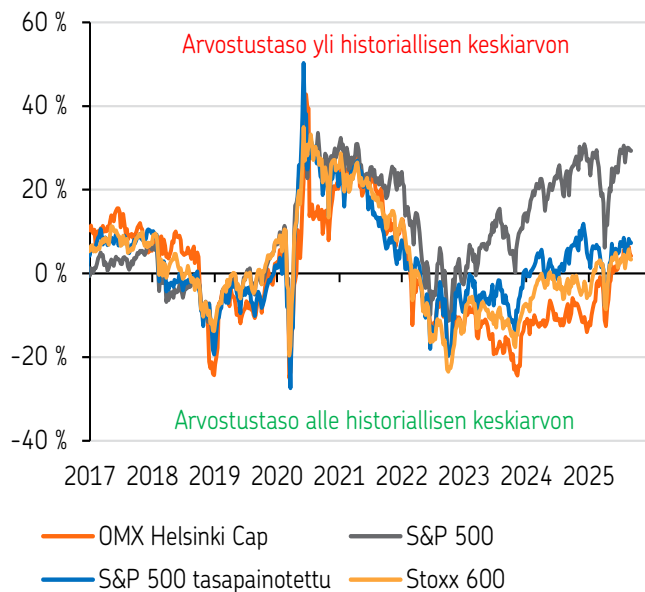


Lähde: OP Markets, Bloomberg



Antti Saari
Pääanalyytikko
X: @anttisaari1

Eteenpäin katsova P/E suhteessa 10v historiaan



Lähde: OP Markets, Bloomberg

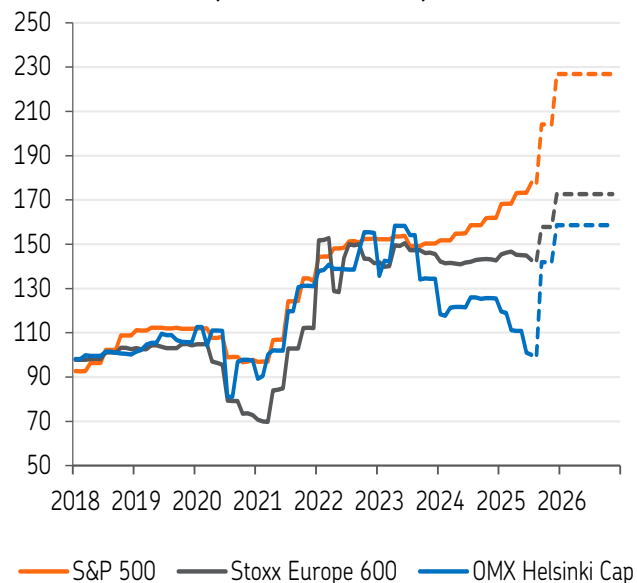
Yhdysvallat on palannut osakemarkkinoiden veturiksi ja kuronut tuottojen alkuvuoden takamatkan Eurooppaan nähden kiinni, vaikka eurooppalaissijoittajalle tuottokäyrä näyttääkin hyvin erilaiselta voimakkaasti heikentyneen dollarin myötä. Siinä missä amerikkalaisosakkeet ovat kuluvana tuottaneet dollarimääräisesti noin 10 %, on tuotto euromääräisesti pakkaselä.

Takavuosina heikosta kehityksestään parjattu Helsingin pörssi on tehnyt paluun parrasvaloihin peitotuaan tänä vuonna pääindeksit selvällä erolla. Kurssinousu on kuitenkin nojannut sekä Suomessa että Euroopassa alhaisten arvostustasojen normalisoitumiseen. Jatkossa kurssinousuun tarvitaan kuitenkin tuloskasvua, sillä arvostuskertoimien lisänousuun ei voi enää tuudittautua. Tuloskasvua on kyllä luvassa globaalien talouden kasvaessa edelleen kohtuullista tahtia, mutta yhtiöt ja toimialat ovat tullien rasittamassa ympäristössä tämän osalta hyvin erilaisissa asemassa.

Tuloskehityksessä voimakasta eriytymistä

Eri markkinoiden tuloskehitys on eriytynyt jo parin vuoden ajan Yhdysvaltojen eduksi, mutta kuluneen vuoden aikana se on suorastaan kärjistynyt. Amerikk-

Osakeindeksien indeksoitu tuloskehitys ja ennuste (2018 = 100)



Lähde: OP Markets, Bloomberg

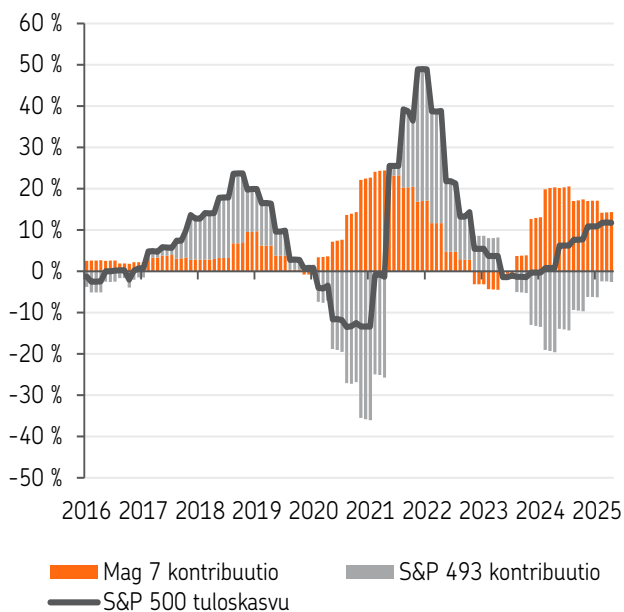
kalaisyhtiöt ovat takoneet kaksinumeroista tuloskasvua samalla, kun Euroopassa on poljettu paikoillaan ja Helsingin pörssissä tulokset ovat jopa laskeneet muutamien suuryhtiöiden ja metsäteollisuuden haasteiden vanavedessä. Toki laajalla yhtiöjoukolla ei Yhdysvalloissakaan ole ollut helppoa ja kova tuloskehitys onkin edelleen nojannut vahvasti teknologiasektorin varaan.

Markkinaennusteet povaavat seuraavalle 12 kuukaudelle näyttävää tuloskasvua kaikilla markkinoilla. Globaalien kasvun jatkuminen ja merkit teollisuusaktiviteetin elpymisestä tukevat näkymiä, varsinkin Suomen kaltaisessa teollisuusvetoisessa pörssissä. Euroalueen teollisuuden luottamus on ollut jo pitkään keskeinen ajuri suomalaisosakkeille ja tällä hetkellä luottamusilmapiiri kielii paremmasta. Samaan aikaan Yhdysvaltojen asettamat tullit aiheuttavat kuitenkin

”

Amerikkalaisyhtiöt ovat takoneet kaksinumeroista tuloskasvua samalla, kun Euroopassa on poljettu paikoillaan.

S&P 500 tulokasvun kontribuutorit



Lähde: OP Markets, Bloomberg

edelleen epävarmuutta, vaikka pahimpien tulliriskien väistyminen voi hyvinkin avata investointihanoja.

Mielestämme markkinoiden nykyisiin tulokasvunesteisiin kannattaakin suhtautua varauksella etenkin Euroopassa. Näemme Yhdysvaltojen tulokas-

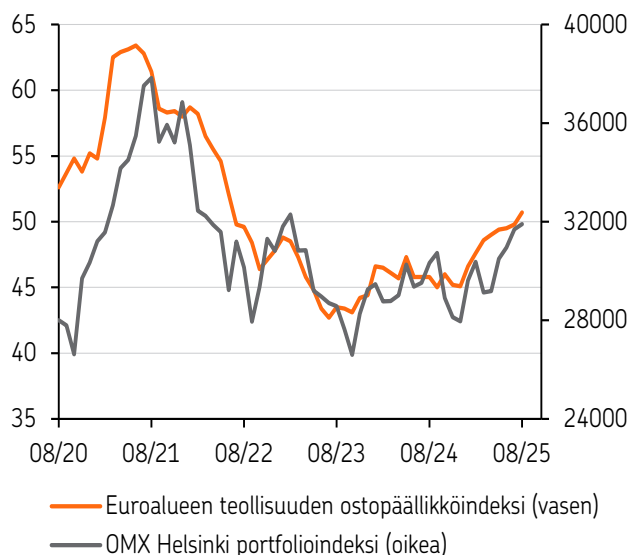
vuedellytykset edelleen suotuisampina nopeamman taluskasvun ja suotuisamman teknologiapainotteisen indeksirakenteen turvin. Eurooppaan sijoittavan sijoittajankaan ei kuitenkaan kannata heittää kirvestä kaivoon, sillä arviomme mukaan kurssinousun jatkumiseen riittää maltillisempikin tulokasvu, kunhan sitä vain syntyy.

Tullit nakertavat marginaaleja, mutta eivät tasaisesti

Markkinat ovat nopeasti elpyneet Trumpin keväällä käynnistämästä tullinokittelusta. Tämä on siltä osin perusteltua, että useimmat keskeiset talousalueet ovat saaneet solmittua tullisopimukset Yhdysvaltojen kanssa, kaupan pelisäännöille on taas edes kohtalainen näkyvyys ja talouden taantumariskit ovat hellittäneet. Tullisopimukset eivät kuitenkaan poista sitä tosiasiaa, että sovitut tullitasot ovat selvästi aiempaa korkeammalla, vaikuttaen kaupankäyntiin negatiivisesti. Nämä vaikutukset eivät ole vielä konkretisoituneet ja siksi nykyisiin kannattavuustasoihin ei kannatakaan tuudittautua.

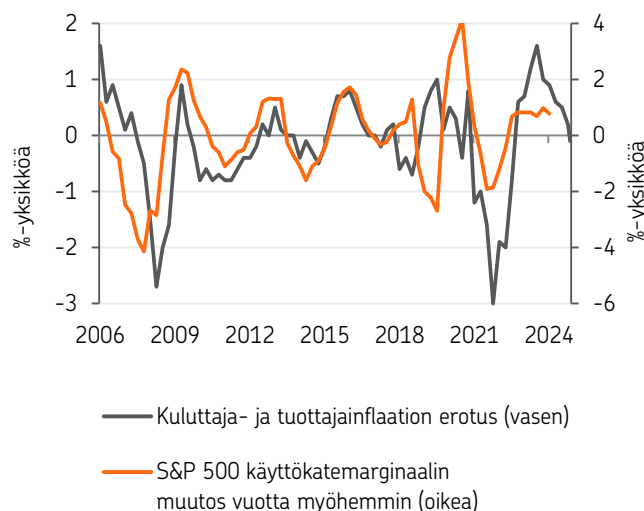
Korkeammat tullit ovat toistaiseksi Yhdysvalloissa kiihdyttäneet lähinnä tuottajahintojen nousua. Vallitsevat olosuhteet, joissa tuottajahinnat ovat nousseet kuluttajahintoja nopeammin, ovat historiallisesti johdaneet yritysten keskimääräisten kannattavuustasojen heikentymiseen noin vuoden mittaisella viiveellä.

Teollisuuden luottamus ja suomalaisosakkeet



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Yhdysvallat: Yritysten inflaatiopaineet ja kannattavuus



Lähde: OP Markets, Bloomberg



Parin vuoden hiljaiselon jälkeen yhtiöiden hinnoitteluvoima nousee jälleen tärkeäksi markkina-ajuriksi.

Kun kuluttajahinnat nousevat tuottajahintoja hitaammin, jonkun täytyy välissä kärsiä kannattavuuden heikentymisestä. Tämä vaikutus ei kuitenkaan näy kaikilla aloilla samalla tavalla. Teknologiasectori ja useimmat palveluyhtiöt ovat kehitykseltä hyvin suojassa, samoin kuin esimerkiksi vaativia laitteita tuottavat yhtiöt. Suurimmassa vaarassa ovat bulkkituotteiden tai teollisten materiaalien tuottajat, joiden hinnoitteluvoima on hyvin rajallista ja katteet ohuemat.

Parin vuoden hiljaiselon jälkeen yhtiöiden hinnoitteluvoima nousee jälleen tärkeäksi markkina-ajuriksi, johon päätöksenteossa kannattaa kiinnittää erityistä huomiota. Tullien vaikutukset eivät näy välittömästi, mutta sitäkin varmemmin parin kvartaalin kuluttua ja osalle yhtiöistä jää tässä kohtaa tyhjä arpa käteen. Yhdysvaltalaisyhtiöille tilanne on toki akuutein, mutta myös Yhdysvaltoihin vievillä yhtiöillä voi olla painetta sopeuttaa hinnoittelua myyntimäärien ylläpitämiseksi.

Toimialajako korjaa arvostuserot

Indeksitasolla amerikkalaisosakkeiden hinnoitteluero suhteessa eurooppalaisosakkeisiin on edelleen hurja. Siinä missä Yhdysvaltojen S&P 500 -indeksin eteenpäin katsova P/E-kerroin on 22x tasolla, on vastaava arvostuskerroin eurooppalaiselle Stoxx Europe 600 -indeksille kolmasosan alempi. Toimialakohtainen tarkastelu kuitenkin osoittaa, ettei yhtiöiden hinnoittelu Atlantin eri puolilla poikkea tosiasiasa toisistaan niin paljon kuin päällisin puolin näyttää.

Useimmilla toimialoilla Yhdysvaltojen hinnoittelu-premio on maltillinen ja indeksitason ero selittyikin pääosin toimialojen painotuseroilla. Yhdysvalloissa voimakkaasti kasvavat teknologiayhtiöt ovat kokonaisuuden kannalta merkittävässä roolissa samaan aikaan kun Euroopan markkinat painottuvat edullisemmin hinnoitelluille finanssi- ja teollisuustoimialoille. Ero toimialoittain tasapainotettu arvostustasossa onkin huomattavasti maltillisempi.

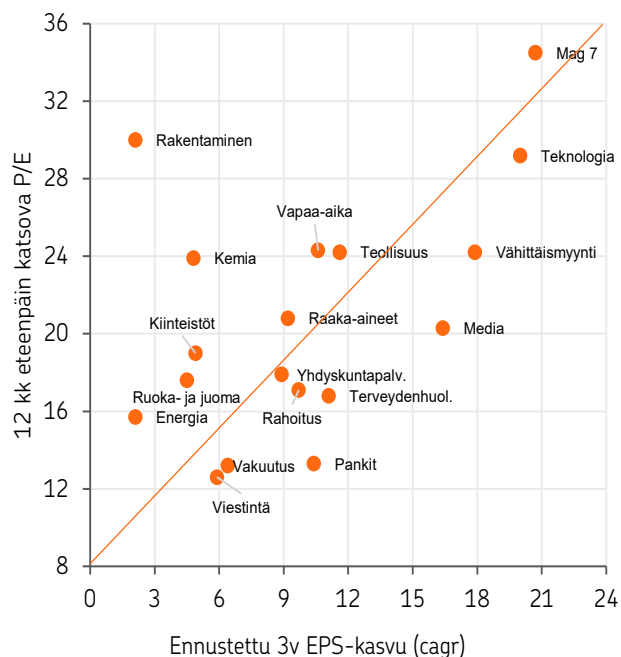
Eri markkinoiden sijoituskohteita puntaroidessa sijoittajan ei kannatakaan lukittua indeksitason arvostuskertoimiin vaan sukeltaa pintaa syvemmälle. Kun eri toimialojen hinnoittelua ja tuloskasvuprofiilia vertaillaan toisiinsa, näyttäytyy hinnoittelu hyvinkin johdonmukaisena. Isossa kuvassa arvokkaimmat yhdysvaltalaisetoimialat kykenevät myös tarjoamaan poikkeuksellisen vahvaa tuloskasvua, vaikka edullisen ja hintavan näköisiä toimialoja löytyy toki molemmilta markkinoilta.

Eteenpäin katsovat P/E-kertoimet eri toimialoille



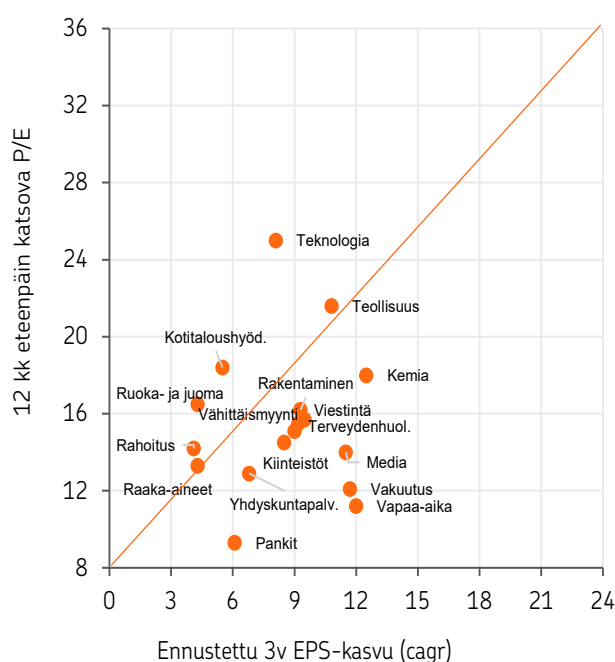
Lähde: OP Markets, Bloomberg

S&P 500 alasektorien P/E ja ennustettu 3v tuloskasvu



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Stoxx Europe 600 alasektorien P/E ja ennustettu 3v tuloskasvu



Lähde: OP Markets, Bloomberg

Vallitsevassa markkinaympäristössä, missä tullit ja talouskasvun hidastuminen aiheuttavat huomattavaa ja toimialoitain epäsymmetristä epävarmuutta, on oikein hinnoiteltu ja luotettava tuloskasvuprofiili mielestämme avainroolissa valintoja tehtäessä. Poikkeuksellisen edullisten valintojen sijasta painotammekin vahvan hinnoitteluvoiman ja tuloskasvun sektoreita, joihin vallitsevat epävarmuustekijät eivät ainakaan täydellä voimallaan pääse iskemään.

Osinkoaristokraateista ideoita salkun kansainväliseen hajautukseen?

Suomalaiset ovat tunnetusti osinkokansaa ja osinkotuotto on monilla sijoittajilla yksi tärkeimmistä sijoituskohteiden valintakriteereistä. Monet suomalaisyhtiöt tarjoavatkin erityisen houkuttelevia osinkotuottoja, mutta maantieteellistä hajauttamista ei tässäkin lajissa kannata unohtaa.

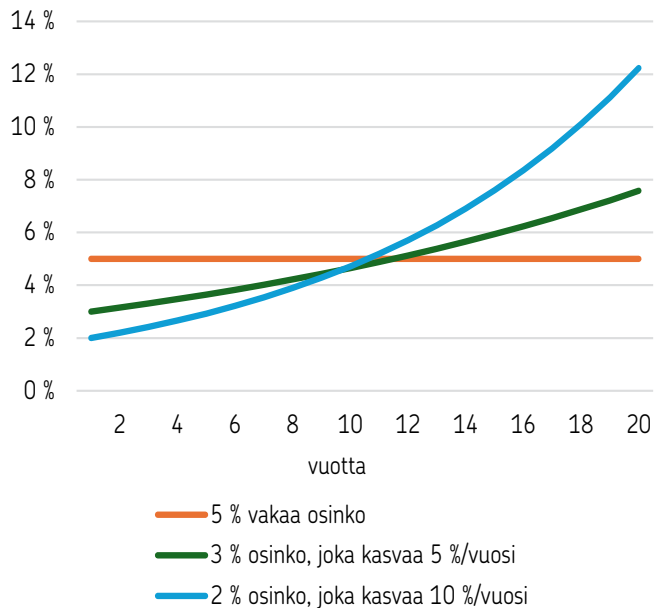
Yhdysvalloissa yhtiöt tarjoavat usein suomalaisia alhaisempia osinkotuottoja, mikä selittyy erilaisella voitonjakopolitiikalla. Amerikkalaisyhtiöt käyttävät tyypillisesti merkittävän osan tuloksestaan omien osakkeiden takaisinostoihin. Tällöin osingot ovat ymmärrettävästi pienempiä, mutta toisaalta osa-

kekohtaisten osinkojen kasvattaminen on vuosittain helpompaa, kun ulkona oleva osakemäärä alati supistuu. Kyseinen toimintamalli tuo myös joustavuutta voitonjakoon – omien osakkeiden ostoja on helppo tarvittaessa muuttaa vuosittain ilman, että osinkoa tarvitsee heikompana vuonnakaan leikata.

Mainitun toimintatavan ansiosta monet amerikkalaisyhtiöt ovatkin onnistuneet kasvattamaan osinkojaan vuosikymmeniä ympäristössä kuin ympäristössä. Yhdysvalloissa nimitys ”osinkoaristokraatti” viittaa yhtiöihin, joiden osinko on kasvanut vähintään 25 vuotta peräjälkeen ja osalla yhtiöistä yhtäjaksoinen osingonkasvatus on jatkunut selvästi tätäkin pidempään. Näin pitkään ajanjaksoon mahtuu monta kriisiä, ja osingon jatkuva kasvattaminen onkin vankka merkki yhtiöiden kiistattomasta laadusta. Pitkä osingonkasvatusjakso ei tietenkään ole tae tulevasta, mutta tällaisissa tapauksissa sijoittajalla on joka tapauksessa hyvät perusteet odottaa saman kehityksen jatkuvan. Perspektiiviä näin pitkille osinkojenkasvatusputkille antaa se, että Suomessa tällä hetkellä pisin osingonnostoputki on 16 vuotta. Tätä pitää hallussaan Huhtamäki.

Kotimaista osinkosalkkua voisi siis hyvinkin täydentää muutamalla ulkomaisella osinkoaristokraatilla, jotka

Osinkotuoton kehitys eri muuttujilla



Lähde: OP Markets

tarjoavat samalla usein hehkutettua hajautushyötyä. Osinkotuotto prosentit eivät toki pärjää parhaille kotimaisille maksajille, mutta yön voi nukkua vailla huolta huomista ja nauttia samalla vakaasti kasvavista osinkovirroista. Pitkjänteiselle osinkosijoittajalle nimittäin juuri osingon vakaa kasvu muodostuu vuosien saatossa nykyistä osinkotuotto prosenttia merkittävämmäksi.

Olemme listanneet tähän muutamia laajalti tunnettuja osinkoaristokraatteja esimerkinomaisesti. Listatut yhtiöt eivät ole OP:n analyysitiimin seurannassa, eikä mainittuja osinkoaristokraatteja kuulu pitää varsinaisina sijoitussuosituksina.

Muutamia osinkoaristokraatteja

Yhtiö	Toimiala	Osinkojen nostoja, vuotta	Ennustettu osinkotuotto
Procter & Gamble	päivittäis- ja kulutustavarat	72	2,7 %
Johnson & Johnson	lääkkeet ja terveysteknologia	64	2,9 %
Coca-Cola	virvoitusjuomat	64	3,0 %
Colgate-Palmolive	päivittäistavarat	63	2,5 %
Stanley Black & Decker	työkalut	59	4,5 %
Sysco	tukkukauppa	56	2,7 %
Target	halpakauppa	54	4,9 %
Abbott Laboratories	terveysteknologia	53	1,8 %
Kimberly-Clark	pehmpaperit ja hygieniatuotteet	53	3,9 %
McDonald's	pikaruokaketju	50	2,3 %

Lähde: OP Markets, Bloomberg

Osake- ja ETF-valinnat

Yhtiövalinnoissamme suosimme oikein hinnoiteltua ja luotettavaa tuloskasvuprofiilia. Tuloskasvuprofiili voi kummuta vahvasta hinnoitteluvoimasta, alan paranevista fundamenteista tai yhtiön toiminnan luonteesta, joka suojaa sitä Yhdysvaltojen asettamien tullien heijastusvaikutuksilta.

SUURET SUOSIKIT

Huhtamäki

Huhtamäki on ylläpitänyt hyvää kannattavuutta vaativassa toimintaympäristössä. Yksityinen kulutuksen odottamamme pirstyminen heijastuu positiivisesti toimitusmääriin ja parantaa kannattavuutta. Yhdysvaltojen tuontitulleilta suojassa oleva paikallinen tuotanto on huomattava kilpailuetu, jonka hyödyt konkretisoituvat vuonna 2026. Historiaan nähden poikkeuksellisen alhainen arvostus kasvattaa osakkeen houkuttelevuutta.

Neste

Uusiutuvien tuotteiden markkinatilanne on vahvistunut Euroopassa oleellisesti tukien yhtiön näkymiä. Lisäksi Yhdysvalloissa markkinoiden lainsäädännön parantunut läpinäkyvyys rajaa riskejä. Arvioimme uusiutuvan lentopolttoaineen myyntimäärien kasvun jatkuvan voimakkaana ja hintakehityksen olevan suotuisaa ensi vuoden aikana. Näemme osakkeessa merkittävää nousupotentiaalia sekä houkuttelevan arvostustason että arvioimme mukaan nousevien tulostusten turvin.

Nokia

Odotamme Nokian yltävän ensi vuonna selkeään tulosparannukseen, mikä yhdistettynä alhaiseen arvostukseen kasvattaa osakkeen houkuttelevuutta. Verkkoinfrastruktuuri-liiketoiminnassa odotamme markkinakysynnän jatkuvan hyvällä tasolla, ja Infinera-yrityksoston tuomien synergioiden vahvistavan yhtiön tulosta. Matkapuhelinverkoissa pahin isku on otettu vastaan ja ensi vuonna odotamme maltillista tulosparannusta. Marraskuun pääomamarkkinapäivässä Nokia antaa suuntaviivat lähivuosien strategisille valinnoille, joiden ennakoimme tukevan osakkeen kehitystä.

Sanoma

Sanoma etenee määrätietoisesti kohti vuosiin 2026–2027 osuvaa eurooppalaisen oppimateriaalimarkkinan huippusykliä, joka tarjoaa yhtiölle poikkeuksellisen vahvan kasvualustan. Samalla tehostusohjelmasta saavutettavat hyödyt vahvistavat kannattavuutta. Oppimisliiketoiminta on luonteeltaan äärimmäisen vakaata ja lyhyellä aikavälillä epävarmuutta aiheuttaa lähinnä mainosmarkkinan kehitys. Medialiiketoiminnan osuus osakkeen arvosta on kuitenkin maltillinen. Sanoma tarjoaa sijoittajalle yhdistelmän defensiivisyyttä ja tuloskasvua, jota ei näkemyksemme mukaan ole hinnoiteltu osakekurssiin täysimääräisesti.

PIENET JA KESKISUURET SUOSIKIT

Aspo

Monialayhtiö Aspo myi Leipurin-liiketoiminnot ruotsalaiselle Lantemännelle, mikä selkeyttää yhtiön liiketoimintoja ja mahdollistaa jatkossa kasvun kiihdyttämisen kemikaalijakelija Telkossa. Liiketoiminnan toinen tärkeä tukijalka, ESL Shipping, saa tukea uusista polttoainetehokkaista aluksista, joiden hyödyt nousevat esiin teollisuuden aktiviteetin piristyessä. Pidemmällä tähtäimellä Aspon on tarkoitus jakautua kahdeksi eri yhtiöksi, minkä näemme myös mahdollisuutena tuoda liiketoimintojen piilevää arvoa paremmin esille.

HKFoods

HKFoodsin tulostäänne on jatkunut vakuuttavana alkuvuoden ajan, ja vahvasta kurssinoususta huolimatta näemme osakkeessa edelleen nousupotentiaalia. Yhtiö kannattavuus Suomessa on edelleen perässä pääkilpailija Atriaa, mutta viimeaikaisten tehokkuusinvestointien, säästöohjelman ja myynnin painopisteen muutosten myötä näemme yhtiöllä olevan mahdollisuudet merkittävään kannattavuusparannukseen. Tätä taustaa vasten yhtiön arvostus on houkutteleva.

Pihlajalinna

Pihlajalinna on parantanut kannattavuuttaan merkittävästi, mutta näemme matkan olevan kesken erityisesti yksityisissä terveyspalveluissa. Operatiivisen tehoisuuden parantaminen ja sopimuskannan uusiutuminen mahdollistavat marginaalien vahvistumisen jatkossakin. Lisäksi julkisen sektorin haasteet ja väestön ikääntyminen ajavat lähivuosina terveyspalvelumarkkinan kasvua, josta konkreettisin esimerkki on syksyllä alkava yli 65-vuotiaille tarjottava terveyspalveluiden valinnanvapauskokeilu. Arvioimme tämän osaltaan kiihdyttävän yhtiön kasvua ensi vuoden aikana.

F-Secure

Odotamme F-Securen kasvuvauhdin kiihtyvän ensi vuonna. Keskeisten operaattorikumppaneiden aktiviteetit myynnin kasvattamisessa ovat edelleen vaikeasti enustettavissa, mutta ennakoimme myynnin vauhdittuvan välivuoden jälkeen. Kannattavuus vahvistuu asteittain, kun liikevaihto kääntyy ripeämpään kasvuun. Osakkeen arvostus on poikkeuksellisen matala myös kuluvan vuoden tuloksella, joka ei anna oikeaa kuvaa F-Securen tulospotentiaalista.

KANSAINVÄLISET VALINNAT

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

Microsoft

Vahvaa tuloskasvua ja kassavirtaa tekevä teknologiajätti investoi tulevaan kasvuun pilvipalveluiden ja tekoälyinfrastruktuurin saralla, kasvattaen pitkän aikavälin rakenteellista etua teknologisessa kilpajuoksussa. Monipuolista kokonaisuutta tukee laaja ja vankka perusliiketoiminta kuten ohjelmistot, pilvipalvelut ja peliala. Erittäin vankalla taseella varustettu tekoälyn globaali markkinajohtaja nauttii vahvan hinnoitteluvoiman, teknologisen kehityksen ja laajan ekosysteemin luoman kokonaisuuden eduista.

Procter & Gamble

Päivittäistavaratuotteita valmistava Procter & Gamble edustaa osinkoaristokraattien kermaa. Jo yli 70 vuotta peräjälkeen osinkoa nostanut toimija omaa tunnettujen brändien ansiosta vahvan hinnoitteluvoiman, joka on auttanut yhtiötä pärjäämään läpi talouden kriisien vuosikymmenestä toiseen. Yhtiön läpi segmenttien toteutunut vakaa kasvu, vahvat brändit sekä yhä kasvava osinko antanevat tukea osakkeelle lyhyelläkin aikavälillä.

Roche

Defensiivisellä toimialalla operoiva Roche on yksi maailman suurimmista lääkeyhtiöistä. Yhtiö keskittyy innovatiivisiin lääkkeisiin ja diagnostiikkaratkaisuihin, joiden tarve kasvaa voimakkaasti tulevaisuudessa. Lisäksi Rochen uutisvirta on ollut vahvaa; yhtiö on saanut kuluvan vuoden aikana myyntiluvat viidelle uudelle lääkemolekyylille ja lisäksi kolme molekyylillä on siirtynyt faasi 3 -vaiheeseen. Yhtiön patenttisuojattu lääkeportfolio tarjoaa kasvua useille vuosille eteenpäin.

Salesforce

Salesforce on maailman johtava asiakashallintajärjestelmien tarjoaja, jolla on merkittävä markkinaosuus globaalilla liiketoimintaohjelmistojen markkinalla. Generatiivinen tekoäly ja monipilviarkkitehtuuri ovat yhtiön tärkeimmät strategiset painopisteet, jotka tukevat yhtiön tehokkuutta. Vahva orgaaninen sekä yritysostoilla toteutettu kasvu antavat lisäpuhtia tulevalle tulosparannukselle ja antavat tukea osakkeelle myös lyhyellä aikavälillä.

ETF- VALINNAT

ETF-valinnoissa olemme poimineet toimialoja, jotka ovat kasvunäkymiinsä suhteutettuina mielekkäästi hinnoiteltuja ja joissa ennustettu tuloskasvunäkymä on mielestämme vankalla pohjalla.

**Yhdysvaltalaiset teknologia-
yhtiöt**
iShares S&P 500 Information
Technology Sector UCITS

ETF sijoittaa yhdysvaltalaisiin teknologiayhtiöihin, joilla on erinomaiset näytöt voimakkaasta tuloskasvusta. Suurimmassa painossa ETF:ssä ovat Nvidia, Apple ja Microsoft, joilla on hyvin vahva hinnoitteluvoima. ETF:n sisältyvät suuret teknologiayhtiöt ovat verrattain hyvin suojassa Trumpin asettamilta tuontitulleilta ja monet yhtiöt hyötyvät kuumana käyvistä tekoälyinvestoinneista. Suurten amerikkalaisten teknologiayhtiöiden strategiset valinnat ovat tyypillisesti osuneet oikeaan ja niillä on merkittävä rooli Yhdysvaltojen pysymisenä teknologisenä edelläkävijänä. Yhtiöiden kyky kasvaa sekä investoinneilla että yritys-kaupoilla on erinomainen.

[Sijoita tuotteeseen op.fi:ssä
ISIN-koodilla
IE00B3WJKG14](#)

**Yhdysvaltalaiset viestintä-
teknologiayhtiöt**
iShares S&P 500 Communi-
cation Sector UCITS

ETF sijoittaa suuriin amerikkalaisiin viestintäteknologiayhtiöihin, jotka tarjoavat kasvua houkuttelevalla arvostustasolla. Suurimmassa painossa ETF:ssä ovat Alphabet (Google) ja Meta (Facebook), joiden liiketoimintamallit ovat hyvin skaalautuvat. Toimiala on hyvin suojassa tullinokittelulta ja aiemmin epävarmuutta aiheuttanut keskustelu digiveroista eri markkinoilla on poistunut pöydältä osana Trumpin solmimia kauppasopimuksia. Monet sektorin yhtiöt myös hyötyvät Yhdysvaltojen vahvasta yksityisestä kulutuksesta ja kotitalouksien ostovoimasta.

[Sijoita tuotteeseen op.fi:ssä
ISIN-koodilla
IE00BDDRF478](#)

Eurooppalaiset lääkeyhtiöt
Amundi Stoxx Europe 600
Healthcare UCITS

ETF sijoittaa eurooppalaiseen terveydenhuoltosektoriin, joka koostuu pääosin lääkeyhtiöistä. Lääketeollisuus on perinteisesti yksi hinnoitteluvoimaisimmista toimialoista, emmekä näin ollen odota Trumpin asettamien tuontitullien heikentävän toimialan näkymiä merkittävästi. Yhdysvallat on alalla tärkein markkina-alue, mutta tullimaksut siirtyvät arviomme mukaan tehokkaasti hintoihin. Sektori on omaan historiaansa peilaten poikkeuksellisen edullisesti hinnoiteltu, vaikka vakaata tuloskasvua on arviomme mukaan edelleen luvassa.

[Sijoita tuotteeseen op.fi:ssä
ISIN-koodilla
LU1834986900](#)



Osallistu OP:n Pörssitutka-
webinaariin keskiviikkona
17.9.2025 klo 17!

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

[Ilmoittaudu webinaariin](#)

TOIMIALAKATSAUS

Elintarvikkeet

Elintarvikesektorilla alkuvuosi on ollut kaksijakoinen. Tuotannon tehostaminen sekä myynnin jakauman ja raaka-ainekustannusten suosiollinen kehitys ovat tukeneet ruokatalojen tulosparannuksia. Samalla alkoholimarkkina on jatkunut vaikeana kulutustrendien muutosten ja vaisun yksityisen kulutuksen myötä. Arviomme mukaan kustannuspaine pysyy loppuvuonna edelleen maltillisena, mikä tukee osaltaan sektorin tuloskuntoa. Lisäksi odotamme kuluttajien ostovoiman parantumisen tukevan liikevaihdon kehitystä. Sektorin arvostustaso on korjautunut ylöspäin, mutta tuloskasvun myötä nousseet ennusteet pitävän sen edelleen maltillisena.

Atrian alkuvuosi on ollut vahva. Ensimmäisen vuosipuoliskon aikana yhtiö onnistui parantamaan tulostaan merkittävästi Nurmon siipikarjatehtaan ylösajon, maltillisten raaka-ainekustannusten ja hyvän tuoteportfoliohallinnan myötä. Loppuvuonna odotamme tuloskasvun hidastuvan vahvojen vertailulukujen myötä, mutta toisaalta kustannusympäristö näyttää edelleen suotuisalta. Vahvan alkuvuoden ansiosta yhtiöllä on aineksia ohjeistuksen nostoon.

HKFoodsin kannattavuuskäänte on jatkunut vakuuttavalla uralla jo 10 vuosineljännestä putkeen. Tulosta on tukenut kohdennetut investoinnit tuotannon tehostamiseen, maltillinen raaka-ainekustannusinflaatio ja tuoteportfolion painopisteen siirtyminen paremmin kannattavan siipikarjan ja valmisruokien suuntaan. Merkittävin aliarvostus on kannattavuuskäänte myötä purkautunut, mutta yhtiön julkaisema strategiapäivitys antaa perusteet odottaa marginaaleissa olevan edelleen nousuvaraa.

Raisio julkaisi keväällä uuden strategian, jonka mukaan yhtiö hakee kasvua sydänterveys-, aamu- ja välipala- sekä painonhallintatuotteissa. Kaksi ensimmäistä tuotealuetta nojaavat vahvasti yhtiön Benecol- ja Elovena-brändien kansainvälistämiseen ja uusiin tuotteisiin. Painonhallinnan alle etsitään kasvua yrityskauppojen kautta. Tappiollinen kasvi-



Matti Kaurola
Analytikko

”

Mielestämme sektorin arvostustaso on tällä hetkellä houkutteleva markkinanäkymiin ja nousujohteiseen kannattavuuskehitykseen peilattuna.

proteiiniliiketoiminta myytiin jo Valiolle. Raisiolla on vahva tase, ja sijoitustarinan kannalta suurin mielenkiinto kohdistuuakin mahdollisiin yritysostoihin, joilla nettokassa saataisiin töihin.

Fodelian kasvutarinaan tuli alkuvuoden aikana särö, kun yhtiö antoi tulosvaroituksen ja tämän vuoden kasvutavoitteesta tullaan jäämään. Heikkous tulee kuitenkin pitkälti yhtiön snacksejä valmistavasta Oikia-segmentistä, kun taas Feelian valmisruokamyynti on jatkanut kasvuaan. Näkemyksemme mukaan kokonaiskuva yhtiössä ei ole muuttunut, ja erityisesti julkisen sektorin säästöpainne tukee Feelian kasvua jatkossakin. Tulosvaroituksen myötä osakekurssi laski merkittävästi eikä hinnoittele näkemyksemme mukaan juurikaan tulevaa kasvua.

Anoran alkuvuosi on jatkunut haastavana alkoholimarkkinan laskun ja yhtiön markkinaosuuksien

menetyksen vuoksi. Yhtiö on onnistunut tehostamaan toimintaansa, mutta liikevaihdon käänteestä ei ole vielä selviä merkkejä, emmekä näe kasvutavoitteita tällä hetkellä realistisinä. Lisäksi alkuvuoden vaikeuksien myötä tulosvaroituksen loppuvuoden aikana merkittävä.

Olvin alkuvuosi on sujunut haastavissa merkeissä viileän alkukesän lykättyä tärkeään kesäsesongin myyntiä. Samalla Itämeren alueen voimakas hintakilpailu ja Tanskan toimintojen vaikeudet ovat painaneet kehitystä. Valko-Venäjällä Olvin tulos on edelleen vahvistunut, mutta yhtiö saa siirrettyä yksikön tuloksesta pakotteiden vuoksi vain pienen osan Suomeen. Lisäksi pakotteet estävät myös yksikön myynnin. Näkemyksemme mukaan osakkeen merkittävämpi arvostuksen nousu vaatisi Valko-Venäjän pakotteiden purkautumista. Haastavan alkuvuoden vuoksi arvioimme tulosvaroitusriskin olevan kohtalainen.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko- tuotto 25e, %	Osinko- tuotto 26e, %
Anora	LISÄÄ	3,40	3,27	10,5	7,8	8,0	9,2
Atria	VÄHENNÄ	14,00	13,20	9,2	8,3	5,3	5,7
Fodelia	OSTA	6,50	5,80	32,9	17,8	2,1	2,2
HKFoods	LISÄÄ	1,65	1,52	9,5	7,6	0,0	0,0
Olvi	VÄHENNÄ	32,00	30,00	10,3	8,7	5,0	5,3
Raisio	OSTA	2,80	2,56	14,2	15,8	5,5	5,5

Lähde: OP Markets, Bloomberg

TOIMIALAKATSAUS

Energia

Fortum ja Neste näyttäytyvät tällä hetkellä sijoittajille hyvin eri tavoin. Nesteen uusiutuvien tuotteiden markkinatilanne on parantunut viime kuukausien aikana ja arvioimme mukaan myyntimäärät kasvavat voimakkaasti vuosina 2026-2027. Paranevat näkymät, markkinoiden varovaiset odotukset ja maltillinen arvostustaso tarjoavat sijoittajalle houkuttelevan kokonaisuuden. Fortumin tulos ei sen sijaan tule lähivuosina kasvamaan. Osakkeen arvostustaso on tähän peilattuna korkea ja sijoittajan tuotto yhtiössä rajoittuneekin hyvään ja vakaaseen osinkoon.

Nesteen tuotteiden markkinatilanne on parantunut loppukesän ja alkusyksyn aikana ja merkittävimmät uhkakuvat ovat laimentuneet. Tämä indikoi myyntihintojen nousua sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa. Uusiutuvien tuotteiden markkinatilanne ei edelleenkään ole hyvä, mutta kilpailijoiden suljettua kapasiteettia paikoin pysyvästikin, on markkinoiden kysyntä- ja tarjontatasapaino parantumassa.

Euroopan Unionin kiintiöt uusiutuvien lentopolttoaineiden minimimäärälle ovat ensimmäisen kerran voimassa kuluvana vuonna. Markkinakäytännöt ovat

vasta muotoutumassa ja tämä huomioiden Nesteen alkuvuoden uusiutuvien lentopolttoaineiden myyntimäärät oli rohkaiseva edistysaskel. Ennustamme Nesteen uusiutuvan lentopolttoaineen myyntimäärän kasvavan ensi vuonna reilulla 60 %:lla ja tällä olevan merkittävän positiivinen vaikutus koko uusiutuvien tuotteiden myyntikatteeseen. Yhdysvallat on kieltänyt maahan tuodun käytetyn paistinrasvan käytön uusiutuvien polttoaineiden tuotannossa, mikä voi vaikuttaa raaka-ainekustannuksia laskevasti Euroopassa.



”

Fortum ja Neste näyttäytyvät tällä hetkellä sijoittajille hyvin eri tavoin.



Henri Parkkinen
Seniorianalytikko
X: @ParkkinenHenri

Nesteen osakekurssi on yli tuplaantunut huhtikuun alusta. Osake on kuitenkin edelleen houkuttelevasti hinnoiteltu eteenpäin katsovilla arvostuskertoimilla huolimatta siitä, että yhtiölle viritetyt odotukset ovat korostetun varovaisella tasolla.

Fortumin tulos ei arviomme mukaan kasva vuosina 2025-2027 ja osakkeen nykyinen arvostustaso on tähän peilattuna turhan korkea. Tämä sekin huomioiden, että yhtiö jakaa arviomme mukaan vuosien 2025-2027 nettotuloksensa lähes kokonaisuudessaan osinkoina osakkeenomistajilleen.

Sähkön nykyiset ja tulevien vuosien ennustetut hinnat eivät kannusta investoimaan uuteen tuotantokapasiteettiin. Datakeskuksien rakentaminen ja yhteiskuntien digitalisoituminen kasvattavat sähkön kulutusta, mutta voimakkaammin vasta useamman vuoden päästä. Näin ollen kysynnän kasvuun liittyvä optio on näkemyksemme mukaan perusteltua hinnoitella toistaiseksi maltillisella painolla osakekurssiin.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko- tuotto 25e, %	Osinko- tuotto 26e, %
Fortum	VÄHENNÄ	14,50	14,66	16,2	17,4	5,7	4,8
Neste	LISÄÄ	16,00	16,19	40,2	11,9	1,2	2,5

Lähde: OP Markets, Bloomberg

TOIMIALAKATSAUS

Finanssi

Kuluva vuosi on ollut finanssisektorille vahva ja sektorin suurimmat yhtiöt ovat lyöneet Helsingin pörssin yleiskehityksen selvästi. Samalla arvostustasot ovat kuitenkin nousseet lähemmäs pitkän aikavälin keskimääräisiä tasoja, jolloin tuottopotentiaali nojaa etupäässä avokätisiin osinkoihin ja tuloskasvuun. Alhaisempien korkojen rasittamien pankkien tulokset eivät vielä käänny nousuun, mutta Sampo jatkaa vahvaa virettään. Loppuvuonna katseita suunnataan Nordean tavoitteiden päivitykseen.

Nordean tulokunto on säilynyt maltillistumisestaan huolimatta vahvana ja katseita suunnataan jo marraskuun alun pääomamarkkinapäivään. Odotamme Nordean säilyttävän houkuttelevan 15 %:n oman pääoman tuottotavoitteen ennallaan, huolimatta alhaisemmasta korkotasosta. Nordean korkokate pohjaa arviomme mukaan kuluvan vuoden lopulla, jonka jälkeen tulokunto alkaa taas hiljalleen piristyä volyymikasvun tuella. Koko vuodelta 2026 ei kuitenkaan vielä kannata odottaa tuloskasvua, joten toistaiseksi osakkeen potentiaali nojaa vahvaan ja vakaaseen osinkoon.

Aktia julkisti alkuvuodesta uudet ja kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet, joihin suhtaudumme kuitenkin varauksella. Tavoitteiden täytyminen tarkoittaisi vertailuryhmää suotuisampaa kehitystä varainhoitotoiminnassa ja ainakin toistaiseksi Aktian alisuoriutuminen tällä saralla on jatkunut. Arviomme mukaan varsin maltillistenkin parannusten pitäisi kuitenkin riittää kurssinousuun, sillä Aktian osake on silmiinpistävä alihinnoiteltu sektorin sisällä.

Myös **Mandatumin** julkisti kesäkuussa uudet taloudelliset tavoitteet, joissa yhtiö aikoo tasettaan purkamalla nostaa oman pääoman tuoton 20 %:iin ja jakaa omistajilleen 4 vuoden strategiakauden aikana yhteensä vähintään miljardi euroa osinkoja (2 euroa/osake). Yhtiön vakavaraisuustavoitteet ja varainhoitotoiminnan vankka kasvunäkymä huomioiden odotamme Mandatumin todellisuudessa hellivän

”

Kuluva vuosi on ollut finanssisektorille vahva ja sektorin suurimmat yhtiöt ovat lyöneet Helsingin pörssin yleiskehityksen selvästi.



Antti Saari
Pääanalyttikko
X: @anttisaari1



omistajia lähivuosina vielä tätäkin avokätisemmällä voitonmaksulla, jolloin myös oman pääoman tuotto-tavoite täyttynee taseen keventyessä. Ulosjaettavan sijoitusomaisuuden supistuessa saadaan konserni-tasolla tulokasvua kuitenkin odottaa vielä pitkään, mihin peilaten osakekurssi vahvasti hinnoittelee jo lähivuosien poikkeuksellisen hulppeita osinkoja.

Sammon näkymät ovat lupaavat, sillä yhtiö kasvaa useimmilla osa-alueilla erinomaisella kannattavuudella. Hinnankorotukset riittävät edelleen kustannus-inflaation kompensoimiseen ja Topdanmark-fuusion synergiat alkavat tukemaan kannattavuutta yhä näkyvämmiin vuoden jälkipuoliskolta alkaen. Lisäksi markkinaolosuhteet ovat muuttumassa tärkeiltä

osin suotuisammiksi, kun Britannian markkinoita vaivannut hintapaine alkaa hellittää ja Ifille tärkeä pohjoismainen automyynti elpyy. Q3-raportin yhteydessä marraskuussa odotamme Sammon nostavan uudelleen kuluvan vuoden ohjeistusta, sekä kasvattavan meneillään olevaa 200 miljoonan euron omien osakkeiden osto-ohjelmaa.

Kiinteistövarainhoidon haasteet ovat rasittaneet **eQ:n** tulokuntoa ennakoitua pidempään. Ensi vuodelle pe-dattu tulosparannus nojaa lähes yksinomaan Private Equity -varainhoidon kertaluonteisiin tuottosidonnai-siin palkkioihin, joihin liittyvä epävarmuus on koholla. Tähän peilaten osakkeen arvostus on mielestämme haastava.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite-hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko-tuotto 25e, %	Osinko-tuotto 26e, %
Aktia	LISÄÄ	10,80	10,38	8,8	9,2	6,7	6,7
eQ	VÄHENNÄ	11,50	12,45	22,2	17,0	4,5	6,0
Mandatum	VÄHENNÄ	5,80	5,80	19,0	18,6	17,2	12,1
Nordea	LISÄÄ	13,50	13,21	9,7	9,7	7,2	7,3
Sampo	LISÄÄ	10,50	9,60	18,3	17,6	3,8	4,0

Lähde: OP Markets, Bloomberg

TOIMIALAKATSAUS

Kauppa- ja kulutustavarayhtiöt

Suomalaiset kuluttajat ovat säilyneet varovaisina, vaikka ostovoima on vahvistunut jo pari vuotta ja korot ovat laskeneet. Syitä kuluttajien varovaisuudelle ja pitkittyneelle säästöomoodille voi hakea esimerkiksi työmarkkinoiden heikkenemisestä, Suomen talouden vaisusta kehityksestä ja yleisestä epävarmuudesta. Jälkimmäisen vuosipuoliskon ei odoteta tuovan olennaista muutosta Suomen talouden kasvukuvaan, minkä myötä odotukset kulutuksen selvemmästä piristymisestä ovat siirtyneet vuoteen 2026.

Kaupan alalla ostovoiman parantuminen ei ole vielä juurikaan vahvistanut kysyntää tai myynnin rakennetta. Halpakauppiaista **Puuilo** pärjää verrattain hyvin asiakasmäärien kasvun ja omien merkkien osuuden nousun tukemana, kun taas **Tokmani** kamppailee Dollarstoren integroinnin ja heikon kannattavuuden kanssa. **Keskon** vuoden alussa aloittama päivittäistavarakaupan hintaohjelma ei ole vielä kääntänyt markkinaosuutta kasvuun, mutta Rakentamisen ja talotekniikan kauppa on käänne-äärellä rakentamisen elpyessä maltillisesti useimmista yhtiön toimintamaissa. **Kamux** keskittyy loppuvuonna sisäisten haasteidensa ratkomiseen ja kannattavuuden vahvistamiseen volyymin sijaan. **Wetteri** jatkaa yrityskaupoista syntyneiden päällekkäisyyksien oikomista ja säästötoimien toimeenpanoa. **Lindex Group** on saanut viisi vuotta kestäneen yritysrausprosessinsa päätökseen, minkä myötä tavarataloliiketoiminnan strategisten vaihtoehtojen arvioinnin lopputulema julkaistaneen loppuvuoden aikana.

Kulutustavaroissa Yhdysvaltain tullipolitiikka vaikuttaa selvimmin **Fiskarsiin** ja **Rapalaan**, joille kummallekin Pohjois-Amerikka on tärkeä markkina. Molemmilla yhtiöillä maanosan myynti perustuu pitkälti tuontiin Aasiasta ja Euroopasta, jotka ovat vaihtelevien tullien alaisia. Myös **Harvialle** Pohjois-Amerikka on tärkeä markkina ja maanosa on ollut viime vuosina yhtiön selkein kasvuveturi. Kysyntä kuitenkin heikentyi Yhdysvalloissa Q2:lla ripeästi tullipolitiikan heijastusvaikutusten myötä. Yhtiö vie kiukaita Poh-

”

Suomen kuluttajasentimentin elpymisessä on kestänyt yllättävän kauan, vaikka ostovoima on vahvistunut jo pari vuotta ja korot ovat laskeneet.



Joonas Häyhä
Seniorianalyttikko



Joona Harjama
Analyttikko
X: @JHarjama

jois-Amerikkaan Suomesta, mutta suurempi osuus maanosan myynnistä perustuu paikalliseen tuotantoon, mikä tarjoaa osaltaan suojaa. **Nokian Renkailla** on tehdas Yhdysvalloissa, mutta yhtiöllä on myös jonkin verran vientiä Pohjois-Amerikkaan Suomesta. Yhtiö jatkaa kaupallisen tuotannon ylösajoa Romaniassa ja keskittyyneen voittamaan takaisin alhaisen toimituskyvykkyyden aikana menetettyjä markkinaosuuksia Keski-Euroopassa. **Marimekko** jatkaa asiakaskuntansa sekä tunnettuutensa rakentamista kansainvälisillä markkinoilla. Suomessa yhtiö on seilannut viime vuosien vaikeamman kuluttajacentri-

mentin läpi yllättävänkin hyvin brändin vetovoiman säilyttyä vahvana.

NoHo Partners on onnistunut säilyttämään kannattavuutensa toimialaan nähden väkivahvalla tasolla yllättävän vaisuna jatkuneessa ravintolamarkkinassa. Tulokasvua on kuitenkin luvassa epävarmoissakin olosuhteissa ravintolakannan kasvun sekä uuden rahoitus sopimuksen ansiosta merkittävästi laskevien rahoituskulujen ansiosta, kun korona-ajan haasteiden keskellä solmittu vanha sopimus uusittiin.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko- tuotto 25e, %	Osinko- tuotto 26e, %
Fiskars	MYY	13,00	14,06	24,8	15,6	4,3	5,3
Harvia	MYY	36,00	37,20	27,1	23,1	2,2	2,4
Kamux	VÄHENNÄ	2,20	2,06	17,0	9,1	2,4	4,9
Kesko	VÄHENNÄ	19,50	18,93	17,1	15,6	5,0	5,3
Lindex Group	OSTA	3,40	2,86	26,3	13,8	2,8	4,2
Marimekko	LISÄÄ	14,00	11,94	18,1	16,6	4,0	4,5
NoHo Partners	OSTA	10,40	8,94	14,4	10,9	5,7	5,9
Nokian Renkaat	LISÄÄ	7,70	7,92	25,6	14,2	3,8	4,4
Puutilo	VÄHENNÄ	13,50	13,12	19,9	17,7	4,5	5,1
Rapala	VÄHENNÄ	1,30	1,27	-	95,3	0,0	0,0
Tokmanni	VÄHENNÄ	9,50	9,26	13,0	9,9	5,4	7,0
Wetteri	MYY	0,17	0,21	-	-	0,0	0,0

TOIMIALAKATSAUS

Investointitavarat

Konepajasektori on pärjännyt erinomaisesti sekavasta tulli- ja kauppapolitiikasta huolimatta. Kauppasuhte-epävarmuuden helpottuminen ja teollisuuden ilmapiirin odotettu elpyminen ovat jatkossa positiivisia kysyntäajureita sektorilla. Hyvä kehitys on nostattanut sektorin arvostustasoa, mikä rajoittaa lyhyellä aikavälillä osakkeiden tuottopotentiaalia. Toimiala on kuitenkin tunnetusti syklinen ja pienetkin notkahdukset tilauskehityksessä tai toimintaympäristössä voivat tarjota sijoittajille erinomaisia mahdollisuuksia.

Hiabin (aikaisemmin Cargotec) rakennemuutos on saatu maaliin MacGregorin myynnin myötä. Yhtiö on onnistunut parantamaan kannattavuuttaan laskevasta liikevaihdosta huolimatta, mutta selkeämpi tuloskasvu vaatisi uusien tilausten merkittävää elpymistä. Hiabin tase on vahva ja näemme yritysostojen todennäköisyyden korkeana lähitulevaisuudessa. Näkemyksemme mukaan osakkeen korkea hinnoittelu ei jätä sijaa pettymyksille.

Kalmar on yllättänyt sijoittajat positiivisesti viime neljänneksinä, eivätkä tuontitullit ole toistaiseksi jarruttaneet tilauskehitystä. Lisäksi yhtiön tehostusohjelma on hyvässä vauhdissa, mikä on parantanut kannattavuutta. Arvioimme yhtiön tilausten hidastuvan lähineljänneksinä ja tämän pitävän osakkeen kurssikehityksen maltillisena.

Kempowerin alkuvuoden tulos oli odotetusti tappiollinen, mutta arvioimme tuloksen etumerkin kääntyvän kolmannelta vuosineljänneksestä alkaen. Markkinatilanteen parantumisen lisäksi tulosodotuksia nostavat viitteet takuukustannusten kääntymisestä laskuun. Viimeaikaiset edesottamukset uusasiakashankinnassa ja Pohjois-Amerikan markkinoilla ovat olleet vahvoja, ja ennustamme kasvun kiihtyvän selvästi ensi vuonna.

Konecranesin viime neljänneksen tulokset ovat saaneet tukea merkittävistä satamanosturitilauksista, ja yhtiö on kommentoinut myyntiputkessa olevan muutamia

vastaavia tuleville kvartaaleille. Tuloksesta selkeästi suurin osa muodostuu tasaisesta huolto- ja kunnossapitoliiketoiminnasta, mitä toimialan syklisyys ei tyypillisesti hetkauta. Vaikka osake on noussut reippaasti, ovat yhtiön arvostuskertoimet pysytelleet vielä kohtuullisina ja näkemyksemme mukaan tuottopotentiaalia on yhä jäljellä.

Koneen tuloksesta noin 90 prosenttia muodostuu huollosta ja modernisoinnista, joissa näkymät ovat valoisat pitkälle tulevaisuuteen. Kiinan markkinoiden tilanne on yhä heikko, eikä käännettä ole näköpiirissä. Suotuisampi korkoympäristö voisi kääntää uusliiketoiminnan takaisin kestävämpään kasvuun,



Jussi Mikkonen
Seniorianalytikko



Henri Parkkinen
Seniorianalytikko
X: @ParkkinenHenri

mikä nostaisi myös huollon sopimuskantaa. Osake on laskenut huippuhinnoistaan, mutta lyhyen aikavälin tuottopotentiaali jää mielestämme nykykurssilla vaatimattomaksi.

Metso saa tällä hetkellä hyvin tilauksia kulta- ja kupariprojekteihin liittyen, mutta akkumetalleissa ja kivenmurskauksessa markkina on yhä vaisu. Arvioimme Metson tulokunnon paranevan loppuvuotta kohden, sillä myynnin jakauma painottuu parempikatteiseen palveluliiketoimintaan ja toiselle neljännekselle kirjatut kulut IT-uudistuksesta eivät jatku. Yhtiö on tehnyt hyvää työtä kannattavuuden parantamisessa ja pidämme todennäköisenä, että tavoitteita nostetaan lokakuun pääomamarkkinapäivässä.

Valmetin palveluliiketoiminnan hyvä kehitys on jatkunut, ja toimet projektiliiketoiminnan kannattavuuskäänteen aikaansaamiseksi jatkuvat. Yhtiö asetti kesäkuun pääomamarkkinapäivässä aiempaa kun-

nianhimoisemman, peräti vuoteen 2030 ylettyvän, kannattavuustavoitteen. Tilausvirta on ollut alkuvuonna hyvää, ja teollisuuden aktiviteetin viriäminen mahdollistaisi reilun tuloskasvun vuosina 2026 ja 2027. Nykyinen arvostustaso hinnoittelee kuitenkin tulosparannusodotukset täysimääräisesti ja toimialan sisältä löytyy houkuttelevampia vaihtoehtoja.

Wärtsilän molemmat pääliiketoiminnot ovat olleet erinomaisessa vedossa, ja tilauksia on sadellut odotettua enemmän. Yhtiö hyötyy tekoölybuumista, jonka myötä datakeskusten kasvava energian tarve ruokkii Wärtsilän voimalaitoskysyntää. Myös laivamoottoreissa kysyntä on ollut vahvaa, joskin markkinaennusteet viitoittavat laivatilausten tasaantuvan kuluvan vuoden aikana. Osakkeen kohonnut arvostustaso on nostanut rimaa tuleville tilauksille, joiden maltillistuminen heijastuisi osakekurssiin negatiivisesti.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko- tuotto 25e, %	Osinko- tuotto 26e, %
Exel Composites	LISÄÄ	0,44	0,40	-	9,9	0,0	0,0
Hiab	MYY	49,00	54,10	20,5	18,9	2,6	2,6
Kalmar	VÄHENNÄ	38,00	38,50	15,4	15,0	3,1	3,2
Kempower	LISÄÄ	19,00	15,96	-	50,9	0,0	0,0
KONE	VÄHENNÄ	55,00	54,64	26,2	23,9	3,5	3,7
Konecranes	LISÄÄ	79,00	71,90	15,3	13,9	2,4	2,5
Metso	LISÄÄ	12,00	11,21	19,1	15,2	3,6	3,7
Ponsse	LISÄÄ	32,50	28,00	25,2	21,4	2,1	2,1
Valmet	VÄHENNÄ	29,00	29,44	15,7	13,4	4,9	5,1
Wärtsilä	VÄHENNÄ	23,00	24,55	23,9	21,8	2,0	2,3

Lähde: OP Markets, Bloomberg

TOIMIALAKATSAUS

Metalliteollisuus

Metallisektorilla oli alkuvuonna ilmoilla varovaista optimismia kysynnän vahvistumisesta, mikä kuitenkin osoittautui kevään mittaan turhaksi toiveeksi. Näkymät jatkuvat epävarmoina heikon talousluottamuksen ja tullipolitiikan rasittaessa keskeisten asiakastoimialojen kysyntää. Ennakoimme tästä huolimatta SSAB:lle ja Outokummulle maltillista tulosparannusta loppuvuonna Yhdysvalloissa tullisaagan myötä vahvistuneiden teräksen hintojen ja heikkojen vertailulukujen tukemana. Tulosten elpyminen lähemmäs keskimääräistä tasoa yli markkinasykliä vaatisi kuitenkin huomattavasti vakaampaa toimintaympäristöä. Rauha Ukrainassa ratkaisisi sektorin kysyntäongelmat, mikä näyttää kuitenkin lyhyellä aikavälillä epätodennäköiseltä.

Teräsyhtiöiden volyymikehitys oli alkuvuoden aikana hienoisesti odotuksiamme parempaa, mutta selvästi vertailukaudesta laskeneet hinnat painoivat tuloskehitystä. Viimeaikaiset kommentit kysynnän kehityksestä ovat kuitenkin jääneet pettymykseksi.

Outokummun loppuvuoden kysyntänäkymät jatkuvat ruostumattoman teräksen osalta epävarmoina, ja ensi vuodelle odotetun elpymisen kulmakerron voi osoittautua liian optimistiseksi. Kuluva vuoden valo-

pilkku on ollut Ferrochrome-segmentti, jonka suorituskykyä on tukenut vähäpäästöisen länsimaisen ferrokromin vakaa kysyntä sekä poikkeuksellisen hyvin onnistunut sähkönkulutuksen optimointi tuotannossa. Kemin kaivos on ainoa laatuaan EU-alueella, jonka lisäksi segmentin kilpailuasemaa tukee afrikkalaisten tuottajien merkittävä kapasiteetin alasajo. Yhtiön päivitettyssä strategiassa Ferrochrome saa tulevaisuudessa aiempaa itsenäisemmän roolin, kun se alkaa palvelemaan enemmän myös ulkoisia asiakkaita.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko- tuotto 25e, %	Osinko- tuotto 26e, %
Outokumpu	VÄHENNÄ	3,40	3,51	-	13,0	7,4	7,4
SSAB	LISÄÄ	5,80	4,82	9,5	8,1	4,1	4,8

Lähde: OP Markets, Bloomberg

SSAB:n kohdalla Special Steels -segmentin kannattavuus on säilynyt alhaisemmista volyyymeista huolimatta hyvällä tasolla, mikä on tarjonnut yhtiön tuloskehitykselle tärkeää tukea vaikeissa olosuhteissa. Euroopan markkinatilanne jatkuu haastavana, ja standarditeräksen alhaiset hinnat rajoittavat tuloskehitystä. Erikoislujien terästen kysyntä on jatkunut yllättävän hyvänä, ja esimerkiksi toisella vuosineljänneksellä autoteollisuuden premium-tuotteiden toimitukset kohosivat ennätystasolle. Yhtiön mittavan investointiohjelman etenemiseen tuli kesäkuussa pieni särö, kun Luulajan terästehtaan käyttöönotto viivästyy vuodella sähköverkon rakennustöiden vuoksi. Viiveellä ei ole vaikutuksia investointikustannukseen, mutta se hidastaa osaltaan tuotejakauman siirtymistä kohti korkeamman lisäarvon tuotteita ja joustavampaa tuotantoa.

Molempien yhtiöiden kohdalla selkein lyhyen aikavälin positiivinen ajuri on teräksen hintojen vahvistuminen Yhdysvalloissa 50 %:n terästullien seurauksena. Maan kysyntätilanne on kuitenkin toistaiseksi vaisu, joten hinnankorotusten läpivienti voi osoittautua yllättävän haastavaksi ilman volyyymimenetyksiä. Vastakkaisena ilmiönä tullit syventävät Euroopassa korpivaellusta, kun aasialaista halpaterästä kanavoituu entistä enemmän vanhalle mantereelle, heikentäen jo aiemmin ylikapasiteetista kärsinyttä markkinaa. Viimeaikainen positiivinen kehitys ostopäällikköindekseissä luo toivoa paremmasta, mutta epävarmuus on yhä koholla.

”

Markkinatilanne on polarisoitunut entisestään Yhdysvaltojen terästullien seurauksena.



Joona Harjama
Analyytikko
X: @JHarjama



TOIMIALAKATSAUS

Metsäteollisuus

Metsäteollisuuden markkinakäännne parempaan on arviomme mukaan lähellä ja ennustamme kaikille seurannassamme oleville yhtiöille huomattavaa tulosparannusta vuodelle 2026. Kysynnän kasvusta ensi vuonna seuraavaa tulosvaikutusta voimistaa hyvin todennäköisesti puukustannusten maltillistuminen. Näkemyksemme sektorista on kokonaisuudessaan positiivinen.

UPM-Kymmene tulos vuoden 2025 ensimmäisellä vuosipuoliskolta jäi hyvin lähelle ohjeistuksen alalaita, eikä tuloksen arvioida paranevan merkittävämmän vuoden jälkimmäisellä puoliskollakaan. Yhtiö on kuluvankin vuoden aikana noudattanut kurinalaista suhtautumistaan tuotannon kustannuskilpailukykyyn: kapasiteettia on suljettu ja ilmoitettu suljettavaksi ja tuotantoa on rajoitettu markkinaolosuhteista johtuen. UPM-Kymmeneen sijoittaminen on seuraavan parin vuoden aikaperspektiivillä sijoitus maltillisesti kasvuinvestointeja toteuttavaan, nousevaa vapaata kassavirtaa tuottavaan ja houkuttelevaa osinkotuottoa tarjoavaan yhtiöön.

Stora Enso toteuttaa arviomme mukaan selvästi arvoa luovan jakautumisen. Ruotsin metsäomaisuuden eriyttäminen omaksi yhtiökseen selkeyttää merkittävästi yhtiön rakennetta. Laskelmiemme mukaan Stora Enson osakekurssi on suurelta osin perusteltavissa metsäomaisuuden arvolla, jolloin markkinat hinnoittelevat valmistavan toiminnan korostetun matalaan arvoon.

Metsä Boardin operatiivinen liikevoitto painuu arviomme mukaan tappiolliseksi vuonna 2025. Yhtiössä on hyvin voimakas tulosvipu myyntimäärien kasvuun sekä sellun ja kartonkien hintojen nousuun. Sellumarkkinoiden heikoin vaihe on arviomme mukaan ohitettu, mutta kartonkimarkkinoiden näkymät lähineljänneksille ovat yhä epävarmat. Metsä Board ilmoitti elokuun alussa käynnistävänsä merkittävän kannattavuuden parantamishojelman, jolla tavoitelt-

”

Ennustamme kaikille seurannassamme oleville metsäyhtiöille huomattavaa tulosparannusta vuodelle 2026.



Henri Parkkinen
Seniorianalyytikko
X: @ParkkinenHenri

laan 200 miljoonan euron vuotuista käyttökateparannusta. Tulosparannustavoite on mielestämme hyvin kunnianhimoinen. Ohjelman eteneminen on lähitulevaisuudessa osakkeen merkittävin ajuri.

Huhtamäen tulos on kehittynyt vakaasti kuluvan vuoden aikana. Merkittävin potentiaali vuonna 2026 on arviomme mukaan toimitusvolyymien kasvussa. Yhdysvaltain asettamat tuontitullit ovat tulkintamme mukaan myönteisiä Huhtamäen liiketoimintaedellytyksille. Yhtiö tuottaa Yhdysvalloissa tuotteita pääosin paikallisesti hankituista raaka-aineista ja paikallisesti myytäväksi. Tilanne tarjoaa edellytyksiä kasvattaa sekä markkinaosuutta että kannattavuutta.

Koskisen on kuluvana vuonna käynnistänyt täydentäviä investointeja Järvelän uuden sahan tuotannon nostamiseksi. Yhtiö on onnistunut puolustamaan katteitaan menestyksellisesti aikana, jolloin puun hinnat ovat olleet poikkeuksellisen korkeat. Yhtiön tulevien vuosien arvostuskertoimet ovat korostetun matalat.

LapWall on kärsinyt muiden puutuotevalmistajien tapaan rakennusmarkkinoiden heikkoudesta. Yhtiön arvon mukaan markkina-aktiiviteetti on paranemassa ja tilauskannan huomattava kasvu Q2:lla tukee tätä näkemystä. Pyhännän modernisoidun tehtaan tuotantolinjoja otetaan käyttöön syyskuusta alkaen ja arviomme mukaan alentaa valmistuksen yksikkökustannuksia merkittävästi. Nouseva tulos ja osinko nostavat osakkeen houkuttelevuutta.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko- tuotto 25e, %	Osinko- tuotto 26e, %
Huhtamäki	OSTA	38,00	30,04	15,5	11,9	3,8	4,0
Koskisen	LISÄÄ	9,80	8,86	13,6	7,6	3,1	5,3
LapWall	LISÄÄ	4,10	4,00	26,3	12,3	2,9	6,1
Metsä Board	LISÄÄ	3,70	3,16	-	16,0	1,6	4,7
Stora Enso	LISÄÄ	10,50	9,70	21,4	14,4	3,1	3,6
UPM-Kymmene	LISÄÄ	26,00	23,70	20,3	14,4	6,3	6,3

Lähde: OP Markets, Bloomberg

TOIMIALAKATSAUS

Rakentaminen ja kiinteistöt

Rakennussektorin haastavaa tilannetta kuvastaa yhä lasku-uralla oleva rakennuslupakehitys. Uudisasuntojen kysyntää rajoittaa yleisen epävarmuuden ohella uusien ja vanhojen asuntojen hintaerojen kasvu. Toimitila- ja infrarakentamisen näkymät ovat pääosin julkisten hankkeiden ansiosta paremmat, mutta myös kilpailu on kiristynyt. Kiinteistösijoitusmarkkinalla transaktioaktiiviteetin piristymisen ja tuottovaatimusten tasaantuminen tukevat osaltaan asuntosektorin käännettä, vaikka lyhyellä aikavälillä vuokrakehitys jatkuukin pehmeänä. Liikekiinteistöissä operatiiviset mittarit ovat säilyneet suhteellisen vakaina, mutta tasearvojen pitävyyteen kohdistuvat epävarmuustekijät ovat yhä huolenaihe.

Rakennussektorin heikosta tilanteesta huolimatta YIT:n tulos on arviomme mukaan vihdoin etenevässä parempaan suuntaan, mitä selittää kuitenkin pääosin heikot vertailuluvut. Asuntoliiketoiminnan kasvattaminen itäisessä Keski-Euroopassa tarjoaa mielenkiintoisia mahdollisuuksia, mutta tuloksen elvyttäminen historiallisille tasoille vaatisi ennen kaikkea Suomen asuntorakentamisen normalisoitu-

mista, jonka aikataulu on edelleen hämärän peitossa. Infrarakentamisen kannattavuutta on onnistuttu nostamaan kohtalaisen hyvälle tasolle, ja samaa tavoitellaan myös toimitilahankkeissa. Osake hinnoittelee mielestämme ylioptimistisesti tulostason vahvistumista ja velkaantuneisuuden alentumista, jonka myötä näemme riski/tuotto-suhteen epäedullisena.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko- tuotto 25e, %	Osinko- tuotto 26e, %
Citycon	VÄHENNÄ	3,60	3,53	6,1	7,1	0,0	0,0
Kojamo	OSTA	12,10	10,47	99,8	18,7	2,7	3,2
YIT	MYY	3,00	3,11	-	37,7	0,0	0,0

Kojamoa on rasittanut rahoituskustannusten nousu sekä markkinoiden ylitarjonta. Yhtiö onnistui alkuvuonna elvyttämään vuokrausasteensa yllättävän hyvälle tasolle maltillisilla vuokrasopeutuksilla, mikä tukee kassavirran kehitystä loppuvuoden aikana ja parantaa asemia kohti asteittain tasapainottuvaa markkinaa. Luottamuksemme asuntosijoitussektorin käännteeseen on kasvanut tuottovaatimusten tasaantuessa ja kansainvälisten sijoittajien aktiviteetin ollessa elpymässä. Kojamon osaketta hinnoitellaan tulos pohjaisesti verrokkeja alhaisemmin ja tase pohjaisesti turhan aggressiivisella alennuksella.

Kauppakeskuksiin keskittyneen **Cityconin** strategiset askeleet ovat olleet ristiriitaisia ja vaihtuvuus johdossa suurta. Taseen tervehdyttämiseen tähtäävästä divestointiohjelmasta luovuttiin pian sen jälkeen, kun investointitason luottoluokitus alennettiin roskalainaluokkaan. Yhtiö ilmoitti keväällä lopulta tyngäksi jääneestä omien osakkeiden osto-ohjelmasta, vaikka osingonjako oli päätetty jäädyttää tänä vuonna tase tavoitteiden tukemiseksi. Operatiivisesti liiketoiminta on jatkunut totutun vakaana, ja esimerkiksi vuokran korotuskyky on säilynyt positiivisena. Velkainen tase, kiinteistökannan arvostusriski sekä edessä olevien uudelleenrahoitusten myötä olemattomaksi jäävä tuloskasvu perustelevat varovaista suhtautumista osakkeeseen.

”

Rakennus- ja kiinteistösektorin lyhyen aikavälin näkymiä leimaa yhä epävarmuus, ja olosuhteiden vahvistumisen aikataulu on hämärän peitossa.



Joona Harjama
Analyttikko
X: @JHarjama



TOIMIALAKATSAUS

Teknologia

Teknologiasektorin kasvunäkymät ovat lupaavat, mutta tullien luoma epävarmuus ja Yhdysvaltain dollarin heikentyminen heijastuvat tänä vuonna usean yhtiön tuloslukuihin. Olemme edelleen optimistisia alla olevasta kysynnästä ja usealla sektorin nimellä on hyvät kasvuedellytykset, kun ulkoisten tekijöiden luoma vastatuuli poistuu.

Nokian operatiivinen suoriutuminen on ollut tänä vuonna pitkälti ennako-odotusten mukainen, mutta Yhdysvaltain dollarin nopea heikentyminen ja tullit ovat painaneet tulosta. Odotamme markkinakysynnän jatkuvan hyvällä tasolla Verkkoinfrastruktuuri-liiketoiminnassa ja ensi vuonna yritysosto Infineonin mahdollistamat synergiat vahvistavat tulosta. Marraskuun pääomamarkkinapäivässä Nokia antaa suuntaviivat lähivuosien strategisille valinnoille. Varsin maltillisillakin oletuksilla Nokian tulisi yltää ensi vuonna tulosparannukseen, ja osakkeessa on näkemyksemme mukaan selkeää nousupotentiaalia.

Bittiumin markkina-arvo on lähes kaksinkertaistunut kuluvan vuoden aikana. Defence & Securityn näkymä on erinomainen nykyisessä turvallisuuspoliittisessa ympäristössä. Neuvottelupöydällä on sopimus Espanjan puolustusvoimien kanssa ja käsityksemme

mukaan tarjouspyyntöjä on tullut useista muistakin maista. Myyntisyklit ovat kuitenkin todella pitkiä, ja mahdolliset sopimukset realisoituvat liikevaihdoksi todennäköisesti pitkällä viiveellä, mikä luo haasteen osakkeen arvonmääritykselle. Suotuisista näkymistä huolimatta osake on mielestämme kallis.

Qt on kärsinyt sektorilla selkeimmin Yhdysvaltojen tullien luomasta epävarmuudesta, kun asiakasyritykset ovat lykänneet hankintapäätöksiään. Ulkona oleva tarjouskanta on kuitenkin sen verran massiivinen, että liiketoiminnan pitäisi palata kasvu-uralle lähineljänneksinä. Odotamme liikevaihdon kasvuvauhdin jäävän kuitenkin selkeästi alle viime vuosien tason, mikä painaa hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Kasvuvauhdin kiihdyttämisen ohella yritysosto I.A.R Systemsin onnistunut integrointi on Qt:n johdon seuraava iso ponnistus.



Kimmo Stenvall
Seniorianalyttikko
X: @KimmoStenvall

”

Varsin maltillisillakin oletuksilla Nokian tulisi yltää ensi vuonna tulosparannukseen, ja osakkeessa on näkemyksemme mukaan selkeää nousupotentiaalia.

Revenion vuosi on ollut vahva ja odotamme yhtiön etenevän kasvu-uralla myös jatkossa, vaikka tulit luovat epävarmuutta loppuvuonna tärkeällä Pohjois-Amerikan markkinalla. Tuoteportfolio on kuitenkin hyvässä iskussa ja hinnoitteluvoima on vahva, joten olemme optimistisia Revenion sekä lyhyen että pitkän aikavälin tulosnäkymistä.

Tietoevry on kärsinyt pitkään vaisusta kysynnästä keskeisissä liiketoiminnoissa. Lisäksi pitkään odotettu Tech Servicen strateginen arviointi päättyi liiketoiminnan myyntiin varsin vaatimattomalla hinnalla. Odotamme yhtiön laskevan osinkoaan vuonna 2025, sillä nykyinen rakenne ei mahdollista entisen kaltaista voitonjakoa. Syksyn pääomamarkkinapäivässä yhtiölle tulisi määritellä strategia ja realistiset taloudelliset tavoitteet lähivuosille. Pienikin positiivinen uutisvirta toisi hyvän nosteen alas painettuun osakkeeseen.



Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko- tuotto 25e, %	Osinko- tuotto 26e, %
Bittium	VÄHENNÄ	11,30	12,16	45,5	31,0	0,4	0,4
Enento Group	OSTA	21,00	15,08	28,3	19,1	6,6	6,6
Ericsson (SEK)	OSTA	87,00	73,94	12,1	11,6	3,9	4,0
F-Secure	OSTA	2,10	1,64	13,4	12,5	2,4	3,6
Modulight	LISÄÄ	1,60	1,28	-	-	0,0	0,0
Nokia	OSTA	4,50	3,75	13,0	10,6	4,0	4,3
Qt Group	OSTA	52,00	46,36	27,8	21,5	0,0	0,0
Revenio Group	LISÄÄ	28,00	23,30	31,8	24,1	1,8	1,9
TietoEVRY	OSTA	19,00	15,67	24,9	13,7	6,4	8,0
WithSecure	-	1,70	1,69	-	-	0,0	0,0

Lähde: OP Markets, Bloomberg

TOIMIALAKATSAUS

Teleoperaattorit ja media

Mediayhtiöiden kurssikehitys on ollut suotuisan tuloskehityksen sekä lupaavien näkymien ansiosta väkivahvaa, ja näkemyksemme säilyy positiivisena molemmista nimistä. Teleoperaattoreista Telian tarina on tällä hetkellä Elisaa kiehtovampi.

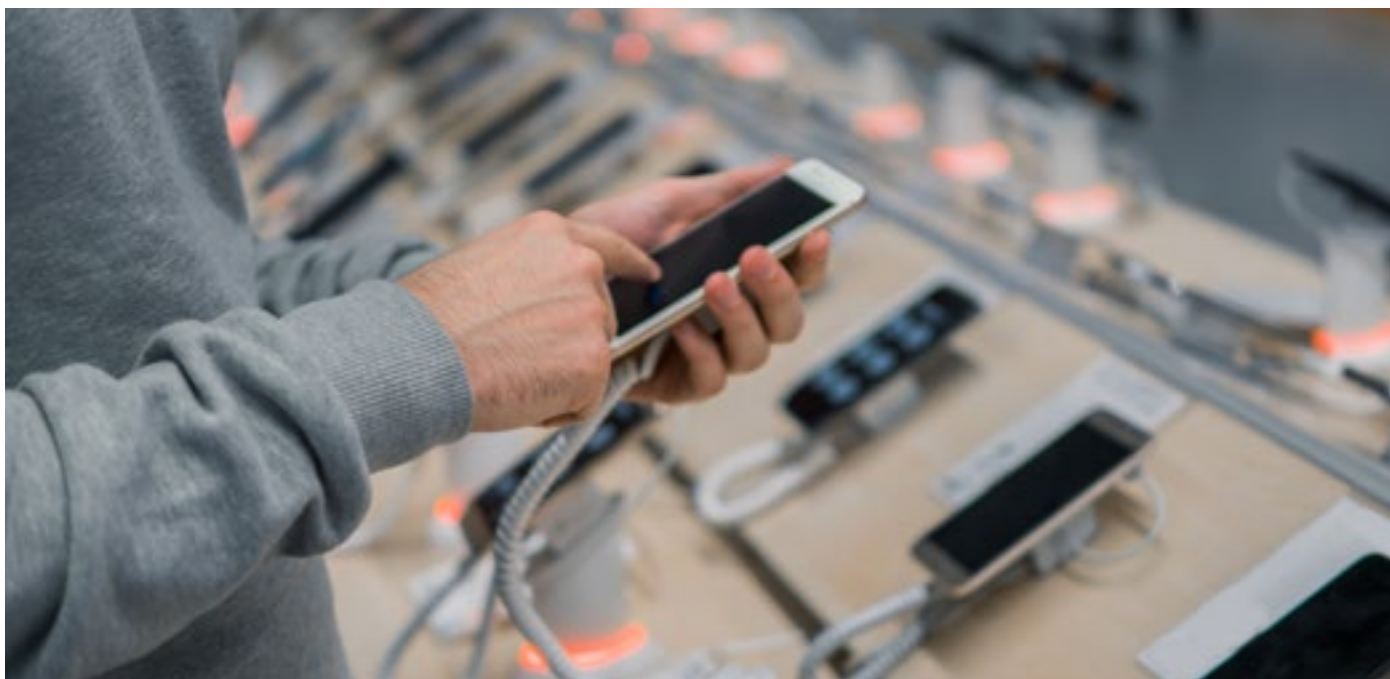
Alma Median suorituskyky on jatkunut vakuuttavana, ja yhtiö on kasvattanut tulostaan jo neljä kvartaalia perätysten. Suorituksesta erityisen hyvän tekee se, että yhtiön markkinapaikat painottuvat rekrytointiin, asumiseen ja autoiluun, joista kaikki ovat hyvin alltiita yleisen taloussuhdanteen vireystilalle. Yhtiön kustannusrakenne on myös osoittautunut varsin joustavaksi. Lisäksi palveluportfoliota täydentäneet yritysostot sekä aktiivinen palvelukehitys ovat tukeneet hinnoitteluvoimaa. Oikaistu liikevoitto on alkuvuoden jälkeen merkittävästi vertailukautta edellä, jonka myötä näemme positiivisen tulosvaroituksen mahdollisuuden olevan loppuvuoden aikana koholla.

Myös **Sanoman** tuloskehitys on ollut positiivista alkuvuoden aikana, ja osake tarjoaa sijoittajalle suojaa maailman myllerryksessä varsin defensiivisen oppimateriaaliliiketoiminnan ansiosta. Yhtiö etenee määrätietoisesti kohti vuosiin 2026–2027 osuvaa eurooppalaisen oppimateriaalimarkkinan huippusykliä, joka tarjoaa yhtiölle poikkeuksellisen vahvan kasvualustan. Tuloskasvunäkymän ansiosta osakkeessa on mielestämme edelleen nousuvaraa.

Lyhyellä aikavälillä vastatuulta sekä Alma Medialle että Sanomalle tuo mainosmarkkinan alakulon venyminen, missä käänne on yhä hämärän peitossa. Perinteisen medialiiketoiminnan osuus on nykyään kuitenkin vain murto-osa molempien yhtiöiden arvosta.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko- tuotto 25e, %	Osinko- tuotto 26e, %
Alma Media	LISÄÄ	14,00	13,80	19,4	17,3	3,4	3,6
Elisa	VÄHENNÄ	47,00	44,88	18,7	18,1	5,3	5,5
Sanoma	LISÄÄ	11,30	10,92	19,8	13,8	3,8	4,0
Telia	LISÄÄ	3,30	3,19	18,5	18,6	5,7	5,7



Telian rakenne on viimein muuttunut parempaan suuntaan, ja näkemyksemme yhtiöstä on muuttunut positiivisemmaksi. Ongelmallinen medialiiketoiminta meni kaupaksi hyvään hintaan, ja markkina-asema vahvistuu tärkeällä Ruotsin markkinalla, mikäli kilpailuviranomaiset hyväksyvät laajakaistaoperaattori Bredband2-yritysoston. Palveluliikevaihdon kasvun ja merkittävien kustannussäästöjen seurauksena tulokasvu on ollut ripeää. Kassavirta on kuitenkin edelleen vaatimattomalla tasolla ja jarruttaa osakkeen arvonnousua. Osakkeen tuottopotentiaali on kuitenkin näkemyksemme mukaan Elisaa parempi tällä hetkellä.

Elisa on jatkanut tasaista tulokasvua usean vuoden ajan, mutta nyt edessä on arviomme mukaan hieman heikompi kausi. Suomen matkaviestinmarkkina on ollut erinomainen tulokasvun lähde Elisalle usean vuoden ajan. Vähittäishinnat ovat kuitenkin nousseet tasolle, joka on luonut tilaa uusille virtuaalioperaattoreille. Tämän myötä kilpailuasetelma on kiristymässä ja vaikka Elisan tuoreet tietoturvapalvelut luovat arvoa asiakkaalle, on hintoja vaikea korottaa tulevaisuudessa. Tulokasvun hidastuessa Elisan arvostuspremio sektorin sisällä voi maltillistua oleellisesti pitkällä aikavälillä.



Kimmo Stenvall
Seniorianalytikko
X: @KimmoStenvall



Joona Harjama
Analytikko
X: @JHarjama



Mediayhtiöiden veto jatkuu vahvana heikossakin markkinassa.

TOIMIALAKATSAUS

Terveydenhuolto

Terveydenhuoltosektorilla tuloskehitys on jatkunut vahvana erityisesti Orionin ja Pihlajalinnan vetämänä. Orionin kurssi on noussut voimakkaasti eturauhassyöpälääke Nubeqan odotettua voimakkaamman myynnin kasvun seurauksena, mutta myös uusien tuotekehitysaihioiden ja muiden segmenttien vahvan kehityksen myötä. Terveyspalveluyhtiöistä Pihlajalinnan kannattavuuskäänte on jatkunut vahvana ja lisäksi yhtiön keväällä julkaisema uusi strategia antoi lisäväriä mahdollisuuksista parantaa kannattavuutta vielä merkittävästi nykyiseltä tasolta. Terveystalossa uskomme puolestaan suurimpien kannattavuusparannusten olevan jo takana, minkä myötä sijoittajien katse kohdistunee enemmän liikevaihdon kehitykseen. Koko sektorin näkymät ovat edelleen mielestämme hyvät tuloskasvun suhteen, mutta arvostustasot ovat kiristyneet selvästi.

Orionin kehitys on alkuvuoden aikana ylittänyt markkinoiden odotukset Nubeqan myynnin kasvettua selvästi odotuksia jyrkemmällä kulmakertoimella. Lisäksi yhtiö on saanut tuotekehitysputkeen uuden faasi III -lääkkeen, suun kautta otettavan lääkkeen sydämen vajaatoimintaan. Orionin muut segmentit ovat myös kasvaneet lupaavasti ja esimerkiksi Branded Products -segmentissä on kasvanut Eas-yhaler-astmalääkkeen vetämänä kaksinumeroisilla luvuilla. Positiivinen uutisvirta on nostanut osakkeen kurssia merkittävästi, ja näkemyksemme mukaan seuraavat ajurit ovatkin mahdolliset positiiviset indikaatiot käynnissä olevista tutkimushankkeista tai Nubeqan kasvun kiihtyminen entisestään.

Terveystalon alkuvuosi on sujunut kaksijakoisesti. Yhtiö on pystynyt parantamaan kannattavuuttaan edelleen merkittävästi viime vuodesta, mutta samalla yhtiön liikevaihto on laskenut ensimmäistä kertaa myös ydinliiketoiminoissa eli terveydenhuollon palveluissa. Sijoittajat säikähtivät hidastunutta kasvua ja yhtiön osakekurssi onkin laskenut noin 15 % kevään huipuista, pyyhkien käytännössä koko alkuvuoden tuotot pois. Näkemyksemme mukaan terveydenhuollon palveluissa markkinan kasvu kuitenkin jatkuu, joten arvioimme alkuvuoden heikkouden olevan ainakin osittain väliaikaista.



Matti Kaurola
Analytikko

”

Koko sektorin näkymät ovat edelleen mielestämme hyvät tuloskasvun suhteen, mutta arvostustasot ovat kiristyneet selvästi.



Pihlajalinnan kannattavuus on jatkanut positiivista kehitystä sekä yksityisissä että julkisissa terveyspalveluissa. Lisäksi yhtiö on jatkanut kasvuaan erityisesti yksityisissä työterveys- ja vakuutusasiakkaissa, vaikka Pihlajalinna menetti Q2:n aikana yhden merkittävän työterveysasiakkuuden. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on edelleen merkittävää

kasvupotentiaalia erityisesti yksityisissä palveluissa, minkä lisäksi julkisen ulkoistusmarkkinan arvioidaan myös avautuvan lähivuosina. Pihlajalinnalla on myös edelleen eväät jatkaa kannattavuuden parantamista erityisesti yksityisissä terveyspalveluissa operatiivisen tehokkuuden ja sopimuskannan uusiutumisen myötä.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko- tuotto 25e, %	Osinko- tuotto 26e, %
Orion	LISÄÄ	70,50	67,35	17,6	21,5	2,7	3,0
Pihlajalinna	LISÄÄ	17,30	16,25	9,7	9,5	3,1	3,7
Terveystalo	OSTA	12,90	10,42	12,2	11,2	6,2	6,7

Lähde: OP Markets, Bloomberg

TOIMIALAKATSAUS

Muut

Aspon strategia kohti portfolion selkeyttämistä otti merkittävän askeleen eteenpäin, kun Leipurin myytiin ruotsalaiselle Lantmännenille hyvällä hinnalla. Myynnistä saatavat varat voidaan hyödyntää Telkon uusiin yritysostoihin fragmentoituneilla kemikaali-markkinoilla. ESL Shipping hyöttyy uusista polttoainetehokkaista Coaster-aluksista, jonka ohella teollisuuden piristyvän aktiviteetin odotetaan hiljalleen parantavan segmentin tulosta.

Finnairin pitkittyneet työtaistelut ovat jääneet taakse, mutta ne käytännössä pilaavat vuoden 2025 tuloksen. Kookkaiden välittömien vaikutusten lisäksi työtaisteluilla on myös välillisiä vaikutuksia asiakastytyväisyyteen ja -luottamukseen. Yhtiö laski ohjeistustaan kesällä. Asiakasluottamuksen palautuminen sekä yhtiön kyky puolustaa kannattavuutta ovat keskeisiä mielenkiinnon kohteita loppuvuonna, sillä mm. laskeutumis- ja navigointihinnoissa sekä uusiutuvaan lentopolttoaineeseen liittyvissä kustannuksissa on nousupainetta.

Yhtiökohtaiset suositukset ja tunnusluvut

	Suositus	Tavoite- hinta €	Kurssi €	P/E 25e	P/E 26e	Osinko- tuotto 25e, %	Osinko- tuotto 26e, %
Aspo	LISÄÄ	6,20	5,78	10,4	7,5	5,2	6,1
Finnair	VÄHENNÄ	2,50	3,08	38,0	9,0	3,9	4,2
Kemira	OSTA	22,00	19,43	12,8	12,5	3,9	3,9
KH Group	VÄHENNÄ	0,53	0,54	-	19,5	0,0	0,0
Lassila & Tikanoja	LISÄÄ	10,70	10,22	11,3	10,8	5,2	5,5
Nurminen Logistics	LISÄÄ	1,20	1,05	9,5	7,5	6,7	7,6

Lähde: OP Markets, Bloomberg



Henri Parkkinen
Seniorianalyttikko
X: @ParkkinenHenri



Joonas Häyhä
Seniorianalyttikko



Joona Harjama
Analyttikko
X: @JHarjama



Matti Kaurola
Analyttikko

Kemiran liiketoiminta-alueiden markkinakehitys on poikennut kuluneen vuoden aikana merkittävästi toisistaan. Vesikäsittelykemikaalien kysyntä on kasvanut ja kannattavuus on ollut totutun hyvää tasoa. Metsäteollisuuden normaalia alhaisemmilla tuotantomäärillä on puolestaan ollut heikentävä vaikutus pakkauskartonki- ja selluteollisuudessa käytettävien kemikaalien toimitusmääriin. Yhtiön arvostus on yhä perusteettomasti verrokkiyhtiöitä edullisempi.

KH Groupin tilanne on jatkunut hyvin monitahoisena. Strategian kulmakivi KH-Koneet on jatkanut vahvaa kasvuaan, mutta kannattavuus sakkasi kevätkvartaalilla pahasti. Mikäli kehitystä ei onnistuta oikaisemaan nopeasti, on tulosvaroituksen riski loppuvuonna ilmeinen. Myynnissä olevan Indoor Groupin vaikeudet ovat syventyneet heikon huonekalukaupan markkinasyklin painamana ja divestoinnin toteutus järkevin ehdoin vaikuttaa haasteelliselta.

Lassila & Tikanojan osittaisjakautuminen lähestyy. Kiinteistöpalvelut ollaan eriyttämässä vuodenvaihteessa omaksi yhtiöksi, jonka nimeksi on tulossa Luotea. Suomen kiinteistöpalveluiden kannattavuuskäänne on edennyt vakuuttavasti, ja näitä oppeja pyritään jatkossa soveltamaan Ruotsin tappioiden oikaisemiseksi. Kiertotalous-liiketoiminnan tulokunto on säilynyt pehmeän kysyntäympäristön keskellä vakaana. Pidämme edessä olevaa rakennejärjestelyä lähtökohtaisesti arvoa luovana, sillä arviomme mukaan kiertotalousliiketoiminnalle hyväksyttäisiin erillisenä kokonaisuutena selvästi nykyistä korkeammat arvostuskertoimet.

Nurminen Logistics on ottanut kansainvälisen rautatieliiketoiminnan kasvua painottavassa strategiasaan määrätietoisia askeleita eteenpäin. Essinge Rail-yritysoston myötä kansainvälinen reittivalikoima ja kuljetettävien tavararyhmien kokonaisuus on monipuolistunut. Orgaaninen kasvukuva on toistaiseksi hataralla pohjalla, mutta kysynnän vahvistuessa yhtiöllä on selvästi aiempaa paremmat valmiudet kasvun kiihdyttämiseksi. Vahva kassavirta ja toimialalle erinomainen kannattavuus voisivat oikeuttaa nykyistä korkeammat arvostuskertoimet.

KORKOMARKKINAT

Korkosijoituksissa yhä mielekkäitä tuottopotentiaalin lähteitä

Kuluvan vuoden pääteemana vallinnut Yhdysvaltojen tullisaaga on ylläpitänyt epävarmuutta myös korkomarkkinoilla. Korkosijoitusten tarjoamat tuottotasot ovat maltillistuneet, mutta nämä tuovat yhä varteenotettavaa tuottopotentiaalia ja hajautushyötyä osakesijoitusten rinnalle. Houkuttelevin tuotto/riski -potentiaali löytyy eurooppalaisista alhaisemman luottoluokituksen High Yield -yrityslainoista.

Kuluva vuosi on ollut Euroopassa korkosijoituksille verrattain hyvä ajanjakso, vaikka tuotot ovatkin jääneet osakemarkkinoiden poikkeuksellisen vahvan alkuvuoden varjoon. Euroalueen yleinen korkotaso on kehittynyt pitkälti vaakaasuuntaisesti kuluvan vuoden aikana, mutta yrityslainojen riskilisät ovat selvästi vuoden vaihdetta tiukemmalla tukien korkosijoitusten tuottokehitystä. Korkosijoitusten tuotot seuraavat käänteisesti korkotason muutoksia eli korkojen nousu heikentää ja korkojen lasku kasvattaa korkosijoituksesta saatavia kokonaistuottoja.

Euroalueen korkeampiriskisissä High Yield -yrityslainoissa kokonaistuotto on vuoden alusta ollut noin reilu 4 %, joka on verrattain kohtuullinen tuottolukema suhteessa 10 vuoden historiaan. Matalampiriskisissä Investment Grade -yrityslainoissa tuotot ovat olleet noin 2,5 %, kun taas valtiolainasijoitusten tuotot ovat jääneet nollan tuntumaan.

Euroalueen korkonäkymä on tuleville kuukausille vakaa. Euribor-korkojen odotetaan polkevan reilun 2 %:n nykytasojensa tuntumassa, emmekä näe pidem-



Ilkka Saksa
Seniorstrategi

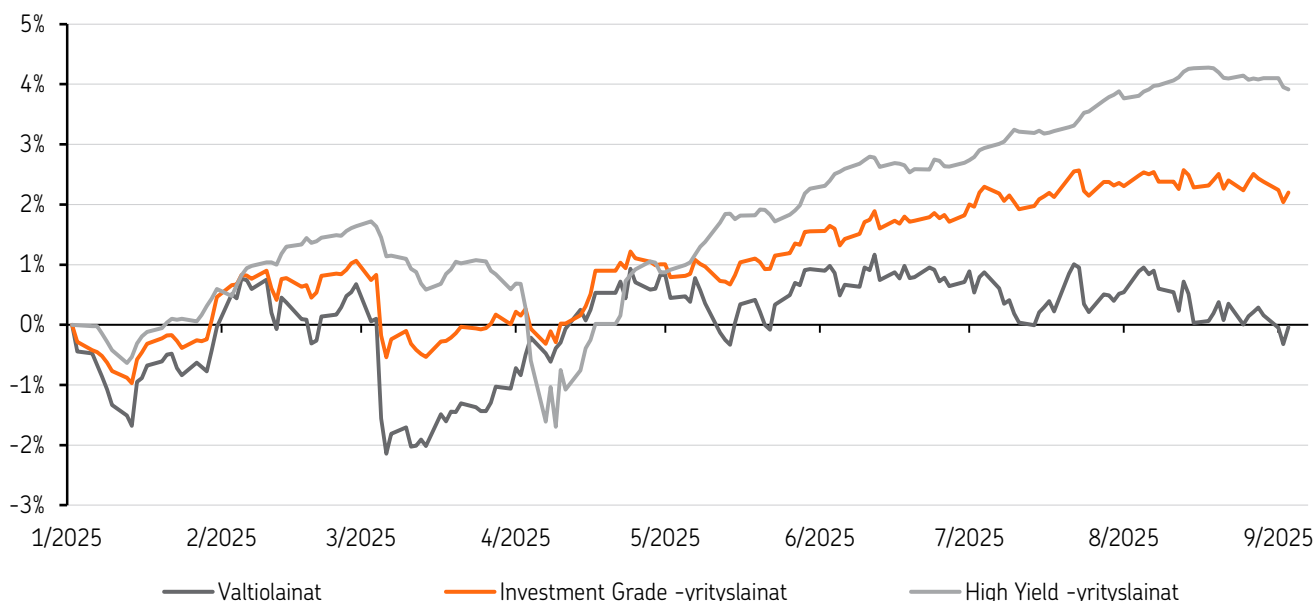


Carlo Gylling
Analyttikko
X: @GyllingCarlo

”

Korkosijoitusten tarjoamat tuottotasot ovat maltillistuneet, mutta nämä tuovat yhä varteenotettavaa tuottopotentiaalia ja hajautushyötyä osakesijoitusten rinnalle.

Euromääräisten korkosijoitusten kokonaistuotot vuonna 2025



Lähde: OP Markets, Bloomberg

missäkään koroissa merkittävää muospainetta. Vaikka talous- ja markkinanäkymiin liittyy edelleen lukuisia epävarmuuksia, odotamme korkokehityksen säilyvän ilman uusia shokkeja verrattain ennustettavana.

Lähiajan korkokehitystä määrittävään keskuspankinäkymään on saatu viime kuukausina kauan kaivatua selkeyttä. EKP on arviomme mukaan saavuttanut koronlaskusyklinsä päätapisteen ja tavoitetasolle vakautuva inflaatio antaa keskuspankille mahdollisuuden tarkkailla rauhassa talouden ja inflaation kehitystä. EKP:n tekemät koronlaskut ja pahimpien kauppareskien väistyminen ruokkivat investointien asteittaista virkistymistä, mutta viennin vauhti ja kuluttajien varovaisuus säilyttävät kasvuodotukset vaisuina hilliten inflaatiopaineiden kasaantumista.

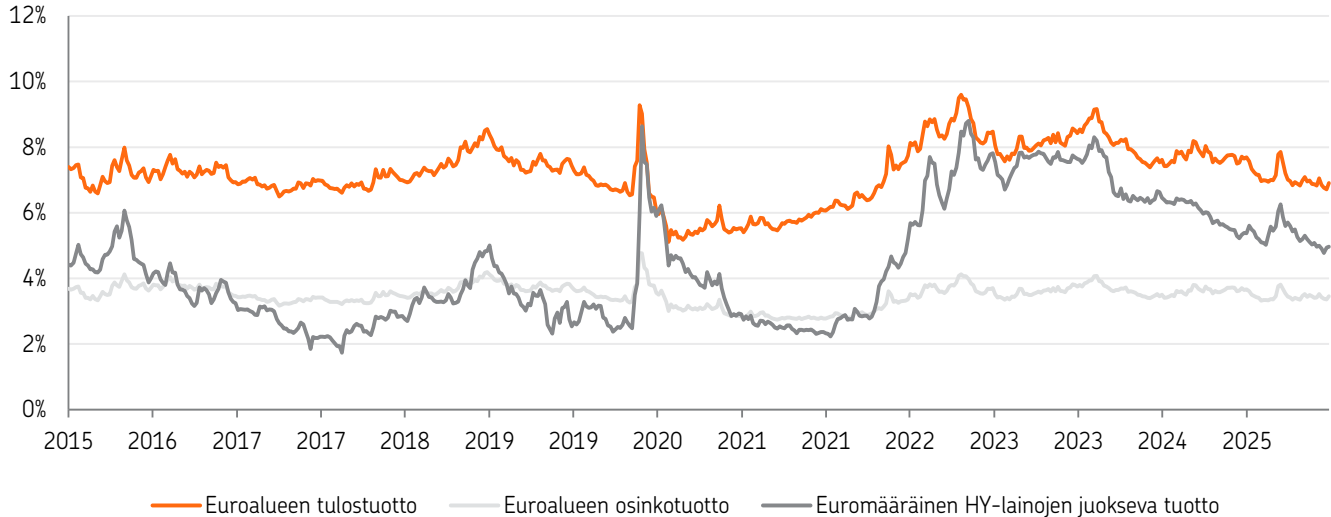
Yhdysvalloissa akuuteimmat riskit tuontitullien aiheuttamista inflaatiopaineista ovat helpottaneet samalla kun huolet talousvireen pehmenemisestä ovat nousseet vahvemmin pinnalle. Keskuspankki Fed on pysynyt tiukkana kovan poliittisen painostuksen alla, mutta keskuspankki on kaiken kaikkiaan vaikeassa

tilanteessa. Fedin pitää olla varuillaan tuontitullien aiheuttamien inflaatiopaineiden kanssa, mutta samalla pyrkiä tukemaan talouden hiipuvaa viretilaa. Odotamme keskuspankin palaavan yhdeksän kuukauden tauon jälkeen takaisin varovaisen koronlaskujen tielle ja keskuspankin laskevan ohjaukorkokseen yhteensä prosenttiyksiköllä ensi vuoden kesään mennessä. Tuleva rahapolitiikkapolku on kuitenkin vahvasti sidoksissa tuontitullien konkretisoituville vaikutuksille.

Rahoitusolosuhteiden keventyminen tukee yritysten velanhoidokykyä ja alhaisempi rahoituksen hinta parantaa kannattavuutta viiveellä. Tulokasvunäkymät säilyvät erityisesti Euroopassa yhä maltillisina kauppasodan tuomien epävarmuustekijöiden seurauksena. Yrityslainojen riskilisät ovat painuneet tuontitullidraaman aiheuttaman nousun jälkeen alkuvuoden tasojen alapuolelle, ja tuottopotentialin paras puhti on jo selkeästi takanapäin.

Maltillistuneesta tullinäköymästä huolimatta näemme yrityslainojen antavan edelleen kohtuullisen suojan luottotappioita sekä korkonäkymään liittyvää epävarmuutta vastaan. Houkuttelevin tuotto/riski -suhde

Euroalueen ennustettu tulos- ja osinkotuotto sekä High Yield -lainojen juoksevat tuottotasot



Lähde: OP Markets, Bloomberg

on näkemyksemme mukaan edelleen High Yield -yrityslainoissa. Etenkin eurooppalaiset High Yield -lainat tarjoavat kiinnostavaa noin 5 %:n juoksevaa tuottotasoa. Korkean luottoluokituksen Investment

Grade -lainoissa vastaava taso on noin 3 %. Luottotappionäkymiin ja valuuttarisktiin liittyvät tekijät liudentavat Yhdysvaltojen High Yield -lainojen korkeamman tuottotason houkuttelevuutta.

ETF-VALINTA

Euromääräiset High Yield -yrityslainat EUR High Yield Corporate Bond UCITS ETF 1C

ETF sijoittaa euromääräisiin matalamman luottoluokituksen High Yield -yrityslainoihin. High Yield -yrityslainat tarjoavat tuottohakuiselle sijoittajalle yleisen korkotason päälle merkittävää lisätuottoa korkeamman luottoriskin kantamisesta. High Yield -yrityslainojen juokseva tuotto on noin 5 %:n tasolla, mikä antaa mielekästä suojaa korkean riskin lainoille tyypillisiä luottotappioita vastaan. ETF tarjoaa houkuttelevaa ja kohtalaisen ennustettavaa tuottopotentiaalia osakemarkkinoita maltillisemmalla riskillä.

[Sijoita tuotteeseen op.fi:ssä ISIN-koodilla LU1109943388](#)

OP Analyysi

Tämän julkaisun takana on kymmenen hengen analytikkotiimi, joka seuraa 70 suomalaista pörssiyritystä 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
Yrityslainat



Henri Parkkinen
Seniorianalytikko
X: @ParkkinenHenri

Energia
Kemia
Metsäteollisuus



Kimmo Stenvall
Seniorianalytikko
X: @KimmoStenvall

Teknologia
Teleoperaattorit



Carlo Gylling
Analytikko
X: @Gyllingcarlo

Yrityslainat



Joona Harjama
Analytikko
X: @JHarjama

Kiinteistöt ja rakentaminen
Media
Metalli



Matti Kaurola
Analytikko

Elintarvikkeet
Terveystuotteet



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