

## Nousuvara supistunut osakekurssin kohottua

Toistamme Talenomin 13,5 euron tavoitehinnan, mutta laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta) näkemämme nousuvaran supistuttua osakekurssin nousun mukana. Mielestämme arvostustaso on tällä hetkellä kohtuullinen ja riski/tuotto-suhde edelleen selvästi positiivinen. Isossa kuvassa ei ole tapahtunut muutoksia ja pidämme Talenomia edelleen erittäin hyvänä sijoituksena yhtiön voittaessa markkinaosuuksia murroksessa olevalla tilitoimistoalalla vahvojen kilpailuetujensa ansiosta.

### Arvostustaso lähestyy yhtiölle perusteltua tasoa

Talenomin osake on noussut edellisestä päivityksestä lähes 9 %, mikä on supistanut osakkeen nousuvaraa. Talenom itse on kehittynyt odotuksiemme mukaisesti ja H1-raportin julkaisun jälkeen yhtiö on kertonut kahdesta uudesta franchising-pisteestä (Mikkeli ja Laukaa). Ketjun laajeneminen on ollut odotettua (nyt 10 toimipistettä), emmekä ole tehneet päivityksen yhteydessä muutoksia ennusteisiimme. Osakekurssin noususta huolimatta arvostustaso on mielestämme edelleen kohtuullinen (2018e P/E 18x, EV/EBITDA yli 9x ja osinkotuotto 2,8 %) huomioiden Talenomin vahva asema kasvavalla (2001-2015: CAGR 5,2 %), defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistoalalla. Suurta nousuvaraa emme arvostuskertoimissa näe, mutta yhtiön lähivuosien tuloskasvu tulee tarjoamaan osakkeelle positiivisen ajurin. Mielestämme yhtiön riskit ovat hyvin kohtuullisia, kun tuotantolinja on todistanut toimivuutensa. Toimiala itsessään on hyvin defensiivinen ja digitalisaation tuomaan murrokseen Talenom on erittäin hyvin asemoitunut.

### Tuloskasvu pitää osakkeen tuotto-odotuksen hyvänä lähivuosina

Talenomilla on vahva track-record kannattavasta kasvusta. Liikevaihto on kasvanut 2004-2016 keskimäärin 14,4 % vuodessa ja arvioimme yhtiön yltävän ainakin 12-13 %:n vuosikasvuun myös tulevaisuudessa. Kannattavuus on noussut uudelle tasolle, kun kirjanpidon tuotantolinjan tuomat tehokkuushyödyt ovat alkaneet näkyä raskaiden investointien jälkeen. Vuonna 2017 käyttökatemarginaali on arviomme mukaan 23,3 % (ohjeistus 22-24 %) ja mielestämme tämä taso on hyvin kestävä myös tulevaisuudessa. Arvioimme liikevoiton kasvavan 2018-2020 keskimäärin noin 15-16 %:n vauhtia (CAGR-%) ja osakekohtaisen tuloksen kasvun pitäisi olla hieman tätä nopeampaa eli noin 17 %:n tahtia vuosittain. Osingon arvioimme kasvavan noin 24 %:n vauhtia 2017-2020.

### Talenom kuuluu tilitoimistoalan murroksen voittajiin

Tilitoimistoalan isossa kuvassa ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia. Ala on Suomessa erittäin fragmentoitunut: tilitoimistoja on noin 4300 ja kahdeksan suurinta toimijaa pitävät hallussaan vain noin 30 % vajaan miljardin euron kokonaismarkkinasta. Kilpailu on ollut yleisesti paikallista ja henkilösuhdevetoista, mutta ala on murroksessa ja skaalaetujen merkitys kasvaa koko ajan. Tärkeimpiä muutosajureita ovat taloushallinnon voimakas sähköistyminen, digitalisaation vahvistama IT-järjestelmien ja ohjelmistojen merkitys, kirjanpitäjien rutiinitehtävien automatisointi sekä asiantuntija- ja lisäpalveluiden merkityksen kasvaminen. Näin ollen ala tulee keskittymään suurille yhtiöille, jotka saavat merkittäviä skaalaetuja digitalisaation ja automatisaation kautta. Talenom kuuluu alan edelläkävijöihin ja mielestämme yhtiön palvelukeskusmalli, kirjanpidon pitkälle automatisoitu tuotantolinja ja palveluvalikoima antavat sille selkeän kilpailuedun, minkä vuoksi Talenom tulee arviomme mukaan kasvattamaan markkinaosuuttaan (nyt <4 %) voimakkaasti vuosien kuluessa.

### Analyttikko

Juha Kinnunen  
+358 40 778 1368  
juha.kinnunen@inderes.fi



### Suositus

Lisää



Edellinen: Osta

**Tavoitehinta 13,50 EUR**

Edellinen: 13,50



Lähde: Reuters

**Eiillisen päätös 12,48 EUR**

**12 kk vaihteluväli 5,78-12,98 EUR**

**Potentiaali 8,2 %**

### Ohjeistus

Talenom arvioi vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan 11,5-13,5 % (2016: 12,0 %) ja käyttökateprosentin olevan 22-24% (2016: 18,5 %, IFRS) liikevaihdosta.

**Ohjeistusmuutos: Ennallaan**

### Avainluvut

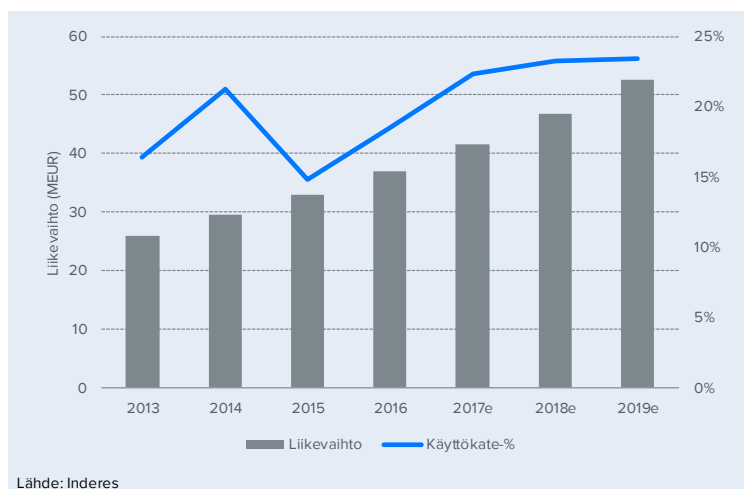
	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinkotuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	37,0	4,2	11,3 %	3,6	0,43	0,20	1,8	9,9	16,1	16,9	2,8 %
2017e	41,5	5,3	12,8 %	4,8	0,56	0,30	2,5	11,1	18,3	20,6	2,4 %
2018e	46,7	6,4	13,7 %	5,9	0,69	0,35	2,2	9,3	15,9	18,0	2,8 %
2019e	52,5	7,4	14,0 %	6,9	0,81	0,48	1,9	8,1	13,5	15,5	3,9 %
Markkina-arvo, MEUR			85,0	OPO / osake 2017e, EUR			2,08	CAGR EPS, 2016-2019, %			24 %
Nettovelka 2017e, MEUR			17,7	P/B 2017e			6,0	CAGR kasvu, 2016-2019, %			12 %
Yritysarvo (EV), MEUR			102,8	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			125,1 %	ROE 2017e, %			29,7 %
Taseen koko 2017e, MEUR			45,0	Omavaraisuusaste 2017e, %			31,7 %	ROCE 2017e, %			15,1 %

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	H1'16	H2'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>33,0</b>	<b>19,3</b>	<b>17,7</b>	<b>37,0</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>	<b>9,8</b>	<b>10,3</b>	<b>41,5</b>	<b>46,7</b>	<b>52,5</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>	<b>2,8</b>	<b>6,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>9,3</b>	<b>10,9</b>	<b>12,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-6,2	-1,3	-1,3	-2,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-3,9	-4,5	-5,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>7,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,4</b>	<b>7,4</b>
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,3	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>3,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>
Verot	0,0	-0,5	-0,2	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-1,2	-1,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,12</b>	<b>0,28</b>	<b>0,14</b>	<b>0,43</b>	<b>0,20</b>	<b>0,18</b>	<b>0,09</b>	<b>0,13</b>	<b>0,61</b>	<b>0,69</b>	<b>0,81</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,47</b>	<b>0,28</b>	<b>0,14</b>	<b>0,43</b>	<b>0,20</b>	<b>0,14</b>	<b>0,09</b>	<b>0,13</b>	<b>0,56</b>	<b>0,69</b>	<b>0,81</b>

Tunnusluvut	2015	H1'16	H2'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	11,6 %	15,2 %	8,8 %	12,0 %					12,3 %	12,5 %	12,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-90,3 %	158,8 %	-308,1 %	1265,0 %					34,5 %	13,9 %	15,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	14,8 %	20,7 %	16,0 %	18,5 %	26,5 %	21,7 %	19,5 %	21,4 %	22,3 %	23,3 %	23,5 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	0,9 %	13,8 %	8,5 %	11,3 %	17,2 %	15,3 %	9,4 %	11,8 %	13,5 %	13,7 %	14,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	-7,4 %	10,0 %	5,5 %	7,9 %	12,7 %	9,1 %	6,4 %	8,5 %	9,3 %	10,1 %	10,4 %

Lähde: Inderes

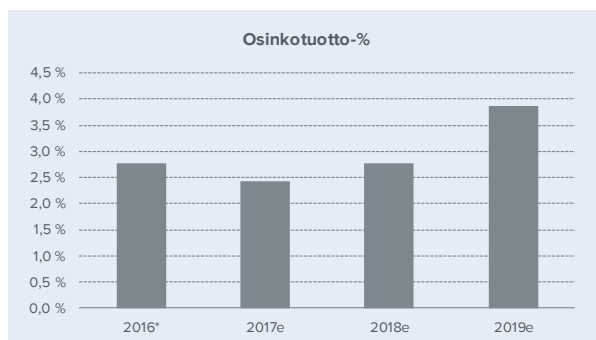
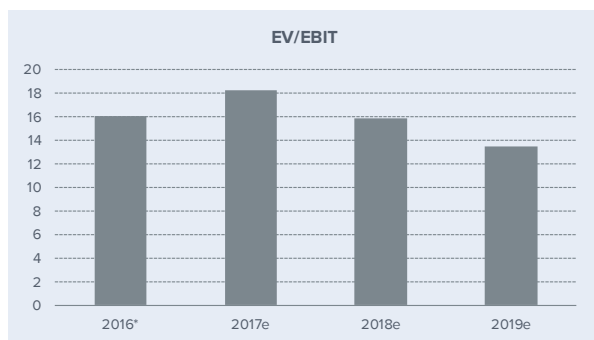
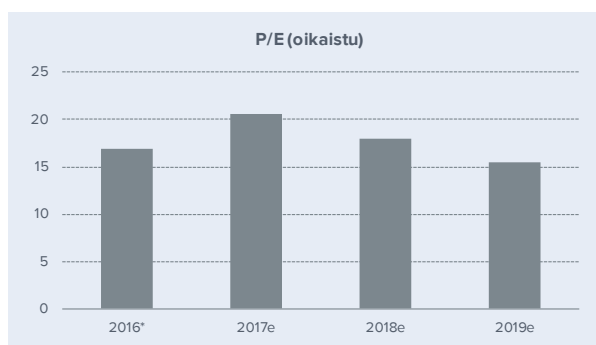
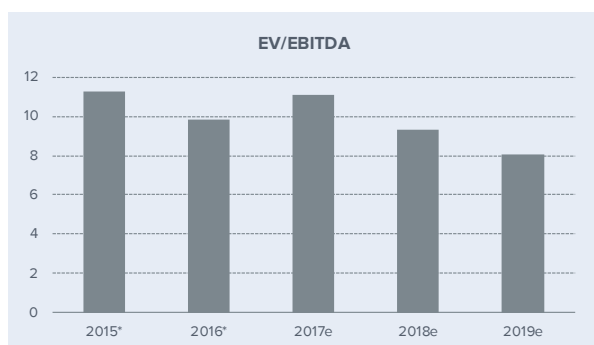


## Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015*	2016*	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi				5,26	7,20	12,48	12,48	12,48
Markkina-arvo				35,8	49,0	85,0	85,0	85,0
Yritysarvo (EV)				54,8	67,2	102,8	101,5	99,4
P/E (oik.)				neg.	16,9	20,6	18,0	15,5
P/E				neg.	16,9	22,1	18,0	15,5
P/Kassavirta				5	20,4	38,7	22,6	17,8
P/B				3,6	4,2	6,0	5,0	4,3
P/S				1,1	1,3	2,0	1,8	1,6
EV/Liikevaihto				1,7	1,8	2,5	2,2	1,9
EV/EBITDA				11,2	9,9	11,1	9,3	8,1
EV/EBIT*				179,2	16,1	18,3	15,9	13,5
Osinko/tulos (%)				-19,5 %	46,9 %	53,7 %	50,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%				1,3 %	2,8 %	2,4 %	2,8 %	3,9 %

Lähde: Inderes

\* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla



## Ei ennustemuutoksia

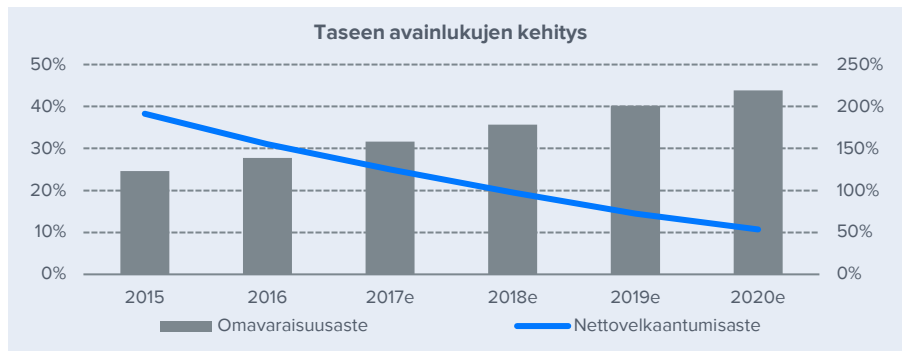
Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	41,5	41,5	0 %	46,7	46,7	0 %	52,5	52,5	0 %
Käyttökate	9,3	9,3	0 %	10,9	10,9	0 %	12,3	12,3	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,6	5,6	0 %	6,4	6,4	0 %	7,4	7,4	0 %
Liikevoitto	5,3	5,3	0 %	6,4	6,4	0 %	7,4	7,4	0 %
Tulos ennen veroja	4,8	4,8	0 %	5,9	5,9	0 %	6,9	6,9	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,61	0,61	0 %	0,69	0,69	0 %	0,81	0,81	0 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,35	0,35	0 %	0,48	0,48	0 %

Lähde: Inderes

## Tase ja kassavirtalaskelma

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>30,6</b>	<b>33,1</b>	<b>34,8</b>	<b>35,9</b>
Liikearvo	16,8	18,4	18,4	18,4
Aineettomat oikeudet	11,4	11,5	12,7	13,7
Käyttöomaisuus	2,1	2,5	2,9	3,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,5	0,5	0,5
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>9,9</b>	<b>9,2</b>	<b>10,2</b>	<b>11,5</b>
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	4,4	4,8	5,6	6,3
Likvidit varat	5,4	4,3	4,6	5,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>40,5</b>	<b>42,3</b>	<b>45,0</b>	<b>47,4</b>
Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS

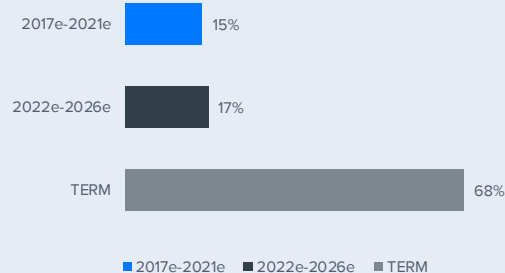
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>9,9</b>	<b>11,7</b>	<b>14,2</b>	<b>16,8</b>
Osakepääoma	14,7	13,8	13,8	13,8
Kertyneet voittovarot	-4,8	-1,9	0,5	3,2
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>23,0</b>	<b>22,1</b>	<b>21,9</b>	<b>21,2</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	22,5	21,5	21,3	20,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,6	0,6	0,6
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>7,5</b>	<b>8,5</b>	<b>8,9</b>	<b>9,4</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,1	7,1	7,5	7,9
Muut lyhytaikaiset velat	1,6	0,4	0,4	0,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>40,5</b>	<b>42,3</b>	<b>45,0</b>	<b>47,4</b>
Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS



## DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,4</b>	<b>7,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9,6</b>	<b>10,3</b>	<b>10,5</b>	<b>10,5</b>	<b>9,2</b>	<b>9,4</b>	
+ Kokonaispoistot	2,6	3,9	4,5	5,0	5,1	5,3	5,6	6,0	6,4	6,8	7,0	
- Maksetut verot	-1,2	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,8	-2,0	-2,0	-2,0	-1,7	-1,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,5	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>9,4</b>	<b>10,5</b>	<b>11,6</b>	<b>13,1</b>	<b>13,9</b>	<b>14,5</b>	<b>14,9</b>	<b>14,2</b>	<b>14,6</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,6	-5,6	-5,6	-5,7	-6,0	-6,2	-7,1	-7,5	-7,7	-7,6	-7,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>6,5</b>	<b>7,2</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	3,8	4,8	5,7	6,9	6,8	7,0	7,2	6,5	7,2	165,1
Diskontattu vapaa kassavirta		2,2	3,4	4,1	4,5	5,0	4,7	4,5	4,3	3,6	3,7	84,5
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>124,4</b>	<b>122,3</b>	<b>118,8</b>	<b>114,8</b>	<b>110,3</b>	<b>105,2</b>	<b>100,6</b>	<b>96,1</b>	<b>91,8</b>	<b>88,2</b>	<b>84,5</b>
<b>Velan arvo DCF</b>		<b>124,4</b>										
- Korolliset velat		-22,5										
+ Rahavarat		4,3										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-1,4										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>104,9</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>15,40</b>										
<b>Pääoman kustannus (WACC)</b>												
Vero- % (WACC)					20,0 %							
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)					20,0 %							
Vieraan pääoman kustannus					4,5 %							
Yrityksen Beta					1,00							
Markkinoiden riski-premio					4,75 %							
Likvideettipremio					0,75 %							
Riskitön korko					3,0 %							
Oman pääoman kustannus					8,5 %							
Pääoman keskim. kustannus (WACC)					7,5 %							

### Rahavirran jakauma jaksottain



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	29,6	33,0	37,0	41,5	46,7
EBITDA	6,3	4,9	6,8	9,3	10,9
EBITDA-marginaali (%)	21,3	14,8	18,5	22,3	23,3
EBIT	1,5	-1,3	4,2	5,3	6,4
Voitto ennen veroja	0,2	-2,5	3,6	4,8	5,9
Nettovoitto	0,0	-2,4	2,9	3,8	4,7
Kertaluontoiset erät	-1,6	-1,6	0,0	-0,3	0,0

Tase	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	40,5	42,3	45,0	47,4
Oma pääoma	9,9	11,7	14,2	16,8
Liikearvo	16,8	18,4	18,4	18,4
Korolliset velat	24,4	22,5	22,3	21,6

Kassavirta	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	4,9	6,8	9,3	10,9
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	1,5	-0,4	-0,2
Operatiivinen kassavirta	5,1	7,0	7,8	9,4
Vapaa kassavirta	7,0	2,4	2,2	3,8

Yhtiökuvaus
Talenom on vuonna 1972 perustettu tiitoimisto, joka tarjoaa asiakkailleen laajan valikoiman tiitoimistopalveluja sekä muita sen asiakkaiden liiketoimintaa tukevia asiantuntijapalveluita. Yhtiöllä on omaa ohjelmistokehitystä ja se tarjoaa tiitoimistoasiakkailleen sähköisen taloushallinnon työkaluja.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-0,36	0,43	0,56	0,69
EPS oikaistu	-0,12	0,43	0,61	0,69
Operat. kassavirta/osake	0,75	1,02	1,14	1,37
Tasearvo/osake	1,46	1,72	2,08	2,47
Osakekohtainen osinko	0,07	0,20	0,30	0,35
Osinko/tulos (%)	-20	47	54	50
Osinkotuotto-%	0,0	1,3	2,8	2,4

Tunnusluvut	2016	2017e	2018e
P/E (oikaistu)	16,9	20,6	18,0
P/B	4,2	6,0	5,0
P/Liikevaihto	1,3	2,0	1,8
P/Kassavirta	7,0	10,9	9,1
EV/Liikevaihto	1,8	2,5	2,2
EV/EBITDA	9,9	11,1	9,3
EV/EBIT (oikaistu)	16,1	18,3	15,9

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Tahkola	23,0 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	17,3 %
Markus Tahkola	15,6 %
Suomen Teollisuussijoitus	8,0 %
SR Danske Invest Suomi yhteisöosake	3,4 %
SR Danske Invest Suomen pienyhtiöt	2,5 %

## Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.11.2015	Osta	7,50 €	6,10 €
19.2.2016	Osta	6,80 €	5,00 €
23.3.2016	Osta	6,50 €	4,95 €
24.5.2016	Osta	6,50 €	5,11 €
19.8.2016	Osta	7,50 €	6,40 €
8.9.2016	Lisää	7,50 €	7,10 €
14.12.2016	Osta	8,00 €	6,50 €
14.2.2017	Osta	10,00 €	8,13 €
28.3.2017	Osta	10,50 €	8,72 €
9.5.2017	Osta	12,50 €	10,50 €
12.6.2017	Osta	13,50 €	11,80 €
15.8.2017	Osta	13,50 €	11,50 €
6.10.2017	Lisää	13,50 €	12,48 €

## Vastuuvapauslauseke

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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

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