

Nostamme suosituksemme osta-tasolle

Nostamme Talenomin suosituksen osta-tasolle (aik. lisää) osakkeen arvostustason laskettua mielestämme houkuttelevaksi. Toistamme tavoitehintamme 13,5 euroa. Yhtiöllä on vahva positio sekä selkeä kilpailuetu fragmentoituneella ja digitalisaation takia murroksessa olevalla Suomen tilitoimistoalalla. Uskomme yhtiön kuuluvan murroksen voittajiin ja olemme hyvin luottavaisia tulokasvun jatkumisen suhteen, mikä toimii osakkeen tärkeimpänä arvoajurina lähivuosina.

Teollisuussijoituksen myynnit ovat painaneet kurssikehitystä

Talenomin osakkeen kehitys on ollut viime kuukausina heikkoa, vaikka liiketoiminnan positiivisessa kehityksessä ei ole tapahtunut muutoksia. Käsityksemme mukaan kurssikehitystä painavat lyhyellä aikavälillä suuren omistajan eli Teollisuussijoituksen (omistus noin 7,9 %) myynnit, jotka johtuvat enemmän sisäisistä linjauksista kuin esimerkiksi osakkeen kalleudesta tai sijoituskohteen heikkoudesta. Pidämme vallitsevien osakemyyntien aiheuttamaa painetta osakkeeseen väliaikaisena ja siten näemme tilanteen enemmänkin ostomahdollisuutena. Mielestämme osakkeen arvostustaso on houkutteleva: 2018e P/E on noin 16x, EV/EBITDA alle 9x ja osinkotuotto 3,4 %. Huomioiden Talenomin vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla toimialalla, pidämme kertoimia yhtiölle maltillisina.

Tulokasvu tulee jatkumaan vahvana lähivuosina

Vahvojen tulokasvunäkymien ansiosta osakkeen tuotto-odotus on mielestämme houkutteleva. Talenomin liikevaihto on kasvanut 2004-2016 keskimäärin 14,4 % vuodessa ja arvioimme yhtiön yltävän ainakin 12-13 %:n vuosikasvuun myös keskipitkällä aikavälillä 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 16 %:n vauhtia (CAGR) ja osakekohtaisen tuloksen kasvavan vielä nopeammin. Koska yhtiö luo arviomme mukaan koko ajan omistaja-arvoa, on aika omistajien puolella.

Alhainen riskiprofiili nostaa hyväksyttävää arvostustasoa

Osakkeen houkuttelevuutta nostaa lisäksi Talenomin poikkeuksellisen matala riskiprofiili. Tämä johtuu siitä, että 1) yhtiö toimii defensiivisellä toimialalla, 2) yhtiö on toimialan edelläkävijä tärkeimmissä trendeissä eli digitalisaatiossa sekä kirjanpidon automatisoinnissa, 3) yhtiön kassavirrat ovat valtaosin jatkuvia ja 4) automatisoitu kirjanpidon tuotantolinja on todistanut toimivuutensa. Vastaavasti osakkeen heikkouksiin kuuluu mm. heikkohko likviditeetti.

Toimialan trendit tukevat Talenomin kehitystä

Tilitoimistoala Suomessa on erittäin fragmentoitunut, mutta ala on murroksessa. Arviomme mukaan ala tulee keskittymään suurille yhtiöille, jotka saavat merkittäviä skaalaetuja digitalisaation ja automatisaation kautta. Talenom kuuluu tilitoimistoalan edelläkävijöihin ja mielestämme yhtiön palvelukeskusmalli, kirjanpidon pitkälle automatisoitu tuotantolinja ja palveluvalikoima antavat sille selvän kilpailuedun. Arviomme mukaan Talenom kuuluu toimialan tulevaisuuden voittajiin ja sen markkinaosuus (nyt <4 %) tulee kasvamaan voimakkaasti vuosien edetessä.

Analyttikko

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



Suositus

Osta



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 13,50 EUR

Edellinen: 13,50



Lähde: Reuters

Eiillisen päätös 11,57 EUR

12 kk vaihteluväli 5,78-12,98 EUR

Potentiaali 16,7 %

Ohjeistus

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

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		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	41,6	5,3	12,7 %	4,7	0,55	0,30	2,3	10,0	17,3	19,4	2,6 %
2018e	47,0	6,5	13,9 %	6,0	0,71	0,39	2,0	8,6	14,7	16,4	3,4 %
2019e	52,9	7,5	14,1 %	6,9	0,81	0,49	1,8	7,5	12,7	14,2	4,2 %
Markkina-arvo, MEUR			78,8	OPO / osake 2017e, EUR			2,07	CAGR EPS, 2016-2019, %			24 %
Nettovelka 2017e, MEUR			18,1	P/B 2017e			5,6	CAGR kasvu, 2016-2019, %			13 %
Yritysarvo (EV), MEUR			96,9	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			128,0 %	ROE 2017e, %			29,1 %
Taseen koko 2017e, MEUR			45,2	Omavaraisuusaste 2017e, %			31,3 %	ROCE 2017e, %			14,9 %

Voimakas tulokasvu luo osakkeelle nousuvaraa

Osakkeen perinteiset arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti korkeahkoja, mutta mielestämme Talenomin profiili huomioiden kuitenkin houkuttelevia. Ensi vuoden ennusteilla P/E on noin 16x, EV/EBITDA alle 9x ja osinkotuotto 3,4 %, kun neutraali taso on mielestämme noin P/E 20x ja EV/EBITDA 10x. Talenomin arvostustaso ei täysimääräisesti huomioi yhtiön tulospotentiaalia ja toimialan murrosta. Uskomme viime vuosien (ja edelleen jatkuvien) kalliiden kasvuponnisteluiden luovan arvoa, kun huomioidaan toimialan luonne ja rakennemuutos, fragmentoituneisuus sekä digitalisaatio. Nousuvara perustuu kuitenkin valtaosin yhtiön tulokasvuun.

Emme ole tehneet ennusteisiimme muutoksia. Talenomilla on vahva asema ja mielestämme selvä kilpailuetu kasvavalla (2001-2015: CAGR 5,2 %), defensiivisellä ja murroksessa olevalla toimialalla. Odotamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 18 % vuosittain 2017-2020 (osinko CAGR: 25 %), mikä tarjoaa osakkeelle nousuvaraa. Talenom on erittäin hyvin positioitunut toimialan digitalisaation tuomaan murrokseen. Uskomme yhtiön kuuluvan toimialan voittajiin ja olevan hyvä omistaja-arvon luoja pitkällä aikavälillä.

Mielestämme yhtiön riskit ovat hyvin maltillisia, kun kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja on nyt todistanut toimivuutensa. Talenomin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, kysyntä on kirjanpidon lakisääteisyys takia hyvin defensiivistä, liiketoiminta on skaalautuvaa ja kilpailuedut ovat vahvoja. Lisäksi yhtiö toimii fragmentoituneella markkinalla, jonka konsolidaatio on väistämättä edessä seuraavan vuosikymmenen aikana digitalisaation edetessä. Tässä alan digitalisaation ja robotiikan edelläkävijällä on mielestämme erittäin hyvä mahdollisuus luoda omistaja-arvoa.

Samalla on kuitenkin hyvä huomioida, että hyväksymämme arvostustaso (P/E noin 20x ja EV/EBITDA noin 10x) vaatii vahvan tulokasvun jatkumista ja odotusten kasvaessa myös pettymysten riskit nousevat. Osakkeelle hyväksyttävät arvostuskertoimet voisivat laskea myös Helsingin pörssin yleisen arvostustason mukana, jos pitkään jatkunut nousumarkkina taittuisi.

Ei ennustemuutoksia

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2017e			2018e			2019e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	41,6	41,6	0 %	47,0	47,0	0 %	52,9	52,9	0 %
Käyttökate	9,7	9,7	0 %	11,1	11,1	0 %	12,6	12,6	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,6	5,6	0 %	6,5	6,5	0 %	7,5	7,5	0 %
Liikevoitto	5,3	5,3	0 %	6,5	6,5	0 %	7,5	7,5	0 %
Tulos ennen veroja	4,7	4,7	0 %	6,0	6,0	0 %	6,9	6,9	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,60	0,60	0 %	0,71	0,71	0 %	0,81	0,81	0 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,39	0,39	0 %	0,49	0,49	0 %

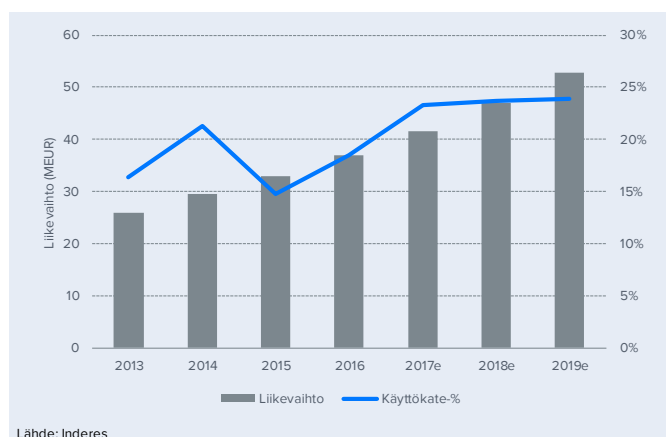
Lähde: Inderes

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	33,0	9,5	9,8	8,2	9,5	37,0	10,8	10,6	9,3	10,9	41,6	47,0	52,9
Käyttökate	4,9	1,4	2,6	1,5	1,4	6,8	2,9	2,3	1,9	2,6	9,7	11,1	12,6
Poistot ja arvonalennukset	-6,2	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	-2,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3	-4,4	-4,6	-5,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	0,8	1,9	0,9	0,6	4,2	1,9	1,6	0,8	1,3	5,6	6,5	7,5
Liikevoitto	-1,3	0,8	1,9	0,9	0,6	4,2	1,9	1,3	0,8	1,3	5,3	6,5	7,5
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	-2,5	0,7	1,7	0,8	0,5	3,6	1,7	1,2	0,6	1,2	4,7	6,0	6,9
Verot	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-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	0,0	0,0
Nettotulos	-2,4	0,5	1,4	0,6	0,4	2,9	1,4	1,0	0,5	0,9	3,8	4,8	5,5
EPS (oikaistu)	-0,12	0,08	0,20	0,09	0,05	0,43	0,20	0,18	0,07	0,14	0,60	0,71	0,81
EPS (raportoitu)	-0,47	0,08	0,20	0,09	0,05	0,43	0,20	0,14	0,07	0,14	0,55	0,71	0,81

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	11,6 %					12,0 %	13,4 %	9,0 %	12,9 %	14,8 %	12,5 %	13,0 %	12,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-90,3 %					1265,0 %	129,9 %	-12,7 %	-9,6 %	111,7 %	33,8 %	17,1 %	13,9 %
<i>Käyttökate-%</i>	14,8 %	14,7 %	26,4 %	17,9 %	14,4 %	18,5 %	26,5 %	21,7 %	20,6 %	24,1 %	23,3 %	23,7 %	23,9 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	0,9 %	8,5 %	19,1 %	10,9 %	6,5 %	11,3 %	17,2 %	15,3 %	8,7 %	12,0 %	13,4 %	13,9 %	14,1 %
<i>Nettotulos-%</i>	-7,4 %	5,7 %	14,2 %	7,4 %	3,9 %	7,9 %	12,7 %	9,1 %	5,2 %	8,6 %	9,0 %	10,3 %	10,5 %

Lähde: Inderes

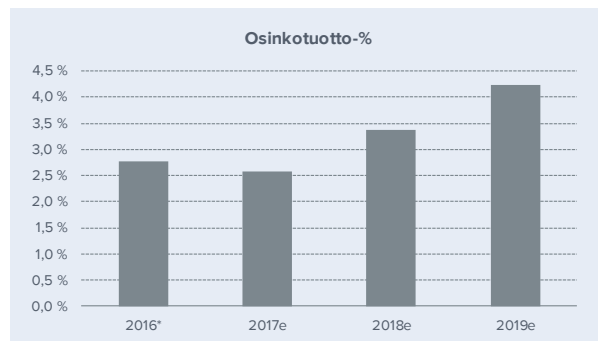
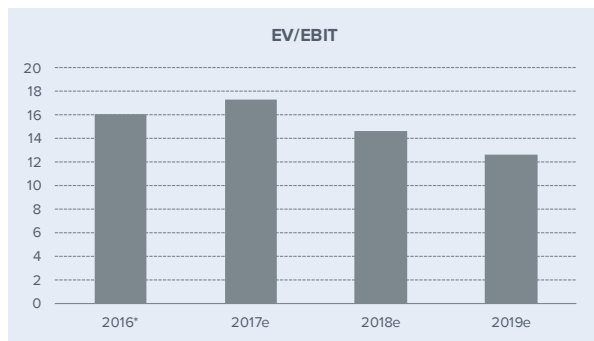
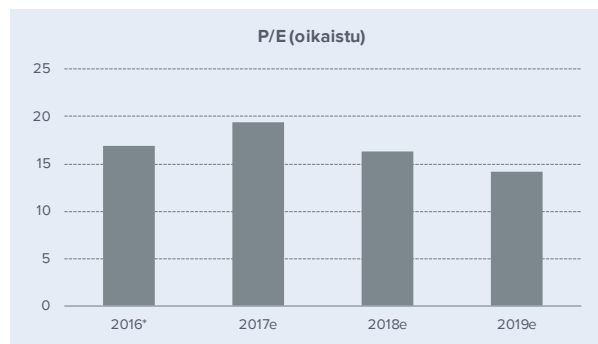
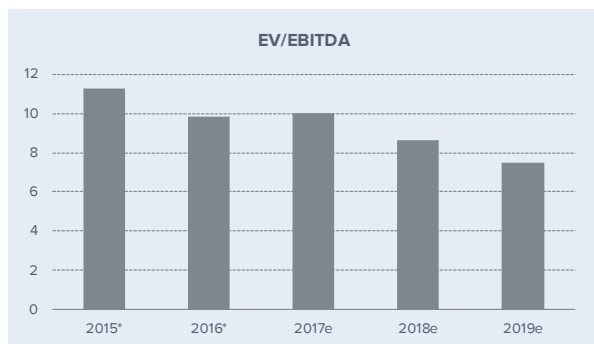


Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015*	2016*	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi				5,26	7,20	11,57	11,57	11,57
Markkina-arvo				35,8	49,0	78,8	78,8	78,8
Yritysarvo (EV)				54,8	67,2	96,9	95,9	94,4
P/E (oik.)				neg.	16,9	19,4	16,4	14,2
P/E				neg.	16,9	21,0	16,4	14,2
P/Kassavirta				5	20,4	41,6	23,1	17,2
P/B				3,6	4,2	5,6	4,7	4,0
P/S				1,1	1,3	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto				1,7	1,8	2,3	2,0	1,8
EV/EBITDA				11,2	9,9	10,0	8,6	7,5
EV/EBIT*				179,2	16,1	17,3	14,7	12,7
Osinko/tulos (%)				-19,5 %	46,9 %	54,1 %	55,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%				1,3 %	2,8 %	2,6 %	3,4 %	4,2 %

Lähde: Inderes

* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla

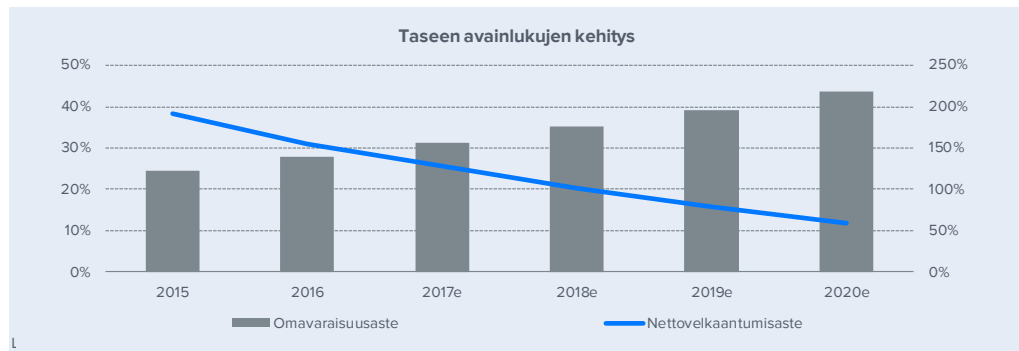


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	30,6	33,1	35,0	36,6
Liikearvo	16,8	18,4	18,4	18,4
Aineettomat oikeudet	11,4	11,5	12,9	14,4
Käyttöomaisuus	2,1	2,5	2,9	3,1
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
Vaihtuvat vastaavat	9,9	9,2	10,2	11,6
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	5,2
Taseen loppusumma	40,5	42,3	45,2	48,1
Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS

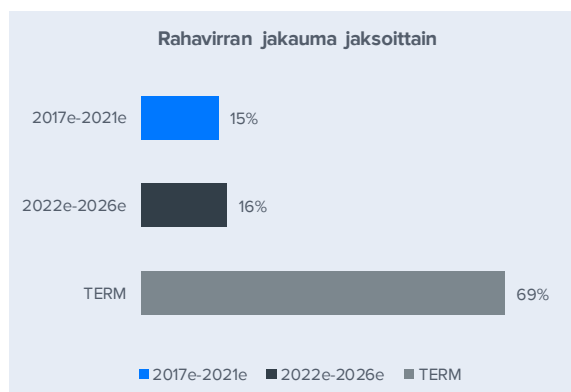
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	9,9	11,7	14,1	16,9
Osakepääoma	14,7	13,8	13,8	13,8
Kertyneet voittovarot	-4,8	-1,9	0,5	3,2
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	23,0	22,1	22,2	21,8
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	21,6	21,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,6	0,6	0,6
Lyhytaikaiset velat	7,5	8,5	8,9	9,4
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	1,0	1,1	1,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,1	7,1	7,5	8,0
Muut lyhytaikaiset velat	1,6	0,4	0,4	0,4
Taseen loppusumma	40,5	42,3	45,2	48,1
Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	4,2	5,3	6,5	7,5	8,8	9,7	10,4	10,6	10,5	9,2	9,5	
+ Kokonaispoistot	2,6	4,4	4,6	5,2	5,4	5,6	5,9	6,4	6,8	7,3	7,6	
- Maksetut verot	-1,2	-1,0	-1,2	-1,4	-1,7	-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	
Operatiivinen kassavirta	7,0	8,2	9,6	10,8	12,0	13,5	14,3	14,9	15,4	14,7	15,2	
+ 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	-6,3	-6,2	-6,2	-6,4	-6,8	-7,4	-8,1	-8,4	-8,4	-8,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,4	1,9	3,4	4,6	5,7	6,6	6,9	6,8	7,0	6,4	6,9	
+/- 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	1,9	3,4	4,6	5,7	6,6	6,9	6,8	7,0	6,4	6,9	167,1
Diskontattu vapaa kassavirta		1,9	3,2	4,0	4,5	5,0	4,8	4,4	4,2	3,6	3,6	87,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaa kassavirta		126,1	124,2	121,0	117,1	112,5	107,6	102,8	98,3	94,1	90,6	87,0
Velaton arvo DCF		126,1										
- Korolliset velat		-22,5										
+ Rahavarat		4,3										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-1,4										
Oman pääoman arvo DCF		106,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,64										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0%
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0%
Vieraan pääoman kustannus	4,0%
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75%
Likviditeettipremio	0,75%
Riskitön korko	3,0%
Oman pääoman kustannus	8,5%
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4%



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	29,6	33,0	37,0	41,6	47,0
EBITDA	6,3	4,9	6,8	9,7	11,1
EBITDA-marginaali (%)	21,3	14,8	18,5	23,3	23,7
EBIT	1,5	-1,3	4,2	5,3	6,5
Voitto ennen veroja	0,2	-2,5	3,6	4,7	6,0
Nettovoitto	0,0	-2,4	2,9	3,8	4,8
Kertaluontoiset erät	-1,6	-1,6	0,0	-0,3	0,0

Tase	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	40,5	42,3	45,2	48,1
Oma pääoma	9,9	11,7	14,1	16,9
Liikearvo	16,8	18,4	18,4	18,4
Korolliset velat	24,4	22,5	22,6	22,3

Kassavirta	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	4,9	6,8	9,7	11,1
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	1,5	-0,4	-0,2
Operatiivinen kassavirta	5,1	7,0	8,2	9,6
Vapaa kassavirta	7,0	2,4	1,9	3,4

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

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-0,36	0,43	0,55	0,71
EPS oikaistu	-0,12	0,43	0,60	0,71
Operat. kassavirta/osake	0,75	1,02	1,20	1,41
Tasearvo/osake	1,46	1,72	2,07	2,48
Osakekohtainen osinko	0,07	0,20	0,30	0,39
Osinko/tulos (%)	-20	47	54	55
Osinkotuotto-%	1,3	2,8	2,6	3,4

Tunnusluvut	2016	2017e	2018e
P/E (oikaistu)	16,9	19,4	16,4
P/B	4,2	5,6	4,7
P/Liikevaihto	1,3	1,9	1,7
P/Kassavirta	7,0	9,6	8,2
EV/Liikevaihto	1,8	2,3	2,0
EV/EBITDA	9,9	10,0	8,6
EV/EBIT (oikaistu)	16,1	17,3	14,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Tahkola	23,0 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	17,3 %
Markus Tahkola	15,6 %
Suomen Teollisuussijoitus	7,9 %
SR Danske Invest Suomi yhteisöosake	3,4 %
SR Danske Invest Suomen pieniyhtiöt	2,5 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
3.11.2017	Lisää	13,50 €	11,80 €
28.11.2017	Osta	13,50 €	11,57 €

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 analytikoilla 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 analytikon 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/>