

Mallisalkulla jälleen erinomainen vuosi

Inderesin oikeaa rahaa sijoittavalla mallisalkulla on jälleen ollut erinomainen vuosi. Salkun arvo on kohonnut vuoden aikana 26 %:lla, kun pörssin yleisindeksin nousu oli osingot huomioiden noin 13 %:n tasolla. Lähdimme vuoteen 2016 varovaisina, sillä olimme huolissamme korkeista arvostustasoista ja maailman talouden rakenteellisista ongelmista. Tämän seurauksena ajoimme läpi vuoden korkealla käteispainolla (keskimäärin noin 15-20 % salkusta). Korkean käteispainon myötä salkun volatiliiteetti oli läpi vuoden selvästi markkinaa pienempää, mikä korostaa salkun vahvaa suoritusta.

Yhtiöiden operatiivinen kehitys oli 2016 aikana pääosin vahvaa

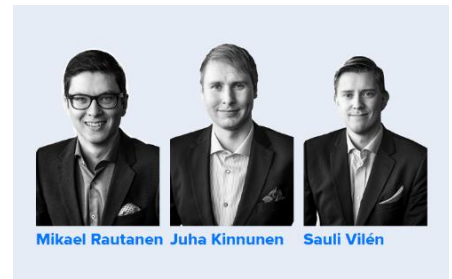
Salkkumme yhtiöt kehittyivät kautta linjan erittäin hyvin operatiivisesti vuonna 2016 ja lähes kaikkien yhtiöiden käypä arvo kasvoi. Esimerkiksi Comptel eteni merkittävästi keskeisillä kasvualueillaan ja CapMan etenkin strategiassaan seuraavaan vaiheeseen ostamalla Norvestian. Myös Etteplanin merkittävät yritysostot loivat omistaja-arvoa ja yhtiö siirtyi seuraavaan kokoluokkaan. Odotamme salkkumme yhtiöiden vahvan operatiivisen kehityksen jatkuvan myös vuonna 2017. Ennustamamme salkkuyhtiöiden painotettu liikevoiton kasvu on vuonna 2017 noin 26 % ja yli kaksinkertainen Helsingin pörssin mediaaniin nähden. Voimakkaasta kasvusta huolimatta salkkumme arvostustaso on edelleen varsin houkutteleva ja koko salkun painotettu P/E-kerroin on 2017 ennusteilla 14x. Salkun yhtiöissä räikein aliarvostus on kuitenkin pääosin purkautunut ja salkun tulevasta tuotosta yhä suurempi osa nojaa yhtiöiden operatiiviseen kehitykseen sekä uusiin onnistuneisiin osakepaimintoihin.

Salkussa paljon muutoksia 2017 aikana

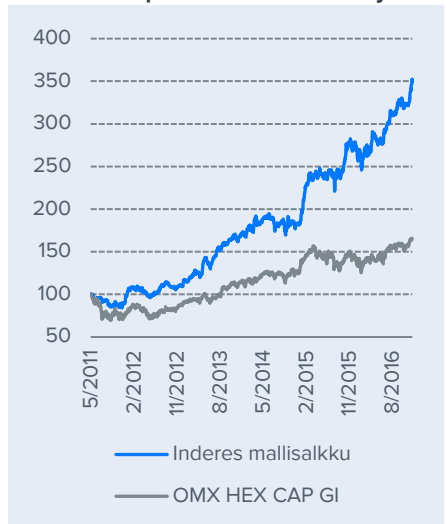
Kuluvana vuonna olemme olleet varsin aktiivisia salkkumme suhteen. Uusina yhtiöinä salkkumme tulivat Suomen Hoivatilat, Innofactor, Sotkamo Silver, Verkkokauppa.com ja Martela. Näistä etenkin Martelan osto oli erinomainen ja osakkeen hinta on lähes kolminkertaistunut ostomme jälkeen. Vuoden aikana kasvatimme painoa Restamaxissa, Comptelissa ja Etteplanissa. Restamaxissa ja Comptelissa hyödynsimme markkinan tarjoaman ostopaikan, ja Etteplanissa osallistuimme yhtiön osakeantiin. Myyntipuolella luovuimme kuluvana vuonna kokonaan Baswaresta, Fortumista, Cargotecista, Okmeticista, Pandorasta ja Tescosta. Pandorassa ja Tescossa syynä oli salkun keskittäminen Suomi-osakkeisiin. Okmeticissa hyväksyimme poikkeuksellisen houkuttelevan ostotarjouksen, mutta Cargotecin myimme jälkikäteen katsottuna liian aikaisin. Kokonaisuutena myynnit olivat mielestämme varsin onnistuneita ja saamamme hinta mielestämme ylittää yhtiön käyvän arvon lähes kaikissa yhtiöissä. Olemme kirjoittaneet jokaisesta myynnistä ja ostosta erilliset kommentit ja ne ovat luettavissa osoitteessa www.inderes.fi/mallisalkku

Pääoman suojelemisen merkitys korostuu kuluvana vuonna

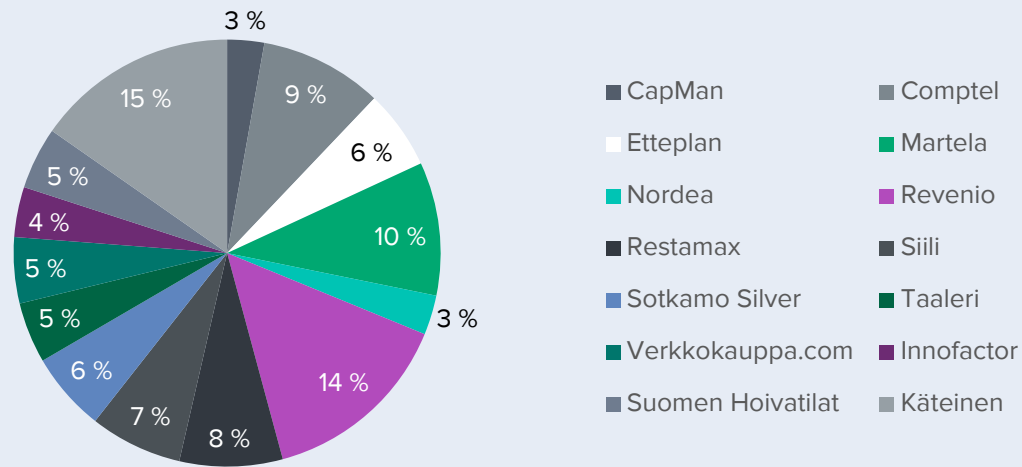
Vuoden 2016 erinomainen tuotto 26 % oli lopulta linjassa salkkumme historiallisen noin 25 %:n vuosittaisen tuoton (CAGR-%) kanssa. Tuottohistoriasta voi olla todella ylpeä salkkumme täyttäessä keväällä kuusi vuotta, ja tähän korkeaan tasoon yltäminen oli vuonna 2016 meille positiivinen yllätys. Vuoteen 2017 lähdemme hyvin samankaltaisista lähtökohdista kuin vuosi sitten. Osakkeiden arvostustasot ovat kautta linjan korkealla ja maailman talouden keskeiset rakenteelliset ongelmat ovat edelleen ratkaisematta. Näitä ovat mm. Kiinan velkaantumisen, Japanin keskuspankin umpikuja ja Euroopan poliittinen kriisi. Kun tähän yhdistetään asteittain nouseva korkotasoo, on osakemarkkinan riski-/tuottosuhte indeksitasolla mielestämme heikko. Osakkeiden korkeita arvostustasoja on argumentoitu viime vuodet erityisesti vaihtoehtojen puutteella ja edullisuutena suhteessa korkeihin. Tämän takia korkojen nousu on tärkeää huomioida. Näkemyksemme mukaan historiallisen pitkää härkämarkkinaa on enää rajallisesti jäljellä ja tulemme pysymään varovaisella kannalla. Korkea käteispaino yhdessä osakepaiminnan kanssa tulee olemaan voittava resepti myös vuonna 2017.



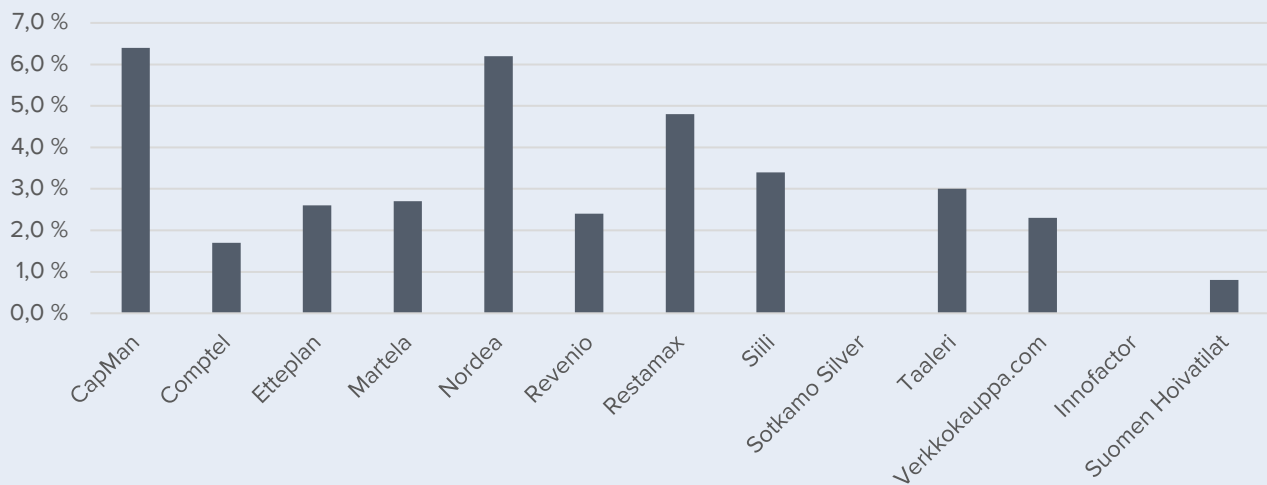
Mallisalkun pitkän aikavälin kehitys



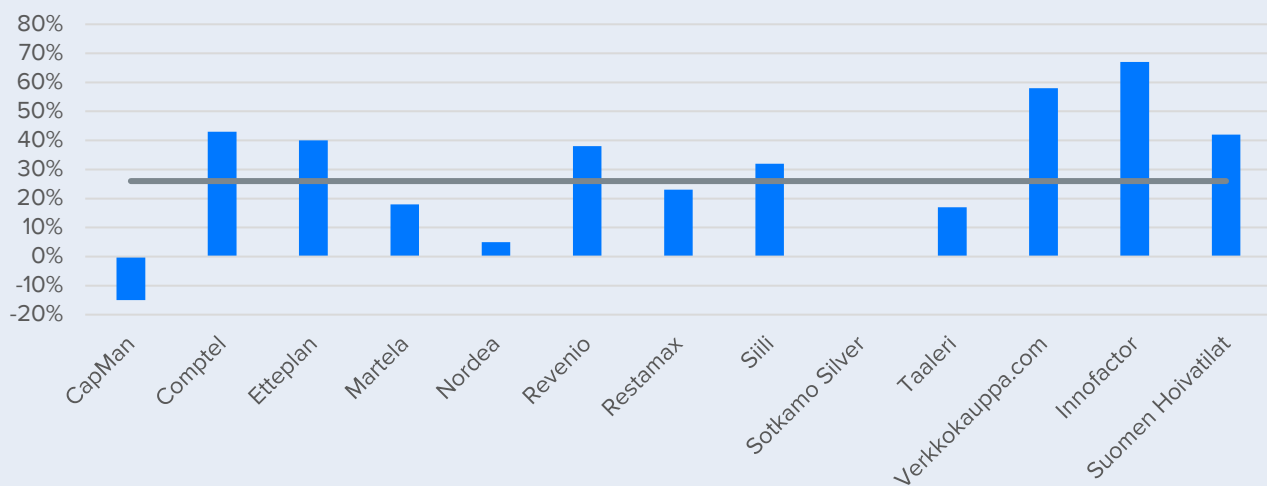
Salkun painoarvot 3.1.2017



Yhtiökohtaiset osinkoennusteet 2016e



Liikevoiton kasvu 2017e



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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 investointipankkiliiketoimintaa.

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. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>