

Arvostus on jo varovaisen houkutteleva

Toistamme Huhtamäen tavoitehintamme 37,50 euroa, mutta nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Viime viikkojen lievän kurssilaskun jälkeen osakkeen tuotto-odotus on mielestämme jo varovaisen positiivinen vuoden tähtäimellä ja myös Huhtamäen vahvat pitkän aikavälin näkymät puoltavat positiivista suositusta.

Yhtiöllä on vahva orgaanisen kasvun näkymä

Globaalia ruokapakkausmarkkinaa tukevat pitkällä aikavälillä vahvat megatrendit, kuten väestön kasvu, elintason nousu ja kaupungistuminen ja kierrätettävyyys. Näiden trendien ansiosta ruokapakkausmarkkina kasvaa kehittyneilläkin markkinoilla noin 2 %-yksikköä BKT:n kasvua nopeammin, kun taas kehittyvillä markkinoilla kasvu on parhaimmillaan kaksinkertainen BKT:n kasvuun nähden. Kun huomioidaan Huhtamäen markkina-asema käytännössä ainoana kaikilla mantereilla operoivana ruokapakkaus-yhtiönä, on yhtiön 5 %:n vuosittainen orgaaninen kasvutavoite mielestämme realistinen (2013-2016: vertailukelpoinen kasvu 5 % vuodessa). Huhtamäki on myös asemoitunut kasvuun suhteellisen hyvin, sillä sen liikevaihdosta vajaat 40 % tulee kehittyviltä markkinoilta ja loput jakautuu Euroopan ja Pohjois-Amerikan kesken.

Yritysjärjestelykortti tukee positiivista suositusta

Orgaanisen kasvun lisäksi ruokapakkausmarkkinan hajaantunut rakenne tarjoaa houkuttelevan epäorgaanisen kasvupotentiaalin, mitä Huhtamäen johto on hyödyntänyt viime vuosina taitavasti. Huhtamäellä on velkakapasiteettia käytössä uusiin hankintoihin noin 400-500 MEUR. Yhtiö on kertonut tavoittelevansa orgaanisen kasvun lisäksi yli 5 %:n keskimääräistä epäorgaanista vuosikasvua, minkä saavuttamiseen velkakapasiteetin tarjoama tulivoima riittää arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä. Näin ollen yhtiön kasvunäkymät ovat suotuisat lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä, mikä luo myös tuloskasvun osalta suotuisan viitekehyksen. Lisäksi Huhtamäki on väläyttänyt mahdollisuutta myös suurempiin markkinoita konsolidoiviin ja kustannussynergioita hakeviin yritysyrityksiin, mikä mahdollistaisi myös hyppäyksen uuteen kokoluokkaan. Niiden toteuttaminen vaatisi kuitenkin oman pääoman kasvattamista tai oman osakkeen käyttöä maksuvälineenä. Kokonaisuutena suhtaudumme Huhtamäen yritysyritysoptioon positiivisesti, sillä yhtiöllä on viime vuosilta ostoista vahvat näytöt. Yritysjärjestelykortti tukee positiivista suositustamme.

Hyväksymme laadukkaalle yhtiölle melko korkean arvostuksen

Emme tehneet ole tehneet ennustemuutoksia Huhtamäen lähivuosien tulos-ennusteisiimme vaan odotamme edelleen yhtiön jatkavan vakaata tuloskasvua keskimäärin 8 %:n vuosivauhtia lähivuosina liikevoittotasolla. Ennusteet perustuvat orgaaniseen kasvuun ja jo toteutettuihin yritysyrityksiin. Huhtamäen ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 17x ja 16x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 10x ja 9x. Lähivuosien osinkotuottojen arvioimme olevan 2-3 %. Lyhyellä tähtäimellä osake ei ole huomattavan edullinen, mutta pitkällä tähtäimellä Huhtamäen vahvat tuloskasvuajurit houkuttelevat jo varovaisiin ostoihin. Suhteellisesti Huhtamäki on arvostettu linjaan verokkirymän kanssa, vaikka yhtiö ansaitsee mielestämme kasvunäkymiensä ja markkina-asemansa ansiosta lievän preemion. Siten suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta. Merkittävimmät riskit osakkeeseen liittyen ovat mielestämme hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku, raaka-aineiden hintojen nousu, valuuttakurssit ja globaalin talouden kehitys.

Analyytikko

Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus

Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 37,50 EUR

Edellinen: 37,50



Lähde: Thomson Reuters

Ei-lisen päätös 34,64 EUR

12 kk vaihteluväli 32,26-42,33 EUR

Potentiaali 8,3 %

Ohjeistus

Konsernin liiketoimintaedellytysten odotetaan säilyvän suhteellisen vakaina vuonna 2017.

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	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	2 726	215	7,9 %	181	1,43	0,66	1,5	12,1	17,4	20,3	2,0 %
2016	2 865	266	9,3 %	239	1,81	0,73	1,6	11,8	16,8	19,3	2,1 %
2017e	3 102	299	9,6 %	274	2,07	0,80	1,4	10,4	14,8	17,1	2,3 %
2018e	3 277	318	9,7 %	289	2,19	0,90	1,3	9,1	13,1	15,8	2,6 %
2019e	3 453	340	9,8 %	312	2,37	1,07	1,2	8,4	11,8	14,6	3,1 %
Markkina-arvo, MEUR			3591	OPO / osake 2017e, EUR			12,28	CAGR EPS, 2016-2019, %			9 %
Nettovelka 2017e, MEUR			616	P/B 2017e			2,8	CAGR kasvu, 2016-2019, %			6 %
Yritysarvo (EV), MEUR			4341	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			46,6 %	ROE 2017e, %			17,8 %
Taseen koko 2017e, MEUR			3037	Omavaraisuusaste 2017e, %			43,5 %	ROCE 2017e, %			14,7 %

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	3102	3102	0 %	3277	3277	0 %	3453	3453	0 %
Käyttökate	424	424	0 %	457	457	0 %	480	480	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	293	293	0 %	318	318	0 %	340	340	0 %
Liikevoitto	299	299	0 %	318	318	0 %	340	340	0 %
Tulos ennen veroja	274	274	0 %	289	289	0 %	312	312	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,02	2,02	0 %	2,19	2,19	0 %	2,37	2,37	0 %
Osakekohtainen osinko	0,80	0,80	0 %	0,90	0,90	0 %	1,00	1,00	0 %

Arvostuskertoimet

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Huhtamäki	34,64	3724	4495	15,1	13,8	10,6	9,6	1,4	1,3	17,6	15,8	2,4	2,7	2,9
Bemis	43,81	3595	4936	14,8	13,7	10,4	9,9	1,5	1,4	17,1	15,5	2,8	2,9	3,4
Sonoco	50,34	4465	5416	14,1	13,4	9,5	9,1	1,3	1,3	18,2	16,8	3,0	3,2	3,2
Rexam	15,26	4621	7047	12,7	11,2	10,1	9,0	0,5	0,5	15,2	13,1	2,9	3,2	1,0
DS Smith	428,43	4714	6142	12,5	11,5	8,9	8,3	1,1	1,1	13,8	12,8	3,3	3,6	
Amcor	15,15	11681	15559	15,5	14,0	11,6	10,7	1,8	1,7	18,7	17,0	3,9	4,2	15,4
FP	5820,00	2068	2571			12,1	11,7	1,8	1,8	23,0	21,6	1,3	1,4	2,4
Rengo	649,00	1411	3459			7,0	6,9	0,7	0,6	10,8	11,3	1,8	1,8	0,7
RPC Group	20,03	3893	3800	19,2	7,5	10,3	5,5	2,2	1,4	33,3	14,9	0,1	0,6	4,6
Mayr-Melnhof	111,00	2190	2203	10,0	9,2	6,9	6,4	0,9	0,9	13,9	13,1	2,7	2,9	1,7
Duni	121,50	578	641	13,8	13,0	10,2	9,7	1,5	1,5	15,2	14,3	4,4	4,5	2,2
Sealed Air	43,45	7594	11073	17,6	15,1	14,1	12,4	2,7	2,5	24,3	17,3	1,4	1,4	
Gerrersheimer	74,09	2307	3154	16,4	14,8	10,0	9,3	2,3	2,1	17,2	15,9	1,5	1,6	2,9
Huhtamäki (Inderes)	34,64	3591	4341	14,8	13,1	10,4	9,1	1,4	1,3	17,1	15,8	2,3	2,6	2,8
Keskiarvo				14,7	12,5	10,1	9,1	1,5	1,4	18,3	15,3	2,4	2,6	3,7
Mediaani				14,8	13,4	10,2	9,3	1,5	1,4	17,2	15,5	2,7	2,9	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				0 %	-2 %	2 %	-2 %	-6 %	-11 %	0 %	2 %	-16 %	-9 %	-2 %

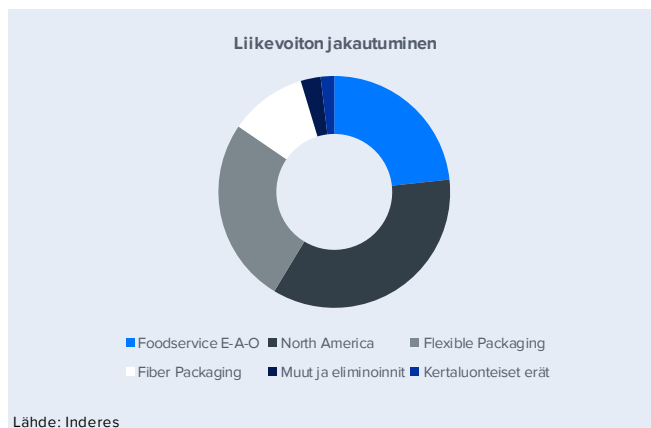
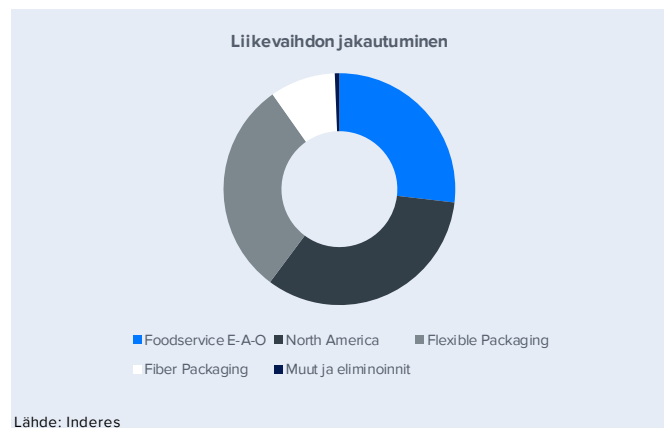
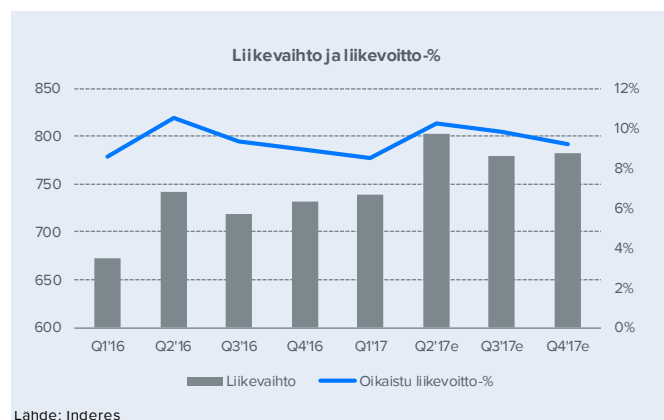
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	2726	672	742	719	732	2865	739	802	779	782	3102	3277	3453
Foodservice E-A-O	668	159	194	195	193	741	193	224	216	211	844	875	920
North America	948	235	266	244	260	1005	247	274	260	267	1048	1120	1170
Flexible Packaging	869	218	221	217	214	869	232	237	238	236	943	1010	1080
Fiber Packaging	260	66	66	67	69	268	72	72	70	73	287	292	303
Muut ja eliminoinnit	-18	-5	-4	-4	-4	-18	-5	-5	-5	-5	-20	-20	-20
Käyttökate	319	85	105	96	94	380	94	119	108	104	424	457	480
Poistot ja arvonalennukset	-105	-28	-27	-29	-30	-114	-31	-31	-31	-32	-125	-139	-141
Liikevoitto ilman kertaeriä	238	58	78	67	65	268	63	82	76	72	293	318	340
Liikevoitto	215	58	78	67	64	266	63	88	76	72	299	318	340
Foodservice E-A-O	52	12	18	18	15	63	15	21	20	18	74	79	83
North America	88	21	37	25	25	108	23	35	29	26	112	118	126
Flexible Packaging	69	19	19	18	18	74	19	21	21	21	82	91	98
Fiber Packaging	34	8	8	8	10	35	7	9	9	9	34	38	41
Muut ja eliminoinnit	-5	-2	-4	-2	-3	-11	-1	-3	-3	-3	-9	-8	-8
Kertaluonteiset erät	-23	0	0	0	-2	-2	0	6	0	0	6	0	0
Nettorahoituskulut	-34	-6	-8	-7	-7	-27	-5	-7	-7	-7	-25	-29	-27
Tulos ennen veroja	181	52	70	60	57	239	58	81	70	65	274	289	312
Verot	-29	-9	-14	-12	-13	-48	-13	-16	-14	-13	-56	-58	-62
Vähemmistöosuudet	-3	-1	-1	-1	0	-4	-1	-1	-1	-1	-4	-4	-4
Nettotulos	148	42	55	47	44	188	44	64	55	51	214	227	246
EPS (oikaistu)	1,65	0,40	0,54	0,46	0,43	1,83	0,43	0,57	0,53	0,49	2,02	2,19	2,37
EPS (raportoitu)	1,44	0,40	0,54	0,46	0,42	1,82	0,43	0,62	0,53	0,49	2,07	2,19	2,37

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	21,9 %	6,7 %	4,0 %	3,9 %	5,9 %	5,1 %	10,0 %	8,1 %	8,3 %	6,9 %	8,3 %	5,6 %	5,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	35,8 %	16,2 %	11,7 %	7,2 %	17,4 %	12,8 %	8,7 %	5,5 %	14,2 %	9,9 %	9,4 %	8,5 %	6,8 %
Käyttökate-%	11,7 %	12,7 %	14,2 %	13,4 %	12,8 %	13,3 %	12,7 %	14,8 %	13,8 %	13,3 %	13,7 %	13,9 %	13,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,7 %	8,6 %	10,5 %	9,3 %	8,9 %	9,4 %	8,5 %	10,2 %	9,8 %	9,2 %	9,5 %	9,7 %	9,8 %
Nettotulos-%	5,4 %	6,2 %	7,5 %	6,6 %	6,0 %	6,6 %	6,0 %	8,0 %	7,0 %	6,5 %	6,9 %	6,9 %	7,1 %

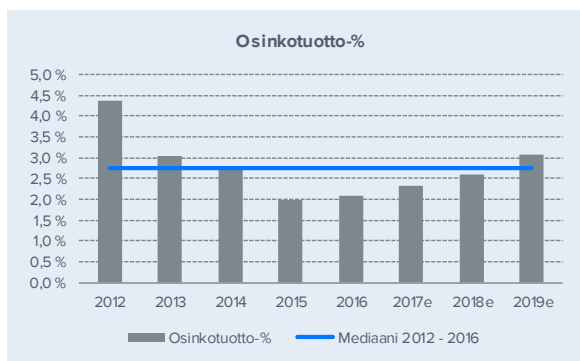
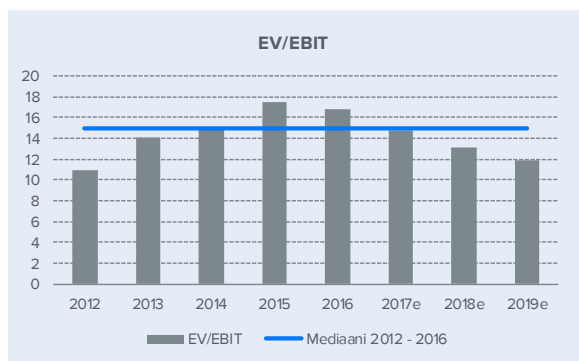
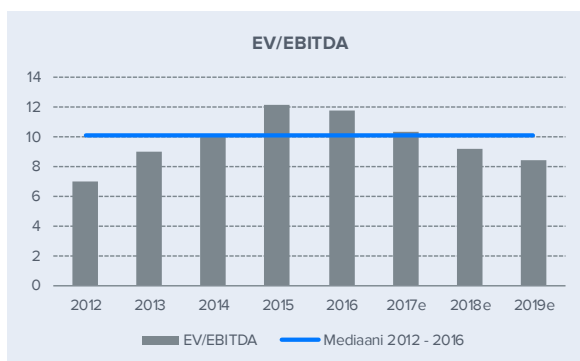
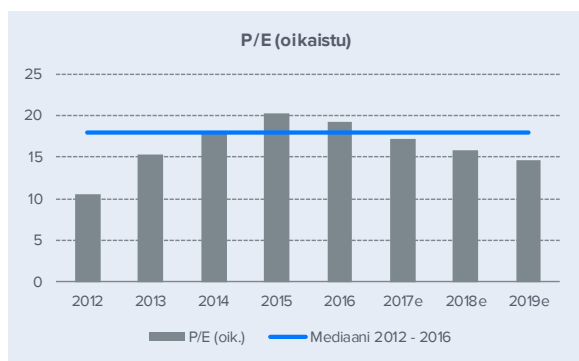
Lähde: Inderes



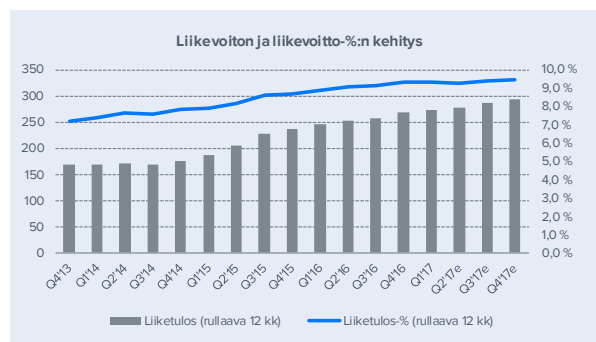
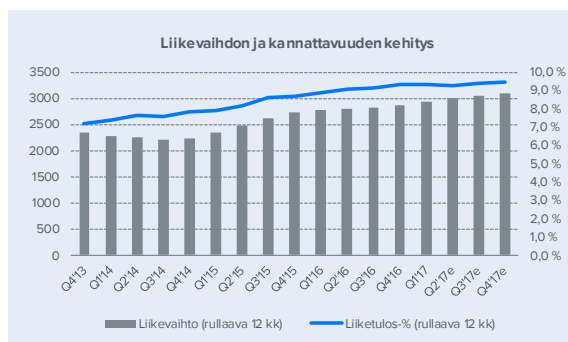
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	12,78	18,65	21,80	33,50	35,28	34,64	34,64	34,64
Markkina-arvo	1297	1914	2254	3463	3657	3591	3591	3591
Yritysarvo (EV)	1765	2371	2608	4142	4492	4341	4174	4020
P/E (oik.)	10,5	15,3	17,9	20,3	19,3	17,1	15,8	14,6
P/E	10,5	20,3	17,9	23,4	19,5	16,8	15,8	14,6
P/Kassavirta	23,8	11,9	12,2	40,2	-57,7	21,7	13,7	13,7
P/B	1,5	2,5	2,6	3,5	3,2	2,8	2,5	2,3
P/S	0,6	0,8	1,0	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,8	1,0	1,2	1,5	1,6	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	7,0	9,0	10,1	12,1	11,8	10,4	9,1	8,4
EV/EBIT	10,9	14,1	14,9	17,4	16,8	14,8	13,1	11,8
Osinko/tulos (%)	46,0 %	62,2 %	49,2 %	46,0 %	40,3 %	38,7 %	41,0 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	3,1 %	2,8 %	2,0 %	2,1 %	2,3 %	2,6 %	3,1 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

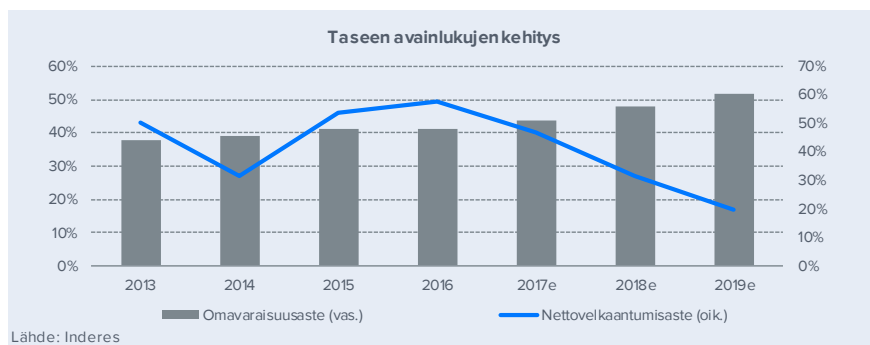


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	1261	1582	1882	1958	1930
Liikearvo	432	571	669	669	669
Aineettomat oikeudet	19	30	40	41	43
Käyttöomaisuus	680	854	1036	1111	1081
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	12	13	7	7	7
Muut sijoitukset	2	6	6	6	6
Muut pitkäaikaiset varat	60	57	65	65	65
Laskennalliset verosaamiset	56	51	59	59	59
Vaihtuvat vastaavat	1038	933	993	1079	1140
Varastot	313	386	402	434	459
Muut lyhytaikaiset varat	0	6	9	9	9
Myyntisaamiset	362	439	476	481	508
Likvidit varat	363	103	106	155	164
Taseen loppusumma	2298	2515	2875	3037	3070

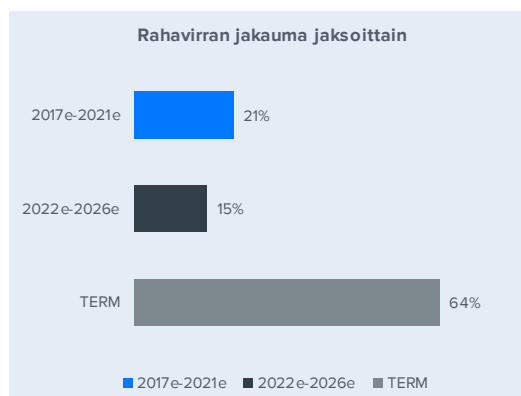
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	862	1001	1135	1273	1418
Osakepääoma	366	366	366	366	366
Kertyneet voittovarot	597	682	804	942	1087
Omat osakkeet	-39	-37	-36	-36	-36
Uudelleenarvostusrahasto	-177	-125	-103	-103	-103
Muu oma pääoma	115	115	104	104	104
Vähemmistöosuus	31	35	48	48	48
Pitkäaikaiset velat	862	814	874	978	863
Laskennalliset verovelat	72	78	92	92	92
Varaukset	26	28	26	26	26
Lainat rahoituslaitoksilta	527	503	521	625	510
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	237	205	235	235	235
Lyhytaikaiset velat	543	665	818	738	742
Lainat rahoituslaitoksilta	118	158	267	146	117
Lyhytaikaiset korottomat velat	413	493	533	574	606
Muut lyhytaikaiset velat	12	15	18	18	18
Taseen loppusumma	2298	2515	2875	3037	3070



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	266	299	318	340	356	348	351	352	352	351	360	
+ Kokonaispoistot	114	125	139	141	139	141	143	146	149	152	154	
- Maksetut verot	-42	-56	-58	-62	-67	-66	-67	-68	-68	-67	-69	
- verot rahoituskuluista	-5	-5	-6	-5	-5	-4	-3	-3	-3	-3	-3	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	-13	3	-19	-19	-18	-18	-17	-17	-16	-16	-12	
Operatiivinen kassavirta	320	367	374	393	406	401	406	411	415	416	430	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	29	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-412	-202	-111	-131	-156	-154	-170	-172	-170	-172	-186	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-63	165	263	262	250	248	235	239	245	244	244	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	-63	165	263	262	250	248	235	239	245	244	244	5807
Diskontattu vapaa kassavirta		159	236	220	197	183	163	154	149	138	130	3083
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	4813	4654	4417	4197	4000	3817	3654	3500	3351	3213	3083	
Velaton arvo DCF	4813											
- Korolliset velat		-788										
+ Rahavarat		106										
-Vähemmistöosuus		-134										
-Osinko/pääomapalautus		-76										
Oman pääoman arvo DCF	3921											
Oman pääoman arvo DCF per osake	37,83											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,8 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	2236	2726	2865	3102	3277
EBITDA	259	319	380	424	457
EBITDA-marginaali (%)	11,6	11,7	13,3	13,7	13,9
EBIT	175	215	266	299	318
Voitto ennen veroja	144	181	239	274	289
Nettovoitto	141	147	188	214	227
Kertaluontoiset erät	0	-23	-2	6	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	2298	2515	2875	3037	3070
Oma pääoma	893	1036	1182	1321	1465
Liikearvo	432	571	669	669	669
Korolliset velat	645	661	788	771	627

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	259	319	380	424	457
Nettokäyttöpääoman muutos	-35	-22	-13	3	-19
Operatiivinen kassavirta	207	266	320	367	374
Vapaa kassavirta	185	86	-63	165	263

Yhtiökuvaus
Huhtamäki-konserni on maailmanlaajuinen kuluttaja- ja erikoispakkausten valmistaja. Konsernin pääliiketoiminta-alueita ovat tarjoilu-, jousto- ja kuitupakkaukset. Huhtamäki palvelee asiakkaitaan maailmanlaajuisesti 61 tehtaasta ja useista myyntikonttorista 30 maassa. Huhtamäen palveluksessa on noin 14 400 ammattilaista. Huhtamäen osake on noteerattu NASDAQ OMXH:n päälistalla Helsingissä.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	1,22	1,43	1,81	2,07	2,19
EPS oikaistu	1,22	1,65	1,83	2,02	2,19
Operat. kassavirta per osak	2,00	2,58	3,09	3,54	3,61
Tasearvo per osake	8,34	9,68	10,95	12,28	13,68
Osinko per osake	0,60	0,66	0,73	0,80	0,90
Voitonjako, %	49	46	40	39	41
Osinkotuotto, %	2,8	2,0	2,1	2,3	2,6

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	17,9	23,4	19,5	16,8	15,8
P/B	2,6	3,5	3,2	2,8	2,5
P/Liikevaihto	1,0	1,3	1,3	1,2	1,1
P/CF	10,9	13,0	11,4	9,8	9,6
EV/Liikevaihto	1,2	1,5	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA	10,1	13,0	11,8	10,2	9,1
EV/EBIT	14,9	19,3	16,9	14,5	13,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Suomen kulttuurirahasto	11,6 %
Huhtamäki Oyj	3,8 %
Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,5 %
ODIN Norden	1,5 %
Valtion eläkerahasto	1,1 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.4.2014	Vähennä	31,00 €	31,84 €
27.7.2015	Vähennä	31,00 €	31,01 €
6.10.2015	Vähennä	28,50 €	27,81 €
22.10.2015	Vähennä	31,00 €	31,90 €
15.2.2015	Vähennä	31,00 €	29,66 €
22.4.2016	Vähennä	32,50 €	34,78 €
25.7.2016	Vähennä	37,50 €	39,12 €
31.10.2016	Vähennä	37,50 €	36,66 €
23.11.2016	Lisää	37,50 €	35,03 €
20.2.2017	Lisää	37,50 €	34,30 €
3.5.2017	Vähennä	37,50 €	35,93 €
23.5.2017	Lisää	37,50 €	34,64 €

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 kehotukseksi 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 neuvonantajia. 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 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 analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistuosuuksia 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 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/>