

Selkein aliarvostus on purkautunut

Tapasimme eilen analytikkotilaisuudessa Outokummun johtoa, joka keskittyi valottamaan etenkin yhtiön onnistumista tehokkuusparannuksissa. Teimme tapaamisen jälkeen positiivisia ennustemuutoksia tälle vuodelle, mitä heijastellen nostamme tavoitehintamme 8,50 euroon (aik. 7,50 euroa), mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) neutralisoituneen arvostuksen takia.

Kustannusten alentaminen etenee, luottamus vahvistuu

Outokummun keskipitkän aikavälin tavoite on 500 MEUR:n liikevoittotaso vuonna 2020. Yhtiö on kertonut, että 45 % tavoitteesta saavutetaan kuluja alentamalla ja vastaavasti 55 % liikevaihdon kasvun kautta. Tavoitteeseen yltääkseen yhtiö on kertonut pyrkivänsä mm. tuottavuutta nostamalla, 15 %:n säästöillä hankintatoimissa ja karsimalla yleis- ja hallintokuluja 100 MEUR:lla. Tuottavuuden kasvun osalta merkittävää potentiaalia on ollut etenkin Americasissa, ja johto näkee siellä vielä varaa parantaa. Käsityksemme mukaan Europan parannuspotentiaali on tällä saralla jo merkittävästi pienempi hyvästä lähtötasosta johtuen. Vastaavasti hankintatoimissa operatiivisen toiminnan uudelleenjärjestelyn kautta toiminta on tehostunut merkittävästi. Lisäksi positiivista on, että yhtiö on myös saanut laskettua tätä kautta keskimääräisiä varastotasojaa ja tämän tulisi heijastua kassavirtaan positiivisesti. Hallinnon kulujen laskun saralla yhtiö on ottanut jo merkittäviä askeleita H1:lla ja kokonaisuudessaan tavoitetasoon yhtiön tulisi yltää vuoden loppuun mennessä (run rate).

2020 tavoitteeseen yltäminen vaatii vielä isoja askeleita

Outokummun isossa kuvassa ei ole tapahtunut mielestämme merkittävää muutosta ja arviomme siitä, että yhtiön yltäminen sen tavoitteisiin on kiinni enemmän kysyntätekijöistä kuin sisäisistä tehokkuusparannuksista, on ennallaan. Toisaalta luottamuksemme säästötavoitteiden saavuttamista kohtaan on vahvistunut yhtiön selkeiden askeleiden myötä ja näin ollen mielestämme yhtiön tuloskehitykseen liittyvä riskiprofiili on laskenut aikaisemmasta. Huomioitavaa on kuitenkin, että vuoden 2020 tavoitteisiin yltääkseen yhtiön on onnistuttava kasvattamaan volyymejä, muuttamaan myyntimixiä korkeamman laadun tuotteisiin ja lisäksi markkinatilanteen tulee jatkua vahvana. Markkinatekijät ovat vahvasti sidoksissa yleiseen taloudelliseen kehitykseen, minkä osalta pitkän aikavälin näkyvyys on heikko ja siten mielestämme pidemmän aikavälin tulokuntoon liittyy vielä suurta epävarmuutta. Teimme ennusteisiimme tarkennuksia ja koko vuoden osalta tulosennusteemme nousivat noin 3-8 %. Tarkistimme Q3:n osalta ruostumattoman teräksen hintaennusteita hieman alaspäin, mutta vastaavasti nostimme hintaennusteita Q4:n osalta. Odotamme nyt kuluvalta vuodelta 6511 MEUR:n liikevaihdolla 590 MEUR:n liikevoittoa. Ensi vuonna odotamme tuloksen heikentyvän, sillä kuluvan vuoden H1 oli poikkeuksellisen vahva. Ensi vuoden ennusteemme ovat 6530 MEUR:n liikevaihto ja 423 MEUR:n liikevoitto.

Arvostus kokonaisuutena neutraali

Mielestämme osakkeen arvostus on kohtuullinen kuluvan vuoden ennusteiden valossa (2017e P/E 10x ja EV/EBITDA 5,7x), mutta odottamaamme heikkenevään tulokuntoon suhteutettuna arvostus on vuoden tähtäimellä neutraali, kun ensi vuoden vastaavat kertoimet ovat 13x ja 6,3x. Myös suhteellisesti Outokumpu arvostetaan melko linjaan verrokkiryhmän kanssa ja aikaisempi selkeä alennus on purkautunut kurssinousun myötä. Kokonaisuutena tuotto-odotus ei mielestämme ole riittävä ja näin ollen odotamme parempia ostopaikkoja neutraalisti hinnoitellussa Outokummussa.

Analyytikko

Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi



Suositus

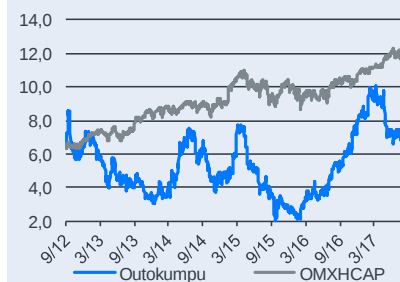
Vähennä



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 8,50 EUR

Edellinen: 7,50



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 8,72 EUR

12 kk vaihteluväli 5,13-10,45 EUR

Potentiaali -2,5 %

Ohjeistus

Kolmannen neljänneksen oikaistun käyttökatteen arvioidaan jäävän merkittävästi alle toisen neljänneksen tason (Q2 oik. EBITDA 199 MEUR)

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	6 384	228	3,6 %	127	0,23	0,00	0,4	13,3	-26,4	-5,2	0,0 %
2016	5 693	103	1,8 %	-12	0,35	0,10	0,8	33,9	-55,3	-49,9	1,2 %
2017e	6 511	590	9,1 %	477	0,96	0,20	0,7	5,7	8,1	10,2	2,3 %
2018e	6 530	423	6,5 %	318	0,67	0,30	0,6	6,3	9,7	13,1	3,4 %
2019e	6 568	421	6,4 %	335	0,69	0,35	0,6	6,1	9,3	12,7	4,0 %
Markkina-arvo, MEUR			3600	OPO / osake 2017e, EUR			6,71	CAGR EPS, 2016-2019, %			26 %
Nettovelka 2017e, MEUR			800	P/B 2017e			1,3	CAGR kasvu, 2016-2019, %			5 %
Yritysarvo (EV), MEUR			4373	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			28,9 %	ROE 2017e, %			15,3 %
Taseen koko 2017e, MEUR			6358	Omavaraisuusaste 2017e, %			43,6 %	ROCE 2017e, %			15,1 %

Tarkennuksia loppuvuoden ennusteisiin

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	6513	6511	0 %	6530	6530	0 %	6568	6568	0 %
Käyttökate	788	812	3 %	650	650	0 %	644	644	0 %
Oikaistu liikevoitto	517	541	5 %	423	423	0 %	421	421	0 %
Liikevoitto	566	590	4 %	423	423	0 %	421	421	0 %
Tulos ennen veroja	453	477	5 %	318	318	0 %	335	335	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,79	0,86	8 %	0,67	0,67	0 %	0,69	0,69	0 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,30	0,30	0 %	0,35	0,35	0 %

Lähde: Inderes

Suhteellinen arvostus neutralisoitunut

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
Outokumpu	8,72	3630	4801	8,1	8,9	5,9	6,1	0,7	0,7	10,1	10,9	3,2	2,9	1,3
APERAM SA	45,14	3714	3915	9,9	9,0	7,2	6,5	0,9	0,8	14,1	12,7	4,0	4,7	1,6
ACERINOX SA	12,11	3342	4220	11,1	10,3	7,3	6,9	0,8	0,8	16,2	15,0	3,7	3,6	1,5
NIPPON STEEL & SUMITOMO I	2628,00	19229	37548			10,6	6,4	1,0	0,7	26,4	11,6	0,9	2,4	0,8
HYUNDAI STEEL CO	55400,00	5493	14304	12,0	11,0	6,2	5,8	1,0	0,9	7,7	7,3	1,6	1,5	0,4
AK STEEL HOLDING CORP	5,84	1543	3143	9,2	6,1	6,5	4,7	0,5	0,5	11,5	7,6			
ALLEGHENY TECHNOLOGIES II	21,05	1924	3510	17,5	11,5	9,9	7,5	1,1	1,0	41,2	18,7	0,4	1,5	
POSCO	332500,00	21664	35518	9,4	8,8	5,5	5,2	0,7	0,7	10,3	9,9	2,5	2,6	1,0
Outokumpu (Inderes)	8,72	3600	4373	8,1	9,7	5,7	6,3	0,7	0,6	10,2	13,1	2,3	3,4	1,3
Keskiarvo				11,0	9,4	7,4	6,1	0,8	0,8	17,2	11,7	2,6	2,6	1,2
Mediaani				9,9	9,0	6,8	6,2	0,8	0,7	12,8	11,2	2,8	2,6	1,3
Erotus-% vrt. mediaani				-18 %	8 %	-16 %	1 %	-20 %	-14 %	-20 %	17 %	-19 %	34 %	-1 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

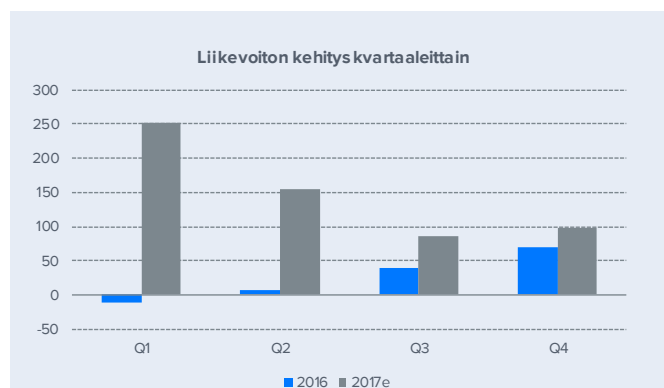
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	6384	1386	1379	1419	1509	5693	1757	1659	1571	1524	6511	6530	6568
Europe	4317	987	958	946	1033	3924	1225	1147	1060	1071	4502	4498	4515
Americas	1214	301	311	372	341	1325	416	409	384	390	1600	1625	1641
Long Products	549	100	133	119	135	487	173	160	130	92	555	522	528
Muut	979	135	132	159	145	571	141	121	162	131	555	560	560
Eliminoinnit	-675	-137	-155	-177	-145	-614	-198	-178	-165	-160	-701	-675	-675
Käyttökate	530	46	62	96	125	329	309	208	142	153	812	650	644
Poistot ja arvonalennukset	-302	-58	-56	-56	-56	-226	-57	-53	-56	-56	-222	-227	-223
Operatiivinen liikevoitto	-101	-20	-5	32	-93	-86	238	145	61	97	541	423	421
Liikevoitto	228	-12	6	40	69	103	252	155	86	97	590	423	421
Europe	86	42	29	45	75	191	218	140	55	91	503	358	350
Americas	-163	-43	-23	-7	-18	-91	15	14	8	11	49	65	75
Long Products	7	-4	-2	-1	0	-7	7	5	4	2	18	15	12
Muut	-31	-15	-8	-6	-19	-48	-2	10	-6	-7	-5	-15	-15
Oikaisut	329	8	11	8	31	58	15	-15	25	0	25	0	0
Nettorahoituskulut	-150	-34	-29	-28	-29	-120	-32	-31	-28	-29	-120	-107	-88
Tulos ennen veroja	127	-47	-22	13	44	-12	223	128	58	68	477	318	335
Verot	-41	6	2	0	148	156	-41	-19	-9	-10	-79	-41	-50
Vähemmistöosuudet	9	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2
Nettotulos	95	-41	-20	13	192	144	182	108	49	58	396	275	283
EPS (oper.)	-0,53	-0,10	-0,10	0,01	0,01	-0,17	0,42	0,24	0,06	0,14	0,86	0,67	0,69
EPS (raportoitu)	0,05	-0,10	-0,05	0,03	0,46	0,35	0,44	0,26	0,12	0,14	0,95	0,67	0,69

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-6,7 %	-21,6 %	-18,6 %	-4,6 %	5,2 %	-10,8 %	26,7 %	20,3 %	10,7 %	1,0 %	14,4 %	0,3 %	0,6 %
Operatiivisen liikevoiton kasvu-%	10 %	-1100 %	-80 %	-148 %	745 %	-15 %	-1292 %	-2992 %	90 %	-205 %	-729 %	-22 %	-1 %
Käyttökate-%	8,3 %	3,3 %	4,5 %	6,8 %	8,3 %	5,8 %	17,6 %	12,5 %	9,0 %	10,1 %	12,5 %	9,9 %	9,8 %
Operatiivinen liikevoitto-%	-1,6 %	-1,4 %	-0,4 %	2,3 %	-6,2 %	-1,5 %	13,6 %	8,7 %	3,9 %	6,4 %	8,3 %	6,5 %	6,4 %
Nettotulos-%	1,5 %	-3,0 %	-1,5 %	0,9 %	12,7 %	2,5 %	10,4 %	6,5 %	3,1 %	3,8 %	6,1 %	4,2 %	4,3 %

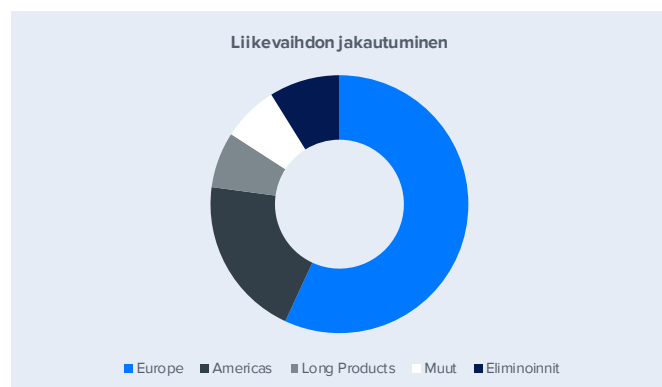
Lähde: Inderes



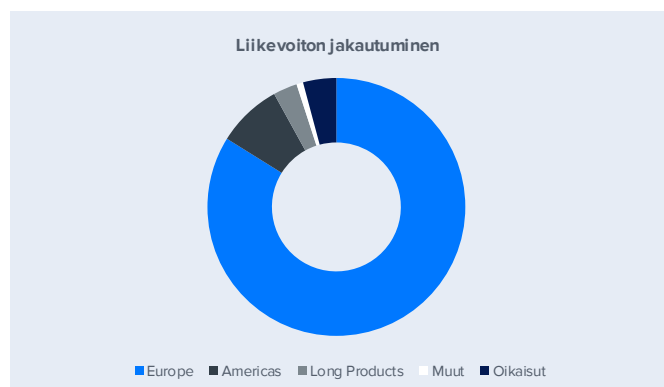
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

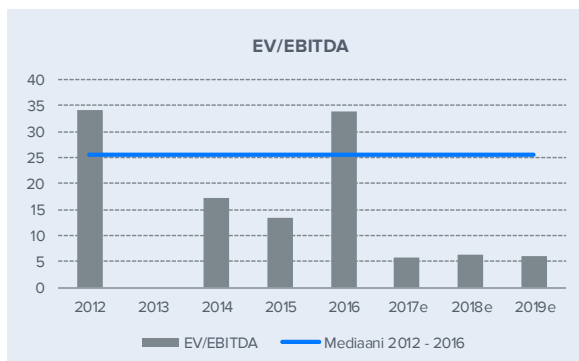
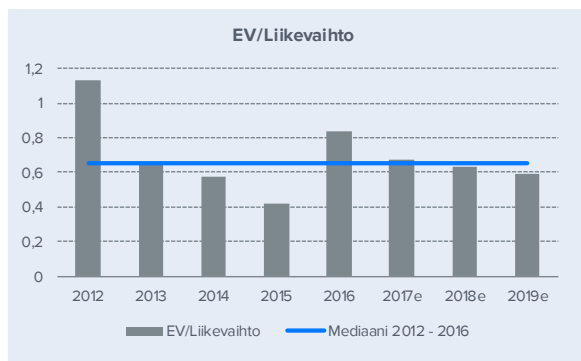
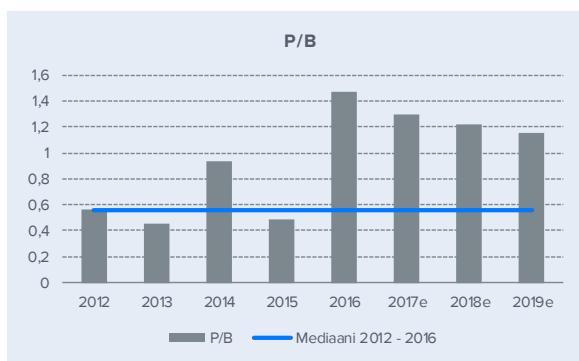
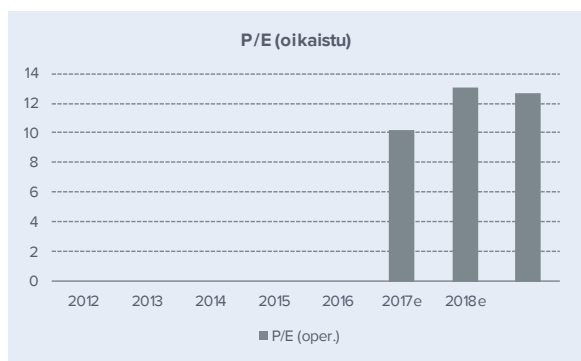


Lähde: Inderes

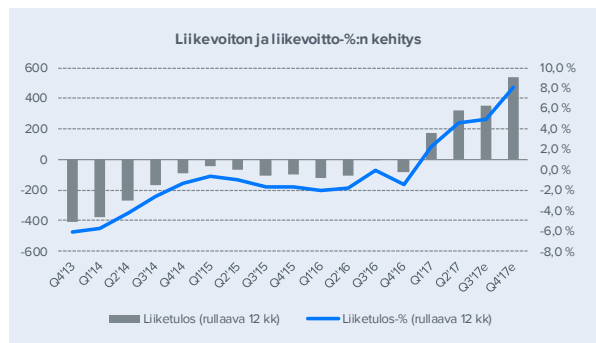
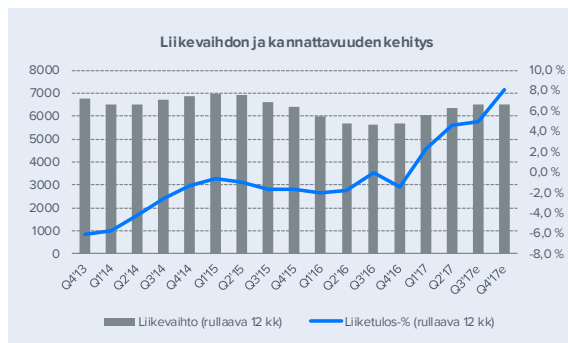
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	0,79	0,41	4,77	2,73	8,51	8,72	8,72	8,72
Markkina-arvo	1641	852	1986	1137	3541	3600	3600	3600
Yritysarvo (EV)	5147	4388	3927	2670	4752	4373	4110	3895
P/E (oper.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,2	13,1	12,7
P/E	neg.	neg.	neg.	12,0	24,6	9,1	13,1	12,7
P/Kassavirta	-1,3	-1,3	9,5	4,8	6,6	7,4	8,2	8,7
P/B	0,6	0,5	0,9	0,5	1,5	1,3	1,2	1,2
P/S	0,4	0,1	0,3	0,2	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	1,1	0,7	0,6	0,4	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	34,1	neg.	17,2	13,3	33,9	5,7	6,3	6,1
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	8,1	9,7	9,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	28,9 %	20,8 %	45,0 %	51,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,2 %	2,3 %	3,4 %	4,0 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

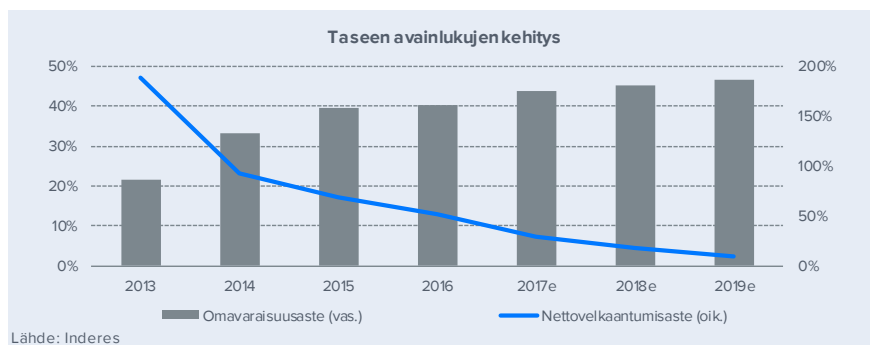


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	3904	3698	3750	3642	3596
Liikearvo	130	130	130	130	130
Aineettomat oikeudet	437	368	374	375	376
Käyttöomaisuus	3138	3005	2874	2832	2785
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	67	0	0
Muut sijoitukset	78	63	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	77	116	101	101	101
Laskennalliset verosaamiset	44	16	204	204	204
Vaihtuvat vastaavat	2507	2176	2240	2716	2959
Varastot	1527	1251	1232	1432	1410
Muut lyhytaikaiset varat	40	53	117	53	53
Myyntisaamiset	749	686	687	781	784
Likvidit varat	191	186	204	450	712
Taseen loppusumma	6411	5874	5990	6358	6556

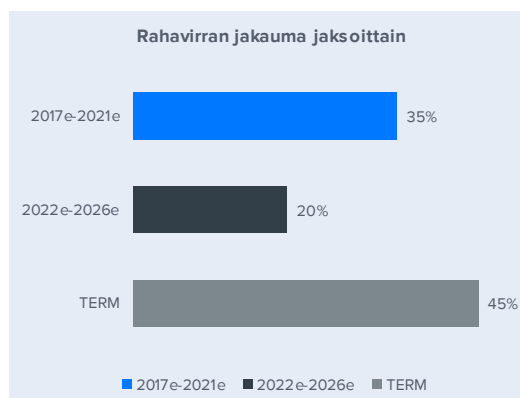
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	2132	2329	2416	2770	2963
Osakepääoma	311	311	311	311	311
Kertyneet voittovarot	0	95	239	593	786
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	1821	1923	1866	1866	1866
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	2263	1804	1524	1722	1722
Laskennalliset verovelat	31	16	22	22	22
Varaukset	198	113	118	126	126
Lainat rahoituslaitoksilta	1597	999	987	900	900
Vaihtovelkakirjalainat	0	250	0	250	250
Muut pitkäaikaiset velat	437	426	397	424	424
Lyhytaikaiset velat	2016	1741	2050	1866	1871
Lainat rahoituslaitoksilta	569	547	458	100	100
Lyhytaikaiset korottomat velat	1335	1121	1471	1693	1698
Muut lyhytaikaiset velat	112	73	121	73	73
Taseen loppusumma	6411	5874	5990	6358	6556



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	103	590	423	421	467	418	426	435	444	375	379	
+ Kokonaispoistot	226	222	227	223	218	214	211	208	203	200	196	
- Maksetut verot	-26	-79	-41	-50	-68	-67	-70	-72	-74	-60	-61	
- verot rahoituskuluista	-24	-20	-14	-13	-16	-16	-15	-15	-15	-15	-15	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käytöpääoman muutos	352	-57	25	-3	-15	-15	-11	-11	-11	-8	-6	
Operatiivinen kassavirta	581	631	619	578	586	533	541	545	547	492	494	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-24	35	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-23	-181	-181	-164	-166	-176	-172	-152	-166	-156	-164	
Vapaa operatiivinen kassavirta	534	485	438	414	420	356	369	393	381	336	330	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	534	485	438	414	420	356	369	393	381	336	330	4796
Diskontattu vapaa kassavirta		474	396	347	326	256	246	242	218	178	162	2351
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	5196	4722	4326	3979	3653	3397	3151	2909	2691	2513	2351	
Velaton arvo DCF	5196											
- Korolliset velat		-1445										
+ Rahavarat		204										
-Vähemmistöosuus		0										
-Osinko/pääomapalautus		-42										
Oman pääoman arvo DCF	3941											
Oman pääoman arvo DCF per osake	9,55											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	6844	6384	5693	6511	6530
EBITDA	72	530	329	812	650
EBITDA-marginaali (%)	1,1	8,3	5,8	12,5	9,9
EBIT	-248	228	103	590	423
Voitto ennen veroja	-464	127	-12	477	318
Nettovoitto	-439	95	144	396	275
Kertaluontoiset erät	-156	329	189	49	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	6411	5874	5990	6358	6556
Oma pääoma	2132	2329	2416	2770	2963
Liikearvo	130	130	130	130	130
Korolliset velat	2166	1546	1445	1000	1000

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	72	530	329	812	650
Nettokäyttöpääoman muutos	1154	73	352	-57	25
Operatiivinen kassavirta	315	455	581	631	619
Vapaa kassavirta	208	235	534	485	438

Yhtiökuvaus
Outokumpu on ruostumattoman teräksen markkinajohtaja maailmassa. Ruostumaton teräs sopii kestäviin ratkaisuihin vaativissa käyttökohteissa aina ruokailu- ja sairaalavälineistä siltoihin ja energialaitoksiin: se on 100-prosenttisen kierrätettävä, korroosionkestävä, hygieeninen ja vahva materiaali, jota ei tarvitse huoltaa. Outokummun palveluksessa on yli 12 000 ammattilaista yli 30 maassa. Konsernin pääkonttori sijaitsee Espoossa ja sen osake on listattu NASDAQ OMX Helsingissä.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-1,08	0,23	0,35	0,96	0,67
EPS (oper.)	-0,97	-0,53	-0,17	0,86	0,67
Operat. kassavirta per osak	0,76	1,09	1,40	1,53	1,50
Tasearvo per osake	5,12	5,59	5,80	6,71	7,18
Osinko per osake	0,00	0,00	0,10	0,20	0,30
Voitonjako, %	0	0	29	21	45
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	1,2	2,3	3,4

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	neg.	12,0	24,6	9,1	13,1
P/B	0,9	0,5	1,5	1,3	1,2
P/Liikevaihto	0,3	0,2	0,6	0,6	0,6
P/CF	6,3	2,5	6,1	5,7	5,8
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	54,5	5,0	14,4	5,4	6,3
EV/EBIT	neg.	11,7	46,1	7,4	9,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Solidium Oy	25,0 %
Kansaneläkelaitos	2,2 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	2,1 %
Ilmarinen Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö	2,0 %
Valtion eläkerahasto	1,2 %

Suosittelushistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.4.2016	Vähennä	3,60 €	3,78 €
27.7.2016	Vähennä	4,50 €	4,76 €
29.9.2016	Myy	5,00 €	6,01 €
4.11.2016	Myy	5,50 €	6,22 €
5.1.2017	Myy	7,50 €	8,42 €
7.2.2017	Lisää	10,50 €	9,36 €
28.4.2017	Lisää	10,00 €	8,74 €
16.5.2017	Osta	9,50 €	7,27 €
14.7.2017	Lisää	7,50 €	7,08 €
26.7.2017	Lisää	7,50 €	6,81 €
7.9.2017	Vähennä	8,50 €	8,72 €

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 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 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 omistussuosuuksia 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/>