

Virala Acquisition Company (VAC)

Yhtiöraportti

8.9.2021 20:00



Joni Grönqvist
+358 40 515 3113
joni.gronqvist@inderes.fi



Olli Koponen
+358 44 274 9560
olli.koponen@inderes.fi

VACista kuoriutuu Purmo

Virala Acquisition Company (VAC), joka on ensimmäinen Helsingin Pörssin SPAC-segmenttiin listattu yhtiö, ja Purmo Group solmivat tänään sulautumissopimuksen VAC:n ja Purmo Groupin yhdistämiseksi. Purmo on yksi johtavista kestävien sisäilmaratkaisujen kansainvälisistä toimittajista sekä perheomisteisen Rettig Groupin tytäryhtiö. Yhdistymisen täytäntöönpanon myötä uuden yhdistyneen yhtiön osakkeiden listaamista tullaan hakemaan Helsingin pörssilistalle ja sen odotetaan toteutuvan joulukuun 2021 loppuun mennessä. Sulautuminen arvostaa Purmo Groupin velattomaksi yritysarvoksi 685 MEUR (EV). Tulemme aloittamaan Purmon seurannan kaupan toteutumisen jälkeen.

Purmo sulautuu VAC:iin

VAC on Suomen ensimmäinen yritysostoyhtiö (SPAC), joka listautui kesäkuussa ja keräsi listautumisannilla 107,5 MEUR:n bruttovarat. VAC:n strategiana oli hankkia yksi tai useampi yhtiö, joilla VAC arvioi olevan hyvä pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuuspotentiaali orgaanisen kasvun ja/tai yritysjärjestelyiden kautta. VAC kertoi tänään sulautuvansa Purmon kanssa yhtiön strategian mukaisesti. Pidämme käytännössä selvänä, että peruuttamattomien sitoumusten myötä molemmat yhtiökokoukset tulevat hyväksymään sulautumisen ehdotetusti. Sulautumisen toteuttamisen myötä VAC:n nykyiset osakkeenomistajat tulevat omistamaan yhteensä 26,7 % osakkeista. VAC tulee julkaisemaan esitteen sisältäen yksityiskohtaiset tiedot sulautumisesta 19.11.2021. VAC odottaa kutsuvansa koolle ylimääräisen yhtiökokouksen pidettäväksi 13 joulukuuta 2021. Sulautumisen odotetaan toteutuvan 2021 loppuun mennessä.

Purmo on sisäilmaratkaisujen toimittaja

Kohdeyhtiö Purmo Group, jonka omistavat suomalainen perheomisteinen sijoitusyhtiö Rettig Group sekä yhtiön johto ja tietyt hallituksen jäsenet, on yksi suurimmista sisäilmaratkaisujen tarjoajista maailmanlaajuisesti. Purmon strategian kulmakiviä ovat 1) ratkaisumyynnin skaalaus markkinaosuuden kasvattamiseksi, 2) uusien älykkäiden tuotteiden lanseeraaminen, 3) yhtiön markkinaosuuden kasvattaminen Venäjällä ja Kiinassa, 4) kannattavuuden parantaminen operatiivisen tehokkuuden kautta sekä 5) yritysostokasvustrategian toteuttaminen. Listautuminen tulee monipuolistamaan yhtiön mahdollisuuksia rahoittaa tulevia yritysostoja omalla pääomalla ja/tai velalla sekä ylläpitää optimaalista pääomarakennetta. Purmo Groupin vuoden 2020 liikevaihto oli 671 MEUR ja oikaistu käyttökate 85 MEUR. Purmo Groupin vuoden 2021 oikaistun käyttökateen odotetaan olevan hieman yli 90 MEUR. Vuosina 2018-2020 yhtiö kasvoi keskimäärin 1 %:n vuosittain ja käyttökate-% nousi 10 %:sta 13 %:iin.

Alustavan arviomme mukaan Purmo Groupin arvostus ei vaikuta järjestelyssä huomattavan vaativalta

Sulautuminen arvostaa Purmo Groupin velattomaksi yritysarvoksi 685 MEUR, mikä vastaa 8,1x oikaistua EV/käyttökate-kerrointa vuodelle 2020 ja 7,6x kerrointa vuodelle 2021. VAC:n arvostus tulee näkemyksemme mukaan ennen sulautumisen saamista päätökseen muodostumaan Purmon arvosta sekä VAC:n omistusosuudesta. Purmon arvostukseen taas vaikuttaa arviomme mukaan yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiili, verrokkiryhmän arvostus ja mahdollinen alennus/premio verrokkiryhmään nähden. Alustavasti hahmottelemamme Purmon verrokkiryhmä voisi koostua pääosin pohjoismaisista rakennus- ja talotekniikkayhtiöistä sekä kilpailevista materiaalivalmistajista. Alustavan verrokkiryhmän mediaani EV/EBITDA on 10,5x vuodelle 2021. Näin ollen Purmon sulautumisen arvostus on 28 % alle alustavan verrokkiryhmän arvostustason eikä järjestelyn arvostus vaikuta mielestämme alustavasti erityisen vaativalta. Kommentoimme arvostusta kuitenkin tarkemmin vasta Purmon seurannan aloitus -raportissamme, kun olemme perehtyneet yhtiöön ja sen liiketoiminnan kasvu- ja kannattavuusprofiiliin tarkemmin.



Katso VACin toimitusjohtajan haastattelu kaupasta:



Katso kohdeyhtiö Purmon toimitusjohtajan haastattelu liiketoiminnasta:



Katso tallenne sulautumistilaisuudesta:



VAC ja sulautuminen Purmon kanssa

Virala Acquisition Company (VAC)

VAC on Suomen ensimmäinen yritysostoyhtiö (SPAC). VAC listautui kesäkuussa ja keräsi 107,5 MEUR:n bruttovarat. Kansainvälisesti tutumman SPAC:n toimintamallina on kerätä listautumisannilla pääomaa, jonka yhtiö sijoittaa myöhemmin valitsemaansa kohteeseen. Tällä tavoin kohdeyhtiö pystyy listautumaan ja välttämään tavanomaisen listautumisprosessin. Piensijoittajalle SPAC mahdollistaa pääsyn pääomarahaston tyyppiseen sijoitukseen. SPAC on toki keskitetty yhteen tai muutama yhtiöön, kun pääomarahastot ovat selvästi hajautetumpia.

VAC:n strategia

VAC:n strategiana oli hankkia yksi tai useampi yhtiö, joilla VAC arvioi olevan hyvä pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuuspotentiaali orgaanisen kasvun ja/tai yritysjärjestelyiden kautta. Sijoituskriteerit olivat 1) yritysarvo 50-500 MEUR, 2) ei toimialafokusta, 3) kohdeyhtiön pitää sijaita Suomessa tai pitää olla vahvat siteet Suomeen, 4) ei poliittista riskiä ja 5) ei kausiluonteisuutta. Alustavan arviomme mukaan eilen julkistettu kauppa vastaa VAC:n strategian ja kriteerien pohjalta etsittyä kohdeyhtiötä, vaikka se yritysarvon puolesta ylittää haarukan.

VAC:n mukaan Purmo Group sopii erinomaisesti yhteen VAC:n sijoituskriteerien sekä kokemuksen kanssa. VAC arvioi Purmo Groupin omaavan hyvät edellytykset pitkän aikavälin kasvulle ja kannattavuudelle sekä orgaanisen kasvun että yritysostojen kautta. VAC:n johto on vakuuttunut siitä, että Purmo Groupin houkutteleva alla oleva markkina, vahva näyttö kasvusta ja kassavirran luomisesta sekä sen strategia luovat vahvan pohjan kasvulle ja osingonmaksulle tulevaisuudessa. Viralan ja Rettig

Groupin omistajaperheet ovat sitoutuneet pitkän aikavälin arvonnluontiin sekä Purmo Groupin aktiiviseen ja käytännönläheiseen kehittämiseen yhteistyössä. Mielestämme omistajilla on myös yhteinen intressi Purmo Groupin kehittämiseen. Arvioimme Purmon suunnitelmia kuitenkin tarkemmin myöhemmin julkistettavassa seurannan aloitus-raportissamme.

Sulautuminen

Pidämme käytännössä selvänä, että VAC-yhtiökokous tulee hyväksymään sulautumisen, koska yhteensä noin 79,5 % VAC:n osakkeiden tuottamista äänistä on peruuttamattomasti sitoutunut tukemaan sulautumista. Lisäksi mielestämme on varmaa, että Purmo Groupin yhtiökokous myös hyväksyy yhtiökokouksessa sulautumisen, koska yhtiö on saanut peruuttamattomia sitoumuksia kattamaan 2/3-osan vaatimuksen. Mikäli VAC:n osakkeenomistaja ei kannata yritysostoa voi tämä myydä osakkeensa markkinaan tai pyytää lunastusta. Lunastettavien osakkeiden kokonaismäärä on kuitenkin enintään 10 % C-osakkeiden kokonaismäärästä (tarkat tiedot löytyvät yhtiön [Listalleottoesitteestä](#) sivulta 84-85).

Sulautumisen toteuttamisen myötä Purmo Groupin nykyiset osakkeenomistajat tulevat omistamaan yhteensä 73,3 % ja VAC:n nykyiset osakkeenomistajat yhteensä 26,7 % yhdistyneen yhtiön C-sarjan osakkeista. VAC:n suurin osakkeenomistaja Virala Oy Ab tulee omistamaan 8,8 % yhdistyneen yhtiön C-sarjan osakkeista. Sulautumisen yhteydessä liikkeeseen laskettavien VAC:n uusien C-sarjan osakkeiden yhteenlasketun lukumäärän odotetaan olevan 29 594 531, jolloin osakkeiden kokonaismäärä on 40 374 531.

Lisätäkseen VAC:n osakkeenomistajien

vaikutusmahdollisuuksia sekä kehittääkseen Purmo Groupia aktiivisesti pitkäaikaisena ja merkittävänä omistajana, Viralalla tulee olemaan optio hankkia 689 576 C-sarjan osaketta lisää Rettig Groupilta (10,19 euron osakekohtaiseen hintaan) sulautumisen täytäntöönpanon yhteydessä, minkä jälkeen Virala omistaisi yli 10,5 % C-sarjan osakkeista. Arvioimme Viralan käyttävän kyseisen option. Sen lisäksi Virala tulee omistamaan F-sarjan osakkeita, jotka vastaavat noin 3,7 % yhdistyneen yhtiön liikkeeseen lasketuista osakkeista. F-sarjan osakkeet voidaan muuntaa C-sarjan osakkeiksi aikaisintaan 3 vuoden ja viimeistään 7 vuoden kuluttua VAC:n listautumisannista olettaen, että tietyt osakkeen hintarajat on saavutettu. Korkein hintaraja edellyttää 140 % kokonaistuottoa osakkeelle, mikä vastaa 24,00 euron osakekurssia VAC:n osakkeelle. F-sarjan osakkeet vastaavat enintään 8 % VAC:n äänivaltaisten osakkeiden lukumäärästä.

VAC:n hallitus on päättänyt päättää Viralan VAC:n listautumisannissa merkitsemiä C-sarjan osakkeita koskeneen 3 vuoden pituisen luovutuksenrajoitus-sitoumuksen noudattaakseen Nasdaq Helsingin pörssilistan määräyksiä vapaasti vaihdettavissa olevien osakkeiden määrästä, jonka tulee olla 25 %.

Aikataulu

VAC tulee julkaisemaan esitteen sisältäen yksityiskohtaiset tiedot sulautumisesta 19.11.2021 Samana päivänä Purmo julkistaa Q3-raporttinsa. VAC odottaa kutsuvansa koolle ylimääräisen yhtiökokouksen pidettäväksi 13.12.2021. Mikäli kaikki toteuttamisedellytykset täyttyvät, sulautumisen odotetaan toteutuvan joulukuun 2021 loppuun mennessä.

Kohdeyhtiö Purmo

Purmo on sisäilmaratkaisujen toimittaja

Kohdeyhtiö Purmo Group (ent. Rettig ICC Oy Ab) on yksi suurimmista sisäilmaratkaisujen tarjoajista maailmanlaajuisesti. Yhtiön tuotevalikoima sisältää vesikiertoiset radiaattorit, pyyhekuivaimet, lattialämmitysratkaisut, konvektorit, venttiilit, säätölaitteet, ilmalämpöpumput ja ilmanvaihtotuotteet.

Purmon mukaan, sillä on vahva markkina-asema integroitujen sisäilmaratkaisujen, kuten vesikiertoisten radiaattoreiden sekä muiden lämmitys- ja viilennystuotteiden tarjoajana. Euroopassa Purmo Group on radiaattoritoimittajien selvä markkinajohtaja ja yksi johtavista haastajista integroiduissa radiaattorijärjestelmissä.

Yhdistyneen yhtiön toimitusjohtaja tulee olemaan John Peter Leesi ja talousjohtaja Erik Hedin, jotka toimivat tällä hetkellä Purmo Groupissa vastaavissa tehtävissä. VAC:n hallituksen puheenjohtaja Alexander Ehrnroothista tulee hallituksen jäsen. Lisäksi Tomas von Rettigistä (Rettig Groupin ja Purmo Groupin hallituksen puheenjohtajasta) tulee hallituksen puheenjohtaja sekä Matts Rosenbergistä (Rettig Groupin toimitusjohtaja ja Purmo Groupin hallituksen jäsen) tulee hallituksen varapuheenjohtaja. Kohdeyhtiö Purmon toimitusjohtajan videohaastattelu on katsottavissa [tästä](#) (englanniksi).

Purmon luvut

Purmo Groupin vuoden 2020 liikevaihto oli 671 MEUR ja oikaistu käyttökate 85 MEUR. Purmo Groupin vuoden 2021 oikaistun käyttökateen odotetaan olevan hieman yli 90 MEUR. Purmon Q3-raportti julkaistaan 19.11.2021, jolloin saamme lisää tarkistuspisteitä yhtiön kehityksestä

arvonmäärityksen tueksi. Lisäksi yhtiö järjestää pääomamarkkinapäivän (CMD) joulukuun alussa ja arvioimme yhtiön avaavan tällöin myös taloudellisia tavoitteitaan. Vuosina 2018-2020 yhtiö kasvoi keskimäärin 1 %:n vuosittain ja käyttökate-% nousi 10 %:sta 13 %:iin.

Arviomme mukaan Purmon liiketoiminta on riippuvaista taloussuhdanteesta ja etenkin rakennusmarkkinoiden suhdannetilanteesta. Markkinan kasvu alustavan arviomme mukaan vastaa melko hyvin rakentamisen markkinan kasvua, jonka odotetaan olevan Euroopassa lähivuosina noin 3 %:n luokkaa Euroconstructin mukaan. Uudet tuoteaihiot ja kestävä kehityksen tuotteet voivat kasvaa nopeammin, mutta perusliiketoiminta kasvaa arviomme mukaan noin rakentamisen kasvuvauhtia. Kannattavuus vaikuttaa ensiarviomme perusteella kohonneen lähiaikoina nopeasti, mutta korjaantuneen alaspäin materiaalikustannusten noustessa. Normalisoitu kannattavuustaso yli syklin on alustavan arviomme mukaan viime vuoden korkeita tasoja hieman alhaisempi.

Purmon strategia

Suunniteltu sulautuminen ja listautuminen tukevat Purmo Groupin strategiaa kasvaa sekä organisaation avulla yritystojen avulla. Yhtiön visio on tulla kestävien sisäilmaratkaisujen markkinajohtajaksi maailmanlaajuisesti. Purmon strategian kulmakiviä ovat 1) ratkaisumyynnin skaalaus markkinaosuuden kasvattamiseksi aliedustetuilla alueilla; 2) uusien älykkäiden tuotteiden lanseeraaminen, joissa yhtiöllä on merkittävä lanseerausvalmis tuotekehitysportfolio, 3) yhtiön markkinaosuuden kasvattaminen Venäjällä ja Kiinassa uuden paikallisen tuotantokapasiteetin avulla, 4) kannattavuuden parantaminen operatiivisen tehokkuuden kautta sekä 5) tarkkaan määritellyn

yritystokasvustrategian toteuttaminen.

Listautuminen tulee monipuolistamaan yhtiön mahdollisuuksia rahoittaa tulevia yritystojia omalla pääomalla ja/tai velalla, sekä ylläpitää optimaalista pääomarakennetta.

Kommentoimme Purmo Groupin strategiaa tarkemmin myöhemmin julkaistavassa seurannan aloitus -raportissamme.

Yhdistetty tase

Purmo Groupin ja VAC:n yhdistetty nettovelka 30.6.2021 olisi ollut 238 MEUR sisältäen Rettig Groupin mahdollisen ylimääräisen voitonjaon. Yhdistyneen yhtiön 31.12.2021 arvioidun nettovelan jaettuna oikaistulla käyttökatteella odotetaan olevan alle 2.5x huomioiden VAC:n kassavarat sekä Rettig Groupin ylimääräisen osingon (251 MEUR), ja sillä oletuksella etteivät VAC:n nykyiset osakkeenomistajat vaadi C-sarjan osakkeidensa lunastamista sulautumisen yhteydessä.

Velkaviputavoite on hyvin linjassa rakennusalan verrokkeihin, joilla tosin kassavirtaprofiilit ja liiketoimintojen jatkuvuus voi olla erilainen Purmoon nähden etenkin palveluliiketoimintaan panostavilla yhtiöillä. Kassakonsolidoluvut (2020: 111 %) Purmolla viittaavat kuitenkin siihen, että yhtiön kassavirran kehitys on vuolasta, mikä puoltaa velkavivun käyttöä liiketoiminnassa. Myöskään korkeampi tavoitetaso ei mielestämme olisi poissuljettu kasvuvaiheen alkupuolella.

Arvostus

Sulautumisen arvostus

Sulautuminen arvostaa Purmo Groupin velattomaksi yritysarvoksi 685 MEUR, mikä vastaa 8,1x oikaistua EV/käyttökate-kerrointa vuodelle 2020 ja 7,6x kerrointa vuodelle 2021 käyttäen arvioitua 90 MEUR:n käyttökate.

VAC-omistusosuuden arvo yhdistyneestä yhtiöstä kaupantekoparametrejä käyttäen

Olemme taulukossa oikealla hahmotelleet VAC:n omistusosuuden arvoa käyttäen kaupantekohetkellä tiedotettuja parametrejä. Käyttäen kaupan 685 yritysarvoa ja kesäkuun lopun 238 MEUR:n nettovelkaa muodostuu markkina-arvoksi 447 MEUR. Näin ollen VACin osakkeenomistajien (27,3 % omistus) markkina-arvon osuudeksi muodostuu kauppahinnalla 119 MEUR, mikä vastaa 11,07 euron osakekohtaista arvoa VAC:n osakkeelle. Osakekurssi sulki illalla 13,75 euroon, mikä vastaa 8,8x EV/EBITDA-kerrointa vuodelle 2021 ja indikoi markkinoiden pitäneen yritysjärjestelyä onnistuneena.

Alustavan verrokkiryhmän arvostus

Alustavasti hahmottelemamme verrokkiryhmä koostuu pohjoismaisista rakennus- ja talotekniikkayhtiöistä sekä kilpailevista materiaalivalmistajista. Verrokkiryhmämme eroaa yhtiön käyttämästä verrokkiryhmästä hieman ja tarkastelemme verrokkiryhmää tarkemmin seurannan aloitus raportissa, kun Purmon strategia ja sen kasvu- ja kannattavuusprofiili ovat paremmin tiedossa.

Perinteisesti olemme soveltaneet listautuviin yhtiöihin noin 15 %:n alennusta verrokkiryhmään, mikä on perustunut tyypilliseen listautuvan yhtiön pieneen kokoluokkaan ja lyhyeen track-recordiin. Purmon

tapauksessa liiketoiminta on kuitenkin jo hyvin mittavaa ja tämän mittakaavan alennus ei välttämättä ole tässä tapauksessa perusteltu.

Alustavan verrokkiryhmän mediaani EV/EBITDA-kerroin on 10,5x ja EV/liikevaihto-kerroin on 1,3x. Näin Purmon sulautumisen arvostus on 28 % alle alustavan verrokkiryhmän arvostustason kuluva vuoden käyttökate ennusteilla ja 24 % alle verrokkiryhmän tason käyttäen viime vuoden liikevaihtoa. Näin ollen järjestelyn arvostus ei mielestämme vaikuta alustavasti erityisen vaativalta. Kommentoimme myös arvostusta tarkemmin seurannan aloitus-raportissa, kun olemme voineet perehtyä tarkemmin Purmon liiketoiminnan kasvu- ja kannattavuusprofiiliin sekä soveltaa useampia arvonmääritysmenetelmiä.

VACin arvostuksen muodostuminen

VACin arvostus tulee näkemyksemme mukaan ennen sulautumisen saamista päätökseen muodostumaan markkinoiden Purmolle antamasta arvosta sekä VACin omistusosuudesta. Purmon arvostus taas muodostuu yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiilista, verrokkiryhmän arvostuksesta ja mahdollisesta alennuksesta/preemiosta verrokkiryhmän arvostukseen nähden.

Pohjoismaisten rakennus- ja talotekniikkayhtiöiden sekä kilpailevien materiaalivalmistajien muodostaman alustavan verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBITDA	EV/S*
Yhtiö	MEUR	MEUR	2021e	2021e
Yit Oyj	1051	1462	8,6	0,5
Skanska AB	9769	8715	8,6	0,7
Bonava AB (publ)	933	1338	11,2	0,9
Peab AB	2617	3972	9,4	0,7
Bravida Holding AB	2593	2559	14,8	1,3
Caverion Oyj	1094	1239	8,0	0,5
Uponor Oyj	2031	2086	9,4	1,6
Bosch Ltd	4896	4401	43,3	4,5
Arbonia AG	1283	1433	9,2	1,1
Aalberts NV	6050	6727	10,4	2,1
Systemair AB	1904	2049	17,3	2,1
Volusion Group PLC	1284	1397	15,7	3,7
Lindab International AB	1895	2043	12,0	1,9
Zehnder Group AG	939	847	10,6	1,4
Purmo (Sulautumisen arvostus)	447	685	7,6	1,0
Keckiarvo			13,5	1,6
Mediaani			10,5	1,3
Erotus-% vrt. mediaani			-28 %	-24 %

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

*Purmo vuoden 2020 liikevaihto (671 MEUR)

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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.

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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri sijoituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajaviestinnän 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/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**