

Tehostus tukee tulosta

Nostamme tavoitehinnan 14,0 euroon (13,0), mutta toistamme vähennä-suosituksen. Näkemyksemme mukaan yhtiön tehostustoimet parantavat hiljalleen kannattavuutta, mutta haasteellinen markkina ja raskas rahoitusrakenne tekevät tuottopotentialista edelleen heikon.

Tehostustoimet paransivat Q1 tulosta selvästi

Q1-tulos oli tehostusohjelmien ja suotuisan sään ansiosta odotettua selvästi vähemmän tappiolla. Liiketappio oli 17 MEUR, jossa oli parannusta viime vuoteen peräti 21 MEUR. Kannattavuuden parantuminen oli erityisen vahvaa infra-rakentamisen segmenteissä, mutta myös muut segmentit paransivat liikevoittoa. Tilauskanta kasvoi 23 %.

Näkymät vaisut, mutta tehostus nostaa kannattavuutta

Suomen näkymät ovat sekä talon- että infrarakentamisen osalta edelleen vaisut, emmekä odota elpymistä ennen ensi vuotta. Skandinavian osalta näkymät ovat positiiviset, mutta odotamme Lemminkäisen Skandinavian liikevaihdon jäävän rakennemuutosten myötä lähes viime vuoden tasolle. Tehostusohjelmien ja myynnin katerakenteen parantumisen myötä ennustamme FY'14 ja FY'15 EBIT-marginaalien nousevan 2,4 %:iin ja 3 %:iin (aik.1,6 % ja 2,3 %).

Tase vahvistunut - rahoituskustannukset korkeat

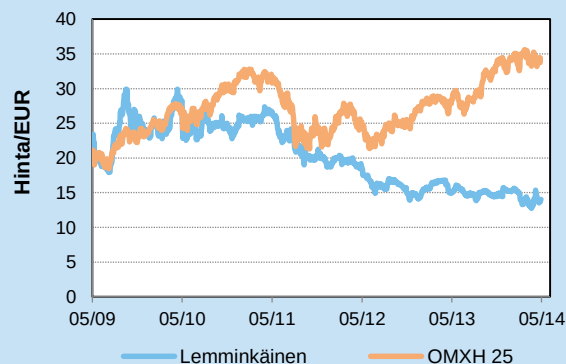
Yhtiön tase ja rahoitusasema ovat maaliskuun alussa liikkeelle lasketun uuden hybrilainan myötä kohtuullisessa kunnossa. Taseen vahvistamisen hinta on kuitenkin korkea, sillä yhteensä 140 MEUR:n hybrilainoista maksetaan korkoja 11,1 MEUR vuodessa (0,57 euroa osakkeelta). Yhtiön normaalit rahoituskulut ovat lisäksi noin 28 MEUR vuodessa.

Arvostus edelleen haastava lyhyellä aikavälillä

Ennusteillamme lasketut vuosien 2014-15 P/E kertoimet 19x ja 9x ylittävät vertailuryhmän kertoimet. Kun osakkeen FY'14 osinkotuotto jää todennäköisesti nolnaan, on sijoittajan lyhyen aikavälin tuottopotentiali heikko. Matalaksi vajonneet tase- ja liikevaihtopohjaiset kertoimet tukevat kuitenkin osaketta.

SUOSITUS

VÄHENNÄ



Osakekurssi, EUR (ed. päätös) **14.02**

Tavoitehintaa, EUR **14.00**

Edellinen suositusmuutos **27-Nov-13**

Osakemäärä, '000's **19 650**

Laimennettu osakemäärä, '000's **19 650**

Markkina-arvo, MEUR **275**

Vapaasti vaihdettavat osakkeet, %

Reuters koodi **LEM1S.HE**

Bloomberg koodi **LEM1S FH**

Seuraava tulosjulkistus **30-Jul-14**

Kotisivut **www.lemminkainen.fi**

Analyytikko **Petri Aho**

Sähköposti **petri.aho@inderes.com**

Puhelin **+358 50 3402986**



OSTA



LISÄÄ



VÄHENNÄ



MYY

AVAINLUVUT

	Liikevaihto MEUR	Liikevoitto (EBIT) MEUR	Liikevoitto- marginaali %	Tulos ennen veroja MEUR	Tulos / osake EUR	P/E (x)	EV/LV (x)	P/Kassavirta (x)	EV/EBIT (x)	Osinko / osake EUR
2012	2 268	50	2.2%	30	2.29	6.2	0.3	3.3	12.5	0.60
2013	2 218	-91	-4.1%	-117	-4.77	-3.2	0.3	6.3	-6.9	0.00
2014e	2 229	54	2.4%	26	0.75	18.7	0.2	3.2	9.6	0.00
2015e	2 265	69	3.0%	51	1.55	9.0	0.2	2.8	7.0	0.30
2016e	2 302	83	3.6%	69	2.31	6.1	0.2	2.5	5.3	0.40
Markkina-arvo, MEUR		275		Oma pääoma / osake 2014E, EUR		20.8	CAGR EPS 2013-16, %			0.0
Nettovelka 2014E, MEUR		242		Price/book 2014E		0.7	CAGR Liikevaihto 2013-16, %			1.2
Yritysarvo, MEUR		518		Osinkotuotto 2014E, %		0.0	ROE 2014E, %			4.0
Taseen loppusumma 2014E, MEUR		1 296		Veroaste 2014E, %		-0.6	ROCE 2014E, %			7.7
Liikearvo 2014E, MEUR		80		Omavaraisuusaste 2014E, %		34.8	PEG, P/E 14/CAGR			0.3

KVARTAALILUVUT

MEUR	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2013	2014Q1	2014Q2e	2014Q3e	2014Q4e	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto	306	521	751	639	2 218	322	548	700	660	2 229	2 265	2 302
Käyttökate	-32	0	78	-91	-45	-11	27	71	12	99	115	127
Käyttökate (%)	-10.6	0.1	10.3	-14.2	-2.1	-3.4	4.9	10.2	1.7	4.4	5.1	5.5
Liikevoitto (EBIT)	-38	-12	62	-102	-91	-17	14	56	1	54	69	83
Liikevoitto (%)	-12.5	-2.4	8.2	-16.0	-4.1	-5.3	2.6	8.0	0.1	2.4	3.0	3.6
Nettorahoituskulut	-5	-7	-8	-7	-27	-7	-7	-7	-6	-28	-18	-14
Voitto ennen veroja	-43	-19	54	-109	-117	-24	7	49	-5	26	51	69
Verot	11	3	-13	23	24	4	0	-5	1	0	-8	-10
Veroaste (%)	25.3	13.4	23.6	21.3	20.4	17.5	5.0	10.0	22.0	-0.6	15.0	15.0
Nettotulos	-32	-17	41	-86	-94	-22	3	41	-8	15	30	45
Osakekohtainen tulos (EPS)	-1.64	-0.85	2.10	-4.37	-4.77	-1.10	0.15	2.09	-0.39	0.75	1.55	2.31
EPS oikaistu (dilutoitu osakemäärä)	-1.64	-0.85	2.10	-0.88	-1.28	-1.10	0.15	2.09	-0.39	0.75	1.55	2.31
Osinko per osake	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.40
LIKEVAIHTO, MEUR												
Suomi, talonrakentaminen	123	116	149	204	593	116	125	140	220	601	619	628
Suomi ja Baltia infrarakentaminen	56	156	283	192	687	69	170	275	190	704	704	704
Suomi, talotekniikka	44	55	55	69	222	50	50	50	64	214	218	220
Venäjä	19	40	64	41	165	16	40	50	50	156	152	160
Skandinavia	71	164	219	157	612	82	173	205	158	617	636	655
Muut toiminnot ja eliminoinnit	-7	-10	-19	-24	-60	-10	-10	-20	-22	-62	-63	-65
Yhteensä	306	521	751	639	2 218	322	548	700	660	2 229	2 265	2 302
LIKEVAIHTO KASVU, V/V %												
Suomi, talonrakentaminen	-0.8	-26.7	1.4	-19.1	-13.1	-5.8	7.4	-6.2	7.7	1.3	3.0	1.5
Suomi ja Baltia infrarakentaminen	-15.5	34.9	38.5	-6.1	16.3	21.8	8.8	-2.7	-1.1	2.4	0.0	0.0
Suomi, talotekniikka	-27.4	-4.2	6.6	12.2	-3.5	13.2	-8.3	-8.4	-7.1	-3.7	2.0	1.0
Venäjä	-81.5	-83.2	-80.1	-84.7	-82.4	-16.7	-0.2	-22.2	22.2	-5.2	-2.5	5.0
Skandinavia	-280.8	-463.3	-684.8	-426.4	-459.3	14.1	5.1	-6.5	0.6	0.8	3.0	3.0
Muut toiminnot ja eliminoinnit	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	36.0	-2.0	6.4	-7.9	3.0	2.0	2.0
Yhteensä	-2.9	-0.8	9.1	-13.4	-2.2	4.9	5.0	-6.8	3.2	0.5	1.6	1.6
LIKEVOITTO, MEUR												
Suomi, talonrakentaminen	4	-2	8	-5	5	6	6	6	7	25	28	31
Suomi ja Baltia infrarakentaminen	-13	4	30	-5	16	-6	8	28	-1	28	25	28
Suomi, talotekniikka	-1	0	-1	1	-2	0	1	0	1	2	2	3
Venäjä	-4	1	6	-3	0	-1	1	1	2	2	5	8
Skandinavia	-21	-6	19	-21	-29	-12	5	22	-6	9	19	23
Muut toiminnot ja eliminoinnit	-4	-8	1	-70	-81	-4	-6	-1	-2	-13	-10	-11
Yhteensä	-38	-12	62	-102	-91	-17	14	56	1	54	69	83
LIKEVOITTO MARGINAALI, %												
Suomi, talonrakentaminen	3.3	-1.7	5.0	-2.3	0.8	5.3	4.8	4.3	3.2	4.2	4.5	5.0
Suomi ja Baltia infrarakentaminen	-22.7	2.7	10.5	-2.5	2.4	-9.2	4.7	10.2	-0.8	4.0	3.5	4.0
Suomi, talotekniikka	-3.2	-0.9	-1.3	1.5	-0.7	0.8	1.0	0.6	1.6	1.0	1.0	1.5
Venäjä	-18.7	1.2	8.6	-6.6	-0.2	-8.7	1.3	2.0	4.0	1.3	3.5	5.0
Skandinavia	-29.1	-3.8	8.6	-13.5	-4.8	-14.4	2.9	10.7	-3.8	1.5	3.0	3.5
Muut toiminnot ja eliminoinnit	49.3	83.3	-5.9	291.6	133.8	39.2	60.0	5.0	9.1	20.9	15.8	17.0
Yhteensä	-12.5	-2.4	8.2	-16.0	-4.1	-5.3	2.6	8.0	0.1	2.4	3.0	3.6

TULOSLASKELMA, MEUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto	1 964	1 830	2 184	2 268	2 218	2 229	2 265	2 302
Liikevaihdon kasvu (%)	-20.8	-6.9	19.4	3.8	-2.2	0.5	1.6	1.6
Kulut	-1 907	-1 765	-2 102	-2 176	-2 264	-2 130	-2 150	-2 175
Raportoitu käyttökate	58	65	82	91	-45	99	115	127
Kertaluontoiset erät käyttökatteessa	0	0	0	0	0	0	0	0
Käyttökate (%)	2.9	3.6	3.8	4.0	-2.1	4.4	5.1	5.5
Poistot	-34	-36	-38	-41	-45	-45	-46	-44
EBITA	23	29	44	50	-91	54	69	83
Liikearvon alaskirjaukset / arvonalennukset	0	0	0	0	0	0	0	0
Raportoitu liikevoitto	23	29	44	50	-91	54	69	83
Liikevoitto (%)	1.2	1.6	2.0	2.2	-4.1	2.4	3.0	3.6
Nettorahoituskulut	-33	-22	-19	-20	-27	-28	-18	-14
Voitto ennen veroja	-10	7	25	30	-117	26	51	69
Kertaluontoiset erät	0	0	0	0	0	0	0	0
Verot	-14	-6	-8	-9	24	0	-8	-10
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	-24	1	36	45	-94	15	30	45
TASE, MEUR								
Vastaavaa								
Kiinteä omaisuus	208	225	246	243	244	241	232	221
Liikearvo	78	85	86	77	80	80	80	80
Varastot	355	370	449	494	504	507	515	523
Saatavat	305	343	413	371	395	397	403	409
Likvidit varat / käteinen	74	26	30	94	81	33	34	35
Taseen loppusumma	1 034	1 065	1 243	1 304	1 343	1 296	1 302	1 306
Vastattavaa								
Oma pääoma	299	333	350	373	324	409	439	479
Siirretyt verovelat	19	18	22	25	13	13	13	13
Korollinen velka	399	376	436	440	408	275	242	197
Lyhytaikaiset korottomat velat	303	321	415	428	565	557	566	575
Muut korottomat velat	11	15	14	24	13	22	22	22
Yhteensä vastattavaa	1 034	1 065	1 243	1 304	1 343	1 296	1 302	1 306
KASSAVIRTA, MEUR								
+ EBITDA	58	65	82	91	-45	99	115	127
- Nettorahoituserät	-33	-22	-19	-20	-27	-28	-18	-14
- Verot	-14	-6	-8	-9	24	0	-8	-10
- Käyttöpääoman muutos	65	-32	-55	9	101	-12	-5	-6
+/- Muut	0	0	19	24	0	58	-13	-13
= Liiketoiminnan kassavirta	75	5	19	95	53	117	71	84
- Investoinnit	-39	-60	-60	-20	-50	-42	-37	-33
- Yrityssostot	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Yritysmyyntit	0	0	0	0	0	0	0	0
= Vapaa kassavirta	37	-55	-41	75	4	75	34	51
+/- Korollisten velkojen muutos	-187	-23	60	5	-33	-132	-34	-44
+/- Annit / omien osakkeiden ostot	-5	33	-9	-13	57	70	0	0
- Maksetut osingot	-15	0	-10	-10	-12	0	0	-6
+/- Lainasaatavien muutos	0	2	3	17	-2	9	0	0
Kassavarojen muutos	-170	-43	3	74	14	22	1	1

AVAINLUVUT	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Markkina-arvo	511	405	281	299	275	275	275
Nettovelka (korollinen)	350	405	346	327	242	208	163
Yritysarvo	868	813	627	626	518	484	439
Liikevaihto	1 830	2 184	2 268	2 218	2 229	2 265	2 302
Käyttökate	65	82	91	-45	99	115	127
Liikevoitto	29	44	50	-91	54	69	83
Voitto ennen veroja	7	25	30	-117	26	51	69
Nettotulos	1	36	45	-94	15	30	45
Substanssiarvo	328	349	372	323	408	439	478
Arvostuskertoimet							
Yritysarvo (EV) / Liikevaihto	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV / Käyttökate	13.4	9.9	6.9	-13.8	5.2	4.2	3.5
EV / EBITA	29.5	18.5	12.5	-6.9	9.6	7.0	5.3
EV / Liikevoitto	29.9	18.5	12.5	-6.9	9.6	7.0	5.3
EV / Operatiivinen kassavirta	48.8	57.4	7.4	13.2	5.9	4.9	4.0
EV / Vapaa kassavirta	26.8	14.5	10.1	-8.3	7.2	5.4	4.3
P/E	425.6	11.4	6.2	-3.2	18.7	9.0	6.1
P/E (oikaistu kertaeristä)	182.4	11.4	6.2	-11.9	18.7	9.0	6.1
P/B	1.6	1.2	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
P/S	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
P/Kassavirta	28.7	28.7	3.3	6.3	3.2	2.8	2.5
Tavoitehinnalla EV/EBIT	24.2	12.0	14.5	-150.5	9.6	7.0	5.3
Tavoitehinnalla P/E	37.4	18.9	7.6	-4.8	18.6	9.0	6.1
Tavoitehinnalla P/B	1.8	1.1	0.9	1.1	0.7	0.6	0.6
Osakekohtaiset luvut							
Osakkeiden lukumäärä	19 645	19 645	19 650	19 650	19 650	19 650	19 650
Osakemäärä (dilutoitu)	19 645	19 645	19 650	19 650	19 650	19 650	19 650
Osakekohtainen tulos (EPS)	0.06	1.81	2.29	-4.77	0.75	1.55	2.31
EPS (oikaistu)	0.14	1.81	2.29	-1.28	0.75	1.55	2.31
Kassavirtapohjainen EPS	1.65	2.86	3.15	-3.83	3.64	4.56	5.23
Operatiivinen kassavirta / osake	0.91	0.72	4.31	2.41	4.44	5.05	5.54
Sijoitettu pääoma / osake	34.76	38.46	36.11	32.66	32.66	32.48	32.20
Substanssiarvo / osake	16.70	17.75	18.95	16.46	20.77	22.32	24.33
Substanssi ilman liikearvoa	12.38	13.39	15.03	12.38	16.70	18.25	20.26
Osinko / osake	0.50	0.50	0.60	0.00	0.00	0.30	0.40
Osinko / tulos, %	818.5	27.6	26.2	0.0	0.0	19.3	17.3
Osinkotuotto, %	1.9	2.4	4.2	0.0	0.0	2.1	2.9
Pääomatehokkuus							
Oman pääoman tuotto (ROE), %	0.4	10.5	12.5	-26.9	4.0	7.2	9.9
Sitoutuneen pääoman tuotto (ROCE), %	5.5	7.4	7.8	-10.3	7.7	10.2	12.2
Taloudelliset tunnusluvut							
Investoinnit / Liikevaihto, %	3.3	2.7	0.9	2.2	1.9	1.6	1.4
Investoinnit / Poistot ilman liikearvoa, %	149.1	155.3	70.0	102.9	93.1	80.3	75.0
Nettovelka / Käyttökate	5.4	4.9	3.8	-7.2	2.4	1.8	1.3
Velka / Oma pääoma	0.7	1.1	1.6	1.4	1.0	0.9	0.7
Omavaraisuusaste	35.2	31.2	31.5	26.5	34.8	37.2	40.3
Nettovelkaantumisaste (Gearing-%)	1.0	1.2	0.9	1.0	0.6	0.5	0.3
Työntekijöiden lukumäärä (keskiarvo)	8 314	8 421	8 180	7 049	7 000	7 000	7 000
Liikevaihto / työntekijä, EUR	220 063	259 340	277 200	314 669	318 429	323 524	328 790
Liikevoitto / työntekijä, EUR	3 488	5 225	6 125	-12 881	7 700	9 864	11 822

VALUAATIO		NORMAALI SKENAARIO		TAUSTAOLETUKSET		WACC	
Nykyinen osakekurssi	14.02	Kassavirran nykyarvo	405	Pitkän ajan kasvu, %	2.0	Riskitön korko, %	4.00
DCF-arvo	16.21	Terminaaliarvo	240	WACC, %	9.0	Riskipreemio, %	4.8
Nousupotentiaali, %	15.6	Vähemmistöosuudet	0	Spread, %	1.0	Velan riskipreemio, %	2.0
Maksimiarvo	20.3	Mark.eht. sijoitukset	81	Minimi WACC, %	8.0	Equity beta	1.20
Minimiarvo	13.1	Velka - Osingot	-408	Maksimi WACC, %	10.0	Tavoiteltu velka-aste, %	40
Terminaaliarvo, %	37.2	Osakkeen arvo	319	Osakemäärä (milj.)	19.7	Efekt. veroaste, %	21

DCF valuaatio, MEUR	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminaali
Liikevaihto	2 218	2 229	2 265	2 302	2 339	2 386	2 434	2 483	2 532	2 583	2 635	2 687
<i>Liikevaihdon kasvu, %</i>	-2.2	0.5	1.6	1.6	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Liikevoitto (EBIT)	-91	54	69	83	89	95	91	87	89	77	79	81
<i>Liikevoitto-%</i>	-4.1	2.4	3.0	3.6	3.8	4.0	3.8	3.5	3.5	3.0	3.0	3.0
+ Poistot + arvonalennukset	45	45	46	44	42	42	42	42	42	42	39	
- Tuloverot	-8	0	-10	-12	-13	-19	-18	-17	-18	-15	-17	
- Käyttöpääoman muutos	101	-12	-5	-6	-6	-7	-7	-7	-8	-8	-8	
<i>NWC / Liikevaihto, %</i>	14.7	15.1	15.1	15.1	15.1	15.1	15.1	15.2	15.2	15.2	15.2	
+ Muutos muissa vastaavissa	-2	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Investoinnit	-50	-42	-37	-33	-40	-41	-42	-43	-44	-27	-43	-44
<i>Investoinnit / Liikevaihto, %</i>	2.2	1.9	1.6	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.0	1.6	1.6
- Muut erät	0	58	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	
= Vapaa kassavirta (FCF)	-4	112	49	63	58	56	52	48	48	57	37	550
= Diskontattu FCF (DFCF)		106	43	50	42	38	32	27	25	27	16	240
= DFCF min WACC		106	43	51	44	39	34	29	27	29	18	307
= DFCF max WACC		105	42	49	41	36	30	25	23	25	15	192

YRITYSKUVAUS: Lemminkäinen is known for its expertise in building construction, infrastructure construction and technical building services. Finland is our main market, but we also operate in the other Nordic countries, Russia and Baltic countries. With a hundred years of experience we create conditions that make living, working and travelling easy, safe and healthy. In the future, we will be seeking growth from renovation, Russian residential construction and Nordic infrastructure construction in particular.

OMISTUSRAKENNE	SHARES	MEUR	%
Pnt Group Oy	3 674 583	51.518	18.7%
Forsten Noora Eva Johanna	1 966 983	27.577	10.0%
Pentti Heikki Oskari Kuolinpesä	1 906 067	26.723	9.7%
Pentti Olavi	1 709 565	23.968	8.7%
Varma Mutual Pension Insurance Company	823 342	11.543	4.2%
Pentti-Von Walzel Anna Eva Kristina	634 701	8.899	3.2%
Pentti-Kortman Eva Katarina	634 701	8.899	3.2%
Pentti Timo Kaarle Kristian	634 701	8.899	3.2%
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company	432 304	6.061	2.2%
Mandatum Life Insurance	282 963	3.967	1.4%
10 suurinta	12 699 909	178.053	65%
Jäljelle jäävät	6 950 267	97.443	35%
Yhteensä	19 650 176	275.495	100%

RAPORTOINTI AJANKOHDAT

July 30, 2014 Q2 report
October 29, 2014 Q3 report

MUUT TAPAHTUMAT

April 09, 2014 AGM

YRITYKSEN JOHTO / KONTAKTIT

CEO: Bernt Brunow Salmisaarenaukio 2, PL 169, 00181 HELSINKI
CFO: Ilkka Salonen, talous- ja rahoitusjohtaja Tel: +358 20 715 000
IR: Katri Sundström, IR

SUOSITUSHISTORIA, VIIMEISET 12 KUUKAUTTA

Päivämäärä	Suositus	Tavoitehintaa	Osakekurssi
5.5.2014	Vähennä	14,0	14,0
27.3.2014	Vähennä	13,0	13,1
12.2.2014	Vähennä	14,0	14,0
23.12.2013	Vähennä	14,0	15,3
28.11.2013	Vähennä	15,0	15,3
15.11.2013	Myy	13,0	15,0
8.8.2013	Myy	13,0	14,6
18.4.2013	Vähennä	13,0	16,1

Disclaimer

Inderes Oy (henceforth Inderes) has produced this report for customer's private use. The information used in report is gathered from various sources. Inderes's goal is to use reliable and comprehensive information, but Inderes cannot guarantee that the information represented is flawless. Possible contentions, estimates or forecasts are based on the presenter's point of view. Inderes does not guarantee the content or the reliability of the data. Inderes or their employees shall not be held responsible for investment decisions made by based on this report or other damages (both direct and indirect damages) what usage of this report might have caused. The information presented in this report might change rapidly. Inderes does not commit to inform for the possible changes in the information / contention of the report.

This report has been produced for information purposes and the report should not be taken as an investment advice, offer or request to buy or sell a particular asset. The client should also understand that the historical development is not a guarantee of the future. When making investment decisions, client must base their decisions on their own research and their own estimates on the factors affecting the value of the investment object and also to consider their own financial goals, financial status and when necessary they shall use advisor. Customer is always responsible for their own investment decisions and the possible causes of them. No one is allowed to modify this report, copy it or to distribute it with third parties without written agreement from Inderes. Any parts of this report shall not be distributed or delivered in USA, Canada or Japan or to residents of any these countries mentioned above. There also might be restrictions in legislations in other countries about distributing this information and person who might be under these restrictions shall consider the possible restrictions.

More information about research disclaimers can be found at www.inderes.fi/research-disclaimer