

Servicea Viitteellisen käyvän arvon määrittäminen

Itä-Suomen huoltopalvelut liikelaitoskuntayhtymä

5.3.2018

Luottamuksellinen luonnos keskustelun pohjaksi



Tärkeää huomioida

Antamamme raportti ja muu toimeksiantoon liittyvä informaatio on tarkoitettu ainoastaan Itä-Suomen huoltopalvelut liikelaitoskuntayhtymän (jäljempänä myös "Servica" tai "Toimeksiantaja") käyttöön eikä sitä saa kopioida, lainata eikä siihen saa viitata osittainkaan ilman KPMG Oy Ab:n etukäteen antamaa kirjallista lupaa.

Emme ole vahvistaneet saamamme materiaalin oikeellisuutta ja siten emme anna lausuntoa sen oikeellisuudesta tai riittävydestä. Oheista dokumenttia luettaessa tulee huomioida, että käytetyt oletukset ja laskelmat perustuvat vain julkisesti saatavilla olevaan informaatioon, käytössämme oleviin tietokantoihin sekä toimeksiannon aikana Toimeksiantajalta saatuun materiaaliin.

Arvonmäärityksemme perustuu arvonmäärityspäivän 27.2.2018 tilanteeseen. Tämän jälkeisiä tapahtumia ja olosuhteiden muutoksia ei ole huomioitu tässä raportissa.

Lyhenteet ja määritelmät

Arvonmäärittäminen	27.2.2018
Service	Itä-Suomen huoltopalvelut liikelaitoskuntayhtymä
M€	Miljoonaa euroa
Nettokäyttöpääoma	Vaihto-omaisuus + myyntisaamiset – ostovelat – ennakkomaksut – muut korottomat velat
t€	Tuhatta euroa
Toimeksiantaja	Itä-Suomen huoltopalvelut liikelaitoskuntayhtymä
WACC	Weighted Average Cost of Capital, pääoman keskimääräinen painotettu kustannus
Yritysarvo	Oman pääoman arvo + korolliset velat – rahat ja pankkisaamiset

Yhteenveto	Sivu
— Toimeksiannon tausta	6
— Arvonmäärityksen tulokset	7
Viitteellisen käyvän arvon laskelmat	
— Kassavirtaperusteinen arvonmääritys – käytetyt ennusteet	9
— Kassavirtaperusteinen menetelmä – kassavirtalaskelma	10
— Kassavirtaperusteinen menetelmä – herkkyysanalyysi	11
Liitteet	Sivu
I. Käytetyt lähteet	13
II. Sovellettu arvonmääritysmenetelmä	14
III. Pääoman keskimääräinen painotettu kustannus (WACC)	15



Yhteenveto

Toimeksiannon tausta

Tavoite

- Laskelmien tarkoituksena on määrittää Itä-Suomen huoltopalvelut liikelaitoskuntayhtymän (jäljempänä myös "Servica" tai "Toimeksiantaja") toimeksiannosta Servican viitteellinen käypä arvo.

Arvonmäärittäyslaskelmissa käytetyt menetelmät

- Arvonmäärittäyslaskelmissa on käytetty kassavirtaperusteista arvonmäärittäysmenetelmää.
 - Kassavirtaperusteisessa menetelmässä on tarkasteltu Servican käypää arvoa, joka perustuu johdon ennusteisiin ja Servican historiallisiin tilinpäätöksiin perustuviin kassavirtaennusteisiin sekä markkinainformaatioon.

Arvonmäärittäyslaskelmissa käytetyt tietolähteet

- Laskelmat perustuvat Toimeksiantajalta saatuihin Servicaa koskevaan materiaaliin sekä Servican historiallisiin tilinpäätöksiin.
- Lisäksi olemme käyttäneet tietokannoista (mm. Damodaran, Economist Intelligence Unit ja Thomson Reuters), saatua tietoa sekä muuta julkisesti saatavilla olevaa tietoa.

Arvokäsite - käypä arvo

- Laskelmissa on käytetty arvokäsitteenä käypää arvoa. Käyvän arvon käsite kuvaa markkinoiden yhteisiä odotuksia ja on yleisimmin käytetty arvokäsite liiketoiminnan arvon määrittäyksessä.
- Käypä arvo vastaa sellaista rahamäärää, jolla omaisuuserä voisi vaihtaa omistajaa kahden kaupan kohteen arvoon vaikuttavista tekijöistä tietoisien ja ilman pakottavaa syytä kauppaan halukkaan toisistaan riippumattoman osapuolen välillä puhtaasti liikeloudellisessa transaktiossa ("arm's length transaction"¹⁾). Käypä arvo vastaa siis sellaista kauppahintaa, jolla hypoteettiset markkinaosapuolet voisivat sopia kaupasta.

Arvonmäärittäispäivä

- Arvonmäärittäispäivänä laskelmissa on käytetty 27.2.2018. Laskelmissa käytetty markkinainformaatio on haettu tältä päivämäärältä.
- Taseesta johdettu nettovelka perustuu 31.12.2017 taseeseen.

Toimeksiannon rajoitukset

- Toimeksiannossa käytetty materiaali perustuu merkittävien osin Toimeksiantajalta saatuun materiaaliin. Laatiimme laskelmat perustuvat oletuksiin, jotka vaikuttavat merkittävästi esittämimme laskelmien lopputulokseen. Tästä johtuen laskelmia tulee tulkita suhteessa Toimeksiantajan näkemyksiin oletusten todennäköisyydestä.
- KPMG:n lähtökohtana ei ole antaa absoluuttista arvoa Servicalle, vaan arvohaarukka, jonka välille sen arvo sijoittuu perustuen käytettyihin oletuksiin ja markkinainformaatioon.

¹⁾ Pratt, Reilly, and Schweih's 'Valuing a Business, 2000

Arvonmäärityksen tulokset

Arvonmäärityksen tulokset

- Servican viitteellinen käypä arvo on määritelty kassavirtaperusteisella menetelmällä Servican toimittamiin ennusteisiin⁽¹⁾ ja toteutuneisiin tilinpäätöksiin sekä markkinainformaatioon perustuen.
- Oman pääoman käypä arvo on saatu vähentämällä Yritysarvosta korolliset velat (11,0 M€) ja lisäämällä kassa (10,3 M€) sekä sijoitukset (46 t€) perustuen 31.12.2017 taseeseen.
- Kassavirtalaskelman diskonttokorko (WACC) on johdettu markkinaperusteisesti käyttämällä listatuista vertailuyhtiöistä laskettua betaa sekä pääomarakennetta (mediaanitaso). Lisäksi olemme soveltaneet muita diskonttokoron parametreja perustuen Damodaran-tietokantaan, Ibbotson Associatesin kokopreemiotutkimukseen sekä muuhun markkinainformaatioon.
- Kassavirtalaskelmaan perustuvat tulokset on esitetty kuvaajassa oikealla.
 - Kassavirtaperusteisen arvonmäärityksen perusteella Servican käypä Yritysarvo on noin 20,7 – 31,0 M€. Yritysarvon vaihteluväli perustuu herkkyysanalyysiin. Herkkyysanalyysi on esitetty sivulla 11.
 - Nettovelan vähentämisen ja sijoitusten lisäämisen jälkeen oman pääoman käypä arvo noin 20,1 – 30,4 M€. Kyseisen arvoalueen keskiarvo on noin €25,2 M€.

Keskeisimmät muutokset edelliseen arvonmääritykseen 10.2.2017

- Viitteellinen käypä yritysarvo kasvoi n. 0,6 M€ johtuen pääasiassa pääoman keskimääräisen painotetun kustannuksen laskusta (10,8 % → 10,4%) pääasiassa pienistä diskonttokoron laskennassa käytettyjen markkinakomponenttien muutoksista johtuen.
- Oman pääoman viitteellinen käypä arvo kasvoi n. 6,4 M€ edellä mainittujen tekijöiden lisäksi kassan merkittävän kasvun (n. 6,1 m€ → n. 10,3 M€) sekä korollisten velkojen vähennyksen (n. 12,6 M€ → 11,0 M€) seurauksena.

(1) Talousarvio vuosille 2018 – 2023

Yhteenveto Servican arvonmäärityksestä:

	(€t)	
	-	20 000 40 000 60 000
Yritysarvon vaihteluväli	20 721	30 992
Korolliset velat	- Korolliset velat	10 975
Kassa	+ Kassa	10 314
Sijoitukset	+ Sijoitukset	46
Oman pääoman vaihteluväli	20 105	30 377



Viitteellisen käyvän arvon laskelmat

Kassavirtaperusteinen arvonmääritys – käytetyt ennusteet

Yleistä

- Ennusteperiodin ja jäännösperiodin ennusteet perustuvat Servican toimittamiin kassavirtaennusteisiin vuosille 2018 – 2023, pitkän aikavälin inflaatioennusteisiin sekä Servican arvioon liiketoiminnan kannattavuustasosta pitkällä aikavälillä. Diskonttokorko on johdettu markkinaperusteisesti toimialan informaatioon perustuen.

Liikevaihdon kasvu

- Servican liikevaihdon on ennustettu kasvavan 1,3 % vuonna 2018 ja 1,0 – 1,8 % vuosina 2019 – 2023 Toimeksiantajan toimittamiin ennusteisiin perustuen. Jäännösvuonna liikevaihdon kasvun on oletettu olevan 1,7 % Suomen pitkän aikavälin inflaatioennusteeseen perustuen.

Käyttökatemarginaali

- Servican käyttökatemarginaalin on ennustettu olevan 5,6 – 7,3 % vuosina 2018 – 2023 Toimeksiantajan toimittamiin ennusteisiin perustuen. Jäännösvuoden käyttökatemarginaaliksi on asetettu 4,5 % perustuen Servican arvioon liiketoiminnan kannattavuustasosta pitkällä aikavälillä.

Poistot ja investoinnit

- Poistojen on arvioitu olevan 1,9 – 2,0 M€ vuosina 2018 – 2023 ollen 2,2 – 2,3 % liikevaihdosta Toimeksiantajan toimittamiin ennusteisiin perustuen. Jäännösvuonna poistojen on oletettu olevan 2,2 % liikevaihdosta perustuen keskimääräisiin poistotasoihin vuosina 2018 – 2023.
- Investointien on arvioitu olevan 0,7 – 2,5 M€ vuosina 2018 – 2023 Toimeksiantajan toimittamiin kassavirtaennusteisiin perustuen. Jäännösvuonna investointien on arvioitu olevan n. 2,2 M€ ollen inflaation verran (1,7 %) jäännösvuoden poistoja suuremmat.

Verokanta

- Verokantana laskelmissa on käytetty Suomen yhteisöverokantaa 20 %.

Nettokäyttöpääoma

- Servican nettokäyttöpääoman tarve on arvioitu suhteessa liikevaihtoon ja sen oletetaan olevan vuosien 2016 ja 2017 tasolla (-5,6 %) vuosina 2018 – 2023. Jäännösvuonna nettokäyttöpääoman muutoksen on oletettu olevan 0.

Diskonttokorko

- Diskonttokorkona on käytetty markkinaperusteisesti johdettua pääoman keskimääräistä painotettua kustannusta (WACC), jonka olemme arvioineet Servicalle olevan 10,4 %. Tarkempi WACC-laskelma on esitetty liitteessä III.

Kassavirtaperusteinen menetelmä - kassavirtalaskelma

€t	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Jäännösvuosi
Liikevaihto	80 949	83 381	84 431	85 275	86 838	88 432	90 058	91 716	93 257
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>n/a</i>	<i>3,0%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,7%</i>
Liiketoiminnan kulut	75 028	77 935	78 301	79 904	81 997	83 387	84 814	86 467	89 060
<i>% liikevaihdosta</i>	<i>92,7%</i>	<i>93,5%</i>	<i>92,7%</i>	<i>93,7%</i>	<i>94,4%</i>	<i>94,3%</i>	<i>94,2%</i>	<i>94,3%</i>	<i>95,5%</i>
Käyttökate	5 921	5 446	6 130	5 371	4 841	5 045	5 244	5 249	4 197
<i>Käyttökatemarginaali</i>	<i>7,3%</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,3%</i>	<i>6,3%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,7%</i>	<i>4,5%</i>
Poistot ja arvonalentumiset	1 938	1 879	1 925	1 925	2 000	2 000	2 000	2 000	2 116
<i>Poistot ja arvonalentumiset % liikevaihdosta</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,3%</i>
Liikevoitto	3 983	3 568	4 205	3 446	2 841	3 045	3 244	3 249	2 081
<i>Liikevoittomarginaali</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,5%</i>	<i>2,2%</i>
Laskennalliset verot			841	689	568	609	649	650	416
<i>% liikevoitosta</i>			<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
Nettokäyttöpääoman muutos			565	-47	-88	-89	-91	-93	0
<i>% liikevaihdosta</i>			<i>0,7%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>0,0%</i>
Investoinnit aineellisiin hyödykkeisiin			800	700	1 000	1 500	2 000	2 500	2 151
<i>% liikevaihdosta</i>			<i>0,9%</i>	<i>0,8%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,3%</i>
Liikevoitto			4 205	3 446	2 841	3 045	3 244	3 249	2 081
- Laskennalliset verot			-841	-689	-568	-609	-649	-650	-416
+ Poistot ja arvonalentumiset			1 925	1 925	2 000	2 000	2 000	2 000	2 116
+/- Nettokäyttöpääoman muutos			-565	47	88	89	91	93	0
- Investoinnit aineellisiin hyödykkeisiin			-800	-700	-1 000	-1 500	-2 000	-2 500	-2 151
Vapaa kassavirta			3 924	4 029	3 360	3 025	2 686	2 193	1 629
Jäännösvuoden kasvu-%									1,7%
WACC									10,4%
Jäännösvuoden kapitalisointitekijä									11,5
Kapitalisoitu jäännösvuosi									18 663
Osavuosioikaisu			0,84	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Diskonttausperiodi			0,42	1,34	2,34	3,34	4,34	5,34	5,34
Nykyarvoteikijä			0,96	0,88	0,79	0,72	0,65	0,59	0,59
Vapaan kassavirran nykyarvo			3 178	3 527	2 664	2 172	1 747	1 292	10 994
Yritysarvo (€t)	25 575								
- Korollinen velka	10 975								
+ Rahat ja pankkisaamiset	10 314								
+ Sijoitukset ⁽¹⁾	46								
Osakekannan arvo (€t)	24 960								

(1) Servcan taseessa on Kuopion kaupungin omistamien yhtiöiden osakkeita 46 t€ arvosta. Olemme olettaneet osakkeiden kirja-arvon vastaavan niiden käypää arvoa.
Lähde: Toimeksiantaja

Kassavirtaperusteinen menetelmä - herkkyyssanalyysi

Herkkyysanalyysi - Yritysarvo €t

		WACC				
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Liikevoitto-prosentin muutos	-1,0%	18 780	18 071	17 436	16 863	16 343
	-0,5%	23 355	22 378	21 505	20 721	20 011
	0,0%	27 931	26 685	25 575	24 578	23 678
	0,5%	32 507	30 992	29 644	28 436	27 345
	1,0%	37 082	35 300	33 714	32 293	31 013

Herkkyysanalyysi - Yritysarvo €t

		WACC				
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Jäännösvuoden kasvu-%	-0,3%	25 251	24 349	23 525	22 770	22 075
	0,7%	26 438	25 390	24 445	23 586	22 802
	1,7%	27 931	26 685	25 575	24 578	23 678
	2,7%	29 868	28 338	26 997	25 812	24 755
	3,7%	32 482	30 522	28 843	27 387	26 110

Herkkyysanalyysi - Osakekannan arvo €t

		WACC				
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Liikevoitto-prosentin muutos	-1,0%	18 165	17 456	16 821	16 248	15 728
	-0,5%	22 740	21 763	20 890	20 105	19 395
	0,0%	27 316	26 070	24 960	23 963	23 063
	0,5%	31 892	30 377	29 029	27 821	26 730
	1,0%	36 467	34 684	33 099	31 678	30 398

Herkkyysanalyysi - Osakekannan arvo €t

		WACC				
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Jäännösvuoden kasvu-%	-0,3%	24 636	23 734	22 910	22 155	21 460
	0,7%	25 823	24 775	23 830	22 971	22 187
	1,7%	27 316	26 070	24 960	23 963	23 063
	2,7%	29 253	27 723	26 382	25 197	24 140
	3,7%	31 867	29 907	28 228	26 771	25 495

Kommentit

- Herkkyyssanalyysissä on tarkasteltu kassavirtaperusteisella arvonmääritysmenetelmällä saadun käyvän arvon herkkyyttä eri diskonttokorkojen (WACC) ja keskeisten kassavirtaoletusten suhteen (liikevoitto-% ja jäännösvuoden kasvu-%).
- Arvonmäärittäksen tulokset ovat erityisen herkkiä ennusteissa käytetyille keskeisille kassavirtaoletuksille. Tässä tapauksessa sopivaksi vaihteluväliksi on arvioitu $\pm 0,5$ %-yksikköä liikevoittoprosentin ja diskonttokoron osalta ja $\pm 1,0$ %-yksikköä jäännösvuoden kasvuprosenttien osalta.
- Herkkyyssanalyysin perusteella Servican yritysarvoksi saadaan noin 20,7 – 31,0 M€ ja oman pääoman käyväksi arvoksi noin 20,1 – 30,4 M€, kun yritysarvosta vähennetään nettovelat ja siihen lisätään sijoitukset.

Lähde: Toimeksiantaja, EIU



Liitteet

Käytetyt lähteet

Toimeksiantajalta vastaanotettu materiaalipaketti sisältäen seuraavat tiedostot:

- Tulosennusteet vuosille 2018 – 2023
- Tase per 31.12.2017

Tietokannat ja muut lähteet:

- Damodaran
- Economist Intelligence Unit
- Ibbotson Associates
- Pratt, Reilly, and Schweih's Valuing a Business, 2000
- Thomson Reuters

Sovellettu arvonmäärittäminen

Käytetyt arvonmäärittäminen menetelmät

- Servican käyvän arvon laskemiseksi on käytetty kassavirtaperusteista arvonmäärittäminen menetelmää.

Kassavirtaperusteinen arvonmäärittäminen menetelmä

- Kassavirtaperusteisessa arvonmäärittäminen menetelmässä on käytetty Servicalta saatuja ennusteita ja edellisten tilikausien toteutuneita lukuja ennusteiden pohjana. Yksityiskohtaisemman ennusteperiodin jälkeen on laskettu jäännösarvo. Jäännösarvon katsotaan kuvaavan liiketoiminnan tuottamia kassavirtoja yksityiskohtaisemman ennustekauden jälkeisellä ajanjaksolla sekä kuvaavan liiketoiminnan keskimääräistä kasvua ja kannattavuutta pitkällä tähtäimellä.

- Liiketoiminnan kassavirrat on määritelty seuraavaa kaavaa soveltaen:

	Liikevoitto
-	Verot (liikevoitto * verokanta)
+	Poistot
-	Investoinnit
+/-	<u>Nettokäyttöpääoman muutos</u>
=	Vapaa kassavirta (FCF)

- Tulevat vapaat kassavirrat diskontataan arvonmäärittäminen hetken yrityksen oman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksen painotetulla keskiarvolla (WACC = weighted average cost of capital). Näin saatu arvo vastaa yritykseen sijoitetun kokonaispääoman arvoa eli yritysarvoa (EV = enterprise value). Kun tästä arvosta vähennetään korolliset velat (lyhyt- ja pitkäaikaiset korolliset velat) ja erotukseen lisätään rahavarat ja sijoitukset arvonmäärittäminen hetkellä, saadaan oman pääoman eli osakekannan arvo.

- Kassavirtaperusteisen arvonmäärittäminen menetelmän soveltaminen vaatii liiketoiminnan tulevien kassavirtojen arvioimista. Kassavirtaennusteiden tulee perustua järkeviin ja perusteltavissa oleviin oletuksiin, jotka perustuvat viimeisimpiin Toimeksiantajan hyväksymiin budjetteihin/ennusteisiin tai näkemykseen tulevasta kehityksestä toteutuneisiin lukuihin pohjautuen.
- Kassavirtamenetelmä on hyvin herkkä käytettyjen taustaoletuksien muutoksille. Tästä syystä olemme laatineet herkkyyssanalyysijä, joissa olemme muuttaneet keskeisiä arvoon vaikuttavia taustaoletuksia.

Pääoman keskimääräinen painotettu kustannus (WACC)

WACC-laskelma

Oman pääoman tuottovaatimus (Ke)

Velaton beta	0,63	Vertailuyhtiöiden mediaanitaso, Thomson Reuters
Nettovelan suhde kokonaispääomaan (D/EV)	21,3%	Vertailuyhtiöiden mediaanitaso, Thomson Reuters
Oman pääoman suhde kokonaispääomaan (1-D/EV)	78,7%	1 - D/EV
Verokanta	20,0%	Yritysverokanta (Finland, 2018)
Oman pääoman beta (Be)	0,77	$Be = Ba * (1 + (1-t) * (D/EV) / (1-D/EV))$
Riskiton korko (i)	1,4%	Valtion joukkovelkakirjalaina (Finland), Thomson Reuters
Markkinariskipreemio (Rm)	5,7%	AAA-luokituksen valtion markkinariskipreemio, Damodaran
Maariskipreemio (CRP)	0,6%	Riskipreemio verrattuna AAA-luokituksen valtio
Pieniyhtiön riskilisä (Rc)	6,0%	Ibbotson Associates
Oman pääoman tuottovaatimus (Ke)	12,4%	$Ke = i + Be * Rm + CRP + Rc$
Oman pääoman tuoton kontribuutio	9,7%	

Vieraan pääoman kustannus (Kd)

Velan marginaali	2,0%	Velan marginaali (Restaurant/Dining), Damodaran
Maariskipreemio (CRP)	0,6%	Riskipreemio verrattuna AAA-luokituksen valtio
Velan kustannus ennen veroja (Kd)	4,0%	$Kd = i + \text{Velan marginaali} + CRP$
Velan kustannus verojen jälkeen	3,2%	
Vieraan pääoman tuoton kontribuutio	0,7%	

WACC	10,4%	$WACC = (D/EV) * (1-t) * Kd + (1-D/EV) * Ke$
-------------	--------------	--

Kommentit

- Diskonttokoron laskennassa on hyödynnetty toimialainformaatiota arvonmäärittämisestä. Diskonttokorossa sovellettu beeta ja pääomarakenne perustuvat toimialan yhtiöiden mediaanihavaintoihin ja pyrkivät kuvaamaan toiminnan riskiä ja toimialan tyypillistä rahoitusrakennetta pitkällä aikavälillä.
- Lisäksi diskonttokorossa on huomioitu pieniyhtiön riskilisä Ibbotson Associatesin riskipreemiotutkimukseen perustuen. Tämä riskilisä pyrkii huomioimaan pienempiin yhtiöihin liittyvän lisäriskin. Yleisesti tällaisia riskitekijöitä ovat mm. riippuvuus keskeisistä avainhenkilöistä, muutamista asiakkaista tai alihankkijoista ja palvelun ja tavaran toimittajista. Lisäksi listaamattomuus pienentää osakkeen likviditeettiä ja osaltaan pienen koon lisäksi saattaa tehdä rahoituksen hankinnasta haastavampaa.

Lähde: Damodaran, Ibbotson Associates, Thomson Reuters



© 2018 KPMG Oy Ab, a Finnish limited liability company and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative, a Swiss entity. All rights reserved.