

Talenom

Yhtiöpäivitys

30.7.2019

- Nostamme tavoitehintamme 38,0 euroon (aik. 36,0 €) ja toistamme lisää-suosituksemme
- Q2-tulos jäi hieman odotuksistamme, mutta tuloskasvu jatkui vahvana
- Näkymissä ei muutoksia: odotamme lähivuosilta edelleen noin 30 %:n vuosittaista tuloskasvua
- Arvostustaso on korkea, mutta tuloskasvun eteneminen luo osakkeelle nousuvaraa

Parempaa on luvassa

Q2-tulos jäi hieman korkeista odotuksistamme, ja teimme ennusteisiimme pieniä tarkistuksia alaspäin. Odotamme kuitenkin edelleen yhtiöltä noin 30 %:n vuosittaista tuloskasvua lähivuosina, kun yhtiön kannattavuus paranee edelleen vahvan kasvun mukana. Osakkeen arvostuskertoimet ovat korkeita, mutta markkinoiden fokuksen siirtyessä vuoden 2020 tulosennusteisiin tuloskasvu luo osakkeelle nousunvaraa. Olemme nostaneet tavoitehintamme 38,0 euroon (aik. 36,0 €) ja toistamme lisää -suosituksemme.

Tulospettymykseen ei liity dramatiikkaa

Talenomin liikevaihto kasvoi Q2:lla 17,7 % yhteensä 14,8 MEUR:oon jääden 15,1 MEUR:n ennusteestamme. Tuoreiden yritysostojen vaikutus oli selvästi ennakoimaamme pienempi. Efektiiivisesti Ruotsin yritysosto ehti tuoda laskutusta vain kaksi kuukautta ja Vaasan yritysosto vain kuukauden, mutta kulut juoksivat koko ajan. Q2-liikevoitto (3,2 MEUR) jäi myös odotuksistamme (3,4 MEUR) osittain samasta syystä. Tuloksessa on hyvä huomioida, että yritysostoihin liittyvät kulut painoivat sitä myös hieman, eikä niitä ole oikaistu. Ilman näitä kertaluontoisia kuluja suhteellinen kannattavuus olisi arviomme mukaan ollut ennustamallamme tasolla. Kokonaisuutena Q2-tulos jäi siis odotuksistamme, mutta yhtiö jatkaa vahvasti kannattavan kasvun tiellä.

Tuloskasvu kiihtyy loppuvuonna

Talenomin tuoreiden yritysostojen vaikutukset ovat kokonaan nähtävissä H2'19:lla (kiihdyttää kasvua arviolta noin 7-9 %) ja myös orgaaninen kasvuvauhti on erittäin hyvä (arviomme noin 16 %). Kasvu tukee myös kannattavuutta henkilöstökulujen skaalautuessa hyvin automaation ansiosta, minkä lisäksi yhtiö on jo saanut käyttöön kirjanpidon tuotantolinjan uuden vaiheen. Näin ollen tuloskasvunäkymä on erittäin vahva erityisesti seuraavalle 12 kuukaudelle, kun yritysostot kiihdyttävät muutenkin vahvaa kasvua. Tulosennusteisiimme teimme kuitenkin vain pieniä, muutaman prosentin tarkistuksia alaspäin. Tässä taustalla on lähinnä Q2-tulospettymys.

Lisäpalveluita on tarkasteltu uudelleen

Talenomin ydinliiketoiminta eli tilioimistopalvelut on kehittynyt viime vuosina erinomaisesti sekä kasvun että kannattavuuden osalta. Samalla yhtiö on pyrkinyt laajentamaan palvelutarjontaansa lisäpalveluilla kuten henkilöstövuokraus, missä menestys on ollut toistaiseksi vaisua. Nyt yhtiö on selvästi tarkentanut fokustaan ja panostaa rahoituspalveluihin. H1:lla rahoitusvolyymi oli jo 31 MEUR, ja kasvun on täytynyt olla vahvaa. Rahoituspalvelut vaikuttaakin olevan ensimmäinen uusi lisäpalvelu, josta on tulossa yhtiölle voittava konsepti.

Osake on perustellusti arvokas

Talenomin arvostustaso on korkea, mutta hyvin perusteltavissa erittäin vahvalla tuloskasvunäkymällä, vahvalla kilpailuedulla ja yhtiön erittäin houkuttelevalla positiolla defensiivisellä tilioimistomarkkinalla. Hyväksymme yhtiölle nyt 2019e P/E-luvun 30x, mikä antaa seuraavan kolmen vuoden ennustetulla tuloskasvulla (CAGR: noin 30 %) suunnilleen 1x PEG-kertoimen. Tässä vaiheessa vuotta katseet kääntyvät yhtiä voimakkaammin 2020e kertoimiin (P/E alle 22x), mikä on hyvän ennustettavuuden ansiosta Talenomille jo hyvin perusteltua. Jos tuloskasvu toteutuu odotetusti eikä näkymä eteenpäin heikkene, osake on jälleen 12 kuukauden päästä selvästi nykyistä arvokkaampi. Samalla sijoittaja kantaa riskiä siitä, ettei yhtiö yllä koviin odotuksiin. Muuten yhtiön riskiprofiili on alhainen.

Analyytikko



Juha Kinnunen

+358 40 778 1368

juha.kinnunen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)



38,00 EUR

(aik. 36,00 EUR)

Osakekurssi: 36,10 EUR

Potentiaali: 5,3 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Talenom ohjeistaa vuoden 2019 liikevaihdon kasvuprosentin olevan vuotta 2018 suurempi (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan vuoteen 2018 (17,5 %) verrattuna.

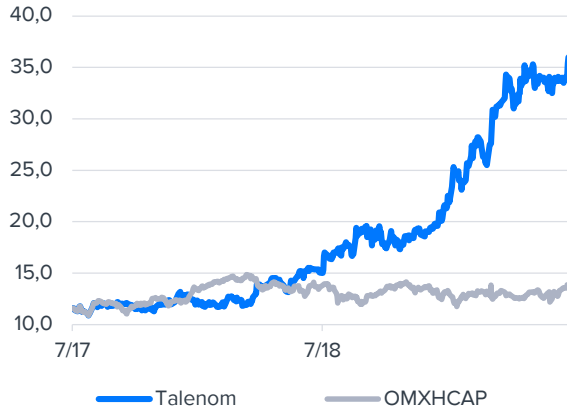
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	49	59	72	84
kasvu-%	18 %	21 %	22 %	17 %
EBIT oik.	8,5	11,8	15,1	18,5
EBIT-% oik.	17,5 %	20,0 %	21,0 %	22,0 %
Nettotulos	6,4	8,8	11,7	14,3
EPS (oik.)	0,93	1,27	1,67	2,05

P/E (oik.)	20,6	28,5	21,6	17,6
P/B	7,0	9,7	7,8	6,4
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,1 %	2,8 %	3,7 %
EV/EBIT (oik.)	17,4	22,9	17,8	14,3
EV/EBITDA	10,9	13,9	10,9	9,0
EV/Liikevaihto	3,0	4,6	3,7	3,1

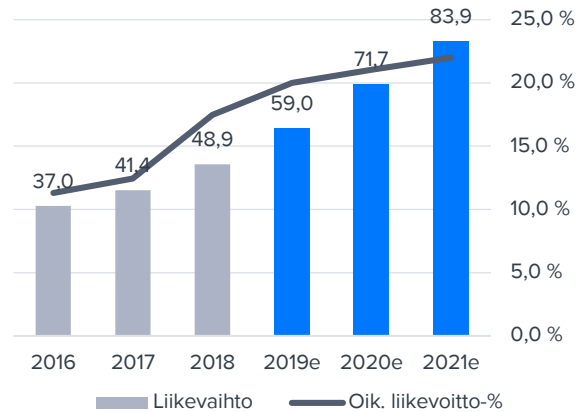
Lähde: Inderes

Osakekurssi



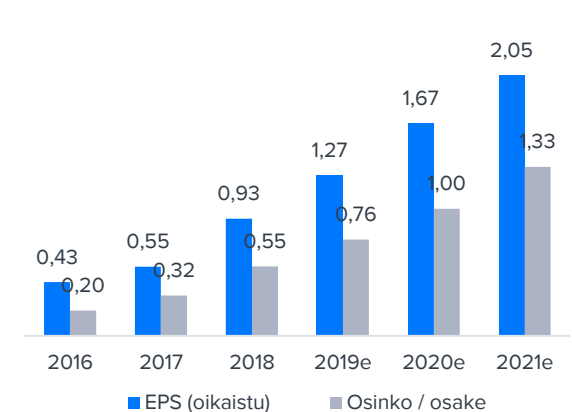
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Ennustamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina noin 30 % vuosittain (CAGR-%)
- Selkeät kilpailuedut tukevat markkinaosuuden kasvattamista myös jatkossa
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, joka avaa uusia mahdollisuuksia
- Skaalaeduct hyödyntävä liiketoimintamalli vain vahvistuu kasvun mukana

Riskitekijät

- Tulospettymykset ja hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku
- Kilpailuetu nojaa teknologiaan, jonka kehitys on yleisesti nopeaa
- Asiakaspidon mahdollinen lasku
- Mahdollisesti kiristynvä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia

Arvostus

- Erittäin voimakas tuloskasvu, yli 90 % toistuva liikevaihto ja hyvä näkyvyys tukevat hyväksyttävää arvostusta
- Mielestämme Talenomille voidaan perustella lähivuosien tuloskasvuun sidoksissa oleva noin 1x PEG-luku
- Preemiohinnoittelu perusteltu, koska yhtiö on toimialan edelläkävijä, voittaa markkinaosuutta ja luo koko ajan omistaja-arvoa

Tuloksen takana mielenkiintoista kehitystä

Talenomin Q2-tulos jäi kovista odotuksistamme, mutta yhtiö jatkaa silti vahvan tuloskasvun tiellä. Ydinliiketoiminta kehittyi edelleen erinomaisesti, mutta nyt mukana on myös uusia mahdollisuuksia.

Q2-tulos jäi odotuksistamme

Talenomin Q2-tulos oli meille lievä pettymys. Liikevaihto kasvoi 17,7 % yhteensä 14,8 MEUR:oon jääden 15,1 MEUR:n ennusteestamme. Tuoreiden yritysostojen, erityisesti Ruotsin, vaikutus oli selvästi ennakoimaamme pienempi. Efektiivisesti Ruotsin yritysosto ehti tuoda laskutusta vasta kaksi kuukautta ja Vaasan yritysosto vain kuukauden, mutta kulut juuksivat koko ajan. Työvarastojen tyhjennys vei käytännössä yritysosto-tilanteessa yhden kuukauden liikevaihdot vanhoille omistajille, mitä emme osanneet huomioida ennusteissamme.

Q2-liikevoitto (3,2 MEUR) jäi myös odotuksistamme (3,4 MEUR) osittain samasta syystä. Tuloksessa on hyvä huomioida, että yritysostoihin liittyvät kulut painoivat sitä myös hieman (mahdollisesti 100-200 TEUR), eikä niitä ole oikaistu. Ilman näitä

kertaluontoisia kuluja suhteellinen kannattavuus olisi arviomme mukaan ollut ennustamallamme tasolla. Kokonaisuutena Q2-tulos jäi siis odotuksistamme, mutta yhtiö jatkaa vahvasti kannattavan kasvun tiellä.

Rahoituspalvelut vaikuttavat voittavalta konseptilta

Talenomin ydinliiketoiminta eli tilitoimistopalvelut on kehittynyt viime vuosina erinomaisesti sekä kasvun että kannattavuuden osalta. Samalla yhtiö on pyrkinyt laajentamaan palvelutarjontaansa ja nostamaan siten asiakkaiden keskiostosta. Yhtiö on tarjonnut mm. henkilöstövuokrausta ja vaihdopalveluita, mutta nyt yhtiö on selvästi tarkentanut fokustaan ja panostaa tällä hetkellä rahoituspalveluihin.

Uusi palvelualue on saanut erittäin hyvän vastaanoton ja H1:lla rahoitusvolyyymi oli jo 31 MEUR. Kun huomioidaan että aiemmassa pilottivaiheessa volyymit olivat pieniä, on kasvun täytynyt olla erittäin vahvaa. Näin ollen rahoituspalveluista voi muodostua merkittävä lisämahdollisuus jo suhteellisen lyhyelläkin aikavälillä. Talenom toimii rahoituksessa välittäjänä asiakkaidensa ja yhteistyökumppaneidensa välillä,

joita ovat Arex ja Fellow Finance. Talenom ei siis ota luottoriskejä ja sen ansainta perustuu välityksestä saatavaan palkkioon (vrt. myyntiprovisio).

Vertailun vuoksi Fellow Financen välittämä lainavolyymi oli H1'19:lla yhteensä 109 MEUR ja yhtiön markkina-arvo on tällä hetkellä noin 51 MEUR. Liiketoimintoja ei voi suoraan verrata, mutta Talenomin rahoituspalveluiden kasvaessa myös niistä muodostuu merkittävää ansaintaa ja arvoa. Vaikka muiden liiketoimintojen liikevaihto siis laski H1:lla, sen laatu on mielestämme parantunut selvästi.

Kassavirta oli H1:lla erittäin hyvä

Talenomin liiketoiminnan nettorahavirta oli H1:lla 10,9 MEUR (H1'18: 6,8 MEUR), mikä kertoo yhtiön yhä kasvavista resursseista tehdä investointeja ja vahvistaa kilpailuetuaan. Tämä tukee tulevaisuudessa sekä kasvua että kannattavuutta investointien onnistuessa edes suunnilleen niin hyvin, mitä ne ovat tehneet aiemmin. Myös yhtiön osingon maksukyky paranee koko ajan, kun tasekin vahvistuu.

Ennustetaulukko	Q2'18	Q2'19	Q2'19e	Erutus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	12,5	14,8	15,1	-2 %	59,0
Liikevoitto	2,6	3,2	3,4	-7 %	11,8
EPS (oik.)	0,29	0,34	0,37	-10 %	1,27
Liikevaihdon kasvu-%	17,9 %	17,7 %	20,2 %	-2,5 %-yks.	20,7 %
Liikevoitto-% (oik.)	20,6 %	21,4 %	22,5 %	-1,1 %-yks.	20,0 %

Lähde: Inderes

Katso toimitusjohtajan haastattelu:



Ennusteisiin pieniä negatiivisia tarkistuksia

Olemme tarkistaneet tulosenennusteitamme hieman alaspäin Q2-tuloksen jäätyä korkeista odotuksistamme. Odotamme kuitenkin edelleen lähivuosien keskimääräisen tuloskasvun olevan 30 %:n tasolla (CAGR-%) ja kokonaiskuva on ennallaan. Talenom toisti ohjeistuksensa, jossa yhtiö arvioi vuoden 2019 liikevaihdon kasvuprosentin olevan vuotta 2018 suurempi (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan vuoteen 2018 (17,5 %) verrattuna.

Tuloskasvu kiihtyy jälleen loppuvuonna

Talenomin loppuvuoden kasvunäkymät ovat erittäin vahvat, koska H2:lla tuoreiden yritysostojen vaikutukset ovat kokonaan nähtävissä (kiihdyttää kasvua arviolta noin 7-9 %) ja orgaaninen kasvuvauhti on erittäin hyvä (arviomme noin 16 %). Liikevaihto tukee myös kannattavuutta henkilöstökulujen skaalautuessa hyvin automaation ansiosta, minkä lisäksi yhtiö on jo saanut käyttöön kirjanpidon tuotantolinjan uuden vaiheen. Käyttöönotto on tapahtunut suunniteltua nopeammin ja tulee

tehostamaan kirjanpitoa edelleen. Asiakkaiden siirtäminen uuteen järjestelmään ja vapautuvien resurssien saaminen uuteen tehokkaaseen käyttöön (uusien asiakkaiden hankinta tai konsultointityö) vie aikaa, joten kannattavuuden parantuminen on asteittaista. Näin ollen ajoitukseen liittyy epävarmuutta, mutta trendi on mielestämme selkeä ja luotettava. Näin ollen tuloskasvunäkymä on erittäin vahva erityisesti seuraavalle 12 kuukaudelle, kun yritysostot kiihdyttävät muutenkin vahvaa kasvua.

Tulosennusteissa pientä painetta

Tulosennusteisiimme teimme Q2-raportin jälkeen pieniä, muutaman prosentin tarkistuksia alaspäin (kts. taulukko alla). Loppuvuoden 2019 ennusteisiin emme tehneet oleellisia muutoksia, ja ennusteiden pienen laskun taustalla olikin erityisesti Q2-tulospettymys. Tässä vaiheessa vuosi 2019 alkaa olla jo Talenomin kannalta tehty, sillä nyt tehtävät myyntipanostukset heijastuvat liikevaihtona vasta ensi vuonna.

Tarkistimme myös lähivuosien ennusteita hieman alaspäin päivityksen yhteydessä. Samalla kun rahoituspalvelut vaikuttavat tulevaisuuden kannalta selvästi aiempia liiketoimintoja merkittävimmitä, oli mahdollisilla arvonluojilla kasvuodotuksiemme sisällä myös hieman muita tukipalveluita. Näihin oleellisia panostuksia ei ilmeisesti ole tulossa. Mielestämme kokonaiskuva ei ole kuitenkaan tapahtunut oleellisia muutoksia.

Toimitusjohtajan vaihdos ei vaikuta näkemykseemme

Talenom kertoi tänään myös toimitusjohtajan vaihdosta. Aiempi varatoimitusjohtaja Otto-Pekka Huhtala nousee toimitusjohtajaksi, kun Jussi Paaso siirtyy organisaatiossa muihin tehtäviin. Taustalla ei ole draamaa, vaan muutos on tehty yhteisymmärryksessä ja suunnitellusti. Muutoksella ei ole vaikutusta ennusteisiimme tai näkemykseemme osakkeesta.

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	59,6	59,0	-1 %	72,4	71,7	-1 %	84,7	83,9	-1 %
Käyttökate	19,7	19,5	-1 %	24,7	24,6	-1 %	29,3	29,2	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,1	11,8	-2 %	15,4	15,1	-2 %	18,6	18,5	-1 %
Liikevoitto	12,1	11,8	-2 %	15,4	15,1	-2 %	18,6	18,5	-1 %
Tulos ennen veroja	11,5	11,1	-3 %	14,8	14,6	-2 %	18,0	17,9	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,31	1,27	-3 %	1,70	1,67	-2 %	2,07	2,05	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,79	0,76	-3 %	1,02	1,00	-2 %	1,24	1,33	8 %

Arvokas hinnoittelu on perusteltu

Talenomin osake ei ole nykykursilla edullinen, mutta mielestämme korkea hinnoittelu on perusteltu. Suosittelemme sijoittajia pysymään Talenomin houkuttelevassa sijoitustarinassa kiinni, vaikka yhtiön normaalisti erittäin maltillista riskiprofilia nostaa selvästi osakkeeseen ladatut korkeat odotukset.

Näkyvyys vuoteen 2020 alkaa olla jo hyvä

Talenomin arvostustaso on korkea, mutta hyvin perusteltavissa erittäin vahvalla tulokasvunäkymällä, vahvalla kilpailuedulla ja yhtiön erittäin houkuttelevalla positiolla tiloimistomarkkinalla. Hyväksymme yhtiölle nyt suunnilleen 2019e P/E-luvun 30x (aik. noin 28x), mikä antaa seuraavan kolmen vuoden ennustetulla tulokasvulla (CAGR: noin 30 %) suunnilleen 1x PEG-kertoimen. Tämä on edelleen kohtuullinen.

Tärkein syy nyt hyväksymäämme hieman korkeampaan arvostustasoon on se, että hinnoittelussa siirrytään yhä voimakkaammin vuoteen 2020. Talenomin poikkeuksellisen hyvän näkyvyyden takia tämä on mielestämme perusteltua. Yli 90 % Talenomin liikevaihdosta on jatkuvaa ja toimiala on erittäin defensiivinen, joten seuraavan 12 kuukauden näkyvyys on yleisesti varsin hyvä. Vuoden 2020 arvostuskertoimet eivät myöskään ole matalia (2020e P/E alle 22x), mutta jos tulokasvu toteutuu odotetusti eikä näkymä eteenpäin heikkene, osake on jälleen 12 kuukauden päästä selvästi nykyistä arvokkaampi. Samalla sijoittaja kantaa riskiä siitä, ettei yhtiö yllä koviin odotuksiin. Kyseessä onkin osittain tasapainoilu neutraalin riski/tuotto-suhteen kanssa.

Jossain määrin korkeampaa arvostusta tukee myös yhtiön parantunut kassavirtaprofiili, joka voi heijastua lähivuosina myös osingonjakosuhteen nousuna. Tällä hetkellä yhtiöllä on kuitenkin houkuttelevia

investointikohteita, joiden tuotto-odotus on korkea.

Sijoitustarinan perusteet ennallaan

Pidämme Talenomia edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarinana. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tiloimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu. Kasvutarinan ytimessä on mielestämme se, että Talenom hyödyntää sen teknologista kilpailuetua (kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja ja palvelukeskusmalli) yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla. Käytännössä yhtiön kasvu vahvistaa koko ajan yhtiön jo nyt vahvaa kilpailuetua ja resursseja uusiin investointeihin.

Rahoituspalveluiden voimakas kasvu ja erinomainen positio asiakasrajapinnassa ovat mielestämme nostaneet alueen merkittäväksi mahdollisuudeksi sijoittajien näkökulmasta. Kyseessä on kuitenkin mielestämme pitkän aikavälin potentiaalia nostava tekijä, ei vielä lyhyen tähtäimen ajuri. Samaan kategoriaan kuuluu myös Ruotsin laajeneminen, johon nyt kylvetään ensimmäisiä siemeniä. Ruotsin markkina on kuitenkin pitkällä aikavälille erittäin houkutteleva, sillä sen digitalisaatiokehitys on Suomeakin jäljessä.

Vaikka Talenomin liiketoiminnan riskiprofiili on mielestämme erittäin matala, osakekurssin todella voimakkaan nousun jälkeen arvostustasoon sekä koviin tulosodotuksiin liittyvät riskit ovat merkittävästi koholla. Mahdolliset tulospettymykset voivat aiheuttaa painetta sekä ennusteisiin että kertoiimiin. Tulokasvun realisoituminen poistaa odotuksiin liittyvää riskiä ja luo osakkeelle ajan kuluessa jälleen myös lisää nousuvaraa. Tämä pitää pitkäjänteisen sijoittajan tuotto-odotuksen mielestämme hyvänä.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	36,1	36,1	36,1
Osakemäärä, milj. kpl	6,97	6,97	6,97
Markkina-arvo	252	252	252
Yritysarvo (EV)	271	268	264
P/E (oik.)	28,5	21,6	17,6
P/E	28,5	21,6	17,6
P/Kassavirta	>100	29,6	21,9
P/B	9,7	7,8	6,4
P/S	4,3	3,5	3,0
EV/Liikevaihto	4,6	3,7	3,1
EV/EBITDA (oik.)	13,9	10,9	9,0
EV/EBIT (oik.)	22,9	17,8	14,3
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,8 %	3,7 %

Lähde: Inderes

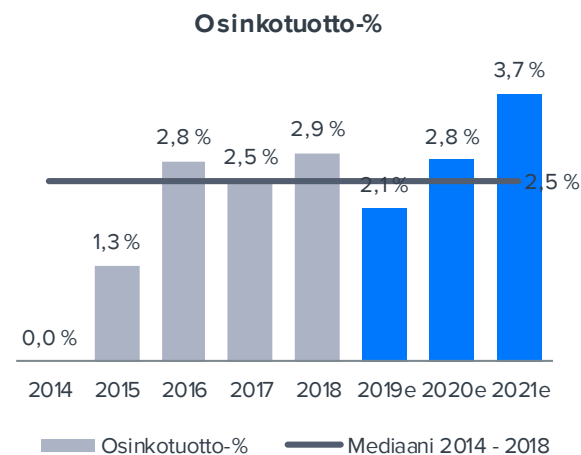
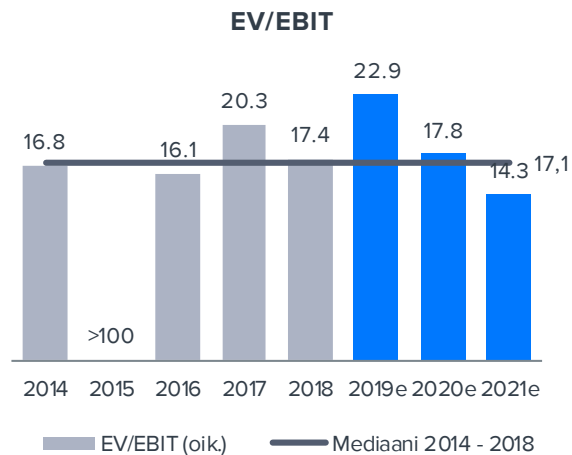
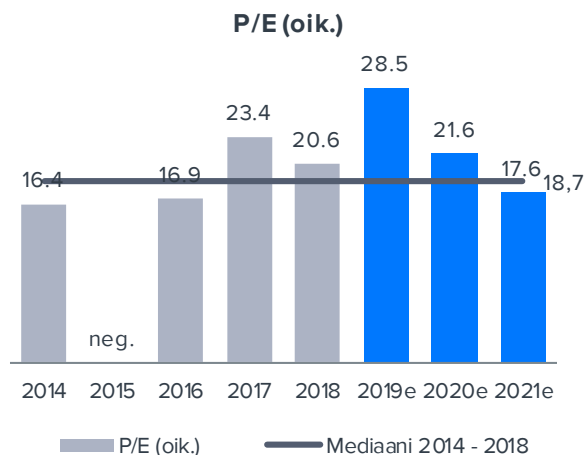
Arvostusmenetelmä	Arvo	Ero. Vrt. Tavoite
P/E 2020e	38,0	0 %
EV/EBITDA 2020e	38,0	0 %
DCF	41,9	10 %
BULL	47,7	26 %
BEAR	28,5	-25 %
Keskiarvo/ Tavoitehintaa	38,8	38,0

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,26	5,26	7,20	12,8	19,1	36,1	36,1	36,1	36,1
Osakemäärä, milj. kpl	5,16	6,81	6,81	6,81	6,87	6,97	6,97	6,97	6,97
Markkina-arvo	27	36	49	87	131	252	252	252	252
Yritysarvo (EV)	53	55	67	105	149	271	268	264	260
P/E (oik.)	16,4	neg.	16,9	23,4	20,6	28,5	21,6	17,6	14,8
P/E	>100	neg.	16,9	25,5	20,6	28,5	21,6	17,6	14,8
P/Kassavirta	neg.	5,1	20,4	40,3	65,5	>100	29,6	21,9	18,4
P/B	37,9	3,6	4,2	6,2	7,0	9,7	7,8	6,4	5,3
P/S	0,9	1,1	1,3	2,1	2,7	4,3	3,5	3,0	2,6
EV/Liikevaihto	1,8	1,7	1,8	2,5	3,0	4,6	3,7	3,1	2,7
EV/EBITDA (oik.)	8,5	11,2	9,9	11,0	10,9	13,9	10,9	9,0	7,7
EV/EBIT (oik.)	16,8	>100	16,1	20,3	17,4	22,9	17,8	14,3	11,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	neg.	46,9 %	63,9 %	59,4 %	60,0 %	60,0 %	65,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,9 %	2,1 %	2,8 %	3,7 %	4,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Fortnox	139,80	793	770	50,6	38,9	42,5	33,8	65,8	50,9	0,4	0,5	33,2
Admicom	48,00	233	222	31,7	24,7	31,7	24,7	43,6	34,0	1,6	2,0	16,3
Fondia	10,45	41	35	17,5	11,7	11,7	8,8	22,8	16,2	3,7	4,1	5,5
Vincit	4,55	56	51	10,1	8,4	8,4	6,3	13,3	10,2	3,9	4,7	2,6
Gofore	8,26	119	107	12,6	11,3	10,2	9,3	14,4	12,9	2,7	3,2	4,0
Silli Solutions	8,80	62	59	11,8	8,4	7,4	5,9	12,9	10,1	3,9	5,5	
Talenom (Inderes)	36,10	252	271	22,9	17,8	13,9	10,9	28,5	21,6	2,1	2,8	9,7
Keskiarvo				20,9	16,3	17,0	13,6	26,8	20,8	2,6	3,2	10,5
Mediaani				12,6	11,3	10,2	8,8	14,5	12,9	2,7	3,2	4,8
Erotus-% vrt. mediaani				82 %	57 %	36 %	24 %	96 %	67 %	-22 %	-12 %	103 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	41,4	12,7	12,5	11,1	12,4	48,9	14,8	14,8	14,2	15,3	59,0	71,7	83,9	97,3
Käyttökate	9,5	3,9	3,8	3,2	2,7	13,7	5,3	5,1	4,7	4,3	19,5	24,6	29,2	33,7
Poistot ja arvonalennukset	-4,7	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-5,1	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9	-7,7	-9,5	-10,7	-11,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,2	2,6	2,6	1,9	1,5	8,5	3,4	3,2	2,8	2,4	11,8	15,1	18,5	21,9
Liikevoitto	4,8	2,6	2,6	1,9	1,5	8,5	3,4	3,2	2,8	2,4	11,8	15,1	18,5	21,9
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,5	-0,6	-0,7
Tulos ennen veroja	4,3	2,5	2,4	1,8	1,3	8,0	3,3	2,9	2,6	2,3	11,1	14,6	17,9	21,2
Verot	-0,9	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-1,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-2,3	-2,9	-3,6	-4,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,4	2,0	2,0	1,4	1,0	6,4	2,6	2,3	2,1	1,8	8,8	11,7	14,3	17,0
EPS (oikaistu)	0,55	0,29	0,29	0,21	0,15	0,93	0,37	0,34	0,30	0,26	1,27	1,67	2,05	2,44
EPS (raportoitu)	0,50	0,29	0,29	0,21	0,15	0,93	0,37	0,34	0,30	0,26	1,27	1,67	2,05	2,44
Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	12,1 %	18,1 %	17,9 %	19,8 %	16,3 %	18,0 %	16,1 %	17,7 %	27,0 %	23,0 %	20,7 %	21,5 %	17,0 %	16,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,3 %	42,4 %	59,2 %	128,9 %	69,9 %	65,9 %	30,4 %	22,0 %	49,0 %	67,1 %	38,2 %	27,7 %	22,3 %	18,6 %
Käyttökate-%	23,0 %	30,7 %	30,6 %	28,5 %	22,1 %	28,0 %	36,1 %	34,6 %	32,9 %	28,4 %	33,0 %	34,3 %	34,8 %	34,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,4 %	20,7 %	20,6 %	16,6 %	11,8 %	17,5 %	23,3 %	21,4 %	19,5 %	16,0 %	20,0 %	21,0 %	22,0 %	22,5 %
Nettotulos-%	8,2 %	15,6 %	15,6 %	12,7 %	8,0 %	13,0 %	17,5 %	15,8 %	14,7 %	12,0 %	15,0 %	16,3 %	17,1 %	17,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	29,2	31,5	45,7	47,8	49,3
Liikearvo	18,4	18,4	20,7	20,7	20,7
Aineettomat hyödykkeet	7,8	10,5	13,7	16,0	17,7
Käyttöomaisuus	2,5	2,2	11,0	10,7	10,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	10,4	11,4	16,1	20,4	27,9
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,5	5,5	7,1	8,6	10,1
Likvidit varat	4,9	5,9	9,0	11,8	17,8
Taseen loppusumma	45,9	51,2	72,0	80,5	91,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	13,9	18,7	25,9	32,3	39,6
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,6	7,9	12,9	19,3	26,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muu oma pääoma	12,4	10,9	13,0	13,0	13,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	22,6	23,9	35,1	35,1	35,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	22,0	23,6	28,0	28,0	28,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,2	7,0	7,0	7,0
Lyhytaikaiset velat	9,4	8,6	11,0	13,2	17,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	0,0	0,0	0,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,4	7,7	10,0	12,2	14,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,6	0,9	1,0	1,0	1,0
Taseen loppusumma	45,9	51,2	72,0	80,5	91,9

DCF-laskelma

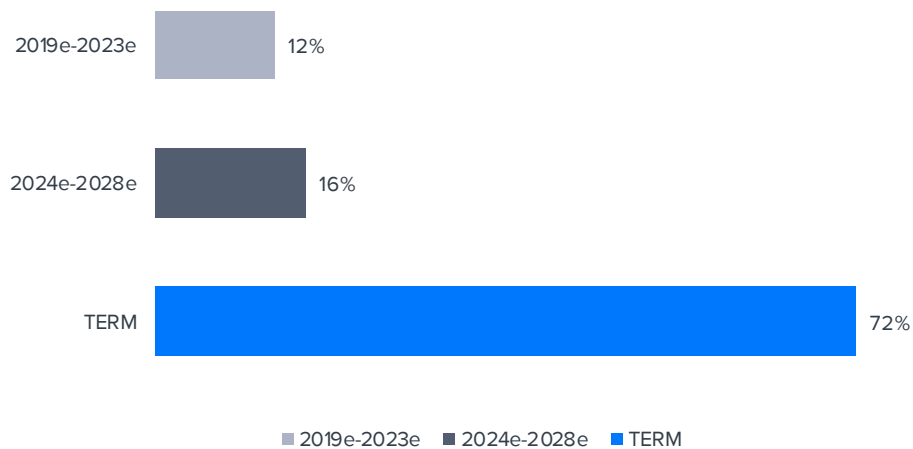
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	8,5	11,8	15,1	18,5	21,9	24,4	26,1	27,3	27,3	27,4	28,2	
+ Kokonaispoistot	5,1	7,7	9,5	10,7	11,9	13,1	15,0	16,8	18,7	20,4	21,9	
- Maksetut verot	-1,5	-2,2	-2,9	-3,6	-4,2	-4,8	-5,1	-5,3	-5,3	-5,3	-5,4	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,3	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,2	
Operatiivinen kassavirta	11,8	17,9	22,2	26,1	30,0	33,3	36,5	39,3	41,1	42,7	44,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	6,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,5	-23,8	-13,7	-14,6	-16,4	-19,7	-21,4	-23,5	-24,8	-25,7	-25,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,0	0,9	8,5	11,5	13,7	13,6	15,1	15,8	16,2	17,0	19,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,0	0,9	8,5	11,5	13,7	13,6	15,1	15,8	16,2	17,0	19,2	445
Diskontattu vapaa kassavirta		0,8	7,7	9,7	10,7	9,9	10,3	10,0	9,5	9,3	9,8	226
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		314	313	305	296	285	275	265	255	245	236	226
Velaton arvo DCF		314										
- Korolliset velat		-23,6										
+ Rahavarat		5,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,8										
Oman pääoman arvo DCF		292										
Oman pääoman arvo DCF per osake		41,9										

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksottain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	37,0	41,4	48,9	59,0	71,7	EPS (raportoitu)	0,43	0,50	0,93	1,27	1,67
Käyttökate	6,8	9,5	13,7	19,5	24,6	EPS (oikaistu)	0,43	0,55	0,93	1,27	1,67
Liikevoitto	4,2	4,8	8,5	11,8	15,1	Operat. kassavirta / osake	1,02	1,42	1,72	2,57	3,19
Voitto ennen veroja	3,6	4,3	8,0	11,1	14,6	Vapaa kassavirta / osake	0,35	0,32	0,29	0,13	1,22
Nettovoitto	2,9	3,4	6,4	8,8	11,7	Omapääoma / osake	1,72	2,05	2,72	3,71	4,63
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,20	0,32	0,55	0,76	1,00
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	42,3	45,9	51,2	72,0	80,5	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	12 %	18 %	21 %	22 %
Oma pääoma	11,7	13,9	18,7	25,9	32,3	Käyttökateen kasvu-%	40 %	39 %	44 %	42 %	26 %
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	20,7	20,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	1265 %	23 %	66 %	38 %	28 %
Nettovelat	18,2	17,6	17,7	19,0	16,2	EPS oik. kasvu-%	-454 %	28 %	69 %	37 %	32 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	18,5 %	23,0 %	28,0 %	33,0 %	34,3 %
Käyttökate	6,8	9,5	13,7	19,5	24,6	Oik. Liikevoitto-%	11,3 %	12,4 %	17,5 %	20,0 %	21,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	-0,3	0,8	0,6	Liikevoitto-%	11,3 %	11,7 %	17,5 %	20,0 %	21,0 %
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	11,8	17,9	22,2	ROE-%	26,8 %	26,6 %	39,0 %	39,7 %	40,1 %
Investoinnit	-4,6	-7,4	-9,5	-23,8	-13,7	ROI-%	12,2 %	13,9 %	21,8 %	24,6 %	26,5 %
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	2,0	0,9	8,5	Omavaraisuusaste	27,8 %	30,5 %	36,7 %	36,1 %	40,2 %
						Nettovelkaantumisaste	155,2 %	126,4 %	94,7 %	73,5 %	50,3 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Harri Tahkola			22,4 %			EV/Liikevaihto	1,8	2,5	3,0	4,6	3,7
Markus Tahkola			13,5 %			EV/EBITDA (oik.)	9,9	11,0	10,9	13,9	10,9
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			12,8 %			EV/EBIT (oik.)	16,1	20,3	17,4	22,9	17,8
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt			5,7 %			P/E (oik.)	16,9	23,4	20,6	28,5	21,6
Hallintarekisteröity (SEB)			4,2 %			P/B	4,2	6,2	7,0	9,7	7,8
Hallintarekisteröity (Nordea)			4,1 %			Osinkotuotto-%	2,8 %	2,5 %	2,9 %	2,1 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 neuvonantaja. 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenettelmät 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:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Inderesin analytiikko Juha Kinnusella on 18.12.2017 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Talenom Oyj.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.12.2016	Osta	8,00 €	6,50 €
14.2.2017	Osta	10,00 €	8,13 €
28.3.2017	Osta	10,50 €	8,72 €
9.5.2017	Osta	12,50 €	10,50 €
12.6.2017	Osta	13,50 €	11,80 €
15.8.2017	Osta	13,50 €	11,50 €
6.10.2017	Lisää	13,50 €	12,48 €
3.11.2017	Lisää	13,50 €	11,80 €
28.11.2017	Osta	13,50 €	11,57 €
16.1.2018	Lisää	14,00 €	13,25 €
9.2.2018	Lisää	13,50 €	12,05 €
27.4.2018	Lisää	15,00 €	13,90 €
3.8.2018	Lisää	18,00 €	16,65 €
11.9.2018	Vähennä	18,00 €	17,45 €
18.9.2018	Lisää	20,00 €	18,40 €
23.10.2018	Lisää	21,00 €	19,55 €
27.11.2018	Osta	21,00 €	17,75 €
13.12.2018	Osta	22,00 €	19,10 €
5.2.2019	Lisää	25,00 €	23,00 €
25.2.2019	Lisää	26,50 €	23,80 €
5.4.2019	Lisää	32,00 €	28,90 €
24.4.2019	Lisää	36,00 €	32,00 €
5.6.2019	Vähennä	36,00 €	35,10 €
24.7.2019	Lisää	36,00 €	34,10 €
30.7.2019	Lisää	38,00 €	36,10 €

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**