

# Talenom

## Yhtiöpäivitys

28.4.2020

- Nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tavoitehintamme 7,5 euroon (aik. 6,0 €)
- Q1-tulos ja tarkennettu 2020-ohjeistus ylittivät odotuksemme
- Olemme nostaneet lähivuosien ennusteita - korona tuskin vaikuttaa oleellisesti Talenomin tuloskasvunäkymään
- Arvostustaso on erittäin korkea, mutta perusteltavissa vahvoilla kilpailueduilla ja defensiivisellä tuloskasvulla

# Koronatesti läpäisty puhtain paperein

Talenomin Q1-tulos ylitti odotuksemme, ja yhtiön tulosoheistus kertoo kannattavuuden parantuvan edelleen. Olemme nostaneet 2020-ennusteitamme selvästi ja palauttaneet lähivuosien ennusteet takaisin koronaa edeltäneeseen aikaan. Vaikka pandemia on myös Talenomille riski, odotamme tuloskasvun jatkuvan vahvana. Edellinen suosituksemme osoittautui selväksi virheeksi, ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tavoitehintamme 7,5 euroon (aik. 6,0 €) osakkeen erittäin korkeasta arvostustasosta huolimatta.

## Q1-tulos ylitti hieman odotuksemme

Liikevaihto kasvoi Q1:llä 17,4 % yhteensä 17,4 MEUR:oon, mikä ylitti hieman ennusteemme (17,0 MEUR). Valtaosa kasvusta oli edelleen orgaanista, mutta kasvua kiihdyttivät yritysostot. Ruotsin lukuja yhtiö ei kommentoinut, mutta ilmeisesti asiat etenevät yhtiön odotuksien mukaisesti, sillä yhtiö indikoi olevansa kiinnostunut kiihdyttämään kasvua Ruotsissa. Q1-liikevoitto oli 3,7 MEUR eli 21,4 % liikevaihdosta ylittäen hieman ennusteemme (3,4 MEUR). Kiireinen tilinpäätöskausi on sujunut hyvin etätöistä huolimatta, ja automaatioasteen nouseminen tukee edelleen toiminnan tehokkuutta. Kokonaisuudessaan Q1-luvut oli vakuuttavia, vaikka tiedossa toki oli, ettei koronapandemialla ole defensiiviseen toimialaan oleellisia vaikutuksia ainakaan lyhyellä tähtäimellä.

## 2020-ohjeistus indikoi kannattavuuden parantuvan

Talenom muutti aiemman sanallisen 2020-ohjeistuksensa odotetusti numeeriseen haarukkaan: liikevaihto 64-68 MEUR ja liikevoitto 12-14 MEUR. Tulosoheistus oli hieman ennakoimaamme parempi ja indikoi kannattavuuden parantuvan odotuksiamme nopeammin. Käsituksemme mukaan Talenom on jäädyttänyt poikkeustilanteessa rekrytoinnit, mikä heijastuu palkkakustannuksiin erityisesti loppuvuonna. Koronalla on positiivinen vaikutus myös muihin kulueriin kuten matkustaminen (etämyynti), joten kokonaisuudessaan kannattavuusvaikutus onkin mahdollisesti jopa positiivinen vuonna 2020. Lähivuosien (tulos)kasvun kannalta erittäin tärkeää on se, että uusmyynti on sujunut suunnilleen odotuksien mukaisesti myös etänä. Kun lisäksi asiakaspoistumien (konkurssien) määrä ei vaikuttaisi tällä hetkellä oleellisesti kasvavan, koronan nettovaikutukset ovat jäämässä pieniksi. Nostimme vuoden 2020 tulosenusteita noin 5 % ja lähivuosien ennusteita noin 6-11 % eli käytännössä takaisin koronaa edeltäneeseen aikaan. Luottamuksemme Talenomin kykyyn saavuttaa yli 20 %:n vuosittainen tuloskasvu lähivuosina vahvistuikin jälleen merkittävästi.

## Arvostus on korkea, mutta sivussakin on vaikea odotella

Osake on elpynyt voimakkaasti sen jälkeen, kun pörssit kääntyivät jälleen ylämäkeen. Vaikka ennusteemme nousivat, arvostustaso on silti noussut selvästi ja 2020e-kertoimet ovat korkeita (P/E 31x ja EV/EBITDA 14x). Katsottaessa eteenpäin Talenomin arvostus on kuitenkin siedettävä (2021e P/E 25x ja EV/EBITDA 12x) ja koko ajan omistaja-arvoa luovan yhtiön suhteen myös osakkeen sivustaseuraamiseen liittyy riskejä. Odotamme Talenomin tuloskasvun olevan 2020-2023 noin 21 % (CAGR), mihin suhteutettuna arvostus on hyväksyttävä joskin korkea. Jonkinlainen optioarvo on myös uudelle pienasiakaskonseptilla, jonka arviointiin nykytiedot eivät kuitenkaan ole riittäviä. Talenomin defensiivinen ja koronalle vastustuskykyinen liiketoiminta on nyt myös arvossaan. Valtaosa Talenomin liikevaihdosta on jatkuvaa, näkyvyys on poikkeuksellisen hyvä ja kannattavuudessa on edelleen parantamisen varaa. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murruksessa olevalla tiloimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö kuuluu.

## Analytiikot



**Juha Kinnunen**  
+358 40 778 1368  
juha.kinnunen@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

(aik. Vähennä)



**7,50 EUR**

(aik. 6,00 EUR)

Osakekurssi: 7,14 EUR

Potentiaali: 5,0 %

### Ohjeistus

(Tarkennus)

Vuoden 2020 liikevaihdon odotetaan olevan 64-68 MEUR ja liikevoiton odotetaan olevan 12-14 MEUR.

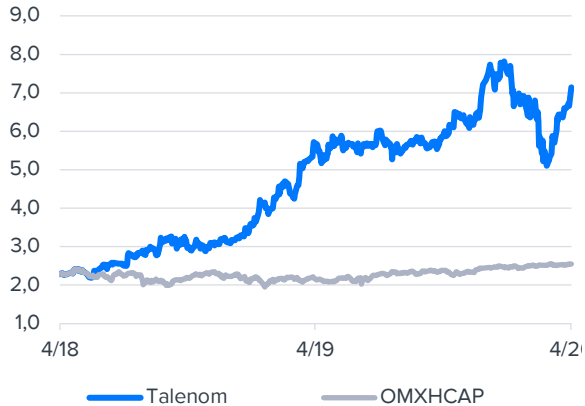
## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	58	68	78	90
kasvu-%	19 %	16 %	16 %	15 %
<b>EBIT oik.</b>	10,4	12,9	16,1	19,4
EBIT-% oik.	18,0 %	19,1 %	20,5 %	21,5 %
<b>Nettotulos</b>	7,6	9,8	12,3	15,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,18	0,23	0,29	0,35

<b>P/E (oik.)</b>	41,1	30,7	24,9	20,5
<b>P/B</b>	13,3	10,7	8,9	7,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,7 %	2,0 %	2,4 %	2,9 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	32,0	25,0	20,2	16,5
<b>EV/EBITDA</b>	17,6	14,3	12,0	10,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	5,7	4,8	4,1	3,5

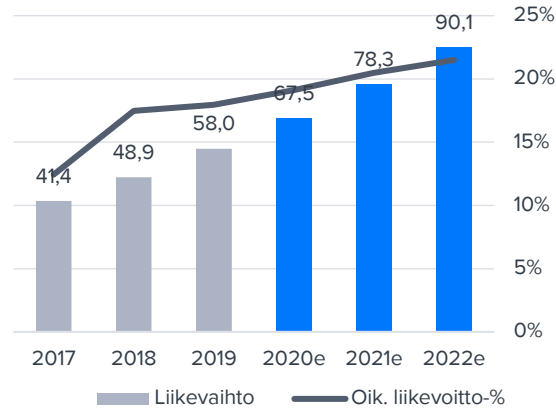
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



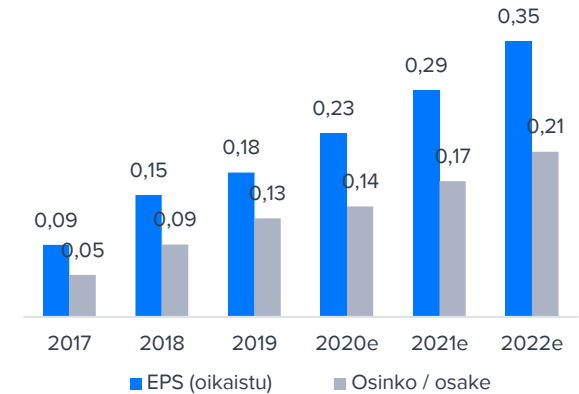
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Ennustamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina yli 20 % vuosittain
- 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 kiristytvä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia

### Arvostus

- Erittäin voimakas tuloskasvu, yli 90 %:sti toistuva liikevaihto ja hyvä näkyvyys tukevat hyväksyttävää arvostusta
- Premiohinnoittelu perusteltu, koska yhtiö on toimialan edelläkävijä, voittaa markkinaosuutta ja luo koko ajan omistaja-arvoa
- Osakkeen arvostustaso on noussut historiallisen korkealle tasolle, mikä on huolestuttavaa

# Alkuvuoden tulos vahvisti luottamusta

Talenomin Q1-tulos ylitti odotuksemme ja vahvisti luottamustamme yhtiön tuloskasvuun. Liiketoiminta on rullannut sulavasti koronan aiheuttamasta poikkeustilasta huolimatta korkean automatisaatioasteen ja jatkuvuuden ansiosta. Lisäksi yhtiö kertoi uudesta konseptista pieniasiakas-segmenttiin. Kokonaisuudessaan Q1-katsauksesta jäi luottavainen olo siitä, ettei koronalla ole oleellisia vaikutuksia, ellei poikkeustila pidenny merkittävästi.

## Tuloksessa ei huomautettavaa

Liikevaihto kasvoi Q1:llä 17,4 % yhteensä 17,4 MEUR:oon, mikä oli hieman ennustettamme korkeampi. Valtaosa kasvusta oli edelleen orgaanista, mutta mukana on myös yritysostojen tuomaa kiihdytystä. Ruotsin lukuja yhtiö ei kommentoinut, mutta ilmeisesti asiat etenevät yhtiön odotuksien mukaisesti, sillä yhtiö indikoi olevansa kiinnostunut kiihdyttämään kasvua Ruotsissa. Q1-liikevoitto oli 3,7 MEUR eli 21,4 % liikevaihdosta ylittäen hieman ennusteamme (3,4 MEUR). Osakekohtainen tulos oli 0,07 euroa, kun ennusteamme oli 0,06 euroa.

Talenomin kiireinen tilinpäätöskausi on sujunut hyvin etätöistä huolimatta, ja automaatioasteen

nouseminen tukee edelleen toiminnan tehokkuutta. Kokonaisuudessaan Q1-luvut oli vakuuttavia, vaikka tiedossa toki oli, ettei koronapandemiolla ole defensiiviseen toimialaan oleellisia vaikutuksia ainakaan lyhyellä tähtäimellä.

Q1:n tuloskasvua katsottaessa on hyvä huomioida, että Q1'19-vertailukausi oli poikkeuksellisen vahva, sillä jaksolla tehtiin vielä vuoden 2018 perinteistä vuositason palkanlaskentaa sekä uutta tulorekisteriin liittyvää kuukausitason laskentaa päällekkäin. Vastaavaa vaikutusta ei ole seuraavilla kvartaaleilla.

## Uusi konsepti pienasiakassegmenttiin

Talenom kertoi uutena strategisena avauksena pienasiakas-konseptista, jonka yhtiö uskoo vaatimattomasti ”mullistavan toimialaa”. Konkreettista tietoa tuotteesta oli toistaiseksi vähän, mutta ainakin yrityksen johto vaikutti sen suhteen innostuneelta ja luottavaiselta. Talenom on toistaiseksi ollut heikko pienasiakassegmentissä, jossa asiakashankintakustannukset ovat olleet yhtiölle turhan korkeita (suhteessa saavutettuun liikevaihtoon). Nyt yhtiö on ilmeisesti keksinyt asiaan ratkaisuun. Tämä on tärkeää, koska se voisi avata yhtiölle uuden

kasvumahdollisuuden Suomen markkinoilla. Ydinalueillaan Talenomin kasvu tulisi joidenkin vuosien jälkeen hidastumaan, minkä takia tämä on tärkeää. Lisäksi tarkoituksena on tietysti hyödyntää olemassa olevaa automatisaatiota ja palveluita.

Tuotekehitys on nyt vaiheessa, jossa ensimmäiset suljetun ympäristön pilottiasiakkaat ovat päässeet palvelun piiriin. Lisätietoa on odotettavissa H1-raportin yhteydessä ja varsinaisen lanseeraus ilmeisesti syksyllä. Nykytiedoilla meidän on mahdotonta arvioida konseptia tai sen potentiaalia, mutta sillä lienee ainakin positiivinen optioarvo.

## Henkilöstöanti toteutuu

Talenom tiedotti tammikuussa järjestävänsä keväällä 2020 osakeannin, jossa tarjotaan Talenomin henkilöstölle sekä franchise-yrittäjille merkittäväksi yhtiön osakkeita. Anti on toteutumassa, ja yhtiö julkaisi asiasta lisätietoja. Henkilöstöannissa tarjotaan enintään 120 000 uutta osaketta ja osakkeen merkintähinta perustuu vaihdolla painotettuun keskimurssiin Nasdaq Helsinki Oy:ssä ajanjaksolla 1.3.-31.3.2020 ja siitä laskettavaan 10 %:n alennukseen. Näin ollen osakkeen merkintähinta on 5,86 €/osake.

Ennustetaulukko	Q1'19	Q1'20	Q1'20e	Q1'20e	Konsensus	Erotus (%)	2020e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus		Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	14,8	17,4	17,0	17,0		2 %	67,5
Liikevoitto	3,4	3,7	3,4	3,3		9 %	12,9
EPS (oik.)	0,06	0,07	0,06	0,06		7 %	0,23
Liikevaihdon kasvu-%	16,1%	17,4 %	15,0 %	15,0 %		2,4 %-yks.	16,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	23,3 %	21,4 %	20,0 %	19,6 %		1,4 %-yks.	19,1 %

Lähde: Inderes & Thomson Reuters (konsensus, 3 ennustetta)

## Toimitusjohtajan haastattelu



# Palasimme ennusteissa koronaa edeltävään aikaan

Talenomin ohjeistus oli positiivinen yllätys erityisesti hyvän kannattavuuskehityksen ansiosta, ja myös lähivuosien tulostilanne näyttää jälleen vahvalta. Laskimme Talenomin lähivuosien ennusteita [päivityksessä](#) vajaa kuukausi sitten, kun koronapandemia oli Suomessa voimissaan ja erityisesti pk-yrityksien tilanne vaikutti kokonaisuudessaan vaikealta. Vieläkään merkkejä laajemmista ongelmista Talenomin asiakaskunnassa ei kuitenkaan ole, joten muutoksemme taisivat olla ylireagointia. Olemme nostaneet ennusteemme takaisin lähelle aiempia tasoja.

## Ohjeistus oli nyt selkeä ja kannattavuuden kannalta positiivinen

Talenom muutti aiemman sanallisen 2020-ohjeistuksensa odotetusti numeeriseen haarukkaan: liikevaihto 64-68 MEUR ja liikevoitto 12-14 MEUR. Tulosoheistus oli hieman ennakoimaamme parempi ja indikoi kannattavuuden parantuvan odotuksiamme nopeammin. Käsityksemme mukaan Talenom on jäädyttänyt poikkeustilanteessa rekrytoinnit, mikä heijastuu palkkakustannuksiin erityisesti loppuvuonna. Yhtiöllä on ollut henkilöstössä jonkin verran puskuria, joten liiketoimintaan tämä ei vielä

vaikuta. Lisäksi palkkakustannuksia pienentää myös TyEL-tuki (2,6 %) ilmeisesti kesäkuusta lähtien. Koronalla on positiivinen vaikutus myös muihin kulueriin kuten matkustaminen (etämyynti), joten kokonaisuudessaan kannattavuusvaikutus onkin mahdollisesti jopa positiivinen vuonna 2020.

Lähivuosien (tulos)kasvun kannalta tärkeää on se, että uusmyynti on sujunut suunnilleen odotuksien mukaisesti myös etänä. Kun lisäksi asiakaspoistumien (konkurssien) määrä ei vaikuttaisi oleellisesti kasvavan, koronan nettovaikutukset ovat jäämässä Talenomin kohdalla pieniä.

## Nostimme lähivuosien ennusteita selvästi

Nostimme vuoden 2020 tulosenusteita noin 5 % ja lähivuosien ennusteita noin 6-11 % eli käytännössä takaisin koronaa edeltäneeseen aikaan. On toki edelleen mahdollista, että koronan aiheuttama poikkeustilanne pitkittyy ja ongelmat pk-sektorilla kasautuvat kriittisiksi, mutta ennusteet perustuvat parhaaseen arvioomme juuri nyt. Joka tapauksessa luottamuksemme Talenomin kykyyn saavuttaa yli 20 %:n vuosittainen tuloskasvu lähivuosina vahvistuikin jälleen merkittävästi.

## Yritystaloja luvassa?

Talenom kertoi Q1-katsauksessa neuvotelleensa valmiiksi 10 MEUR:n lisälainan, joka on käytettävissä niin yrityskauppojen tekemiseen kuin muutenkin kasvua tukeviin hankkeisiin Suomessa ja Ruotsissa. Yhtiö ei julkaissut lukuja Ruotsista, mutta sanoi Ruotsin kokemusten olevan myönteisiä ja kehityksen Ruotsissa olevan yhtiön odotuksien mukaista. Yhtiö näkee Ruotsin markkinan yhtiölle kiinnostavana kasvusuuntana, ja tällä hetkellä pienen koon takia yritysostot olisivat Ruotsissa loogisia. Käsityksemme mukaan myös Ruotsin markkina on pirstaloitunut ja suurempia yritysostokohteita on rajallisesti, joten todennäköisesti kohteet ovat suhteelliset pieniä ja yhtiö voi näin edetä vaiheittain.

Vaikka yritysostot heikentävät (yleensä) lyhyellä aikavälillä suhteellista kannattavuutta, pitkällä tähtäimellä ostettujen liiketoimintojen kannattavuus on noussut samalle tasolle olemassa olevan liiketoiminnan kanssa kirjanpitolinjan skaalaetujen ja toimintaprosessien avulla. Tämä on Talenomille selkeä vahvuus ja syy siihen, että uskomme yritysostojen luovan omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä.

Ennustemuutokset	2020e	2020	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Ennuste	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	67,8	67,5	0 %	78,0	78,3	0 %	88,9	90,1	1 %
Käyttökate	21,7	22,6	4 %	25,5	27,1	6 %	30,2	31,2	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,2	12,9	6 %	14,4	16,1	11 %	18,2	19,4	6 %
Liikevoitto	12,2	12,9	6 %	14,4	16,1	11 %	18,2	19,4	6 %
Tulos ennen veroja	11,7	12,3	5 %	13,8	15,4	11 %	17,5	18,7	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,22	0,23	5 %	0,26	0,29	11 %	0,33	0,35	7 %
Osakekohtainen osinko	0,13	0,14	8 %	0,15	0,17	11 %	0,20	0,21	7 %

# Arvo kasvaa osakekurssista riippumatta

Talenom on mielestämme erittäin houkutteleva sijoitustarina erityisesti pitkällä aikavälillä, mutta Q1-katsaus vahvisti luottamustamme myös lähivuosien kehitykseen. Talenomin liiketoiminta on erittäin defensiivistä ja tällä hetkellä näyttää todennäköiseltä, ettei koronapandemialla ole liiketoimintaan oleellisia vaikutuksia. Joudummekin toteamaan, että edellinen vähennä-suosituksemme oli väärä ja ylireagoimme Talenomin kohdalla koronan aiheuttamaan uhkaan. Osakkeen arvostustaso on noussut jälleen erittäin korkeaksi, ja edessä voi olla parempia ostopaikkoja. Toisaalta Talenomin tarinan sivusta seuraaminen on myös riski yhtiön jatkaessa omistaja-arvon luontia vakuuttavalla tavalla. Tämän takia käännyimmekin hieman vastahakoisesti jälleen lisää-puolelle.

## Arvostuskertoimet ovat korkeita, mutta perusteltavissa

Talenomin osake on noussut voimakkaasti sen jälkeen, kun pörssit kääntyivät jälleen ylämäkeen koronaiskun jälkeen. Vaikka ennusteemme nousivat, arvostustaso on silti noussut selvästi ja 2020e-kertoimet ovat korkeita (P/E 31x ja EV/EBITDA 14x). Kertoimet ovat myös korkeita suhteessa historiallisiin tasoihin (noin 20x ja 10x) ja tältä tasolta niiden venyttäminen on mielestämme vaarallista. Sijoittajat kantavatkin merkittävää riskiä arvostustason laskusta.

Katsottaessa eteenpäin Talenomin arvostus on kuitenkin siedettävä (2021e P/E 24x ja EV/EBITDA 12x), ja koko ajan omistaja-arvoa luovan yhtiön suhteen myös sivustaseuraamiseen liittyy riskejä. Odotamme Talenomin tuloskasvun olevan vuosina 2020-2023 noin 21 % (CAGR), mihin suhteutettuna nykyinen arvostus on hyväksyttävä ja tarjoaa kohtuullisen tuotto-odotuksen. Tällä hetkellä markkinat ovat arviomme mukaan valmiita hyväksymään alhaisemman tuotto-odotuksen, jos sen

saa kuitenkin kohtuullisella riskillä.

Mielestämme noin 25x eteenpäin katsova P/E on yhtiölle kohtuullinen, jos skaalautuva tuloskasvutarina pitää pintansa. On kuitenkin selvää, että tuloskasvun on toteuduttava markkinaodotuksien mukaisesti. Jonkinlainen optioarvo on myös uudelle pienasiakaskonseptilla, jonka arviointiin nykytiedot eivät kuitenkaan ole riittäviä.

## Hyvin vastuskykyinen koronalle

Talenomin defensiivinen ja koronalle hyvin vastuskykyinen liiketoiminta on looginen turvapaikka koronalta, minkä takia ymmärrämme jossain määrin arvostustason nousua epävarmuudesta huolimatta. Valtaosa Talenomin liikevaihdosta on jatkuvaa, näkyvyys on poikkeuksellisen hyvä ja kannattavuudessa on edelleen parantamisen varaa.

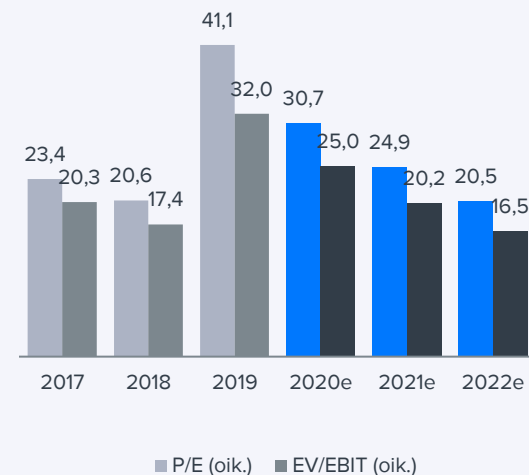
Pidämme Talenomia edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarina. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tiloimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu. Kasvutarinan ytimessä on mielestämme se, että Talenom hyödyntää sen 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.

Lisäksi yhtiöllä on houkutteleva asema asiakkaan lähellä ajatellen erilaisia lisäpalveluita sekä suhteellisen vähäriskinen mahdollisuus kasvaa Ruotsissa, jossa yhtiölle aukeaisi kokonaan uusi ja Suomea selvästi suurempi markkina-alue. Merkittäviä mahdollisuuksia liittyy myös yhtiön rahoituspalveluiden, joista voi volyymien yhä kasvaessa tulla myös merkittävä tulosajuri yhtiölle.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	7,14	7,14	7,14
Osakemäärä, milj. kpl	42,2	42,9	42,9
Markkina-arvo	301	306	306
Yritysarvo (EV)	323	325	319
P/E (oik.)	30,7	24,9	20,5
P/E	30,7	24,9	20,5
P/Kassavirta	69,8	32,1	22,8
P/B	10,7	8,9	7,3
P/S	4,5	3,9	3,4
EV/Liikevaihto	4,8	4,1	3,5
EV/EBITDA (oik.)	14,3	12,0	10,2
EV/EBIT (oik.)	25,0	20,2	16,5
Osinko/tulos (%)	60,3 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,4 %	2,9 %

Lähde: Inderes

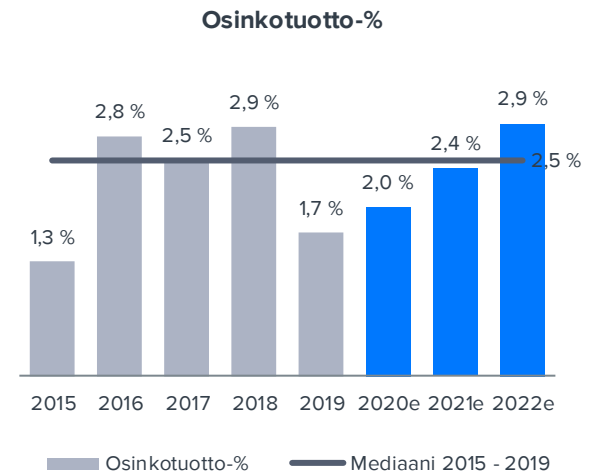
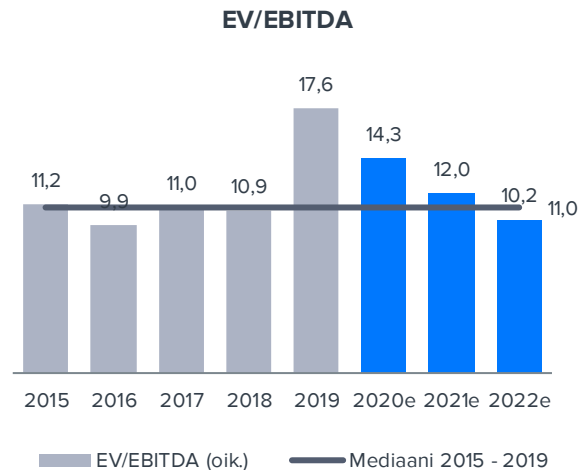
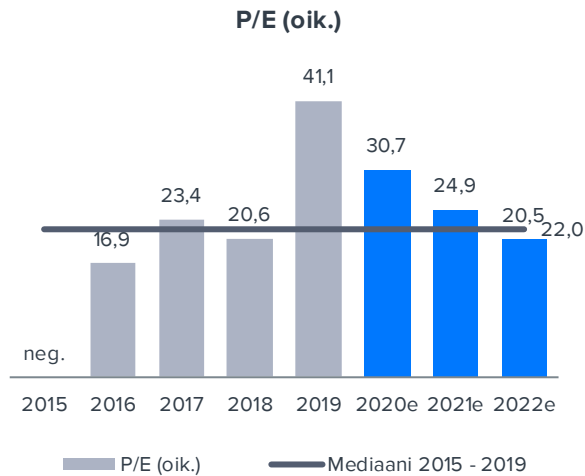
## Tuloskasvu painaa hiljalleen kertoimia



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	0,88	1,20	2,13	3,18	7,50	<b>7,14</b>	<b>7,14</b>	<b>7,14</b>	<b>7,14</b>
Osakemäärä, milj. kpl	40,9	40,9	40,9	41,2	41,7	<b>42,2</b>	<b>42,9</b>	<b>42,9</b>	<b>42,9</b>
Markkina-arvo	36	49	87	131	313	<b>301</b>	<b>306</b>	<b>306</b>	<b>306</b>
Yritysarvo (EV)	55	67	105	149	333	<b>323</b>	<b>325</b>	<b>319</b>	<b>315</b>
P/E (oik.)	neg.	16,9	23,4	20,6	41,1	<b>30,7</b>	<b>24,9</b>	<b>20,5</b>	<b>17,5</b>
P/E	neg.	16,9	25,5	20,6	41,1	<b>30,7</b>	<b>24,9</b>	<b>20,5</b>	<b>17,5</b>
P/Kassavirta	5,1	20,4	40,3	65,5	>100	<b>69,8</b>	<b>32,1</b>	<b>22,8</b>	<b>22,2</b>
P/B	3,6	4,2	6,2	7,0	13,3	<b>10,7</b>	<b>8,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,0</b>
P/S	1,1	1,3	2,1	2,7	5,4	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>
EV/Liikevaihto	1,7	1,8	2,5	3,0	5,7	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>
EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,9	11,0	10,9	17,6	<b>14,3</b>	<b>12,0</b>	<b>10,2</b>	<b>8,8</b>
EV/EBIT (oik.)	>100	16,1	20,3	17,4	32,0	<b>25,0</b>	<b>20,2</b>	<b>16,5</b>	<b>13,9</b>
Osinko/tulos (%)	neg.	46,9 %	63,9 %	59,4 %	68,4 %	<b>60,3 %</b>	<b>60,0 %</b>	<b>60,0 %</b>	<b>65,0 %</b>
Osinkotuotto-%	1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,9 %	1,7 %	<b>2,0 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>3,7 %</b>

Lähde: Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>48,9</b>	<b>14,8</b>	<b>14,8</b>	<b>13,5</b>	<b>14,9</b>	<b>58,0</b>	<b>17,4</b>	<b>17,3</b>	<b>15,5</b>	<b>17,4</b>	<b>67,5</b>	<b>78,3</b>	<b>90,1</b>	<b>103</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>13,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>18,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>22,6</b>	<b>27,1</b>	<b>31,2</b>	<b>35,7</b>
Poistot ja arvonalennukset	-5,1	-1,9	-2,0	-1,9	-2,7	-8,5	-2,5	-2,4	-2,4	-2,4	-9,7	-11,0	-11,9	-13,1
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>8,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>10,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>12,9</b>	<b>16,1</b>	<b>19,4</b>	<b>22,6</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>10,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>12,9</b>	<b>16,1</b>	<b>19,4</b>	<b>22,6</b>
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>8,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>9,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>12,3</b>	<b>15,4</b>	<b>18,7</b>	<b>21,9</b>
Verot	-1,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,2	-2,0	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-2,5	-3,1	-3,7	-4,4
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
<b>Nettotulos</b>	<b>6,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>7,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>9,8</b>	<b>12,3</b>	<b>15,0</b>	<b>17,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,15</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,04</b>	<b>0,02</b>	<b>0,18</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,23</b>	<b>0,29</b>	<b>0,35</b>	<b>0,41</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,15</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,04</b>	<b>0,02</b>	<b>0,18</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,23</b>	<b>0,29</b>	<b>0,35</b>	<b>0,41</b>

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	18,0 %	16,1 %	17,7 %	21,1 %	19,8 %	18,6 %	17,4 %	17,0 %	15,0 %	16,5 %	16,5 %	16,0 %	15,0 %	14,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	65,9 %	30,4 %	22,0 %	26,9 %	-0,5 %	21,8 %	8,0 %	17,6 %	22,1 %	78,7 %	24,0 %	24,4 %	20,6 %	16,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	28,0 %	36,1 %	34,6 %	31,5 %	28,2 %	32,6 %	36,0 %	35,3 %	33,8 %	28,7 %	33,4 %	34,6 %	34,7 %	34,7 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	17,5 %	23,3 %	21,4 %	17,4 %	9,8 %	18,0 %	21,4 %	21,5 %	18,5 %	15,0 %	19,1 %	20,5 %	21,5 %	22,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	13,0 %	17,5 %	15,8 %	12,4 %	6,8 %	13,1 %	16,2 %	16,5 %	14,0 %	11,3 %	14,5 %	15,7 %	16,6 %	17,0 %

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>31,5</b>	<b>46,9</b>	<b>49,1</b>	<b>50,6</b>	<b>50,7</b>
Liikearvo	18,4	20,7	20,7	20,7	20,7
Aineettomat hyödykkeet	10,5	14,9	17,2	18,6	18,0
Käyttöomaisuus	2,2	2,6	2,4	2,4	3,0
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	8,4	8,5	8,6	8,7
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>11,4</b>	<b>14,3</b>	<b>17,6</b>	<b>20,9</b>	<b>27,8</b>
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	6,5	8,1	9,4	10,8
Likvidit varat	5,9	7,8	9,5	11,5	17,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>51,2</b>	<b>71,3</b>	<b>79,0</b>	<b>86,3</b>	<b>96,0</b>

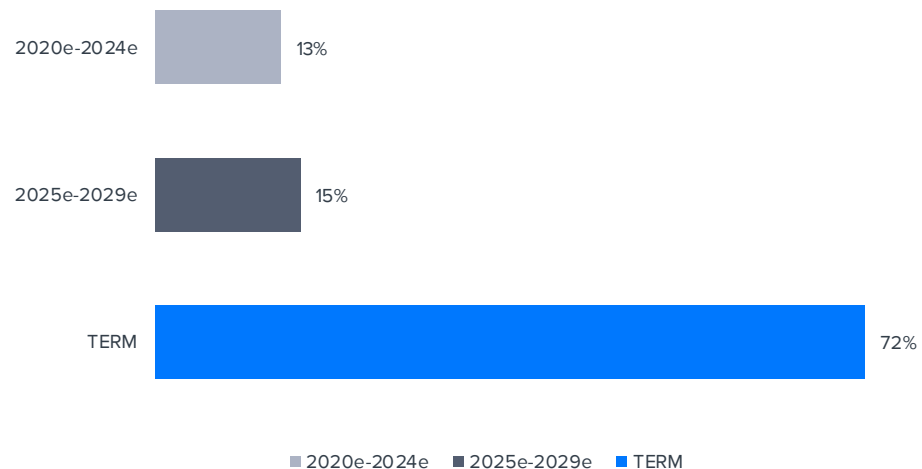
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>18,7</b>	<b>23,6</b>	<b>28,2</b>	<b>34,5</b>	<b>42,1</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,9	12,3	16,9	23,3	30,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	10,9	11,2	11,2	11,2	11,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>23,9</b>	<b>35,1</b>	<b>36,2</b>	<b>35,1</b>	<b>35,1</b>
Laskennalliset verovelat	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	23,6	28,0	29,1	28,0	28,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	6,8	6,8	6,8	6,8
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>8,6</b>	<b>12,6</b>	<b>14,6</b>	<b>16,6</b>	<b>18,7</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,7	12,1	12,2	14,1	16,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>51,2</b>	<b>71,3</b>	<b>79,0</b>	<b>86,3</b>	<b>96,0</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>10,4</b>	<b>12,9</b>	<b>16,1</b>	<b>19,4</b>	<b>22,6</b>	<b>24,1</b>	<b>25,3</b>	<b>26,6</b>	<b>27,3</b>	<b>28,6</b>	<b>29,5</b>	
+ Kokonaispoistot	8,5	9,7	11,0	11,9	13,1	15,0	17,0	18,9	20,7	22,0	23,4	
- Maksetut verot	-1,7	-2,5	-3,1	-3,7	-4,4	-4,6	-4,9	-5,2	-5,3	-5,5	-5,7	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-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	2,9	-1,6	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,4	0,4	0,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>20,0</b>	<b>18,4</b>	<b>24,5</b>	<b>28,1</b>	<b>31,9</b>	<b>35,0</b>	<b>37,9</b>	<b>40,8</b>	<b>42,9</b>	<b>45,4</b>	<b>47,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	6,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-25,7	-14,1	-15,0	-14,6	-18,1	-20,9	-22,7	-24,2	-24,9	-26,1	-26,6	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,9</b>	<b>4,3</b>	<b>9,6</b>	<b>13,5</b>	<b>13,8</b>	<b>14,1</b>	<b>15,3</b>	<b>16,7</b>	<b>18,0</b>	<b>19,3</b>	<b>20,7</b>	
+/- 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	0,9	4,3	9,6	13,5	13,8	14,1	15,3	16,7	18,0	19,3	20,7	504
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>4,1</b>	<b>8,5</b>	<b>11,1</b>	<b>10,6</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>252</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		347	343	335	324	313	303	293	283	272	262	252
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>347</b>										
- Korolliset velat		-28,0										
+ Rahavarat		7,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,2										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>322</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>7,6</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



## 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-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,5 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,4 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	41,4	48,9	58,0	<b>67,5</b>	<b>78,3</b>	EPS (raportoitu)	0,08	0,15	0,18	<b>0,23</b>	<b>0,29</b>
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	<b>22,6</b>	<b>27,1</b>	EPS (oikaistu)	0,09	0,15	0,18	<b>0,23</b>	<b>0,29</b>
Liikevoitto	4,8	8,5	10,4	<b>12,9</b>	<b>16,1</b>	Operat. kassavirta / osake	0,24	0,29	0,48	<b>0,44</b>	<b>0,57</b>
Voitto ennen veroja	4,3	8,0	9,6	<b>12,3</b>	<b>15,4</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,05	0,05	0,02	<b>0,10</b>	<b>0,22</b>
Nettovoitto	3,4	6,4	7,6	<b>9,8</b>	<b>12,3</b>	Omapääoma / osake	0,34	0,45	0,57	<b>0,67</b>	<b>0,81</b>
Kertaluontoiset erät	-0,3	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,05	0,09	0,13	<b>0,14</b>	<b>0,17</b>
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	45,9	51,2	71,3	<b>79,0</b>	<b>86,3</b>	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	18 %	19 %	<b>16 %</b>	<b>16 %</b>
Oma pääoma	13,9	18,7	23,6	<b>28,2</b>	<b>34,5</b>	Käyttökateen kasvu-%	39 %	44 %	38 %	<b>19 %</b>	<b>20 %</b>
Liikearvo	18,4	18,4	20,7	<b>20,7</b>	<b>20,7</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	66 %	22 %	<b>24 %</b>	<b>24 %</b>
Nettovelat	17,6	17,7	20,2	<b>21,6</b>	<b>18,5</b>	EPS oik. kasvu-%	28 %	69 %	18 %	<b>27 %</b>	<b>23 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	23,0 %	28,0 %	32,6 %	<b>33,4 %</b>	<b>34,6 %</b>
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	<b>22,6</b>	<b>27,1</b>	Oik. Liikevoitto-%	12,4 %	17,5 %	18,0 %	<b>19,1 %</b>	<b>20,5 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	-0,3	2,9	<b>-1,6</b>	<b>0,6</b>	Liikevoitto-%	11,7 %	17,5 %	18,0 %	<b>19,1 %</b>	<b>20,5 %</b>
Operatiivinen kassavirta	9,7	11,8	20,0	<b>18,4</b>	<b>24,5</b>	ROE-%	26,6 %	39,0 %	36,0 %	<b>37,9 %</b>	<b>39,2 %</b>
Investoinnit	-7,4	-9,5	-25,7	<b>-14,1</b>	<b>-15,0</b>	ROI-%	13,9 %	21,8 %	22,2 %	<b>23,3 %</b>	<b>26,0 %</b>
Vapaa kassavirta	2,2	2,0	0,9	<b>4,3</b>	<b>9,6</b>	Omavaraisuusaste	30,5 %	36,7 %	33,2 %	<b>35,8 %</b>	<b>40,2 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	126,4 %	94,7 %	85,8 %	<b>76,8 %</b>	<b>53,7 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Harri Tahkola			20,9 %			EV/Liikevaihto	2,5	3,0	5,7	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>
Markus Tahkola			13,2 %			EV/EBITDA (oik.)	11,0	10,9	17,6	<b>14,3</b>	<b>12,0</b>
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			10,5 %			EV/EBIT (oik.)	20,3	17,4	32,0	<b>25,0</b>	<b>20,2</b>
Hallintarekisteröity (SEB)			6,8 %			P/E (oik.)	23,4	20,6	41,1	<b>30,7</b>	<b>24,9</b>
Hallintarekisteröity (Nordea)			5,5 %			P/B	6,2	7,0	13,3	<b>10,7</b>	<b>8,9</b>
Sijoutusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt			5,5 %			Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	1,7 %	<b>2,0 %</b>	<b>2,4 %</b>

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 suosituksen 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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)

Yhtiö teki 1/5-splitin 25.2.2020, kurssit ja tavoitehinnat oikaistu

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.8.2017	Osta	2,25 €	1,92 €
6.10.2017	Lisää	2,25 €	2,08 €
3.11.2017	Lisää	2,25 €	1,97 €
28.11.2017	Osta	2,25 €	1,93 €
16.1.2018	Lisää	2,33 €	2,21 €
9.2.2018	Lisää	2,25 €	2,01 €
27.4.2018	Lisää	2,50 €	2,32 €
3.8.2018	Lisää	3,00 €	2,78 €
11.9.2018	Vähennä	3,00 €	2,91 €
18.9.2018	Lisää	3,33 €	3,07 €
23.10.2018	Lisää	3,50 €	3,26 €
27.11.2018	Osta	3,50 €	2,96 €
13.12.2018	Osta	3,67 €	3,18 €
5.2.2019	Lisää	4,17 €	3,83 €
25.2.2019	Lisää	4,42 €	3,97 €
5.4.2019	Lisää	5,33 €	4,82 €
24.4.2019	Lisää	6,00 €	5,33 €
5.6.2019	Vähennä	6,00 €	5,85 €
24.7.2019	Lisää	6,00 €	5,68 €
30.7.2019	Lisää	6,33 €	6,02 €
22.10.2019	Lisää	6,33 €	5,67 €
8.1.2020	Vähennä	7,33 €	7,42 €
4.2.2020	Vähennä	7,00 €	6,97 €
26.2.2020	Lisää	6,80 €	6,40 €
1.4.2020	Vähennä	6,00 €	5,88 €
28.4.2020	Lisää	7,50 €	7,14 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [www.inderes.fi](http://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.**