

# Talenom

## Yhtiöpäivitys

4.2.2020

- Toistamme vähennä -suosituksen ja laskemme tavoitehintamme 42,0 euroon (aik. 44,0 €)
- Q4-tulos jäi selvästi odotuksista ja oli heikko suhteessa yhtiön arvostustason asettamiin vaatimuksiin
- Näkymissä oli aiempaa enemmän epävarmuutta ja olemme laskeneet lähivuosien ennusteita noin 8 %
- Osakkeen arvostustaso on mielestämme korkea, mutta sitä tukee edelleen vahva pitkän aikavälin näkymä

## Q4:n tapaiset suoritukset eivät enää riitä

Talenomin Q4-tulos jäi selvästi odotuksistamme ja samalla yhtiö otti myös takapakkia vuoden 2020 ohjeistuksensa suhteen, vaikka ohjaus pysyi virallisesti ennallaan. Olemme laskeneet lähivuosien tulosestimateita noin 8-9 % yhtiön kannattavuuden skaalautumisen jäädessä odotuksiamme enemmän investointien alle. Odotamme edelleen yli 20 %:n tuloskasvua lähivuosina ja yhtiön pitkän aikavälin näkymä on houkutteleva, eikä iso kuva ole oleellisesti muuttunut. Silti viime neljänneksen suoriutuminen ei mielestämme tue osakkeen tuottonäkymää arvostuksen ollessa erittäin korkea. Toistamme vähennä-suosituksemme ja laskemme tavoitehinnan 42,0 euroon (aik. 44,0 euroa).

### Q4-tulos jäi kauas odotuksista

Liikevaihto kasvoi Q4:llä odotuksien mukaisesti 14,9 MEUR:oon (+19,8 %), mutta kannattavuus jäi kauas odotuksista. Q4-liikevoitto oli vain 1,5 MEUR, kun odotukset olivat 2,3 MEUR:n tasolla. Liikevoittomarginaali jäi 9,8 %:n tasolle, mikä jää selvästi myös mielestämme suhteellisen vaisusta vertailukaudesta (Q4'19: 11,8 %). Talenom selitti asiaa vuoden alussa tapahtuneella siirtymällä pois palkanlaskennan vuosi-ilmoituksista, mikä teki yhtiön mukaan Q4-liiketulokseen (ja liikevaihtoon) noin 330 TEUR:n loven. Tämä selittää mielestämme kuitenkin vain osan pettymyksestä.

Kokonaisuudessaan Q4-tulos ei ollut huono, mutta ei mielestämme myöskään lähelläkään sitä tasoa, mitä yhtiön korkea arvostus vaatisi. Erittäin vahvasta alkuvuodesta huolimatta Talenomin osakekohtainen tulos kasvoi vuonna 2019 lopulta "vain" noin 18,4 % (liikevaihdon kasvu 18,6 %). Vaikka tälläkin tahdilla päihittää tietysti valtaosan Helsingin pörssin yhtiöistä, se ei ole riittävä suoritustaso yhtiön P/E-luvun ollessa yli 40x (2019 toteutunut).

### Vuoden 2020 ohjeistus on ennallaan, mutta sen tulkintaa laajennettiin selvästi

Talenomin ohjeistus pysyi virallisesti ennallaan, ja yhtiö odottaa edelleen vuoden 2020 olevan sekä liikevaihdon suhteellisen kasvun että suhteellisen kannattavuuden osalta olevan vuoden 2019 kaltainen. Käytännössä yhtiön tulkinta ohjeistuksesta kuitenkin laajentui, koska Q3:n jälkeisessä toimitusjohtajan [haastattelussa](#) indikoitiin yhtiön tarkoittavan samankaltaista *kehitystä* (2019 liikevoittomarginaali +0,5 %-yksikköä ja kasvu +0,6 %-yksikköä). Nyt samankaltaiset *tasot* riittävät ohjeistukseen ([Q4'19-haastattelu](#)), mikä laajentaa ohjeistushaarukkaa merkittävästi kattamaan ainakin 17-20 %:n kasvun / liikevoittomarginaalin (olisi edelleen samankaltainen kuin 18,6% / 18,0% vuonna 2019). Käsityksemme mukaan taustalla on ainakin osittain yhtiön strategiset valinnat ja odotuksiamme suuremmat investoinnit (mm. pieniasiakas-segmentin tavoittelu), mutta kehitys ei ole ollut H2'19:lla odotuksiamme mukaisia. Olemme laskeneet lähivuosien ennusteitamme noin 8-9 %, missä on taustalla puhtaasti laskeneet ennusteemme kannattavuuden suhteen. Odotamme kuitenkin edelleen yhtiöltä hieman yli 20 %:n vuotuista tuloskasvua lähivuosilta.

### Tuloskasvuodotukset ja osakkeen arvostus eivät kohtaa houkuttelevalla tasolla

Talenomin osake oli eilen ymmärrettävästi paineessa (-9,5 %) yhtiön korkeaan arvostustasoon nähden heikon Q4-raportin jälkeen. Kurssireaktio ja ennusteiden lasku kumosivat pitkälti toisensa, ja vuoden 2020 ennusteilla osakkeen P/E on nyt noin 29x ja EV/EBITDA noin 14x. Olemme jo kaukana historiallisesti hyväksytyistä 20x ja 10x tasoista, mikä on toki ymmärrettävää Talenomin sijoitustarinan vahvistuttua merkittävästi vuosien varrella. Suhteessa lähivuosien tuloskasvunäkymään (2020-2023e EPS CAGR: 21 %) P/E on myös selvästi aiempaa korkeampi. Lähes ennätyksellinen taso onkin huolestuttava varsinkin, kun yhtiön vahvan kannattavan kasvun tarinaan on ilmestynyt säröjä ja ennusteiden suunta oli taas alaspäin. Silti iso kuva on ennallaan: Talenomilla on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tiloimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu.

## Analytiikot



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

## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä

(aik. Vähennä)



**42,00 EUR**

(aik. 44,00 EUR)

Osakekurssi: 41,80 EUR

Potentiaali: 0,5 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

Vuoden 2020 odotetaan olevan sekä liikevaihdon suhteellisen kasvun että suhteellisen kannattavuuden osalta vuoden 2019 kaltainen.

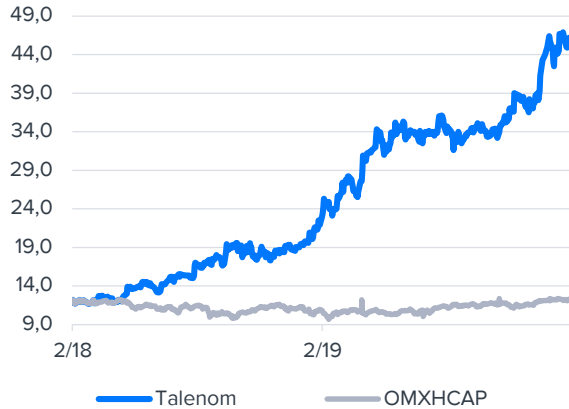
## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	58	69	80	93
<b>kasvu-%</b>	19 %	19 %	17 %	16 %
<b>EBIT oik.</b>	10,4	13,1	16,1	19,6
<b>EBIT-% oik.</b>	18,0 %	19,0 %	20,0 %	21,0 %
<b>Nettotulos</b>	7,6	10,1	12,4	15,1
<b>EPS (oik.)</b>	1,10	1,44	1,74	2,11

<b>P/E (oik.)</b>	41,1	29,0	24,1	19,8
<b>P/B</b>	13,3	10,3	8,6	7,1
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,7 %	2,1 %	2,7 %	3,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	32,0	24,0	19,7	16,3
<b>EV/EBITDA</b>	17,6	13,9	11,8	10,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	5,7	4,6	3,9	3,4

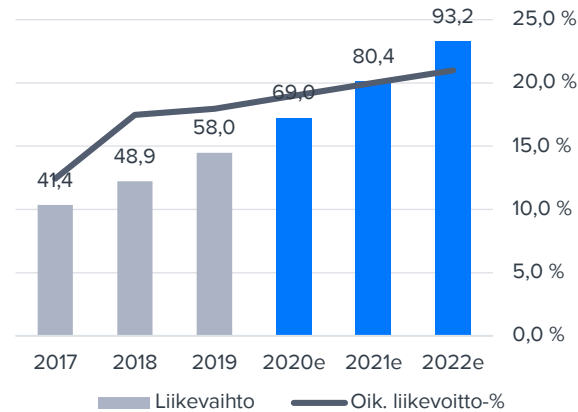
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



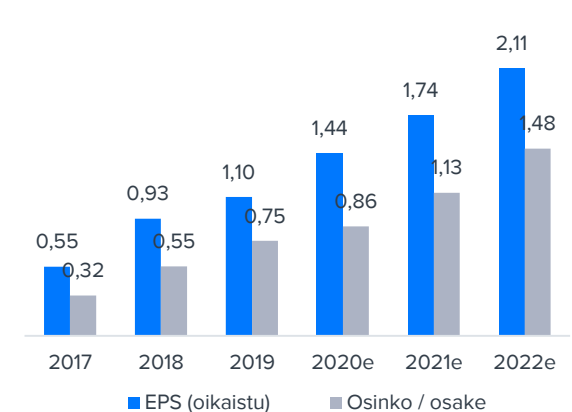
Lähde: Thomson Reuters

## 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 (toteutui osin Q4'19)
- 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 % toistuvaa liikevaihtoa ja hyvä näkyvyys tukevat hyväksyttävää arvostusta
- Preemiohinnoittelu perusteltu, koska yhtiö on toimialan edelläkävijä, voittaa markkinaosuutta ja luo koko ajan omistaja-arvoa
- Osakkeen arvostustaso on noussut historiallisen korkealle tasolle, mikä on huolestuttavaa

# Tuloskasvu käytännössä tyrehtyi Q4:llä

Talenomin Q4-tulos jäi kauas odotuksista ja erityisesti kannattavuus oli selkeä pettymys. Yhtiö tuloskasvu käytännössä pysähtyi Q4:llä, vaikka vertailukausi ei mielestämme ollut erityisen vahva. Suoritus ei ollut huono, muttei toisaalta riittävä yhtiön korkea arvostustaso ja markkinoiden odotukset huomioiden.

## Kasvu oli edelleen hyvällä tasolla

Liikevaihto kasvoi Q4:llä suunnilleen odotuksien mukaisesti 14,9 MEUR:oon (+19,8 %). Kasvu oli yhtiön strategian mukaisesti valtaosin orgaanista, mutta sitä tuki toki myös yritysostot (ml. Ruotsi). Yhtiö kertoi Ruotsin kehittyneen yhtiön odotuksien mukaisesti. Suomessa yhtiön kasvun ylläpitäminen vaatii koko ajan suuremman määrän pieniä asiakkaita, mikä asettaa omat haasteensa. Talenom on kuitenkin panostanut teknologiseen kehitykseen, mikä mahdollistaa sille yhä pienempien yhtiöiden palvelemisen kannattavasti.

Tilitoimistomarkkina on Suomessa noin 1,1 miljardia euroa (2018 luvuilla), mistä noin 400-500 MEUR on Talenomille vahvassa pk-sektorissa. Jatkossa yhtiö pyrkii laajentamaan tarjontaansa pienasiakkaisiin, mikä avaa yhtiölle noin 200-300 MEUR:n uuden

markkinasegmentin. Tämä vaatii kuitenkin aikaa. Rahoituspalveluista emme saaneet uutta tietoa.

## Kannattavuus heikentyi vertailukaudesta

Q4-liikevoitto oli vain 1,5 MEUR, kun odotukset olivat 2,3 MEUR:n tasolla. Liikevoittomarginaali jäi 9,8 %:n tasolle, mikä jää selvästi myös mielestämme suhteellisen vaisusta vertailukaudesta (Q4'19: 11,8 %). Talenom selitti asiaa vuoden 2019 alussa tapahtuneella siirtymällä pois palkanlaskennan vuosi-ilmoituksista, mikä teki yhtiön mukaan Q4-liiketulokseen (ja liikevaihtoon) noin 330 TEUR:n loven. Tämä selittää mielestämme kuitenkin vain osan pettymyksestä.

Yksi lisäsyö olivat kirjanpidon tuotantolinjan uuden version käyttöönoton jälkeen merkittävästi kasvaneet poistot. Toisaalta vuonna 2019 myös aktivoiduista asiakassopimuksista tehdyt arvonalennukset kasvoivat merkittävästi (-1,7 MEUR vs. 2018: -0,9 MEUR). Tämä johtuu käsityksemme mukaan pääosin IFRS:n mukana tulleista korkeimmista aktivoinneista, ja yhtiön mukaan asiakaspysyvyys ja asiakastyytyväisyys ovat parantuneet. Silti tämä on mielestämme lievästi huolestuttava indikaatio, ja sen

kehitystä täytyy seurata tarkasti.

## Kassavirta ja osinko

Talenomin koko vuoden 2019 operatiivinen nettorahavirta oli erittäin vahva noin 18,3 MEUR kasvaen noin 50 % vuodesta 2018. Liiketoiminta siis tuottaa vahvaa kassavirtaa, jonka yhtiö investoi orgaaniseen kasvuun (asiakassopimusten aktivointi ~4,6 MEUR), teknologiaan (~5,6 MEUR) ja yritysostoihin (~2,1 MEUR). Osinkojen ja muun rahoituksen jälkeen rahavarojen muutos oli vuonna 2019 noin +1,9 MEUR, mikä kertoo yhtiön suurista kasvupanostuksista ja osittain myös kasvun kalleudesta defensiivisellä toimialalla. Osinkoehdotus vuodelta 2019 oli 0,75 €/osake (2018: 0,55 €) eli noin 5,2 MEUR. Tase kestää tämän hyvin, mutta ylimääraistä käteistä yhtiölle ei jää.

## Vuosi 2019 oli vahva, mutta ei nykytasolla riittävä

Erittäin vahvasta alkuvuodesta huolimatta Talenomin osakekohtainen tulos kasvoi vuonna 2019 lopulta "vain" noin 18,4 % (liikevaihdon kasvu 18,6 %). Vaikka tälläkin tahdilla päihittää tietysti valtaosan Helsingin pörssin yhtiöistä, se ei ole riittävä suoritus tase yhtiön P/E-luvun ollessa yli 40x (2019 toteutunut).

## Katso toimitusjohtajan haastattelu



Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus	Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus		Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	12,4	14,9	14,8	15,0		1 %	58,0
Liikevoitto	1,5	1,5	2,3	2,3		-35 %	10,4
EPS (oik.)	0,15	0,15	0,24	0,24		-39 %	1,10
Osinko/osake	0,55	0,75	0,71	0,72		5 %	0,75
Liikevaihdon kasvu-%	16,3 %	19,8 %	19,0 %	20,5 %		0,8 %-yks.	18,6 %
Liikevoitto-% (oik.)	11,8 %	9,8 %	15,2 %	15,5 %		-5,4 %-yks.	18,0 %

Lähde: Inderes & Thomson Reuters (konsensus)

# Näkymiin liittyvä epävarmuus kasvoi yllättäen

Talenomin ohjeistus pysyi virallisesti ennallaan, mutta sen ohjaava vaikutus heikkeni ainakin meidän silmissämme selvästi tulkinnan laajennettua. Samalla myös selkeä Q4-tulospettymys painoi tuloskasvuodotuksien lähtötasoa ja ennusteitamme. Vaikka odotamme edelleen Talenomin tuloskasvun olevan hieman yli 20 % vuosittain 2020-2023, luottamuksemme tuloskasvunopeuteen on hieman horjunut pettymyksiänsä jälkeen.

## Vuoden 2020 ohjeistus on ennallaan, mutta sen tulkintaa laajennettiin selvästi

Talenomin ohjeistus pysyi virallisesti ennallaan, ja yhtiö odottaa edelleen vuoden 2020 olevan liikevaihdon suhteellisen kasvun ja suhteellisen kannattavuuden osalta vuoden 2019 kaltainen.

Käytännössä yhtiön tulkinta ohjeistuksesta kuitenkin laajentui, koska Q3:n jälkeisessä toimitusjohtajan [haastattelussa](#) indikoitiin yhtiön tarkoittavan samankaltaista *kehitystä*. Vuonna 2019 Talenomin liikevoittomarginaali parani +0,5 %-yksikköä ja liikevaihdon kasvunopeus +0,6 %-yksikköä, ja aiemmillä ennusteillamme parannukset olivat vielä

suurempia. Nyt samankaltaiset *tasot* riittävät ohjeistukseen ([Q4'19-haastattelu](#)), mikä laajentaa ohjeistushaarukkaa merkittävästi kattamaan ainakin 17-20 %:n kasvun / liikevoittomarginaalin (olisi edelleen samankaltainen kuin 18,6 % / 18,0 % vuonna 2019). Lähtökohtaisesti epävarmuuden pitäisi pienentyä ajan kuluessa, mutta nyt suunta oli toinen.

## Taustalla ilmeisesti strategiset päätökset

Käsityksemme mukaan tarkistuksien taustalla on ainakin osittain yhtiön strategiset valinnat ja odotuksiamme suuremmat investoinnit. Talenom kertoi investointien kasvavan vuonna 2020, ja ilmeisesti kasvunopeus on suunnilleen verrannollinen liikevaihdon kasvunopeuteen.

Näin ollen investoinnit jatkuvat voimakkaina, kun yhtiö tavoittelee muun muassa asemaa pienasiakas-segmentissä ja jatkaa teknologiainvestointeja. Historiallisesti Talenomin investoinnit ovat tuottaneet hyvin ja käytännössä rakentaneet yhtiön kilpailuedun, joten investoinnit eivät ole negatiivinen asia. Negatiivista on se, että oletimme aiemmin yhtiön kykenevän tekemään riittävät investoinnit sekä

skaalaamaan kannattavuutta jatkuvasti ylöspäin. Lisäksi huolena on se, että kasvun tulos/panos-suhde alkaisi jossain vaiheessa heikentymään erityisesti Suomen markkinoilla.

## Tulosennusteemme jatkavat laskutrendissä

Olemme laskeneet lähivuosien ennusteitamme noin 8-9 %, missä on taustalla puhtaasti laskeneet ennusteemme kannattavuuden suhteen. Odotamme nyt vuoden 2020 liikevaihdon kasvun sekä liikevoittomarginaalin olevan noin 19 %, mikä on hyvin linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa. Kasvuennusteemme laskevat hiljalleen tämän jälkeen (eivät sisällä yritysostoja), mutta pysyvät korkealla tasolla (2023e: 14 %). Kannattavuuden odotamme parantuvan noin 1 %-yksiköllä vuosittain, mikä tarkoittaisi varsin vaatimatonta skaalautuvuutta.

Odotamme edelleen yhtiöltä hieman yli 20 %:n vuotuista tuloskasvua lähivuosilta, joten Talenomin pitkän aikavälin tuloskasvutarina on lievistä säröistä huolimatta edelleen raiteillaan. Suunta on selkeä, vaikka nopeutta on vaikea arvioida.

Ennustemuutokset	2019e	2019	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Ennuste	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	57,9	58,0	0 %	69,2	69,0	0 %	80,7	80,4	0 %
Käyttökate	18,9	18,9	0 %	23,8	22,6	-5 %	28,3	26,9	-5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,2	10,4	-7 %	14,3	13,1	-8 %	17,6	16,1	-9 %
Liikevoitto	11,2	10,4	-7 %	14,3	13,1	-8 %	17,6	16,1	-9 %
Tulos ennen veroja	10,5	9,6	-9 %	13,8	12,6	-9 %	17,0	15,5	-9 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,19	1,10	-8 %	1,57	1,44	-8 %	1,90	1,74	-9 %
Osakekohtainen osinko	0,71	0,75	5 %	0,94	0,86	-8 %	1,24	1,13	-9 %

# Arvostus on edelleen korkea

Talenom on mielestämme erittäin houkutteleva sijoitustarina erityisesti pitkällä aikavälillä, ja mielestämme sen hyväksyttävä arvostustaso on lähtökohtaisesti korkea. Arvostustasoa on kuitenkin venytetty voimakkaasti viimeisen vuoden kurssirallissa, mikä on altistanut osakkeen korjausliikkeille pettymyksien toteutuessa. Tämä riski realisoitui osittain Q4-raportin yhteydessä, mutta arvostus on edelleen erittäin korkea. Suosittelemme sijoittajia odottamaan, että fundamentit saavat osakekurssiin tarttuneen innostuksen kiinni tai arvostus laskee houkuttelevammalle tasolle.

## Vuoden 2020 tulokasvu on jo hinnoiteltu

Talenomin eilinen kurssireaktio (-9,5 %) ja ennusteidemme lasku kumosivat pitkälti toisensa, mutta arvostus on silti noussut jälleen hieman edellisestä päivyksestämme. Vuoden 2020 ennusteilla osakkeen P/E on nyt noin 29x ja EV/EBITDA noin 14x, joten olemme kaukana historiallisesti hyväksytystä 20x ja 10x tasoista. Tämä on toki ymmärrettävää Talenomin sijoitustarinan vahvistuttua merkittävästi vuosien varrella, mutta silti ennätyskelliset tasot erityisesti yhdistettynä hieman takeltelevaan tuloskehitykseen ovat mielestämme huolestuttavia. Suhteessa lähivuosien tuloskasvunäkymään (2020-2023e EPS CAGR: 21 %) P/E on myös selvästi aiempaa korkeampi.

Toistamme näkemyksemme siitä, että osakkeen arvostustasoa on venytetty ainakin väliaikaisesti liikaa, mikä kääntää muuten erittäin houkuttelevan sijoitustarinan riskikorjatun tuotto-odotuksen epätydyttäväksi. Mielestämme osa arvostustason noususta voidaan perustella markkinaosuuden ja kilpailuedun vahvistumisella, mutta näemme tällä hetkellä arvostuksessa silti enemmän painetta

alaspäin kuin ylöspäin.

## Talenom suunnittelee osakkeen splittausta

Talenomin hallitus ehdottaa yhtiökokoukselle, että osakkeenomistajille annetaan maksutta uusia osakkeita omistuksen mukaisessa suhteessa siten, että kutakin osaketta kohti annetaan viisi (5) uutta osaketta. Käytännössä tämä tarkoittaa splittiä, joka kasvattaa yhtiön osakemäärää ja painaa samalla osakekohtaista hintaa. Kokouskutsun päivämäärän mukaisten osakkeiden lukumäärän perusteella uusia osakkeita annetaan 34 863 360 kappaletta. Yhtiö perustelee asiaa osakkeen likviditeetin parantamisella. Asialla ei ole vaikutusta näkemykseen Talenomin osakkeesta, koska sillä ei ole vaikutusta yhtiön arvoon, mutta tulemme muuttamaan tavoitehintaamme splitin oletettavasti toteutuessa.

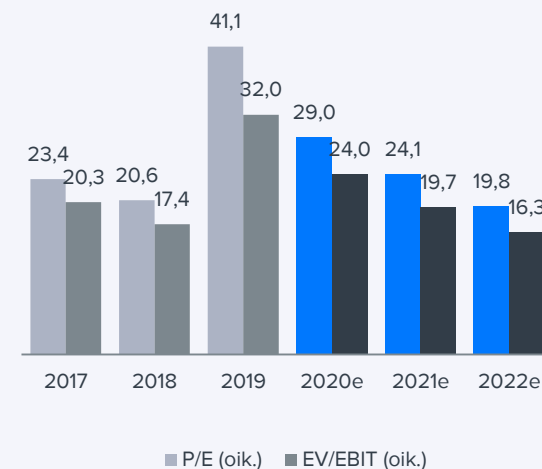
## Pitkän tähtäimen houkutteleva tarina on ennallaan

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 aukeisi kokonaan uusi ja Suomea selvästi suurempi markkina-alue.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	41,8	41,8	41,8
Osakemäärä, milj. kpl	7,01	7,13	7,13
Markkina-arvo	293	298	298
Yritysarvo (EV)	315	317	320
P/E (oik.)	29,0	24,1	19,8
P/E	29,0	24,1	19,8
P/Kassavirta	75,1	31,5	54,2
P/B	10,3	8,6	7,1
P/S	4,2	3,7	3,2
EV/Liikevaihto	4,6	3,9	3,4
EV/EBITDA (oik.)	13,9	11,8	10,1
EV/EBIT (oik.)	24,0	19,7	16,3
Osinko/tulos (%)	60,0 %	65,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,7 %	3,5 %

Lähde: Inderes

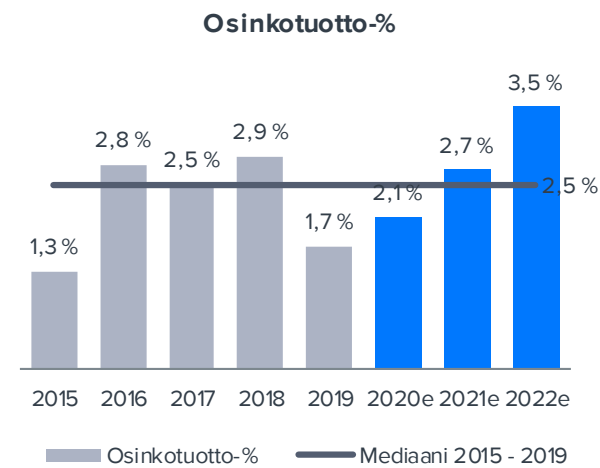
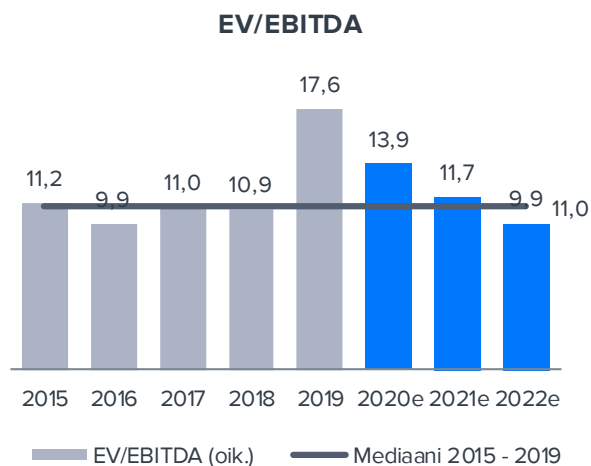
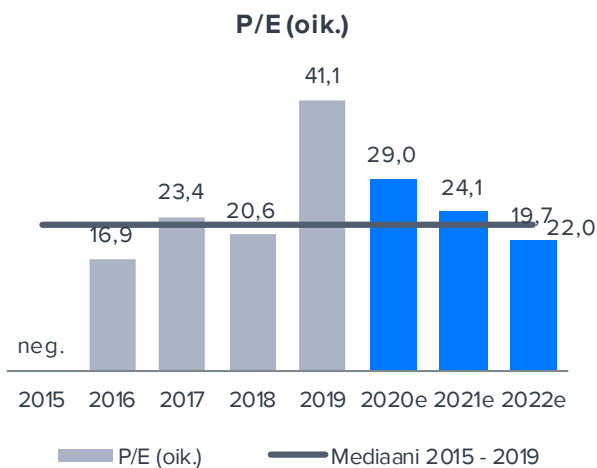
## Arvostuskertoimissa on etukenoa



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,26	7,20	12,8	19,1	45,0	<b>41,8</b>	<b>41,8</b>	<b>41,8</b>	<b>41,8</b>
Osakemäärä, milj. kpl	6,81	6,81	6,81	6,87	6,95	<b>7,01</b>	<b>7,13</b>	<b>7,13</b>	<b>7,13</b>
Markkina-arvo	36	49	87	131	313	<b>293</b>	<b>298</b>	<b>298</b>	<b>298</b>
Yritysarvo (EV)	55	67	105	149	333	<b>315</b>	<b>317</b>	<b>313</b>	<b>310</b>
P/E (oik.)	neg.	16,9	23,4	20,6	41,1	<b>29,0</b>	<b>24,1</b>	<b>19,7</b>	<b>16,4</b>
P/E	neg.	16,9	25,5	20,6	41,1	<b>29,0</b>	<b>24,1</b>	<b>19,7</b>	<b>16,4</b>
P/Kassavirta	5,1	20,4	40,3	65,5	>100	<b>81,1</b>	<b>31,7</b>	<b>23,3</b>	<b>21,2</b>
P/B	3,6	4,2	6,2	7,0	13,3	<b>10,3</b>	<b>8,6</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>
P/S	1,1	1,3	2,1	2,7	5,4	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>
EV/Liikevaihto	1,7	1,8	2,5	3,0	5,7	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>
EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,9	11,0	10,9	17,6	<b>13,9</b>	<b>11,7</b>	<b>9,9</b>	<b>8,4</b>
EV/EBIT (oik.)	>100	16,1	20,3	17,4	32,0	<b>24,0</b>	<b>19,7</b>	<b>16,0</b>	<b>13,3</b>
Osinko/tulos (%)	neg.	46,9 %	63,9 %	59,4 %	68,4 %	<b>60,0 %</b>	<b>65,0 %</b>	<b>70,0 %</b>	<b>80,0 %</b>
Osinkotuotto-%	1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,9 %	1,7 %	<b>2,1 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>4,9 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Aallon	11,60	44	38	12,6	12,6	12,6	9,5	20,2	17,6	2,3	2,7	5,0
Fortnox	179,00	945	924	44,7	34,1	38,8	30,4	58,6	44,7	0,4	0,6	23,5
Admicom	78,80	393	385	42,7	32,0	38,5	32,0	54,7	42,0	1,2	1,6	19,8
Fondia	8,58	34	29	14,6	9,7	9,7	7,3	18,8	12,9	4,7	5,0	5,1
Vincit	5,20	63	63	15,8	10,5	10,5	9,0	15,1	12,0	3,2	3,6	3,2
Gofore	7,44	104	97	12,1	10,2	9,7	8,4	14,9	12,7	3,4	3,9	3,2
Siili	9,10	64	63	9,7	7,9	6,7	5,8	11,9	9,4	4,5	6,0	2,6
<b>Talenom (Inderes)</b>	<b>41,80</b>	<b>293</b>	<b>315</b>	<b>24,0</b>	<b>19,7</b>	<b>13,9</b>	<b>11,8</b>	<b>29,0</b>	<b>24,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>10,3</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>20,6</b>	<b>16,2</b>	<b>16,6</b>	<b>13,6</b>	<b>25,7</b>	<b>20,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>7,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>13,6</b>	<b>11,4</b>	<b>10,1</b>	<b>8,7</b>	<b>16,9</b>	<b>12,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>77 %</b>	<b>73 %</b>	<b>38 %</b>	<b>35 %</b>	<b>71 %</b>	<b>88 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>149 %</b>

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



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	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>17,9</b>	<b>17,7</b>	<b>15,8</b>	<b>17,6</b>	<b>69,0</b>	<b>80,4</b>	<b>93,2</b>	<b>106</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>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>22,6</b>	<b>27,1</b>	<b>31,6</b>	<b>36,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-5,1	-1,9	-2,0	-1,9	-2,7	-8,5	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-9,5	-11,1	-12,1	-13,5
<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>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>13,1</b>	<b>16,1</b>	<b>19,6</b>	<b>23,4</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>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>13,1</b>	<b>16,1</b>	<b>19,6</b>	<b>23,4</b>
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-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>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>12,6</b>	<b>15,5</b>	<b>18,9</b>	<b>22,7</b>
Verot	-1,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,2	-2,0	-0,8	-0,8	-0,5	-0,4	-2,5	-3,1	-3,8	-4,5
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>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>10,1</b>	<b>12,4</b>	<b>15,1</b>	<b>18,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,93</b>	<b>0,37</b>	<b>0,34</b>	<b>0,24</b>	<b>0,15</b>	<b>1,10</b>	<b>0,47</b>	<b>0,43</b>	<b>0,31</b>	<b>0,23</b>	<b>1,44</b>	<b>1,74</b>	<b>2,12</b>	<b>2,55</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,93</b>	<b>0,37</b>	<b>0,34</b>	<b>0,24</b>	<b>0,15</b>	<b>1,10</b>	<b>0,47</b>	<b>0,43</b>	<b>0,31</b>	<b>0,23</b>	<b>1,44</b>	<b>1,74</b>	<b>2,12</b>	<b>2,55</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2018</b>	<b>Q1'19</b>	<b>Q2'19</b>	<b>Q3'19</b>	<b>Q4'19</b>	<b>2019</b>	<b>Q1'20e</b>	<b>Q2'20e</b>	<b>Q3'20e</b>	<b>Q4'20e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	18,0 %	16,1 %	17,7 %	21,1 %	19,8 %	18,6 %	21,0 %	20,0 %	17,0 %	18,0 %	19,0 %	16,5 %	16,0 %	14,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	65,9 %	30,4 %	22,0 %	26,9 %	-0,5 %	21,8 %	23,7 %	23,4 %	20,9 %	44,8 %	25,9 %	22,6 %	21,8 %	19,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	28,0 %	36,1 %	34,6 %	31,5 %	28,2 %	32,6 %	37,1 %	35,4 %	33,1 %	25,5 %	32,8 %	33,8 %	33,9 %	34,7 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	17,5 %	23,3 %	21,4 %	17,4 %	9,8 %	18,0 %	23,8 %	22,0 %	18,0 %	12,0 %	19,0 %	20,0 %	21,0 %	22,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	13,0 %	17,5 %	15,8 %	12,4 %	6,8 %	13,1 %	18,5 %	17,0 %	13,8 %	9,0 %	14,6 %	15,4 %	16,2 %	17,1 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>31,5</b>	<b>46,9</b>	<b>49,0</b>	<b>50,4</b>	<b>58,3</b>
Liikearvo	18,4	20,7	20,7	20,7	20,7
Aineettomat hyödykkeet	10,5	14,9	17,2	18,6	18,6
Käyttöomaisuus	2,2	2,6	2,3	2,4	10,3
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	8,4	8,4	8,4
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>18,0</b>	<b>20,9</b>	<b>24,3</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	8,3	9,6	11,2
Likvidit varat	5,9	7,8	9,7	11,3	13,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>51,2</b>	<b>71,3</b>	<b>79,4</b>	<b>86,3</b>	<b>100</b>

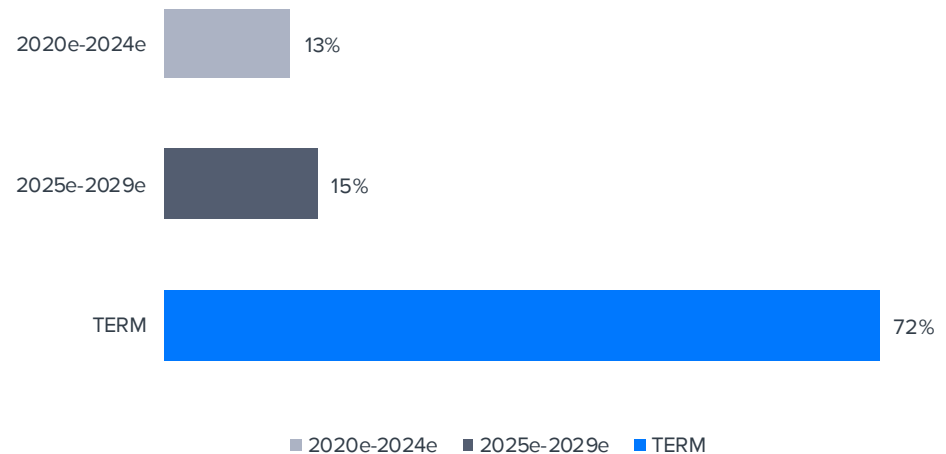
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>18,7</b>	<b>23,6</b>	<b>28,4</b>	<b>34,8</b>	<b>41,8</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,9	12,3	17,2	23,5	30,5
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>38,7</b>	<b>35,4</b>	<b>39,3</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	31,6	28,3	32,2
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>12,2</b>	<b>16,2</b>	<b>19,4</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	2,0	3,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,7	12,1	11,7	13,7	15,8
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>79,4</b>	<b>86,3</b>	<b>100</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>13,1</b>	<b>16,1</b>	<b>19,6</b>	<b>23,4</b>	<b>25,0</b>	<b>26,2</b>	<b>27,6</b>	<b>28,2</b>	<b>29,6</b>	<b>30,5</b>	
+ Kokonaispoistot	8,5	9,5	11,1	12,1	13,5	15,4	17,6	19,6	21,4	22,8	24,2	
- Maksetut verot	-1,7	-2,5	-3,1	-3,8	-4,5	-4,8	-5,1	-5,3	-5,5	-5,7	-5,9	
- 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	-2,2	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>20,0</b>	<b>17,8</b>	<b>24,5</b>	<b>28,4</b>	<b>32,8</b>	<b>36,1</b>	<b>39,1</b>	<b>42,2</b>	<b>44,3</b>	<b>46,9</b>	<b>48,8</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	
- Bruttoinvestoinnit	-25,7	-14,2	-15,1	-15,6	-18,8	-21,6	-23,5	-25,0	-25,7	-27,0	-27,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,9</b>	<b>3,6</b>	<b>9,4</b>	<b>12,8</b>	<b>14,1</b>	<b>14,4</b>	<b>15,6</b>	<b>17,1</b>	<b>18,6</b>	<b>19,9</b>	<b>21,4</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	3,6	9,4	12,8	14,1	14,4	15,6	17,1	18,6	19,9	21,4	497
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>3,4</b>	<b>8,2</b>	<b>10,4</b>	<b>10,6</b>	<b>10,2</b>	<b>10,2</b>	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>	<b>10,5</b>	<b>10,5</b>	<b>244</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		339	336	327	317	306	296	286	276	265	255	244
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>339</b>										
- Korolliset velat		-28,0										
+ Rahavarat		7,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>319</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>45,5</b>										

## Rahavirranjakauma 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>69,0</b>	<b>80,4</b>	EPS (raportoitu)	0,50	0,93	1,10	<b>1,44</b>	<b>1,74</b>
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	<b>22,6</b>	<b>26,9</b>	EPS (oikaistu)	0,55	0,93	1,10	<b>1,44</b>	<b>1,74</b>
Liikevoitto	4,8	8,5	10,4	<b>13,1</b>	<b>16,1</b>	Operat. kassavirta / osake	1,42	1,72	2,87	<b>2,55</b>	<b>3,41</b>
Voitto ennen veroja	4,3	8,0	9,6	<b>12,6</b>	<b>15,5</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,32	0,29	0,13	<b>0,56</b>	<b>1,33</b>
Nettovoitto	3,4	6,4	7,6	<b>10,1</b>	<b>12,4</b>	Omapääoma / osake	2,05	2,72	3,39	<b>4,06</b>	<b>4,88</b>
Kertaluontoiset erät	-0,3	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,32	0,55	0,75	<b>0,86</b>	<b>1,13</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>79,4</b>	<b>86,3</b>	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	18 %	19 %	<b>19 %</b>	<b>17 %</b>
Oma pääoma	13,9	18,7	23,6	<b>28,4</b>	<b>34,8</b>	Käyttökateen kasvu-%	39 %	44 %	38 %	<b>20 %</b>	<b>19 %</b>
Liikearvo	18,4	18,4	20,7	<b>20,7</b>	<b>20,7</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	66 %	22 %	<b>26 %</b>	<b>23 %</b>
Nettovelat	17,6	17,7	20,2	<b>21,9</b>	<b>19,0</b>	EPS oik. kasvu-%	28 %	69 %	18 %	<b>31 %</b>	<b>21 %</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>32,8 %</b>	<b>33,5 %</b>
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	<b>22,6</b>	<b>26,9</b>	Oik. Liikevoitto-%	12,4 %	17,5 %	18,0 %	<b>19,0 %</b>	<b>20,0 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	-0,3	2,9	<b>-2,2</b>	<b>0,6</b>	Liikevoitto-%	11,7 %	17,5 %	18,0 %	<b>19,0 %</b>	<b>20,0 %</b>
Operatiivinen kassavirta	9,7	11,8	20,0	<b>17,8</b>	<b>24,3</b>	ROE-%	26,6 %	39,0 %	36,0 %	<b>38,8 %</b>	<b>39,2 %</b>
Investoinnit	-7,4	-9,5	-25,7	<b>-13,9</b>	<b>-14,8</b>	ROI-%	13,9 %	21,8 %	22,2 %	<b>23,5 %</b>	<b>25,7 %</b>
Vapaa kassavirta	2,2	2,0	0,9	<b>3,9</b>	<b>9,5</b>	Omavaraisuusaste	30,5 %	36,7 %	33,2 %	<b>36,0 %</b>	<b>40,4 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	126,4 %	94,7 %	85,8 %	<b>77,1 %</b>	<b>54,6 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Harri Tahkola			22,4 %			EV/Liikevaihto	2,5	3,0	5,7	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>
Markus Tahkola			13,5 %			EV/EBITDA (oik.)	11,0	10,9	17,6	<b>13,9</b>	<b>11,8</b>
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			12,1 %			EV/EBIT (oik.)	20,3	17,4	32,0	<b>24,0</b>	<b>19,7</b>
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt			5,7 %			P/E (oik.)	23,4	20,6	41,1	<b>29,0</b>	<b>24,1</b>
Hallintarekisteröity (SEB)			4,9 %			P/B	6,2	7,0	13,3	<b>10,3</b>	<b>8,6</b>
Hallintarekisteröity (Nordea)			4,6 %			Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	1,7 %	<b>2,1 %</b>	<b>2,7 %</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 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
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 €
22.10.2019	Lisää	38,00 €	34,00 €
8.1.2020	Vähennä	44,00 €	44,50 €
4.2.2020	Vähennä	42,00 €	41,80 €



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](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.**