

# Talenom

## Yhtiöpäivitys

4.2.2019

- Nostamme tavoitehinnan 25,0 euroon (aik. 22,0 euroa), mutta laskemme suosituksen lisää-tasolle (aik. osta)
- Q4-raportti oli odotetun vahva ja ohjeistus indikoi vahvan tuloskasvun jatkuvan vuonna 2019
- Olemme nostaneet lähivuosien ennusteita hieman ja olemme yhä vakuuttuneempia pitkän aikavälin näkymistä
- Hyväksyttävä arvostustaso on mielestämme noussut, mutta kertoimet ovat jo suhteellisen korkeita

# Näkymissä ei heikkouden merkkejä

Talenomin Q4-raportti oli odotetun vahva. Q4-tulos jäi aavistuksen ennusteistamme, mutta näkymät olivat jopa odotuksiamme vahvemmat. Samalla kun tilitoimistoala yleisesti jatkaa vanhaa toimintamalliaan, Talenom kiihdyttää kasvuaan teknologisen kilpailuedun tukemana ja valloittaa hiljalleen markkinaosuuksia. Olemme nostaneet Talenomin tavoitehinnan 25,0 euroon (aik. 22,0 euroa), mutta laskemme suosituksemme lisää -tasolle (aik. osta) osakekurssin voimakkaan nousun nostettua myös osakkeen arvostuskertoimia. Emme kuitenkaan näe syytä hypätä Talenomin kyydistä, kun yhtiö jatkaa voimakasta omistaja-arvon luontia eikä näkymissä ole heikkouden merkkejä.

## Q4-tulos ei sisältänyt merkittäviä yllätyksiä

Talenomin tulostaso oli suunnilleen tiedossa yhtiön positiivisen tulosvaroituksen jälkeen. Lopulta Q4-tulosluvut jäivät hieman odotuksistamme, kun liikevaihto kasvoi 16,3 % ja liikevoittomarginaali oli 11,8 % (ennuste 12,0 %).

Osakekohtainen tulos (Q4'18: 0,15 euroa) kasvoi kuitenkin voimakkaasti vertailukaudesta (Q4'17: 0,09 euroa). Q4 on toimialalla kausiluontoisesti suhteellisen heikko, mutta nyt edessä on kriittinen tilinpäätöskausi. Osinkoehdotus oli 0,55 euroa (2017: 0,32 euroa), kun ennusteemme oli 0,56 euroa. Kokonaisuudessaan Talenomin vuosi 2018 oli todella vakuuttava, ja kannattavuuden skaalautuminen vahvisti liiketoimintamallin toiminnan ja potentiaalin.

## Ohjeistus vahvisti voimakkaan tuloskasvunäkymän

Talenom ohjeisti liikevaihdon kasvun jatkuvan vuonna 2019 samalla tasolla kuin vuonna 2018 (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan edelleen hieman vuoteen 2018 (17,5 %) verrattuna. Kasvuohjeistus oli odotuksiamme korkeampi, ja olemme nostaneet 2019 kasvuennusteemme 15,2 %:n tasolta 18,1 %:n tasolle. Kannattavuuden osalta ohjeistus oli pitkälti ennakoitu, mutta olemme laskeneet kannattavuusennustetta hieman (18,3 % vs. 18,4 %) ennakoitua aggressiivisempien kasvupanostuksen takia. Mielestämme ohjeistus indikoi kuitenkin yhtiön odottavan ainakin 18 %:n kasvua ja liikevoittomarginaalia, koska yhtiöllä on tapana olla konservatiivinen ohjeistuksien suhteen. Talenomin liikevaihdosta yli 90 % on toistuvaa ja yhtiön näkyvyys on erittäin hyvä, joten olemme hyvin luottavaisia tuloskehityksen suhteen. Olemme nostaneet lähivuosien ennusteitamme muutamia prosentteja.

## Kansainvälistyminen tehdään maltillisella riskillä, panostukset palvelujen laajentamiseen jatkuvat

Talenom hakee (oletettavasti) Ruotsista pientä yritysostoa, jonka kautta Talenom saisi maahan kasvualustan. Edessä ei ole suurta yksittäistä yritysostoa, vaan todennäköisesti pieni täsmähankinta. Ruotsin sirpaloitunut markkina on houkutteleva kohde, mutta asialla ei ole kiire, vaan asiaa ajatelleen pitkän tähtäimen potentiaalin kasvattamisen kannalta. Tämän takia kansainvälistymiseen liittyvä riski on mielestämme hyvin hallittu. Vuonna 2018 liikevaihto muista liiketoiminnoista kasvoi 63 % yhteensä 3,4 MEUR:oon, mikä on edelleen pieni osa kokonaisuutta. Yhtiö kertoi tilinpäätöksen yhteydessä mm. laskurahoituksesta, jossa näemme paljon potentiaalia pitkällä aikavälillä.

## Voimakas tuloskasvu tukee arvostuskertoimia

Osakkeen 2019e P/E on lähes 20x ja EV/EBITDA 10-11x, mitkä ovat lähellä aikaisemmin yhtiölle hyväksymiämme arvostuskertoimia. Mielestämme nopeutunut kasvu, jatkuvasti vahvistuva kilpailuetu ja todistetusti skaalautuva kannattavuus ovat kuitenkin hyviä perusteita arvostustason nousulle. Vuonna 2019 Talenomin osakekohtainen tulos kasvaa arviomme mukaan yli 25 %, minkä takia P/E 25x (PEG-luku 1x) voitaisiin mielestämme perustella yhtiölle. Mielestämme hyväksyttävä taso P/E-kertoimelle on 20-25x, mikä antaa edelleen osakkeenomistajille erittäin hyvän tuotto-odotuksen. Talenomin liiketoiminta on poikkeuksellisen defensiivistä ja yhtiöllä on selkeä teknologinen kilpailuetu, minkä ansiosta Talenomissa yhdistyy vahva omistaja-arvon luonti ja alhainen riskiprofiili.

## Analytiikot



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

## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

(aik. Osta)



**25,00 EUR**

(aik. 22,00 EUR)

Osakekurssi: 23,00 EUR

Potentiaali: 8,7 %

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

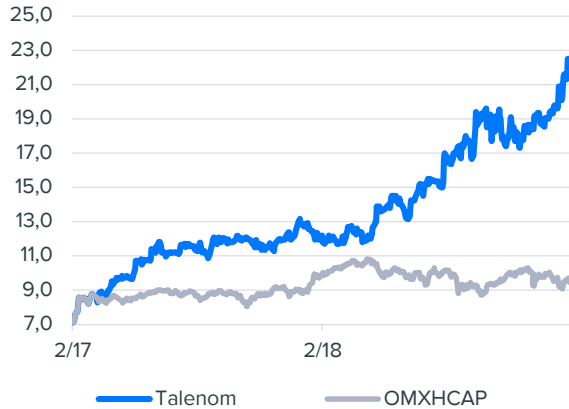
Talenom ohjeisti liikevaihdon kasvun jatkuvan vuonna 2019 samalla tasolla kuin vuonna 2018 (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan edelleen hieman vuoteen 2018 (17,5 %) verrattuna.

## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	49	58	66	76
<b>kasvu-%</b>	18 %	18 %	15 %	15 %
<b>EBIT oik.</b>	8,5	10,5	12,5	14,7
<b>EBIT-% oik.</b>	17,5 %	18,3 %	18,8 %	19,2 %
<b>Nettotulos</b>	6,4	8,0	9,5	11,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,93	1,16	1,38	1,62

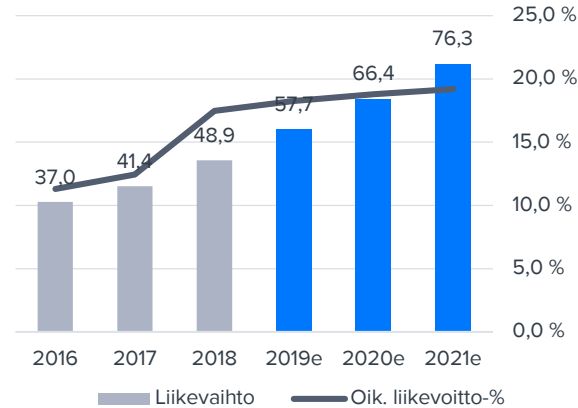
<b>P/E (oik.)</b>	20,6	19,7	16,7	14,2
<b>P/B</b>	7,0	6,9	5,7	4,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,9 %	3,0 %	3,6 %	4,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	17,4	16,7	14,1	11,9
<b>EV/EBITDA</b>	10,9	10,6	8,7	7,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,0	3,0	2,6	2,3

## Osakekurssi



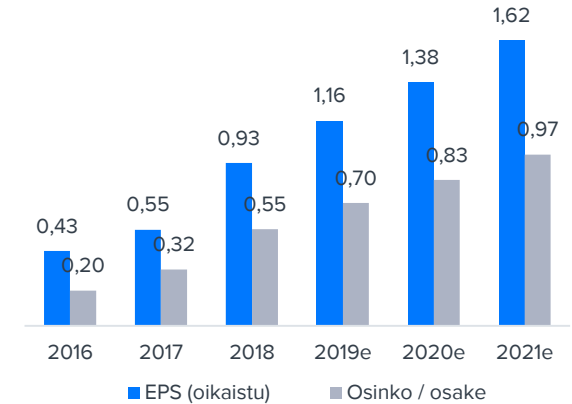
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP  
**158**  
MEUR

EV  
**176**  
MEUR

EV/EBIT  
**14,1**  
2020e

P/E (oik.)  
**16,7**  
2020e

### Arvoajurit

- Ennustamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina noin 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 nopeaa
- Asiakaspidon mahdollinen lasku
- Mahdollisesti kiristynvä kilpailu digitaalisissa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia

### Arvostus

- Erittäin voimakas tuloskasvu, yli 90 %:n toistuva liikevaihto ja hyvä näkyvyys tukevat hyväksyttävää arvostusta
- Mielestämme Talenomille voidaan perustella P/E 20-25x ja EV/EBITDA 10-13x
- Preemiohinnoittelu perusteltu, koska yhtiö on toimialan edelläkävijä, voittaa markkinaosuutta ja luo koko ajan omistaja-arvoa

# Ennusteet vs. toteuma

Talenom Q4-tulos oli kokoluokaltaan tiedossa yhtiön positiivisen tulosvaroituksen jälkeen, eikä tulos sisältänyt suuria yllätyksiä.

## Q4-tulos jäi hieman ennusteista

Q4-tulosluvut jäivät hieman odotuksistamme, kun liikevaihto kasvoi ”vain” 16,3 % (ennuste 18,2 % vastasi suunnilleen alkuvuoden kasvua) ja liikevoittomarginaali oli 11,8 % (ennuste 12,0 %). Osakekohtainen tulos (Q4’18: 0,15 euroa) kasvoi kuitenkin voimakkaasti vertailukaudesta (Q4’17: 0,09 euroa). Dramatiikkaa tuloksen takaa emme ole löytäneet, vaan pientä pettymystä selittää todennäköisesti joulukuun vähäiset työpäivät ja lievät siirtymät vuodenvaihteen ympärillä.

Osinkoehdotus oli 0,55 euroa (2017: 0,32 euroa), kun ennusteemme oli 0,56 euroa. Osingonjakosuhte oli odotetusti noin 60 %, ja osinkotuotto on eiliselä päätöksellä noin 2,4 %. Osinko on voimakkaasti kasvava, vaikka mielestämme Talenom voisi investoida nämäkin rahat houkutteleviin kasvupanostuksiin.

Q4 on toimialalla kausiluontoisesti suhteellisen heikko, mutta nyt edessä on kriittinen tilinpäätöskausi. Q1 on Talenomille selvästi vahvin neljännes, ja silloin saamme jälleen uutta tietoa myös yhtiön pitkälle automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan tehokkuudesta.

Kokonaisuudessaan Talenom Q4 2018 oli todella vakuuttava, ja viimeistään viime vuonna kannattavuuden skaalautuminen vahvisti liiketoimintamallin toiminnan ja potentiaalin. Yhtiön liikevaihto kasvoi viime vuonna 18 %, mutta liikevoitto otti lähes 77 %:n harppauksen ylöspäin.

## Lisäarvopalvelut kypsyvät hiljalleen

Vuonna 2018 liikevaihto muista liiketoiminnoista (tilitoimiston ulkopuoliset tukipalvelut) kasvoi 63 % yhteensä 3,4 MEUR:oon. Tämä on edelleen pieni osa kokonaisuutta, mutta kertoo kuitenkin muutamista onnistumisista ja luo pohjaa tulevalle. Uusia avauksia on kuitenkin tehty ja hiljalleen liiketoiminnoista löytyy merkittäviä arvonlujia. Yhtiö kertoi tilinpäätöksen yhteydessä mm. laskurahoituksesta, jossa näemme

paljon potentiaalia pitkällä aikavälillä. Laskurahoitus, jossa Talenom toimisi välittäjänä yhteistyökumppanin (Arex) ja asiakkaidensa välissä, on käytännössä riskitön mutta merkittävä mahdollisuus Talenomille.

## Ruotsin laajentuminen tehdään maltilla

Kansainvälistymissuunnitelmiaan Talenom avasi hieman tilinpäätöksen yhteydessä. Yhtiö hakee (oletettavasti) Ruotsista pientä yritysostoa, jonka kautta Talenom saisi maahan kasvualustan. Edessä ei ole suurta yksittäistä yritysostoa, vaan todennäköisesti pieni täsmähankinta.

Ruotsin sirpaloitunut tilitoimistomarkkina on houkutteleva kohde, mutta yhtiöllä ei ole asian kanssa kiire, vaan kyse on strategisesta valinnasta jolla kasvatetaan pitkän tähtäimen potentiaalia. Kansainvälistymiseen liittyvä riski on mielestämme hyvin hallittu, joskin myös merkittäviä tuloksia joudutaan myös todennäköisesti odottamaan vuosia. Pitkäjännitteiselle sijoittajalle näemme Ruotsin mielenkiintoisena mahdollisuutena.

Ennustetaulukko	Q4'17	Q4'18	Q4'18e	Q4'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	10,7	12,4	12,6				-2 %	48,9
Käyttökate	2,4	2,7	2,9				-5 %	13,7
Liikevoitto	0,9	1,5	1,5				-3 %	8,5
EPS (oik.)	0,09	0,15	0,16				-9 %	0,93
Osinko/osake	0,32	0,55	0,56				-2 %	0,55
Liikevaihdon kasvu-%	13,2 %	16,3 %	18,2 %				-1,9 %-yks.	18,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	8,1 %	11,8 %	12,0 %				-0,2 %-yks.	17,5 %

Lähde: Inderes

# Ennustemuutokset

Olemme nostaneet Talenomin lähivuosien ennusteita hieman, mutta olemme yhä vakuuttuneempia yhtiön pitkän aikavälin näkymistä. Pitkän tähtäimen arvonluonti-potentiaali on mielestämme erittäin houkutteleva.

## Ohjeistus ylsi odotuksiin

Talenom ohjeisti liikevaihdon kasvun jatkuvan vuonna 2019 samalla tasolla kuin vuonna 2018 (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan edelleen hieman vuoteen 2018 (17,5 %) verrattuna. Kasvuohjeistus oli odotuksiamme korkeampi, ja olemme nostaneet 2019 kasvuennusteemme 15,2 %:n tasolta 18,1 %:n tasolle. Kannattavuuden osalta ohjeistus oli pitkälti ennakoitu, mutta olemme laskeneet kannattavuusennustetta hieman (18,3 % vs. 18,4 %) ennakoitua aggressiivisempien kasvupanostuksen takia. Mielestämme taso on kuitenkin täysin saavutettavissa, ja voidaan lopulta myös ylittää selvästi.

Mielestämme ohjeistus indikoi yhtiön odottavan ainakin

18 %:n kasvua ja liikevoittomarginaalia, koska yhtiöllä on tapana olla konservatiivinen ohjeistuksen suhteen. Vuoteen 2017 tilinpäätöksen yhteydessä Talenom ohjeisti vuoden 2018 liikevaihdon kasvun olevan selvästi edellisvuotta nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan hieman edellisestä vuodesta (2017: 11,7 %), mikä osoittautui lopulta hyvin maltilliseksi ohjeistukseksi.

## Olemme erittäin luottavaisia ohjeistukseen pääsystä

Talenomin liikevaihdosta yli 90 % on toistuvaa ja yhtiön näkyvyys on erittäin hyvä. Kun tähän lisätään yleensä konservatiiviset ohjeistukset, olemme hyvin luottavaisia ohjeistukseen yltämisen ja voimakkaan tuloskasvun suhteen.

Olemme nostaneet ennusteitamme hieman (kuten alla olevasta taulukosta nähdään), mutta emme ole tehneet dramaattisia muutoksia. Odotamme nyt osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 26 % vuonna 2019, mikä antaa

osakkeelle erinomaisen tuottoajurin, vaikka tätä on toki jo osin hinnoiteltu osakkeeseen. Tulokasvunäkymä on kuitenkin vahva myös vuoden 2019 jälkeen, ellei toimialalla tai Talenomissa tapahdu suuria muutoksia.

## Kasvusta huolimatta Suomikin on edelleen valloittamatta

Talenomin markkinaosuus on edelleen vain noin 4,8 %, kilpailu on toimialalla sen rakenteen takia edelleen rajallista (paitsi yritysostoissa) ja skaalan kasvattaminen vahvistaa yhtiön teknologista kilpailuetua. Tämän takia kasvu on mielestämme tällä hetkellä erittäin tärkeää ja pitkällä tähtäimellä todella arvokasta, koska asiakaspito on toimialalla todella korkea. Yhtiön orgaanisen kasvun strategian kasvupanostuksen hyötysuhde on siis edelleen erittäin hyvä, ja arviomme mukaan yhtiö tulee voittamaan markkinaosuuksia myös jatkossa.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	49,1	48,9	0 %	56,5	57,7	2 %	64,5	66,4	3 %
Käyttökate	13,5	13,7	1 %	16,4	16,5	1 %	19,5	20,1	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,6	8,5	-1 %	10,4	10,5	1 %	12,1	12,5	3 %
Liikevoitto	8,6	8,5	-1 %	10,4	10,5	1 %	12,1	12,5	3 %
Tulos ennen veroja	8,1	8,0	-1 %	9,9	10,0	1 %	11,6	11,9	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,94	0,93	-1 %	1,15	1,16	2 %	1,34	1,38	3 %
Osakekohtainen osinko	0,56	0,55	-2 %	0,69	0,70	2 %	0,81	0,83	3 %

Lähde: Inderes

# Arvostus

Voimakkaasta kurssinoususta huolimatta Talenomin arvostustaso on edelleen hyvin kohtuullinen, kun huomioidaan yhtiön todella voimakas tuloskasvu ja kilpailuedut defensiivisellä mutta edelleen kasvavalla toimialalla.

## Hyväksyttävä arvostustaso on mielestämme nousussa

Talenomin osakekurssi on noussut lähes 30 % sen jälkeen, kun nostimme suosituksemme osta-tasolle marraskuussa. Samalla arvostuskertoimet ovat nousseet selvästi, vaikka ennusteemme ovat myös nousseet. Osakkeen 2019e P/E on ja EV/EBITDA 10-11x, mitkä ovat aikaisemmin olleet yhtiölle hyväksymämme arvostuskertoimet. Mielestämme Talenomin nopeutunut kasvu (hitaamman jakson jälleen toistuvasti haarukassa 15-20 %), jatkuvasti vahvistuva kilpailuetu (palvelukeskusmalli ja automatisoitu kirjanpidon tuotantolinja) ja todistetusti skaalautuva kannattavuus ovat kuitenkin hyviä perusteita hyväksyttävän arvostustason nousulle. Vuonna 2019 Talenomin osakekohtainen tulos kasvaa arviomme mukaan yli 25 %, minkä takia P/E 25x (PEG-luku 1x) voitaisiin mielestämme perustella yhtiölle.

Pidemmällä aikavälillä tuloskasvu kuitenkin tasaantuu ja kestävämpi taso P/E-kertoimella on mielestämme 20-25x, mikä antaa edelleen osakkeenomistajille erittäin hyvän tuotto-odotuksen. Ennustamme tällä hetkellä yhtiön osakekohtaisen tuloksen kasvavan 2018-2021 noin 20 %:n vuosivauhtia (CAGR-%). Ennusteemme oli aikaisemmin noin 18-19 %, mutta olemme nostaneet kasvuennusteitamme myös pidemmällä aikavälillä. Vieressä olevasta taulukosta näette tällä hetkellä hyväksymämme arvostuskertoimet, joista selvästi tärkeimmät ovat P/E ja EV/EBITDA (2019e).

## Edelleen erittäin houkutteleva pitkän aikavälin sijoituskohte

Pidämme Talenomia edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarinana. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu. Koko toiminnan 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. Mielestämme yhtiö on fragmentoituneella tilitoimistoalalla poikkeuksellisen hyvässä asemassa erityisesti suhteessa Suomessa olevaan yli 4200 tilitoimistoon, joista valtaosa on erittäin pieniä. Tilitoimistoala kasvoi myös finanssikriisin keskellä, mikä kertoo toimialan defensiivisyydestä. Olemme myös erittäin luottavaisia Talenomin kilpailukyvyistä toimialalla. Tämä tekee yhtiöstä erittäin houkuttelevan pitkän tähtäimen sijoituskohteen.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	23,0	23,0	23,0
Osakemäärä, milj. kpl	6,87	6,87	6,87
Markkina-arvo	158	158	158
Yritysarvo (EV)	176	175	174
P/E (oik.)	19,7	16,7	14,2
P/E	19,7	16,7	14,2
P/Kassavirta	37,7	27,8	19,9
P/B	6,9	5,7	4,8
P/S	2,7	2,4	2,1
EV/Liikevaihto	3,0	2,6	2,3
EV/EBITDA (oik.)	10,6	8,7	7,3
EV/EBIT (oik.)	16,7	14,1	11,9
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,6 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Hyväksytyt arvostus	Nyt	Aik.	Muutos
P/E (oik.)	21,5	20,0	7,3 %
P/B	7,5	7,5	-0,7 %
EV/Liikevaihto	3,3	3,2	3,7 %
EV/EBITDA (oik.)	11,5	10,0	15,5 %
EV/EBIT (oik.)	18,1	18,0	0,7 %

DCF-laskelma	29,4	26,4	11 %
--------------	------	------	------

Lähde: Inderes

Arvostusmenetelmä	Arvo	Ero. Vrt. Tavoite
P/E 2019e	25,0	0 %
EV/EBITDA 2019e	25,0	0 %
DCF	29,4	18 %
BULL	30,0	20 %
BEAR	20,0	-20 %

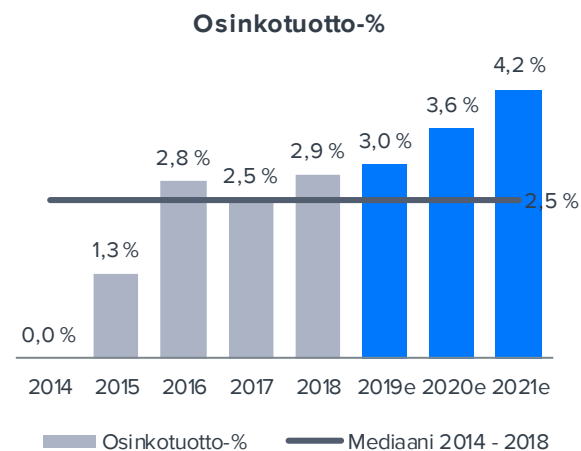
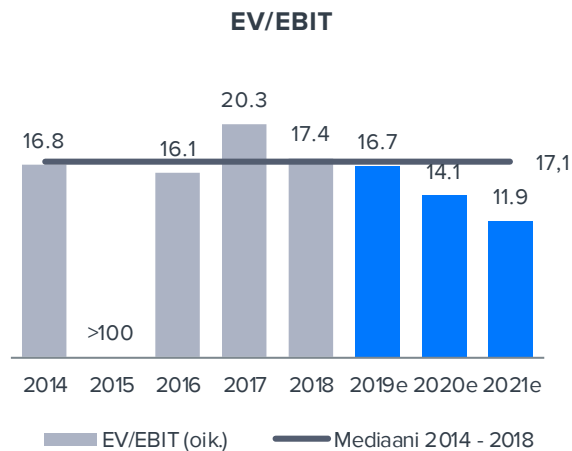
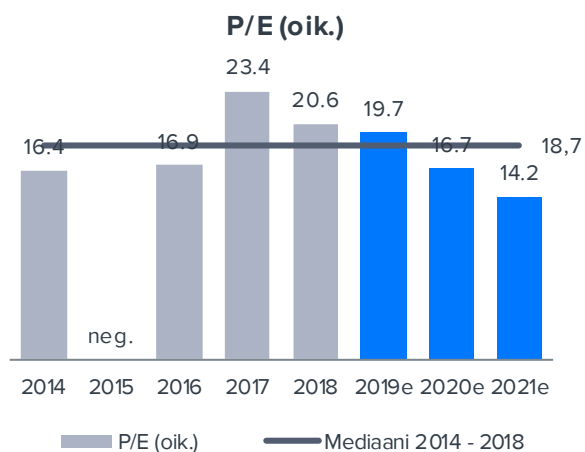
Keskiarvo/ Tavoitehintaa	25,9	25,0
--------------------------	------	------

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,26	5,26	7,20	12,8	19,1	<b>23,0</b>	<b>23,0</b>	<b>23,0</b>	<b>23,0</b>
Osakemäärä, milj. kpl	5,16	6,81	6,81	6,81	6,87	<b>6,87</b>	<b>6,87</b>	<b>6,87</b>	<b>6,87</b>
Markkina-arvo	27	36	49	87	131	<b>158</b>	<b>158</b>	<b>158</b>	<b>158</b>
Yritysarvo (EV)	53	55	67	105	149	<b>176</b>	<b>175</b>	<b>174</b>	<b>171</b>
P/E (oik.)	16,4	neg.	16,9	23,4	20,6	<b>19,7</b>	<b>16,7</b>	<b>14,2</b>	<b>12,3</b>
P/E	>100	neg.	16,9	25,5	20,6	<b>19,7</b>	<b>16,7</b>	<b>14,2</b>	<b>12,3</b>
P/Kassavirta	neg.	5,1	20,4	40,3	65,5	<b>37,7</b>	<b>27,8</b>	<b>19,9</b>	<b>16,1</b>
P/B	37,9	3,6	4,2	6,2	7,0	<b>6,9</b>	<b>5,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>
P/S	0,9	1,1	1,3	2,1	2,7	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>
EV/Liikevaihto	1,8	1,7	1,8	2,5	3,0	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>
EV/EBITDA (oik.)	8,5	11,2	9,9	11,0	10,9	<b>10,6</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>
EV/EBIT (oik.)	16,8	>100	16,1	20,3	17,4	<b>16,7</b>	<b>14,1</b>	<b>11,9</b>	<b>10,3</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	neg.	46,9 %	63,9 %	59,4 %	<b>60,0 %</b>	<b>60,0 %</b>	<b>60,0 %</b>	<b>60,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,9 %	<b>3,0 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,9 %</b>

Lähde: Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>41,4</b>	<b>12,7</b>	<b>12,5</b>	<b>11,1</b>	<b>12,4</b>	<b>48,9</b>	<b>15,1</b>	<b>14,8</b>	<b>13,1</b>	<b>14,7</b>	<b>57,7</b>	<b>66,4</b>	<b>76,3</b>	<b>87,8</b>
Talenom-konserni	41,4	12,7	12,5	11,1	12,4	48,9	15,1	14,8	13,1	14,7	57,7	66,4	76,3	87,8
<b>Käyttökate</b>	<b>9,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>13,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>16,5</b>	<b>20,1</b>	<b>23,7</b>	<b>27,0</b>
Poistot ja arvonalennukset	-4,7	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-5,1	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-6,0	-7,6	-9,0	-10,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>5,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>8,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>10,5</b>	<b>12,5</b>	<b>14,7</b>	<b>16,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>8,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>10,5</b>	<b>12,5</b>	<b>14,7</b>	<b>16,7</b>
Talenom-konserni	4,8	2,6	2,6	1,9	1,5	8,5	3,2	3,1	2,3	1,9	10,5	12,5	14,7	16,7
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>4,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>8,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>10,0</b>	<b>11,9</b>	<b>13,9</b>	<b>16,0</b>
Verot	-0,9	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-1,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-2,0	-2,4	-2,8	-3,2
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
<b>Nettotulos</b>	<b>3,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>6,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>8,0</b>	<b>9,5</b>	<b>11,2</b>	<b>12,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,55</b>	<b>0,29</b>	<b>0,29</b>	<b>0,21</b>	<b>0,15</b>	<b>0,93</b>	<b>0,36</b>	<b>0,35</b>	<b>0,25</b>	<b>0,21</b>	<b>1,16</b>	<b>1,38</b>	<b>1,62</b>	<b>1,86</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,50</b>	<b>0,29</b>	<b>0,29</b>	<b>0,21</b>	<b>0,15</b>	<b>0,93</b>	<b>0,36</b>	<b>0,35</b>	<b>0,25</b>	<b>0,21</b>	<b>1,16</b>	<b>1,38</b>	<b>1,62</b>	<b>1,86</b>

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	12,1 %	18,1 %	17,9 %	19,8 %	16,3 %	18,0 %	18,2 %	18,1 %	17,8 %	18,2 %	18,1 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	23,3 %	42,4 %	59,2 %	128,9 %	69,9 %	65,9 %	22,1 %	20,2 %	22,7 %	32,5 %	23,4 %	18,3 %	17,4 %	13,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	23,0 %	30,7 %	30,6 %	28,5 %	22,1 %	28,0 %	30,9 %	31,3 %	28,9 %	23,6 %	28,7 %	30,3 %	31,0 %	30,7 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	12,4 %	20,7 %	20,6 %	16,6 %	11,8 %	17,5 %	21,4 %	21,0 %	17,3 %	13,2 %	18,3 %	18,8 %	19,2 %	19,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	8,2 %	15,6 %	15,6 %	12,7 %	8,0 %	13,0 %	16,4 %	16,1 %	13,0 %	9,8 %	13,9 %	14,3 %	14,6 %	14,6 %

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>29,2</b>	<b>31,5</b>	<b>34,3</b>	<b>37,1</b>	<b>39,2</b>
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Aineettomat hyödykkeet	7,8	10,5	13,3	15,7	17,5
Käyttöomaisuus	2,5	2,2	2,3	2,7	3,1
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>10,4</b>	<b>11,4</b>	<b>13,9</b>	<b>15,9</b>	<b>18,3</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	5,5	6,9	8,0	9,2
Likvidit varat	4,9	5,9	6,9	8,0	9,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>45,9</b>	<b>51,2</b>	<b>58,6</b>	<b>65,4</b>	<b>72,0</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>13,9</b>	<b>18,7</b>	<b>22,9</b>	<b>27,6</b>	<b>33,1</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,6	7,9	12,1	16,8	22,2
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	10,9	10,9	10,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>22,6</b>	<b>23,9</b>	<b>23,6</b>	<b>24,1</b>	<b>23,7</b>
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	23,3	23,8	23,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>9,4</b>	<b>8,6</b>	<b>12,0</b>	<b>13,6</b>	<b>15,2</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	0,0	1,3	1,5	1,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,4	7,7	9,8	11,3	13,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>45,9</b>	<b>51,2</b>	<b>58,6</b>	<b>65,4</b>	<b>72,0</b>

# DCF-laskelma

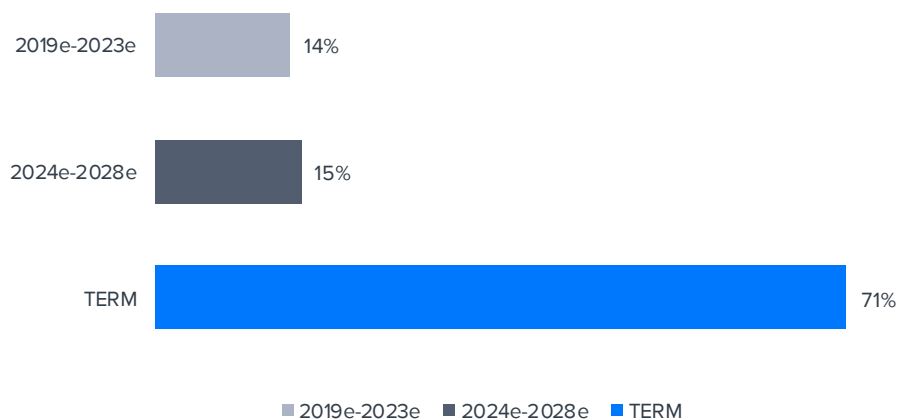
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,5</b>	<b>10,5</b>	<b>12,5</b>	<b>14,7</b>	<b>16,7</b>	<b>17,7</b>	<b>18,4</b>	<b>18,7</b>	<b>18,7</b>	<b>19,7</b>	<b>20,3</b>	
+ Kokonaispoistot	5,1	6,0	7,6	9,0	10,3	11,5	12,7	14,1	15,4	16,7	17,8	
- Maksetut verot	-1,5	-2,0	-2,4	-2,8	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6	-3,6	-3,8	-3,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-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	0,6	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>11,8</b>	<b>15,1</b>	<b>18,0</b>	<b>21,2</b>	<b>24,2</b>	<b>26,2</b>	<b>27,9</b>	<b>29,5</b>	<b>30,8</b>	<b>32,8</b>	<b>34,2</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-9,5	-10,9	-12,3	-13,3	-14,4	-15,3	-17,5	-18,6	-19,7	-20,3	-20,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,9</b>	<b>9,8</b>	<b>10,9</b>	<b>10,4</b>	<b>10,9</b>	<b>11,1</b>	<b>12,5</b>	<b>13,7</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	2,0	4,2	5,7	7,9	9,8	10,9	10,4	10,9	11,1	12,5	13,7	318
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>3,9</b>	<b>5,0</b>	<b>6,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>156</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		220	216	211	204	197	189	182	176	169	163	156
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>220</b>										
- Korolliset velat		-23,6										
+ Rahavarat		5,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>202</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>29,4</b>										

## 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

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	37,0	41,4	48,9	<b>57,7</b>	<b>66,4</b>	EPS (raportoitu)	0,43	0,50	0,93	<b>1,16</b>	<b>1,38</b>
Käyttökate	6,8	9,5	13,7	<b>16,5</b>	<b>20,1</b>	EPS (oikaistu)	0,43	0,55	0,93	<b>1,16</b>	<b>1,38</b>
Liikevoitto	4,2	4,8	8,5	<b>10,5</b>	<b>12,5</b>	Operat. kassavirta / osake	1,02	1,42	1,72	<b>2,19</b>	<b>2,63</b>
Voitto ennen veroja	3,6	4,3	8,0	<b>10,0</b>	<b>11,9</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,35	0,32	0,29	<b>0,61</b>	<b>0,83</b>
Nettovoitto	2,9	3,4	6,4	<b>8,0</b>	<b>9,5</b>	Omapääoma / osake	1,72	2,05	2,72	<b>3,33</b>	<b>4,02</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,3	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,20	0,32	0,55	<b>0,70</b>	<b>0,83</b>
<b>Tase</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Taseen loppusumma	42,3	45,9	51,2	<b>58,6</b>	<b>65,4</b>	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	12 %	18 %	<b>18 %</b>	<b>15 %</b>
Oma pääoma	11,7	13,9	18,7	<b>22,9</b>	<b>27,6</b>	Käyttökateen kasvu-%	40 %	39 %	44 %	<b>21 %</b>	<b>21 %</b>
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	1265 %	23 %	66 %	<b>23 %</b>	<b>18 %</b>
Nettovelat	18,2	17,6	17,7	<b>17,7</b>	<b>17,3</b>	EPS oik. kasvu-%	-454 %	28 %	69 %	<b>26 %</b>	<b>19 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	Käyttökate-%	18,5 %	23,0 %	28,0 %	<b>28,7 %</b>	<b>30,3 %</b>
Käyttökate	6,8	9,5	13,7	<b>16,5</b>	<b>20,1</b>	Oik. Liikevoitto-%	11,3 %	12,4 %	17,5 %	<b>18,3 %</b>	<b>18,8 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	-0,3	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	Liikevoitto-%	11,3 %	11,7 %	17,5 %	<b>18,3 %</b>	<b>18,8 %</b>
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	11,8	<b>15,1</b>	<b>18,0</b>	ROE-%	26,8 %	26,6 %	39,0 %	<b>38,5 %</b>	<b>37,6 %</b>
Investoinnit	-4,6	-7,4	-9,5	<b>-10,9</b>	<b>-12,3</b>	ROI-%	12,2 %	13,9 %	21,8 %	<b>23,5 %</b>	<b>24,9 %</b>
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	2,0	<b>4,2</b>	<b>5,7</b>	Omavaraisuusaste	27,8 %	30,5 %	36,7 %	<b>39,3 %</b>	<b>42,4 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	155,2 %	126,4 %	94,7 %	<b>77,4 %</b>	<b>62,8 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Harri Tahkola			22,8 %			EV/Liikevaihto	1,8	2,5	3,0	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			17,2 %			EV/EBITDA (oik.)	9,9	11,0	10,9	<b>10,6</b>	<b>8,7</b>
Markus Tahkola			13,7 %			EV/EBIT (oik.)	16,1	20,3	17,4	<b>16,7</b>	<b>14,1</b>
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt			5,9 %			P/E (oik.)	16,9	23,4	20,6	<b>19,7</b>	<b>16,7</b>
SR Danske Invest Suomi yhteisöosake			3,4 %			P/B	4,2	6,2	7,0	<b>6,9</b>	<b>5,7</b>
Hallintarekisteröity			3,0 %			Osinkotuotto-%	2,8 %	2,5 %	2,9 %	<b>3,0 %</b>	<b>3,6 %</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 osavuosikatsausten 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.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €



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. Tavoitteemme 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



**2015, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**