

# Talenom

## Yhtiöraportti

3.8.2022 07:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Yritystovetoisella kasvulla myös ensi vuoteen

Nostamme Talenomin tavoitehinnan 12,5 euroon (aik. 12,0 €), mutta laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. osta). Q2-tulos oli olosuhteisiin nähden erinomainen ja yhtiön tuloskasvutarina etenee mukavasti raiteillaan. Olemme nostaneet hieman tulosennusteitamme, minkä lisäksi otimme poikkeuksellisesti mukaan uusia vielä toteutumattomia yritysostoja. Talenom jatkaa yritysostovetoista kasvustrategiaansa myös lähivuosina, minkä takia ennusteemme kuvastavat nyt paremmin tulevaa. Vahvan kurssinousun jälkeen osake näyttää mielestämme kuitenkin lähes täyteen hinnoitellulta (2023e P/E 35x ja EV/EBIT 28x). Pitkäjänteiset sijoittajat voivat hyvin pysytellä houkuttelevan sijoitustarinan kyydissä, mutta lyhyellä aikavälillä emme näe osakkeessa riittävää nousunvaraa.

## Olosuhteisiin nähden erinomainen Q2-tulos

Talenomin liikevaihto kasvoi Q2:lla mukavat 26 % 27,0 MEUR:oon ylittäen hieman ennusteestamme (26,6 MEUR). Liikevaihdon kasvusta hieman alle puolet oli orgaanista, mikä oli yllättävän korkea osuus. Positiivinen yllätys tulikin erityisesti Suomen vahvasta orgaanisesta kasvusta, jossa taustalla oli asiakasmäärän kasvu ja lisäarvopalveluiden hyvä myynti. Myös kannattavuus oli ennakoitua parempi ja Q2-liikevoitto oli 5,1 MEUR, kun odotimme 4,5 MEUR:n liikevoittoa. Liikevoittomarginaali (19,0 %) laski hieman vertailukaudesta (Q2'21: 19,4 %), mutta voimakkaasti kasvaneet poistot investoinneista ja useat yritysostot huomioiden kannattavuus oli erittäin vahva (käyttökatemarginaali 34,4 %). Suomen ydinliiketoiminta parantaa edelleen juoksuaan automaation edistyessä, mutta myös Ruotsissa kannattavuus oli olosuhteisiin nähden siedettävällä tasolla. Ruotsin kannattavuustaso (käyttökate 15,7 %) oli siedettävä huomioiden kasvupanostukset, mutta taso on tietysti kaukana Suomesta (~40 %).

## Yritysostoja mukaan ennusteisiin kasvustrategian jatkuessa

Talenom toisti odotetusti ohjeistuksensa, jossa yhtiö odottaa 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton 15-18 MEUR. Vahvan Q2:n jälkeen nostimme tulosennusteitamme noin 4 %, ja liikevoittoennusteemme (17,6 MEUR) on nyt ohjeistushaarukan ylälaidassa. Arviomme mukaan Talenom tulee jatkumaan vahvaa yritysostovetoista kasvuaan lähivuosina ja todennäköisesti jatkaa myös aiempaa tyyliään ohjeistuksessaan (2022 ohjeistus sisältää toteutumattomia yritysostoja). Tämän takia olemme ottaneet poikkeuksellisesti ottaneet ennusteisiimme mukaan toteutumattomia yritysostoja myös pidemmällä aikavälillä, joiden takia lähivuosien kasvuennusteemme ovat nousseet mutta toisaalta liikevoittomarginaali laskenut. Alimmilla riveillä ennusteiden ”rakenteelliset muutokset” eivät siis aiheuttaneet oleellisia muutoksia, mutta ennusteet vastaavat nyt todennäköisesti paremmin tulevaa. Odotamme yhtiöltä edelleen keskimäärin noin 20 %:n tuloskasvua lähivuosina.

## Osake on lyhyellä aikavälillä täyteen hinnoiteltu

Talenomin osake on noussut kuukaudessa 25 %, kun pitkät korot ovat rauhoittuneet ja talouskasvu hidastunut merkittävästi. Nykyinen ympäristö tukee erityisesti defensiivisen kasvun arvostusta, ja Talenom sopii kategoriaan erinomaisesti. Toisaalta osakkeen arvostus on noussut merkittävästi: 2023e P/E on 35x ja EV/EBIT noin 29x, mitkä ovat jo varsin kivialaita osakemarkkinoiden yleisen arvostuksen ollessa alhainen. Samalla pitkän aikavälin PEG-luku lähentelee jälleen 2x tasoa, missä arvostusriskit ovat mielestämme koholla. Lisäksi Talenom on tällä hetkellä kallis suhteessa verrokkeihin, mutta tässä ei mielestämme huomioida yhtiön yritysostojen kautta ”sisäänrakennettua” merkittävää tuloskasvua. Kokonaisuutena osake on mielestämme täyteen hinnoiteltu lyhyellä aikavälillä, emmekä näe lisäostoja perusteluina erittäin houkuttelevasta pitkän aikavälin tarinasta huolimatta.

## Suositus

### Vähennä

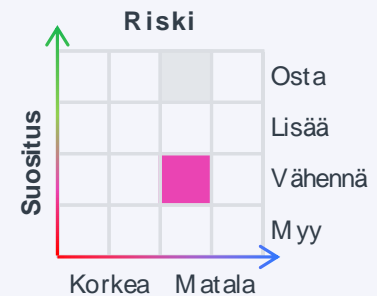
(aik. Osta)

### 12,50 EUR

(aik. 12,00 EUR)

### Osakekurssi:

12,30



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	83	104	128	153
<b>kasvu-%</b>	27 %	25 %	23 %	20 %
<b>EBIT oik.</b>	14,8	17,6	20,9	26,8
<b>EBIT-% oik.</b>	17,8 %	16,9 %	16,4 %	17,5 %
<b>Nettotulos</b>	10,8	13,5	15,9	20,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,25	0,30	0,35	0,45
<b>P/E (oik.)</b>	47,5	41,0	35,1	27,6
<b>P/B</b>	11,5	10,8	9,6	8,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,5 %	1,6 %	1,9 %	2,4 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	37,4	33,7	28,5	22,3
<b>EV/EBITDA</b>	19,9	17,2	15,3	13,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	6,7	5,7	4,7	3,9

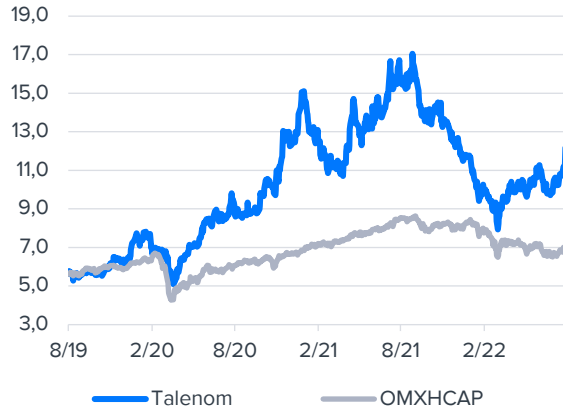
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

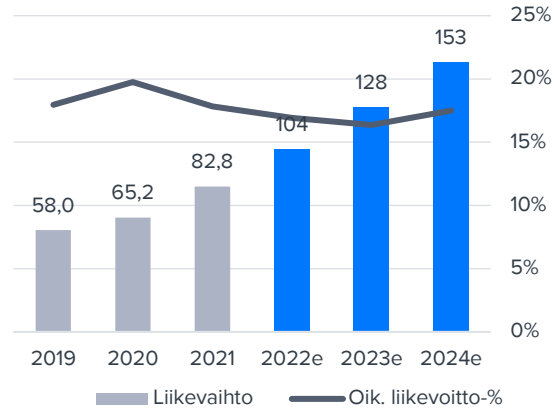
Talenom odottaa vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton 15-18 MEUR.

## Osakekurssi



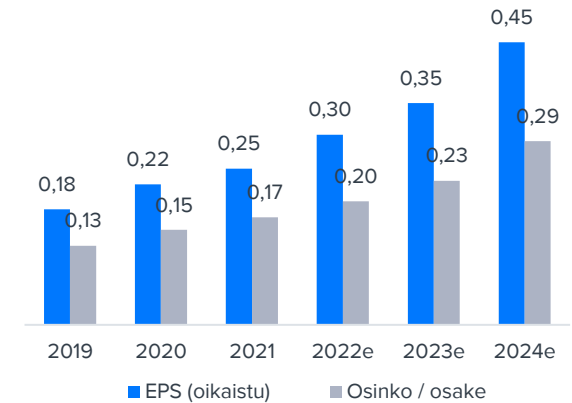
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Ennustamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina keskimäärin yli 20 %:n vuodessa
- Selkeät kilpailuedut tukevat markkinaosuuden kasvattamista myös jatkossa
- Ruotsin markkina-aseman vahvistaminen ja kansainvälinen laajentuminen
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, joka avaa uusia mahdollisuuksia
- Skaalaedut hyödyntävä liiketoimintamalli vahvistuu kasvun mukana
- TiliJaska-pienasiakaskonsepti
- Laajentuminen Espanjassa ja muualla Euroopassa



## Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
<b>Osakekurssi</b>	12,3	12,3	12,3
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	45,0	45,5	46,0
<b>Markkina-arvo</b>	553	559	566
<b>Yritysarvo (EV)</b>	592	596	599
<b>P/E (oik.)</b>	41,0	35,1	27,6
<b>P/E</b>	41,0	35,1	27,6
<b>P/Kassavirta</b>	65,7	49,4	39,2
<b>P/B</b>	10,8	9,6	8,3
<b>P/S</b>	5,3	4,4	3,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	5,7	4,7	3,9
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	17,2	15,3	13,2
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	33,7	28,5	22,3
<b>Osinko/tulos (%)</b>	65,0 %	65,0 %	65,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,6 %	1,9 %	2,4 %

Lähde: Inderes

# Olosuhteisiin nähden erinomainen Q2-tulos

## Liikevaihto jatkoi vahvan kasvun uralla

Talenomin liikevaihto kasvoi Q2:lla mukavat 26,2 % yhteensä 27,0 MEUR:oon, mikä ylitti hieman odotukset. Liikevaihdon kasvusta hieman alle puolet oli orgaanista, mikä oli yllättävän korkea osuus, ja loput tuli lukuisista yritysostoista. Talenom on viime vuosina painanut voimakkaasti kaasua yritysostojen kanssa, ja teki myös Q2:n aikana neljä yritysostoa.

Positiivinen yllätys liikevaihdon suhteen tuli kuitenkin Suomen orgaanisesta kasvusta, joka kiihtyi Q2:lla merkittävästi. Suomessa Talenomin liikevaihto kasvoi 16,4 %, mistä yhtiön mukaan 85 % oli orgaanista. Tämä indikoisi noin 14 %:n orgaanista kasvua, jossa taustalla on yhtiön mukaan asiakasmäärän kasvu ja lisäarvopalvelujen myynti. Varmasti merkittävä vaikutus on kuitenkin myös hintojen korotuksessa nykyisessä korkean inflaation ympäristössä. Jatkuessaan näin vahva orgaaninen kasvu vetäisi Talenomin kasvukäyrän todennäköisesti selvästi yli ennusteidemme, mutta emme toistaiseksi ole vakuuttuneita näin voimakkaan kasvun jatkumisesta.

Ruotsissa liikevaihto kasvoi Q2:lla noin 77 %

yritysostojen vetämänä. Talenom on nykyään myös Ruotsissa järkevässä kokoluokassa noin 5,3 MEUR:n kvartaaliliikevaihdolla. Toistaiseksi orgaaninen kasvu jää Ruotsissa yritysostojen alle, mutta yhtiö kertoi jälleen uusmyynnin ylittäneen omat odotuksensa. Tämä on erittäin tärkeää tulevaisuuden kannalta. Muiden maiden liikevaihto (267 TEUR) on toistaiseksi merkityksetön, mutta panostukset Espanjaan jatkuvat ja pian yhtiö avannee uuden ”sillanpääaseman” myös uuteen maahan.

## Kannattavuus ylitti odotukset

Talenomin Q2-liikevoitto oli 5,1 MEUR, mikä ylitti selvästi 4,5 MEUR:n ennusteemme (konsensus 4,4 MEUR). Liikevoitto kasvoi mukavat 24 % vertailukaudesta, kun liikevoittomarginaali (19,0 %) pysyi suunnilleen vertailukauden tasolla (19,4 %). Yritystovetoisen kasvukiihdytyksen jälkeen suhteellinen kannattavuus on ollut ymmärrettävästi paineessa, minkä lisäksi poistotaso on noussut tänä vuonna voimakkaasti. Poistojen vaikutuksen eliminoiva käyttökatemarginaali oli 34,4 %, eli parani hieman vertailukaudelta (Q2'21: 33,7 %). Kokonaisuudessaan kannattavuus oli erittäin hyvällä

tasolla huolimatta ostettujen liiketoimintojen muita Talenomia heikommasta kannattavuudesta, integrointikulusta ja nousseista poistoista. Tämä kertoo ydinliiketoiminnan erinomaisesta kannattavuudesta. Ruotsin kannattavuustaso (käyttökate 15,7 %) oli siedettävä huomioiden kasvupanostukset, mutta taso on luonnollisesti kaukana Suomesta (~40 %).

## Liiketoiminnan rahavirta investoidaan kasvuun

Suomi on Talenomin tulospäättö, joka tekee tuloksen lisäksi koko ajan runsasta rahavirtaa. Tätä yhtiö voi taas allokoida kansainväliseen kasvuun sekä pienasiakassegmentin valloittamiseen. H1:llä liiketoiminnan nettorahavirta oli 15,7 MEUR (H1'21: 13,0 MEUR), jonka yhtiö investoi odotetusti valtaosin yritysostoihin, teknologiainvestointeihin sekä yleisesti kasvuun. Investointien nettorahavirta oli H1:llä -13 MEUR. Samalla yhtiön tase on kasvanut voimakkaasti, ja taseen loppusumma oli Q2:n lopussa 144 MEUR (Q2'21: 108 MEUR). Toisaalta omavaraisuusaste (34,9 %) ja nettovelkaantumisaste (87 %) olivat yhtiölle neutraaleilla tasoilla, ja kassassa oli reilusti ”ylimääräistäkin” rahaa (25,6 MEUR).

Ennustetutalukko	Q2'21	Q2'22	Q2'22e	Q2'22e	Konsensus	Erutus (%)	2022e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	21,4	27,0	26,6	26,6	26,3	27,0	1 %	104
Käyttökate	7,2	9,3	8,7	8,6	8,5	8,7	6 %	34,3
Liikevoitto	4,1	5,1	4,5	4,4	4,3	4,5	13 %	17,6
EPS (oik.)	0,07	0,09	0,08	0,08	0,08	0,08	17 %	0,30
Liikevaihdon kasvu-%	29,6 %	26,2 %	24,5 %	24,6 %	23,0 %	26,3 %	1,7 %-yks.	25,4 %
Liikevoitto-% (oik.)	19,4 %	19,0 %	17,0 %	16,6 %	16,3 %	16,7 %	2 %-yks.	16,9 %

Lähde: Inderes & Infront (4.5.2022) (konsensus, 3 ennustetta)

## Toimitusjohtajan haastattelu



# Yrityksostoja mukaan ennusteisiin kasvustrategian jatkuessa

## Vuoden 2022 ennusteet hieman ylös

Talenom toisti odotetusti ohjeistuksensa, jossa yhtiö odottaa vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton 15-18 MEUR. Ohjeistus on pitänyt sisällään vielä toteutumattomia yritysostoja, joiden ennustaminen etenkin ajoituksen kannalta on mahdotonta yhtiön ulkopuolelta. Vuoden edetessä Talenom on kuitenkin tehnyt jo riittävästi yritysostoja ennustehaarukan saavuttamiseksi, minkä ansiosta näihin liittyvä epävarmuus on käytännössä poistunut. Samalla kannattavuus on kehittynyt ennakoitua paremmin huomioiden yritysostojen ja poistotason voimakkaan nousun negatiivinen vaikutus suhteelliseen kannattavuuteen. Vaikka liikevoittomarginaali laskee tänä vuonna selvästi noin 17 %:n tasolle (2021: 17,8 %), käyttökatemarginaali pysyy lähes vakaana 33 %:n tasolla ja paranee Suomessa. Ydinliiketoiminta jyrääkin edelleen vakuuttavasti eteenpäin.

Olemme nostaneet vuoden 2022 tulosennusteita noin 4 %. Liikevoittoa yhtiö on kerryttänyt jo 10 MEUR:n vuoden ensimmäisellä vuosipuoliskolla, joten selvästä kausiluontoisuudesta huolimatta arvioimme liiketuloksen osuvan ohjeistushaarukan

ylälaitaan. Uusien yritysostojen mukana myös liikevaihtohaarukassa on noustu ylöspäin, mutta olemme arvioineet yritysostojen kausivaihtelun olevan Talenomia vahvempaa. Vuoden 2022 tulostaso on liiketoiminnan hyvän näkyvyyden ansiosta jo varmalla pohjalla ohjeistushaarukassa.

## Yrityksostovetoinen kasvu jatkuu myös ensi vuonna

Lähtökohtaisesti emme ole ottaneet toteutumattomia yritysostoja mukaan ennusteisiimme, koska näiden ennustaminen ja oikea huomioiminen investoinneissa on äärimmäisen vaikeaa. Talenomin poikkeuksellisen ohjeistuksen takia teimme poikkeuksen ennustaessamme yritysostoja tälle vuodelle, mutta lähivuosille näitä ei ole ollut mukana (pl. hännät kuluvalta vuodelta). Tämän takia lähivuosien kasvuennusteemme ovat olleet liian alhaisia (yritysostoja tullaan jatkamaan) ja toisaalta kannattavuusennusteemme ovat olleet liian korkeita (yritysostot dilutoivat suhteellista kannattavuutta erityisesti lyhyellä aikavälillä). Näiden nettovaikutus on ollut kuitenkin pieni nettotulostasolla, koska vaikutukset kumoavat hyvin toisensa.

Arvioimme mukaan Talenom tulee jatkumaan vahvaa

yrityksostovetoista kasvuaan myös ensi vuonna ja todennäköisesti jatkaa myös aiempaa tyyliaan ohjeistuksessaan. Tämän takia olemme ottaneet nyt ennusteisiimme uusia toteutumattomia yritysostoja, joiden takia lähivuosien kasvuennusteemme ovat nousseet (2023e: 16 % -> 23 %) mutta toisaalta liikevoittomarginaali laskenut (2023e: 16,8 % -> 16,4 %). Kannattavuus olisi laskenut enemmänkin ilman kannattavuudeltaan vahvaa Q2-tulosta. Vaikutukset olivat vielä suurempia vuodelle 2024, jonne näkyvyys on toki rajallinen myös Talenomin osalta.

Sijoittajien on hyvä huomioida, että vuoden 2023 ennusteemme sisältävät nyt toteutumattomia yritysostoja, joiden liikevaihdon arvioimme olevan yhteensä 10 MEUR (osittain näkyvät vasta 2024). Kuten alla olevasta taulukosta huomaatte, ennustemuutokset olivat nettotulostasolla pieniä. Kyseessä on enemmän rakenteellinen muutos, jonka ansiosta uskomme ennusteidemme vastaavan paremmin tulevaa kehitystä strategian jatkuessa. Olemme pyrkineet huomioimaan yritysostot investoinneissa, mutta näihin liittyvä epävarmuus on erittäin suuri, koska tulevien yritysostojen profiilia ja valuaatiota on erittäin vaikea arvioida.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	103	104	1 %	120	128	7 %	138	153	11 %
Käyttökate	33,6	34,3	2 %	37,7	38,9	3 %	43,7	45,5	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,9	17,6	4 %	20,1	20,9	4 %	26,2	26,8	3 %
Liikevoitto	16,9	17,6	4 %	20,1	20,9	4 %	26,2	26,8	3 %
Tulos ennen veroja	16,1	16,9	5 %	19,1	19,9	4 %	25,1	25,6	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,29	0,30	4 %	0,34	0,35	3 %	0,45	0,45	0 %
Osakekohtainen osinko	0,19	0,20	4 %	0,22	0,23	3 %	0,29	0,29	0 %

# Lyhyellä aikavälillä täyteen hinnoiteltu

## Hinnoitteluympäristö hakee muotoaan

Talenomin osake on elpynyt voimakkaasti viime aikoina (+25 % kuukaudessa), kun pitkät korot ovat rauhoittuneet talouskasvun hidastuttua merkittävästi. Korkopiikin mahdollinen ohittaminen ja vaikea talousympäristö tukevat erityisesti defensivisen kasvun arvostusta, ja Talenom sopii tähän kategoriaan erinomaisesti. Huolimatta viimeaikaisesta elpymisestä Talenomin osake on laskenut viime vuoden huipuistaan yli 25 %, kun kasvuosakkeiden hyväksyttävät arvostustasot ovat laskeneet. Pidemmällä aikavälillä näemme osakkeessa paljon enemmän mahdollisuuksia kuin uhkia, mutta hinnoittelu ympäristön hakiessa muotoaan lyhyen aikavälin arvostukseen liittyy paljon epävarmuutta.

## Kertoimet heijastelevat jo kovaa luottamusta

Hieman nousseet ennusteemme kumosivat hieman kurssinousun vaikutusta, mutta Talenomin arvostuskertoimet ovat silti nousseet merkittävästi edellisestä päivityksestä. Osakkeen 2022e P/E on nyt 41x ja EV/EBIT noin 34x. Kertoimet ovat korkeita erityisesti osakemarkkinoiden yleisen arvostustason laskettua merkittävästi, mutta eivät kerro koko tarinaa Talenomin arvostuksesta. Voimakkaan kasvun jatkuessa ja kannattavuuden hiljalleen parantuessa yritysostokauden jälkeen myös tuloskasvunäkymä on vahva. Vuoden 2023 ennusteilla P/E on 35x ja EV/EBIT on 29x, mitkä ovat mielestämme kohtuullisia Talenomin tuloskasvunäkymän ollessa vahva pitkälle eteenpäin. Jos yhtiö pystyy palaamaan odotuksiemme mukaisesti 20 %:n tuloskasvu-uralle, pitkän aikavälin PEG-luku on noin 2x. Tämä on mielestämme kohtuullinen defensiviselle kasvuyhtiölle, jolla on yritysostojen kautta lähivuosille ”sisäänrakennettuna” merkittävä tuloskasvu. Talenom

on lanseerannut viime vuosina useita uusia kasvuhankkeita, joiden kuluja kannetaan nyt, mutta hedelmät poimitaan vasta kaukana tulevaisuudessa. Suurin epävarmuus investointien tuotoissa liittyy kansainväliseen kasvuun (erityisesti Espanja), josta yhtiöllä ei toistaiseksi ole näyttöjä.

## Suhteellinen arvostus on erittäin kireä

Talenom on kallis suhteessa lähimpiin verrokkeihin. Tilitoimisto Aallon Groupin arvostustaso on maltillinen (P/E 2022e 15x), mutta näemme Talenomin kilpailuedun ja tuloskasvunäkymän selvästi vahvempina. Admicom ja ruotsalainen Fortnox ovat mielenkiintoisia, mutta ne ovat SaaS-ohjelmistoyhtiöitä. Admicomin kasvutarinan yskähtelyn takia sen arvostus on jo merkittävästi Talenomia edellisempi (2022e P/E 26x). Fortnoxin (2022e ~100x) kertoimet ovat paljon korkeampia, mutta niin ovat tuloskasvuodotuksetkin. Myös Administer olisi mielenkiintoinen lisä verokkiryhmään, mutta yhtiöstä ei ole saatavilla konsensusennustetta.

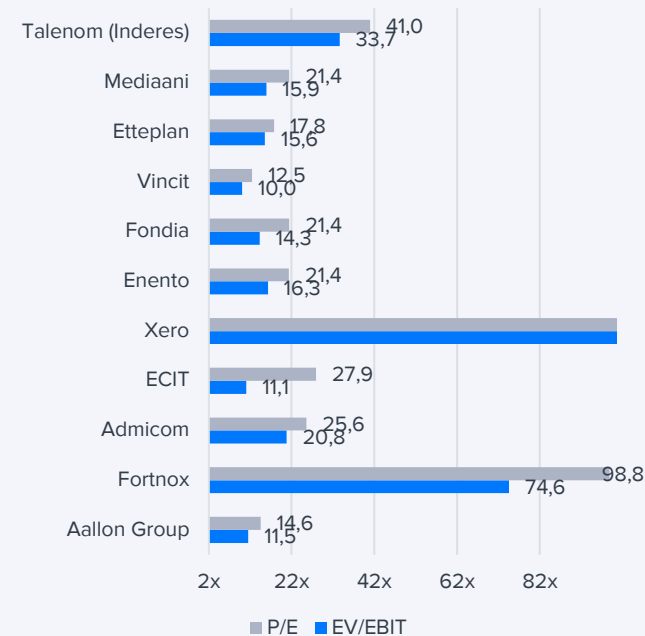
## Houkutteleva pitkän aikavälin tarina

Talenomin sijoitustarinassa on paljon houkuttelevia elementtejä ja mahdollisuuksia, joita harvalla Helsingin pörssi-yhtiöllä on. Liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, defensivistä, kannattavuus osin skaalautuvaa ja kilpailuedut vahvoja. Yhtiöllä on jo vahva asema kasvavalla, defensivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu ainakin Suomessa. Kun tähän lisätään uudet mahdollisuudet pienasiakassegmentissä ja kansainvälisillä markkinoilla, sijoitustarina on erittäin houkutteleva. Tarina vaatii kuitenkin aikaa, ja näkemyksemme mukaan siihen voi päästä mukaan myöhemmin paremmalla riski/tuotto-suhteella.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	12,3	12,3	12,3
Osakemäärä, milj. kpl	45,0	45,5	46,0
Markkina-arvo	553	559	566
Yritysarvo (EV)	592	596	599
P/E (oik.)	41,0	35,1	27,6
P/E	41,0	35,1	27,6
P/Kassavirta	65,7	49,4	39,2
P/B	10,8	9,6	8,3
P/S	5,3	4,4	3,7
EV/Liikevaihto	5,7	4,7	3,9
EV/EBITDA (oik.)	17,2	15,3	13,2
EV/EBIT (oik.)	33,7	28,5	22,3
Osinko/tulos (%)	65,0 %	65,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,9 %	2,4 %

Lähde: Inderes

## Verokkiryhmän arvostuskertoimet (2022e)

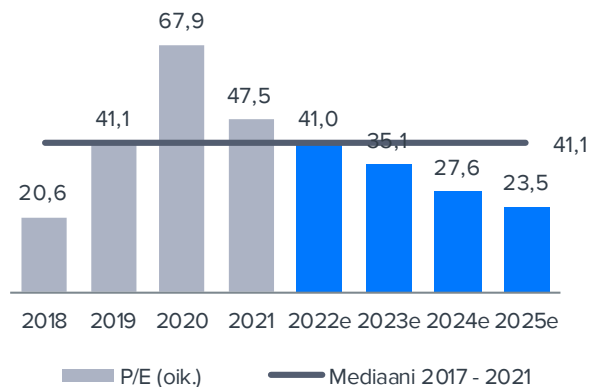


# Arvostustaulukko

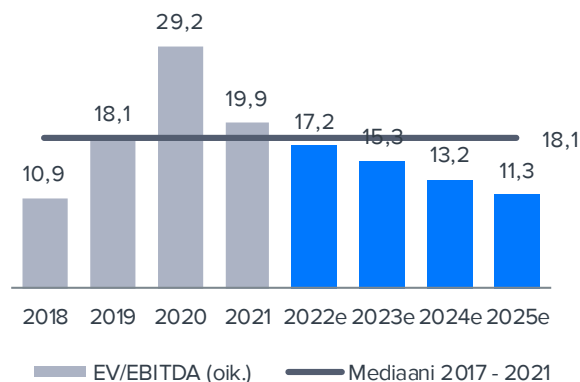
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,13	3,18	7,50	15,1	11,7	12,3	12,3	12,3	12,3
Osakemäärä, milj. kpl	40,9	41,2	41,7	43,2	43,8	45,0	45,5	46,0	46,5
Markkina-arvo	87	131	313	650	512	553	559	566	572
Yritysarvo (EV)	105	149	342	679	552	592	596	599	600
P/E (oik.)	23,4	20,6	41,1	67,9	47,5	41,0	35,1	27,6	23,5
P/E	25,5	20,6	41,1	67,9	47,5	41,0	35,1	27,6	23,5
P/Kassavirta	40,3	90,2	neg.	>100	neg.	65,7	49,4	39,2	29,9
P/B	6,2	7,0	13,3	20,2	11,5	10,8	9,6	8,3	7,2
P/S	2,1	2,7	5,4	10,0	6,2	5,3	4,4	3,7	3,2
EV/Liikevaihto	2,5	3,1	5,9	10,4	6,7	5,7	4,7	3,9	3,4
EV/EBITDA (oik.)	11,0	10,9	18,1	29,2	19,9	17,2	15,3	13,2	11,3
EV/EBIT (oik.)	20,3	17,5	32,8	52,7	37,4	33,7	28,5	22,3	18,9
Osinko/tulos (%)	63,9 %	59,4 %	68,4 %	67,7 %	69,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,5 %	1,6 %	1,9 %	2,4 %	2,8 %

Lähde: Inderes

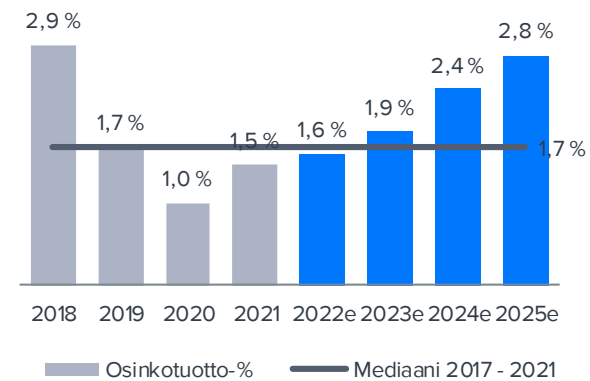
### P/E (oik.)



### EV/EBITDA



### Osinkotuotto-%



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Aallon Group	38	37	11,5	9,6	10,0	8,3	1,3	1,2	14,6	13,9	2,2	2,9
Fortnox	3346	3352	74,6	51,2	58,9	42,6	27,5	20,5	98,8	68,0	0,2	0,2
Admicom	296	296	20,8	18,6	20,1	18,3	9,3	8,0	25,6	22,9	2,2	2,7
ECIT	243	284	11,1	8,7	6,5	5,2	0,9	0,8	27,9	19,4	1,2	1,7
Xero	9513	9513	326,6	173,5	77,6	50,0	14,2	10,9	2185,5	258,1		
Enento	565	718	16	15	12	11	4,3	4,1	21	18	4,5	4,7
Fondia	26	23	14,3	10,0	10,4	7,2	1,0	0,8	21,4	16,0	4,2	5,1
Vincit	106	93	10,0	7,2	10,2	6,8	1,1	0,8	12,5	10,8	3,4	3,7
Gofore	361	339	16,5	14,5	15,3	12,9	2,4	2,1	21,4	19,4	1,5	1,7
Etteplan	426	489	15,6	13,6	9,7	8,4	1,4	1,2	17,8	16,6	2,8	3,0
<b>Talenom (Inderes)</b>	<b>553</b>	<b>592</b>	<b>33,7</b>	<b>28,5</b>	<b>17,2</b>	<b>15,3</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>41,0</b>	<b>35,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>51,7</b>	<b>32,2</b>	<b>23,0</b>	<b>17,1</b>	<b>6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>244,7</b>	<b>46,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>
<b>Mediaani</b>			<b>15,9</b>	<b>14,1</b>	<b>11,1</b>	<b>9,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>21,4</b>	<b>18,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>111 %</b>	<b>103 %</b>	<b>55 %</b>	<b>58 %</b>	<b>204 %</b>	<b>181 %</b>	<b>91 %</b>	<b>87 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-35 %</b>

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



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	65,2	20,3	21,4	19,4	21,8	82,8	25,2	27,0	24,5	27,2	104	128	153	176
Käyttökate	23,3	7,2	7,2	6,7	6,6	27,7	8,9	9,3	8,0	8,2	34,3	38,9	45,5	53,3
Poistot ja arvonalennukset	-10,4	-2,8	-3,1	-3,2	-3,8	-12,9	-4,0	-4,2	-4,3	-4,3	-16,8	-18,0	-18,7	-21,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,9	4,4	4,1	3,4	2,8	14,8	4,9	5,1	3,7	3,9	17,6	20,9	26,8	31,7
Liikevoitto	12,9	4,4	4,1	3,4	2,8	14,8	4,9	5,1	3,7	3,9	17,6	20,9	26,8	31,7
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,7	-1,0	-1,2	-1,3
Tulos ennen veroja	12,0	4,2	3,8	3,3	2,6	14,0	4,7	5,1	3,4	3,7	16,9	19,9	25,6	30,5
Verot	-2,4	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-1,0	-1,0	-0,7	-0,7	-3,4	-4,0	-5,1	-6,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	9,6	3,3	3,1	2,5	1,9	10,8	3,7	4,1	2,8	3,0	13,5	15,9	20,5	24,4
EPS (oikaistu)	0,22	0,08	0,07	0,06	0,04	0,25	0,09	0,09	0,06	0,07	0,30	0,35	0,45	0,52
EPS (raportoitu)	0,22	0,08	0,07	0,06	0,04	0,25	0,09	0,09	0,06	0,07	0,30	0,35	0,45	0,52

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	12,4 %	17,0 %	29,6 %	30,4 %	32,2 %	27,1 %	24,1 %	26,2 %	26,5 %	25,0 %	25,4 %	23,0 %	20,0 %	15,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,7 %	18,7 %	15,2 %	9,6 %	14,1 %	14,6 %	10,2 %	24,0 %	6,4 %	41,5 %	19,0 %	19,0 %	28,3 %	18,3 %
Käyttökate-%	35,7 %	35,4 %	33,7 %	34,5 %	30,3 %	33,4 %	35,2 %	34,4 %	32,5 %	30,2 %	33,1 %	30,5 %	29,7 %	30,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	19,8 %	21,7 %	19,4 %	17,8 %	12,7 %	17,8 %	19,3 %	19,0 %	15,0 %	14,4 %	16,9 %	16,4 %	17,5 %	18,0 %
Nettotulos-%	14,7 %	16,5 %	14,3 %	13,1 %	8,5 %	13,0 %	14,9 %	15,0 %	11,2 %	10,9 %	13,0 %	12,5 %	13,4 %	13,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>66,1</b>	<b>96,0</b>	<b>103</b>	<b>109</b>	<b>116</b>
Liikearvo	24,0	37,3	37,3	37,3	37,3
Aineettomat hyödykkeet	31,3	46,4	53,2	59,1	65,4
Käyttöomaisuus	2,5	2,8	2,7	2,9	3,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9
Muut pitkäaikaiset varat	8,0	8,6	8,7	8,8	8,9
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>16,2</b>	<b>20,0</b>	<b>25,0</b>	<b>29,7</b>	<b>35,6</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	7,1	9,8	12,3	14,1	16,9
Likvidit varat	9,1	10,1	12,7	15,6	18,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>84,9</b>	<b>118</b>	<b>130</b>	<b>143</b>	<b>158</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>32,2</b>	<b>44,7</b>	<b>51,2</b>	<b>58,3</b>	<b>68,5</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	17,3	23,1	29,1	36,3	46,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	14,8	21,6	22,0	22,0	22,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>37,1</b>	<b>50,4</b>	<b>51,5</b>	<b>52,5</b>	<b>48,4</b>
Laskennalliset verovelat	0,7	2,0	2,0	2,0	2,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	35,9	46,2	47,3	48,2	44,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,6	2,2	2,2	2,2	2,2
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>15,6</b>	<b>22,6</b>	<b>27,5</b>	<b>32,5</b>	<b>41,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	2,3	3,2	3,8	4,1	8,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,1	16,6	20,8	25,6	30,7
Muut lyhytaikaiset velat	1,2	2,9	2,9	2,9	2,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>84,9</b>	<b>118</b>	<b>130</b>	<b>143</b>	<b>158</b>

# DCF-laskelma

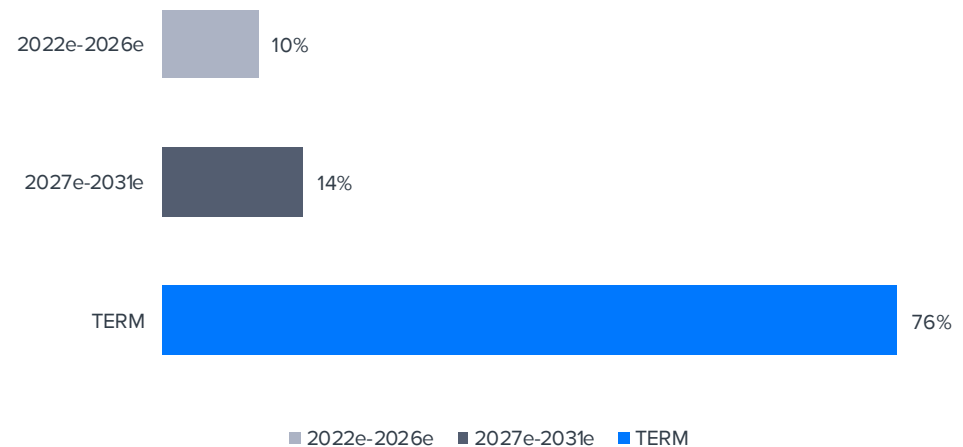
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>14,8</b>	<b>17,6</b>	<b>20,9</b>	<b>26,8</b>	<b>31,7</b>	<b>35,5</b>	<b>39,1</b>	<b>42,2</b>	<b>44,8</b>	<b>47,0</b>	<b>48,5</b>	
+ Kokonaispoistot	12,9	16,8	18,0	18,7	21,6	24,3	26,8	29,5	32,1	33,8	34,6	
- Maksetut verot	-1,9	-3,4	-4,0	-5,1	-6,1	-6,9	-7,5	-8,2	-8,7	-9,1	-9,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ 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	3,3	1,7	3,1	2,3	2,1	1,9	1,8	1,6	1,3	1,1	0,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>28,9</b>	<b>32,5</b>	<b>37,8</b>	<b>42,4</b>	<b>49,1</b>	<b>54,7</b>	<b>59,9</b>	<b>64,8</b>	<b>69,1</b>	<b>72,5</b>	<b>74,1</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-41,9	-24,1	-26,5	-28,0	-29,9	-31,9	-35,5	-38,3	-37,8	-36,6	-36,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-11,3</b>	<b>8,4</b>	<b>11,3</b>	<b>14,4</b>	<b>19,1</b>	<b>22,8</b>	<b>24,3</b>	<b>26,6</b>	<b>31,3</b>	<b>35,8</b>	<b>37,7</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	-11,3	8,4	11,3	14,4	19,1	22,8	24,3	26,6	31,3	35,8	37,7	930
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>8,2</b>	<b>10,2</b>	<b>12,2</b>	<b>15,0</b>	<b>16,6</b>	<b>16,6</b>	<b>16,8</b>	<b>18,5</b>	<b>19,7</b>	<b>19,3</b>	<b>476</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		629	621	611	598	583	567	550	533	515	495	476
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>629</b>										
- Korolliset velat		-49,3										
+ Rahavarat		10,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,4										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>582</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>12,9</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,4 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksottain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	58,0	65,2	82,8	103,9	127,8	EPS (raportoitu)	0,18	0,22	0,25	0,30	0,35
Käyttökate	18,9	23,3	27,7	34,3	38,9	EPS (oikaistu)	0,18	0,22	0,25	0,30	0,35
Liikevoitto	10,4	12,9	14,8	17,6	20,9	Operat. kassavirta / osake	0,44	0,54	0,66	0,72	0,83
Voitto ennen veroja	9,6	12,0	14,0	16,9	19,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,18	0,04	-0,26	0,19	0,25
Nettovoitto	7,6	9,6	10,8	13,5	15,9	Omapääoma / osake	0,57	0,74	1,02	1,14	1,28
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,13	0,15	0,17	0,20	0,23
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	71,3	84,9	117,7	130,1	143,2	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	12 %	27 %	25 %	23 %
Oma pääoma	23,6	32,2	44,7	51,2	58,3	Käyttökateen kasvu-%	38 %	23 %	19 %	24 %	13 %
Liikearvo	20,7	24,0	37,3	37,3	37,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	22 %	24 %	15 %	19 %	19 %
Nettovelat	29,2	29,0	39,2	38,4	36,7	EPS oik. kasvu-%	18 %	21 %	11 %	22 %	17 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	32,6 %	35,7 %	33,4 %	33,1 %	30,5 %
Käyttökate	18,9	23,3	27,7	34,3	38,9	Oik. Liikevoitto-%	18,0 %	19,8 %	17,8 %	16,9 %	16,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	2,4	3,3	1,7	3,1	Liikevoitto-%	18,0 %	19,8 %	17,8 %	16,9 %	16,4 %
Operatiivinen kassavirta	18,3	23,5	28,9	32,5	37,8	ROE-%	36,0 %	34,4 %	28,1 %	28,2 %	29,1 %
Investoinnit	-25,7	-22,2	-41,9	-24,1	-26,5	ROI-%	20,2 %	19,8 %	18,0 %	17,9 %	19,7 %
Vapaa kassavirta	-7,6	1,8	-11,3	8,4	11,3	Omavaraisuusaste	33,2 %	38,1 %	38,2 %	39,6 %	41,1 %
						Nettovelkaantumisaste	123,9 %	90,3 %	87,7 %	75,0 %	62,9 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	5,9	10,4	6,7	5,7	4,7						
EV/EBITDA (oik.)	18,1	29,2	19,9	17,2	15,3						
EV/EBIT (oik.)	32,8	52,7	37,4	33,7	28,5						
P/E (oik.)	41,1	67,9	47,5	41,0	35,1						
P/B	13,3	20,2	11,5	10,8	9,6						
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,0 %	1,5 %	1,6 %	1,9 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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.

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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

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

Inderesin analyytikko Juha Kinnusella on 18.12.2017 saadun ilmoituksen mukaan yli 50 000 euron omistus kohdeyhtiössä Talenom Oyj.

## Suositushistoria (>12 kk)

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
14.2.2020	Vähennä	6,00 €	5,88 €
28.4.2020	Lisää	7,50 €	7,14 €
15.6.2020	Vähennä	8,20 €	8,20 €
4.8.2020	Vähennä	9,00 €	9,32 €
27.10.2020	Vähennä	10,00 €	10,20 €
19.11.2020	Vähennä	12,00 €	12,20 €
9.2.2021	Vähennä	12,00 €	12,50 €
2.3.2021	Lisää	12,00 €	11,15 €
27.4.2021	Vähennä	14,00 €	14,12 €
3.8.2021	Vähennä	16,00 €	16,72 €
1.10.2021	Lisää	15,00 €	13,98 €
2.11.2021	Lisää	15,50 €	14,50 €
17.12.2021	Lisää	13,50 €	11,92 €
9.2.2022	Osta	12,00 €	9,84 €
13.4.2022	Osta	12,00 €	9,99 €
27.4.2022	Osta	12,00 €	10,00 €
3.8.2022	Vähennä	12,50 €	12,30 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**