

# Talenom

## Yhtiöraportti

17.12.2021 08:25



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Euroopan valloitus vaatii veronsa

Toistamme Talenomille lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehintamme 13,5 euroon (aik. 15,5 €). Talenom antoi eilen [ohjeistuksen vuodelle 2022](#), jonka perusteella ensi vuoden tulosestimateemme laskivat vajaat 10 % voimakkaan yritysostovetoisen kasvun painaessa kannattavuutta. Lisäksi olemme muuttaneet näkemystämme yhtiön riskiprofiilista kansainvälisen kasvun panostuksien ja roolin kasvettua. Pidemmällä aikavälillä näemme sijoitustarinan edelleen erittäin houkuttelevana ja arvostustason nyt kohtuullisena (2023e EV/EBIT 25x).

## Vuoden 2022 näkymät: voimakasta kasvua ja marginaalipainetta

Talenom ohjeisti vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton 15-18 MEUR. Ohjeistus sisälsi marraskuun lopussa ostettujen [ruotsalaisten tilitoimistojen](#) ennusteet, jotka tuovat Talenomille vuositasolla noin 3,3 MEUR liikevaihtoa. Tämän lisäksi ohjeistus sisältää *arvion* vuoden 2022 aikana mahdollisesti tehtävistä yrityskaupoista, mikä on uutta Talenomille. Oletuksena toki on aiemminkin ollut, että yhtiö jatkaa hyvin toiminutta yritysostostrategiaansa, mutta aiemmin merkittäviä yritysostoja ei ole sisällytetty ohjeistukseen. Yhtiön mukaan vuoden 2022 liikevaihdon kokonaiskasvusta valtaosan odotetaan kuluvan vuoden tapaan tulevan yritysostoista Suomessa ja Euroopassa. Kannattavuuden osalta ohjeistus oli pettymys, mutta tämä selittyy mielestämme 1) yritysostojen lyhyellä aikavälillä negatiivisella vaikutuksella sekä 2) voimakkaasti kasvavilla poistoilla investointien kasvuloikan jälkeen. Lisäksi Ruotsissa myös vanhempien yritysostojen kannattavuusparannukset ovat olleet Suomea heikompia, koska Talenomilla ei ole Ruotsissa vielä omien ohjelmistojen tuomaa tehokkuusetua.

## Vuoden 2022 tulosestimateet laskivat selvästi

Olemme nostaneet 2022 liikevaihtoennusteen 104 MEUR:oon, mistä 5 MEUR tulee uusista yritysostoista. Aiempi ennusteemme (96,7 MEUR) ei sisältänyt vielä marraskuussa ilmoitettuja yritysostoja (+3,3 MEUR) eikä uusia yritysostoja (+5 MEUR). Organisen kasvun osalta ennusteemme laski aavistuksen omikron-variantin uhatessa talouskasvua. Merkittäviä muutoksia tapahtui kuitenkin kannattavuudessa, jota painaa (uudet) yritysostot sekä odotuksiamme suuremmat poistot. Käyttökattetasolla ennusteemme muuttuivat vain hieman, mutta liikevoittoennuste (16,7 MEUR) laski 8 % lähelle ohjeistushaarukan keskipistettä. Arviomme mukaan Suomen ydinliiketoiminnan operatiivinen tehokkuus ja kannattavuus paranevat edelleen, mutta ”jäljessä” tulevan liikevaihdon osuus on nykyään jo merkittävä: Ruotsi arviolta 19 MEUR (2022e sis. uusia yritysostoja), Suomen 2020-2022e yritysostot yli 9 MEUR ja Espanja 0,9 MEUR. Sisäänrakennettua tuloskasvua on paljon, jos yhtiö onnistuu nostamaan näiden liiketoimintojen kannattavuuden lähelle ydinliiketoiminnan tasoa seuraavan 3-4 vuoden aikana. Pidemmällä aikavälillä odotamme Talenomiilta edelleen yli 20 %:n vuosittaista tuloskasvua.

## Pidemmän aikavälin tuotto-odotus on jo hyvällä tasolla

Osakkeen alamäki (3 kk: -17 %) on tuonut arvostuksen jälleen kohtuulliselle tasolle: 2023e P/E on 32x ja EV/EBIT noin 25x. Yritysostojen ja investointien kautta ”sisäänrakennetun” tuloskasvu realisoituessa odotetusti osakkeen hinnoittelu on mielestämme hyvinkin kohtuullinen. Epävarmuutta nostaa kuitenkin kansainvälisen kasvun huomattava merkitys, sillä Ruotsissa näyttöjä yritysostojen kannattavuusparannuksista ei vielä ole. Tämä nostaa arviotamme yhtiön riskiprofiilista, vaikka ydinliiketoiminta jyrää tasaisesti eteenpäin. Lisäksi huolia ja tiettyä painetta arvostukseen aiheuttaa kasvuyhtiöiden hyväksyttävien arvostuskertoimien romahdus. Talenomnin pitkän aikavälin tarinassa kannattaa mielestämme olla mukana, mutta erinomaisena ostopaikkana emme juuri tätä hetkeä näe.

## Suositus

### Lisää

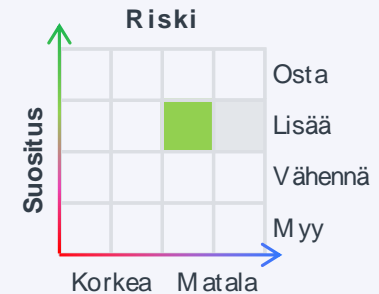
(aik. Lisää)

### 13,50 EUR

(aik. 15,50 EUR)

### Osakekurssi:

11,92



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	65	82	104	121
<b>kasvu-%</b>	12 %	26 %	27 %	16 %
<b>EBIT oik.</b>	12,9	15,2	16,7	22,1
<b>EBIT-% oik.</b>	19,8 %	18,6 %	16,0 %	18,3 %
<b>Nettotulos</b>	9,6	11,4	12,6	16,9
<b>EPS (oik.)</b>	0,22	0,26	0,28	0,38

<b>P/E (oik.)</b>	67,9	46,6	42,2	31,6
<b>P/B</b>	20,2	12,1	10,9	9,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,0 %	1,4 %	1,5 %	2,1 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	52,7	36,8	33,9	25,4
<b>EV/EBITDA</b>	29,2	20,1	16,9	14,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	10,4	6,8	5,4	4,6

Lähde: Inderes

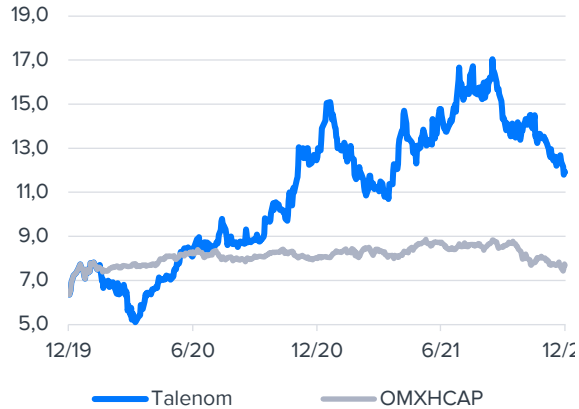
## Ohjeistus

(2021 ennallaan, 2022 uusi)

Vuoden 2021 liikevaihdon odotetaan olevan 80-84 MEUR ja liikevoiton odotetaan olevan 14-16 MEUR.

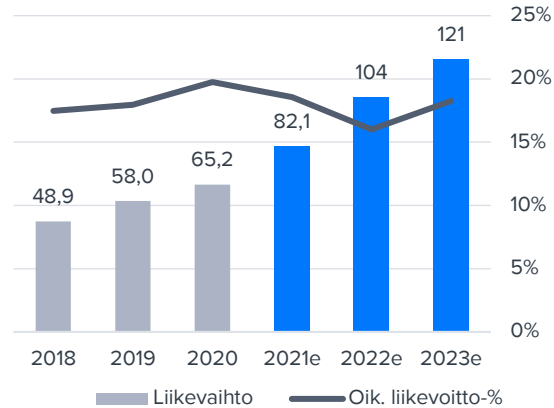
Talenom odottaa vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton 15-18 MEUR.

## Osakekurssi



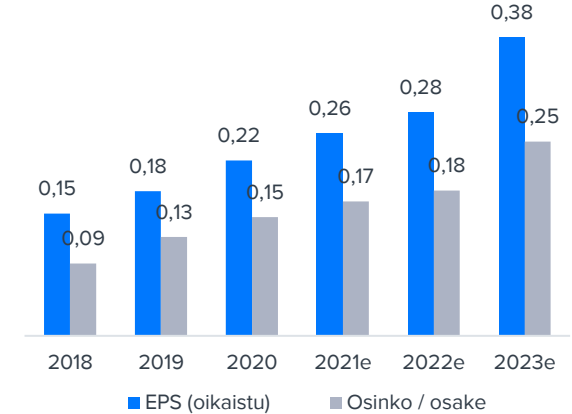
Lähde: Thomson Reuters

## 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 vain vahvistuu kasvun mukana
- TiliJaska-pienasiakaskonsepti
- Espanjan kasvattaminen skaalaan aikanaan



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
<b>Osakekurssi</b>	11,9	11,9	11,9
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	44,4	44,6	44,8
<b>Markkina-arvo</b>	529	531	534
<b>Yritysarvo (EV)</b>	561	564	560
<b>P/E (oik.)</b>	46,6	42,2	31,6
<b>P/E</b>	46,6	42,2	31,6
<b>P/Kassavirta</b>	neg.	70,2	36,4
<b>P/B</b>	12,1	10,9	9,3
<b>P/S</b>	6,4	5,1	4,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	6,8	5,4	4,6
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	20,1	16,9	14,3
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	36,8	33,9	25,4
<b>Osinko/tulos (%)</b>	66,4 %	65,0 %	65,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,4 %	1,5 %	2,1 %

Lähde: Inderes

# Suhteellinen kannattavuus on paineessa vuonna 2022

## Liikevaihto kasvaa voimalla

Talenom ohjeisti vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR. Arviomme mukaan haarukan alalaita olisi erittäin vaikea saavuttaa ilman uusia yritysostoja, joita liikevaihto-ohjeistus siis sisältää arviolta 2-12 MEUR vuositasolla. Olemme nostaneet 2022 liikevaihtoennusteen 104 MEUR:oon, mistä 5 MEUR tulee kuitenkin uusista, vielä tiedottamattomista yritysostoista. Emme ole aiemmin huomioineet ennusteissamme ilmoittamattomia yritysostoja, mutta kun Talenom otti niitä mukaan ohjeistukseensa, olemme pyrkineet mallintamaan niitä parhaamme mukaan. Kvartaaliennusteiden kannalta yritysostojen lisääminen on erityisen ongelmallista, koska meidän on mahdotonta arvioida yritysostojen ajoitusta. Tämän takia ennusteemme tulevat kvartaalitasolla olemaan hyvin todennäköisesti virheellisiä, mutta vuositasolla ohjeistuksen mukaisia.

Olemme laskeneet uusien yritysostojen liikevaihtokontribuution ennusteisiimme alla olevan taulukon mukaisesti. Oletuksena on siis käytännössä, että Talenom tekee vuoden 2022 aikana neljä yritysostoa tasaista vauhtia. Ensimmäinen tulee mukaan jo Q1:n alusta, toinen Q2:n alusta, kolmas

Q3:n alusta ja neljäs Q4:n alussa. Näin ollen ensimmäinen ehtii tuoda konserniin liikevaihtoa koko vuoden 2022 ajan, viimeinen ainoastaan yhden neljänneksen ajan. Kaikkien neljän yritysoston liikevaihdon olemme olettaneet olevan 2,0 MEUR vuositasolla, jolloin niiden yhteinen kontribuutio Talenom in vuoden 2022 lukuihin olisi 5,0 MEUR. Ajatuksen tasolla olemme olettaneet, että puolet yritysostoista kohdistuu Ruotsiin ja puolet Suomeen. Olemme olettaneet, että yritysostojen tuloskontribuutio on vähäinen. Kausivaihtelua emme ole huomioineet ennusteissa millään tavalla, koska käytännössä perusteettomia oletuksia on muutenkin erittäin paljon.

Yritysostojen lisääminen ennusteisiin vaikutti luonnollisesti myös 2023 epäorgaaniseen kasvuun ja sitä kautta liikevaihtoennusteisiin. Yritysostot tuottavat epäorgaanista kasvua 12 kk oston jälkeen, minkä jälkeen kasvu muuttuu orgaaniseksi. Olemme pyrkineet huomioimaan yritysostot investoinneissa, mutta tämä on erittäin haastavaa arvostustasojen riippuessa voimakkaasti tulostasosta ja mahdollisesta erikoisosaamisesta. Lisäksi teknologiainvestoinnit ja asiakashankinta voivat vaihdella merkittävästi.

## Orgaaninen kasvuennuste laski hieman

Sijoittajien on hyvä huomata, ettei aiempi ennusteemme (96,7 MEUR) ei sisältänyt vielä marraskuussa ilmoitettuja yritysostoja (+3,3 MEUR) eikä uusia yritysostoja (+5 MEUR). Periaatteessa näiden yhteissumma olisi vienyt vuoden 2022 liikevaihtoennusteen 105 MEUR:oon, mutta laskimme hieman orgaanisen kasvun ennustettamme. Syynä on omikron-variantin mahdolliset negatiiviset vaikutukset talouskasvuun ja sitä kautta erityisesti transaktiopohjaiseen liikevaihtoon. Oletamme kuitenkin vaikutuksen oleva vähäinen. Talenom itse odotti näkymissään tilitoimistomarkkinan kasvavan yhtiön kaikissa toimintamaissa vuonna 2022 ja kysynnän säilyvän vakaana.

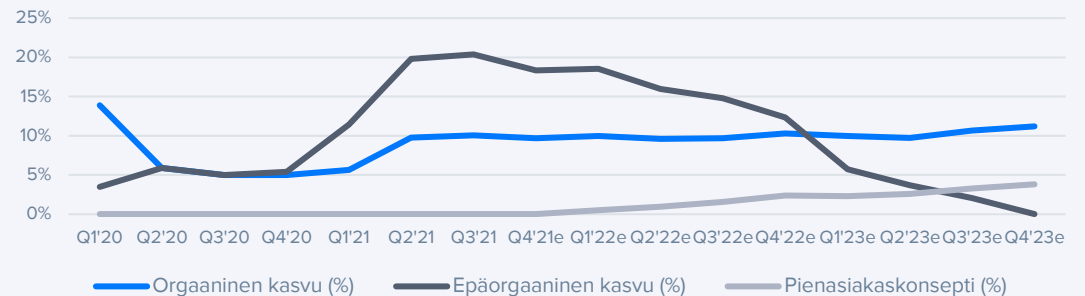
## Nyt kasvua, tulosta oletettavasti myöhemmin

Kuten todettu, yritysostoilla on lyhyellä aikavälillä negatiivinen vaikutus Talenom in suhteelliseen kannattavuuteen. Talenom in arvion mukaan yritysostokohteen kannattavuus nousee Talenom in ydinliiketoiminnan tasolle arviolta kolmessa vuodessa siitä, kun uudet järjestelmät on otettu käyttöön.

## Uusien yritysostojen ennustettu kontribuutio

Liikevaihto (MEUR)	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e
Yritysosto 1	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0
Yritysosto 2		0,5	0,5	0,5	1,5
Yritysosto 3			0,5	0,5	1,0
Yritysosto 4				0,5	0,5
<b>Yhteensä</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>

## Kasvun lähteet (luvut Inderesin arvioita / ennusteita)



# Suhteellinen kannattavuus on paineessa vuonna 2022

Arviossa täytyy kuitenkin huomioida, että Ruotsissa uusien ohjelmistojen käyttöönotto on suunniteltu aloitettavan syksyllä 2022, joten merkittäviä parannuksia on odotettavissa vasta tämän jälkeen. Ruotsissa ”viive” on siis oletettavasti merkittävästi pidempi, mikä on tärkeää huomioida. Lisäksi oleellista on, ettei Talenom ole toistaiseksi todistanut pystyvänsä Ruotsissa vastaaviin kannattavuusparannuksiin, mitä se on tehnyt Suomessa yritysostokohteille. Ruotsin kokoluokan kasvaessa koko ajan, tämän merkitys korostuu.

Lisäksi Talenom in viime vuosina tekemät investoinnit automaatioon, käyttöliittymiin ja pienasiakas-segmenttiin sekä *kansainvälisesti* skaalautuvaan ohjelmistoalustaan nostavat yhtiön mukaan poistotasoa suhteessa liikevaihtoon. Olemme nostaneet 2022 poistoennusteemme 16,8 MEUR:oon, mikä on 16,2 % liikevaihto-ennusteestamme (2021e: 12,6 MEUR ja 15,4 %). Poistoennusteemme selkeä nousu selittää paljon tulosennusteiden muutoksesta. Yhtiön mukaan operatiivinen kannattavuus paranee kuitenkin käyttökatteella mitattuna. Käsitksemme mukaan tämä tarkoittaa absoluuttista käyttökattetta (MEUR) eikä käyttökatemarginaalia, joka arviomme mukaan voisi

hyvinkin heiketä ohjeistuksen perusteella ja laskee ennusteessamme. Toisaalta myös käyttökatemarginaali paranee olemassa olevassa liiketoiminnasta. Ennustemuutokset olemme kokonaisuudessaan esittäneet alla olevassa taulukossa.

## Suuri osa liikevaihdosta ”raahaa marginaaleja”

Käyttökateetasolla tulosennusteemme muuttuivat vain hieman, mutta liikevoittoennuste (16,7 MEUR) laski 8 % lähelle ohjeistushaarukan keskipistettä. Arviomme mukaan Suomen ydinliiketoiminnan operatiivinen tehokkuus ja kannattavuus paranevat edelleen, mutta kannattavuuden suhteen ”jäljessä” tulevan liikevaihdon osuus on nykyään jo merkittävä: Ruotsi arviolta 19 MEUR (2022e sis. uusi yritysosto), Suomen 2020-2022e yritysostot yli 9 MEUR ja Espanja 0,9 MEUR.

Sisäänrakennettua tuloskasvua on siis paljon, jos yhtiö onnistuu nostamaan näiden liiketoimintojen kannattavuuden lähelle ydinliiketoiminnan tasoa seuraavan 3-4 vuoden aikana. Ruotsissa tämä voi olla haastavaa, mutta luottamus voimakkaaseen parannukseen nykytasolta on vahva omien järjestelmien käyttöönoton jälkeen. Pidemmällä aikavälillä odotamme Talenomilta edelleen yli 20 %:n vuosittaista tuloskasvua.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2021e	2021e	Muutos %	2022e	2022e	Muutos %	2023e	2023e	Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	82,1	82,1	0 %	96,7	104	8 %	111	121	8 %
Käyttökate	27,8	27,9	0 %	33,7	33,5	-1 %	40,3	39,2	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,3	15,2	0 %	18,1	16,7	-8 %	23,3	22,1	-5 %
Liikevoitto	15,3	15,2	0 %	18,1	16,7	-8 %	23,3	22,1	-5 %
Tulos ennen veroja	14,5	14,4	0 %	17,3	15,8	-9 %	22,3	21,1	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,26	0,26	0 %	0,31	0,28	-9 %	0,40	0,38	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,17	0,17	0 %	0,19	0,18	-1 %	0,24	0,25	3 %

Lähde: Inderes

## Esimerkin omaisia hahmotelmia eri maiden kontribuutiosta Talenom in tulokseen \*

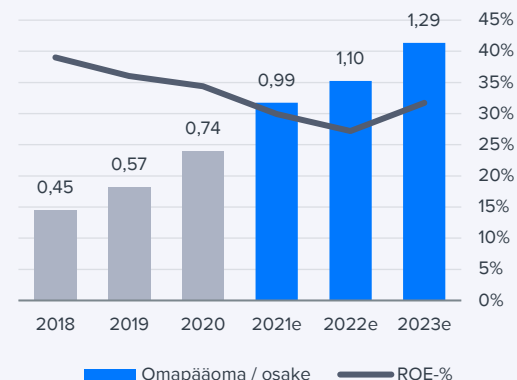
Liikevaihto	2022e	2023e	2024e	2025e
Suomi	84	100	117	134
Ruotsi	19,0	20,0	20,9	22,0
Espanja	0,9	0,9	1,0	1,0
Konserni	104	121	139	157

Liikevoitto	2022e	2023e	2024e	2025e
Suomi	16,3	21,1	25,7	29,6
Ruotsi	0,4	1,0	2,1	3,3
Espanja	0,0	0,0	0,0	0,1
Konserni	17	22	28	33

Liikevoitto-%	2022e	2023e	2024e	2025e
Suomi	19,4 %	21,1 %	21,9 %	22,1 %
Ruotsi	2,0 %	5,0 %	10,0 %	15,0 %
Espanja	0,0 %	2,0 %	5,0 %	5,0 %
Konserni	16,0 %	18,3 %	20,0 %	21,0 %

\* Luvut Inderesin karuja arvioita, joiden tarkkuus paranee maakohtaisen raportoinnin kehittyessä

## Oma pääoma / osake ja ROE-%



# Arvostus kohtuullinen tulokasvun realisoituessa

## Houkutteleva pitkän aikavälin tarina

Talenomin sijoitustarinassa on paljon houkuttelevia elementtejä ja mahdollisuuksia, joita harvalla Helsingin pörssiyhtiöllä on. Liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, defensiivistä, kannattavuus osin skaalautuvaa ja kilpailuedut vahvoja. Yhtiöllä on jo vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu ainakin Suomessa. Kun tähän lisätään uudet mahdollisuudet pienasiakassegmentissä (TiliJaska) ja kansainvälisillä markkinoilla, sijoitustarina on erittäin houkutteleva.

Toisaalta yhtiöön kohdistetut odotukset ovat vaativia. Osakkeeseen on hinnoiteltu vähintään kohtuullisia onnistumisia kansainvälisessä laajentumisessa sekä pienasiakaskentässä. Lyhyellä aikavälillä yritysostovetoinen kasvu jättää jälkensä suhteelliseen kannattavuuteen, mikä on mahdollisesti ongelma nykyisessä markkinaympäristössä ongelma. Kasvuosakkeiden hyväksyttävä arvostustaso on nimittäin laskenut viime aikoina voimakkaasti, ja ainakin väliaikaisesti liikevaihtopohjaisesta EV/S-hinnoittelusta on palattu jälleen vallitsevan tulostason tarkasteluun. Tämä heijastuu myös Talenomiin ja osakkeen hyväksyttävään arvostustasoon.

## Tulokasvun toteutuessa arvostus on jo kohtuullinen

Talenomin P/E on päivitettyillä ensi vuoden ennusteilla noin 42x ja EV/EBIT noin 34x. Varsinaisesti edullinen osake ei siis ole edelleenkään, mutta matkustaessamme 12 kuukautta eteenpäin tavoitehintamme mukana, osaketta hinnoitellaan vuoden 2023 kertomilla. Silloin P/E on 32x ja EV/EBIT 25x, mitkä ovat mielestämme kohtuullisia Talenomin tulokasvunäkymän ollessa vahva pitkälle eteenpäin. Yritysostojen kautta lähivuosille on ”sisäänrakennettu”

merkittävä tulokasvu luottaessamme yhtiön yritysostostrategian toimivuuteen ja yhtiön kykyyn nostaa ostokohteiden kannattavuutta merkittävästi ohjelmistojen integroinnin jälkeen. Sijoittajien on hyvä ymmärtää, että Talenom on lanseerannut useita uusia kasvuhankkeita, joiden kuluja kannetaan nyt mutta hedelmät poimitaan vasta kaukana tulevaisuudessa. Suurin epävarmuus investointien tuotoissa liittyy kansainväliseen kasvuun, josta yhtiöllä ei toistaiseksi ole näyttöjä. Tämän roolin kasvaessa olemme nostaneet myös arviotamme yhtiön riskiprofilista.

## Suhteellinen arvostus on haastava

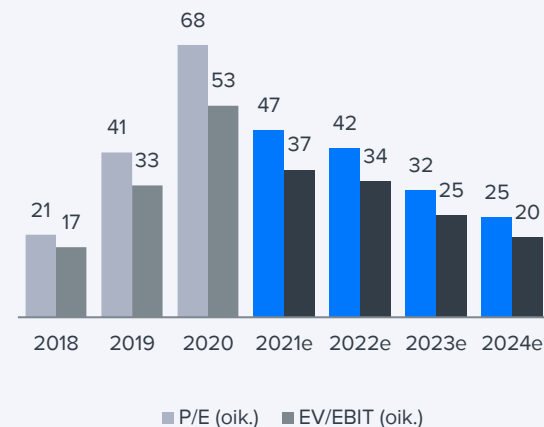
Talenomilla ei mielestämme ole toistaiseksi erityisen hyviä verrokkeja Helsingin pörssissä, mutta Aallon Group edustaa samaa toimialaa perinteisemmällä mallilla ja Admicom toimii myös osittain samalla kentällä. Aallon Groupin arvostustaso on maltillinen, mutta näemme Talenomin kilpailuedun ja tulokasvunäkymän selvästi vahvempuna. Aallon Groupia hinnoitellaan defensiivisenä palveluyhtiönä (P/E 2021e 22x), kun Talenom arvotetaan toimialan voittajiin.

Admicom ja ruotsalainen Fortnox ovat mielenkiintoisia yhtiöitä Talenomin teknologista puolta ajatellen, mutta ne ovat SaaS-ohjelmistoyhtiöitä. Talenom ei myöskin ohjelmistoja, ja yhtiön hybridistrategia on varsin ainutlaatuinen pörssimaailmassa. Admicom on nykyään jopa Talenomia edullisempi (2022e P/E 39x), mutta yhtiön kasvuvauhti ja -näkyminen on kokenut viime aikoina kolauksia. Vastaavasti Fortnoxin (2022e 87x) arvostuskertoimet ovat voimakkaasti Talenomia korkeampia, mutta niin ovat tulokasvuodotuksetkin. Fortnoxin tulokasvunopeus on ollut moninkertainen Talenomiin nähden ja potentiaalinen kannattavuus on erittäin korkea (ohjelmistojen bruttomarginaalit).

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	11,9	11,9	11,9
Osakemäärä, milj. kpl	44,4	44,6	44,8
Markkina-arvo	529	531	534
Yritysarvo (EV)	561	564	560
P/E (oik.)	46,6	42,2	31,6
P/E	46,6	42,2	31,6
P/Kassavirta	neg.	70,2	36,4
P/B	12,1	10,9	9,3
P/S	6,4	5,1	4,4
EV/Liikevaihto	6,8	5,4	4,6
EV/EBITDA (oik.)	20,1	16,9	14,3
EV/EBIT (oik.)	36,8	33,9	25,4
Osinko/tulos (%)	66,4 %	65,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,5 %	2,1 %

Lähde: Inderes

## Tulokasvu painaa hiljalleen kertoimia

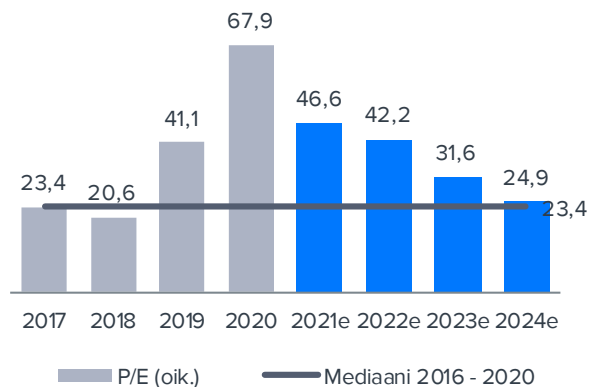


# Arvostustaulukko

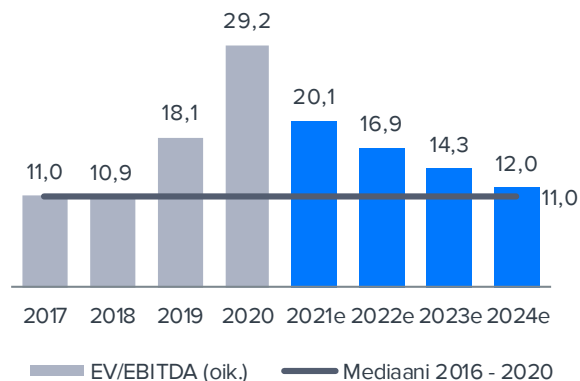
Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,20	2,13	3,18	7,50	15,1	11,9	11,9	11,9	11,9
Osakemäärä, milj. kpl	40,9	40,9	41,2	41,7	43,2	44,4	44,6	44,8	44,8
Markkina-arvo	49	87	131	313	650	529	531	534	534
Yritysarvo (EV)	67	105	149	342	679	561	564	560	554
P/E (oik.)	16,9	23,4	20,6	41,1	67,9	46,6	42,2	31,6	24,9
P/E	16,9	25,5	20,6	41,1	67,9	46,6	42,2	31,6	24,9
P/Kassavirta	20,4	40,3	90,2	neg.	>100	neg.	70,2	36,4	29,0
P/B	4,2	6,2	7,0	13,3	20,2	12,1	10,9	9,3	7,8
P/S	1,3	2,1	2,7	5,4	10,0	6,4	5,1	4,4	3,8
EV/Liikevaihto	1,8	2,5	3,1	5,9	10,4	6,8	5,4	4,6	4,0
EV/EBITDA (oik.)	9,9	11,0	10,9	18,1	29,2	20,1	16,9	14,3	12,0
EV/EBIT (oik.)	16,1	20,3	17,5	32,8	52,7	36,8	33,9	25,4	19,9
Osinko/tulos (%)	46,9 %	63,9 %	59,4 %	68,4 %	67,7 %	66,4 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,5 %	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,4 %	1,5 %	2,1 %	2,6 %

Lähde: Inderes

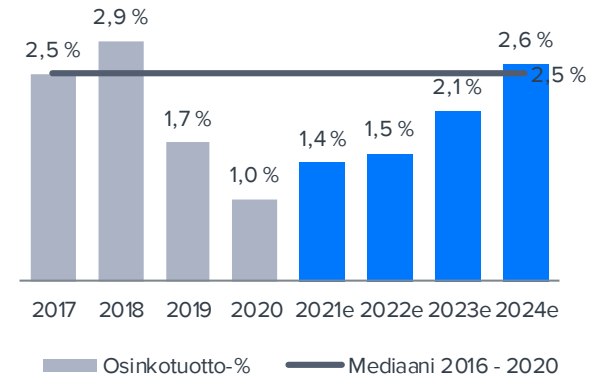
### P/E (oik.)



### EV/EBITDA



### Osinkotuotto-%



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Aallon	11,65	45	43	14,2	14,2	14,7	10,7	1,8	1,6	22,0	17,1	2,1	2,4
Fortnox	548,0	3113	3106	97,2	66,2	77,5	55,1	33,9	25,5	124,0	87,1	0,2	0,2
Admicom	82,2	405	391	39,1	97,7	32,6	28,9	15,6	13,7	50,0	43,3	1,3	1,5
Enento	32,30	776	937	20,6	18,2	15,6	14,1	5,7	5,3	27,8	23,8	3,1	3,4
Fondia	6,80	27	23	11,4	7,6	22,7	7,6	1,1	1,0	56,7	18,9	4,1	4,7
Vincit	7,92	98	93	18,7	13,3	13,3	10,4	1,5	1,4	18,9	15,5	2,5	2,8
Gofore	23,50	354	337	28,1	22,5	20,4	17,4	3,3	2,9	32,4	28,7	1,2	1,4
Etteplan	16,80	419	477	24,7	16,6	10,9	9,9	1,6	1,5	21,0	19,1	2,4	2,6
<b>Talenom (Inderes)</b>	<b>11,92</b>	<b>529</b>	<b>561</b>	<b>36,8</b>	<b>33,9</b>	<b>20,1</b>	<b>16,9</b>	<b>6,8</b>	<b>5,4</b>	<b>46,6</b>	<b>42,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>31,7</b>	<b>32,0</b>	<b>26,0</b>	<b>19,3</b>	<b>8,1</b>	<b>6,6</b>	<b>44,1</b>	<b>31,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>
<b>Mediaani</b>				<b>22,6</b>	<b>17,4</b>	<b>18,0</b>	<b>12,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>30,1</b>	<b>21,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>63 %</b>	<b>94 %</b>	<b>11 %</b>	<b>36 %</b>	<b>170 %</b>	<b>142 %</b>	<b>55 %</b>	<b>97 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>-39 %</b>

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



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>58,0</b>	<b>17,4</b>	<b>16,5</b>	<b>14,8</b>	<b>16,5</b>	<b>65,2</b>	<b>20,3</b>	<b>21,4</b>	<b>19,4</b>	<b>21,1</b>	<b>82,1</b>	<b>104</b>	<b>121</b>	<b>139</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>18,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>23,3</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>27,9</b>	<b>33,5</b>	<b>39,2</b>	<b>46,1</b>
Poistot ja arvonalennukset	-8,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,6	-10,4	-2,8	-3,1	-3,2	-3,6	-12,6	-16,8	-17,1	-18,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>10,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>12,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>15,2</b>	<b>16,7</b>	<b>22,1</b>	<b>27,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>10,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>12,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>15,2</b>	<b>16,7</b>	<b>22,1</b>	<b>27,8</b>
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>9,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>12,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>14,4</b>	<b>15,8</b>	<b>21,1</b>	<b>26,8</b>
Verot	-2,0	-0,7	-0,7	-0,6	-0,4	-2,4	-0,9	-0,8	-0,8	-0,6	-3,0	-3,2	-4,2	-5,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>7,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>9,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>11,4</b>	<b>12,6</b>	<b>16,9</b>	<b>21,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,18</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,22</b>	<b>0,08</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,05</b>	<b>0,26</b>	<b>0,28</b>	<b>0,38</b>	<b>0,48</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,18</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,22</b>	<b>0,08</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,05</b>	<b>0,26</b>	<b>0,28</b>	<b>0,38</b>	<b>0,48</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2019</b>	<b>Q1'20</b>	<b>Q2'20</b>	<b>Q3'20</b>	<b>Q4'20</b>	<b>2020</b>	<b>Q1'21</b>	<b>Q2'21</b>	<b>Q3'21</b>	<b>Q4'21e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	18,6 %	17,4 %	11,8 %	10,0 %	10,4 %	12,4 %	17,0 %	29,6 %	30,4 %	28,0 %	26,0 %	26,6 %	16,3 %	15,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	21,8 %	8,0 %	13,8 %	33,7 %	66,3 %	23,7 %	18,7 %	15,2 %	9,6 %	34,0 %	18,4 %	9,2 %	32,7 %	25,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	32,6 %	36,0 %	37,5 %	39,1 %	30,7 %	35,7 %	35,4 %	33,7 %	34,5 %	32,3 %	33,9 %	32,2 %	32,4 %	33,2 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	18,0 %	21,4 %	21,8 %	21,2 %	14,7 %	19,8 %	21,7 %	19,4 %	17,8 %	15,4 %	18,6 %	16,0 %	18,3 %	20,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	13,1 %	16,2 %	16,1 %	15,6 %	11,0 %	14,7 %	16,5 %	14,3 %	13,1 %	11,5 %	13,8 %	12,1 %	14,0 %	15,4 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>55,3</b>	<b>67,8</b>	<b>94,0</b>	<b>99,7</b>	<b>105</b>
Liikearvo	20,7	24,0	36,3	36,3	36,3
Aineettomat hyödykkeet	23,3	33,0	45,3	50,7	55,4
Käyttöomaisuus	2,6	2,5	3,3	3,5	3,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,3	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	8,4	8,0	8,0	8,1	8,2
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>14,3</b>	<b>16,2</b>	<b>20,2</b>	<b>23,9</b>	<b>28,7</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	6,5	7,1	9,9	12,5	13,3
Likvidit varat	7,8	9,1	10,4	11,4	15,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>71,3</b>	<b>84,9</b>	<b>114</b>	<b>125</b>	<b>136</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>23,6</b>	<b>32,2</b>	<b>43,8</b>	<b>48,9</b>	<b>57,6</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	12,3	17,3	22,2	27,2	35,9
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	11,2	14,8	21,6	21,6	21,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>35,1</b>	<b>37,1</b>	<b>51,0</b>	<b>52,4</b>	<b>51,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,3	0,7	2,0	2,0	2,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	34,8	35,9	40,0	41,4	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,6	9,0	9,0	9,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>12,6</b>	<b>15,6</b>	<b>19,6</b>	<b>24,1</b>	<b>27,0</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	2,2	2,3	2,0	2,3	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,9	12,1	15,6	19,8	23,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,5	1,2	2,0	2,0	2,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>71,3</b>	<b>84,9</b>	<b>114</b>	<b>125</b>	<b>136</b>

# DCF-laskelma

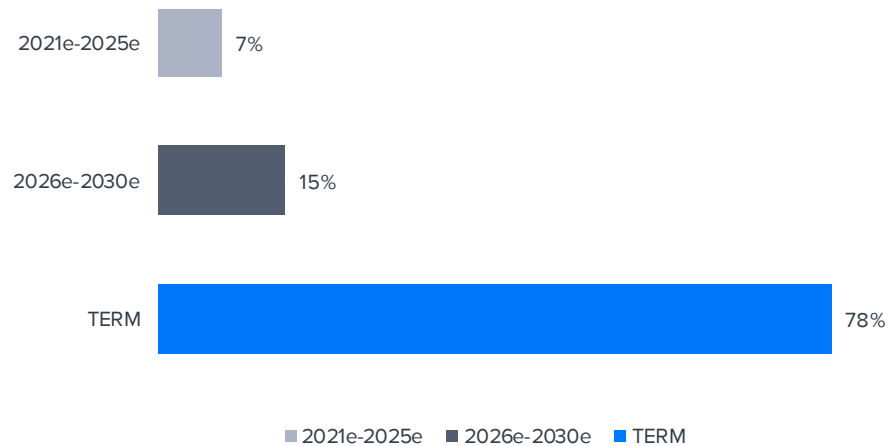
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>12,9</b>	<b>15,2</b>	<b>16,7</b>	<b>22,1</b>	<b>27,8</b>	<b>33,0</b>	<b>38,4</b>	<b>43,7</b>	<b>43,7</b>	<b>43,8</b>	<b>45,2</b>	
+ Kokonaispoistot	10,4	12,6	16,8	17,1	18,3	20,4	22,8	24,4	25,4	27,0	26,3	
- Maksetut verot	-2,0	-1,7	-3,2	-4,2	-5,4	-6,4	-7,5	-8,5	-8,5	-8,5	-8,8	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-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	2,4	1,5	1,5	2,4	1,5	1,4	3,1	1,4	1,2	0,9	0,6	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>23,5</b>	<b>27,4</b>	<b>31,7</b>	<b>37,2</b>	<b>42,0</b>	<b>48,2</b>	<b>56,6</b>	<b>60,8</b>	<b>61,6</b>	<b>62,9</b>	<b>63,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,5	8,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-22,2	-38,1	-24,1	-22,5	-23,6	-27,6	-28,9	-29,5	-29,8	-29,6	-28,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>7,6</b>	<b>14,6</b>	<b>18,4</b>	<b>20,6</b>	<b>27,7</b>	<b>31,3</b>	<b>31,7</b>	<b>33,3</b>	<b>34,3</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	1,8	-2,2	7,6	14,6	18,4	20,6	27,7	31,3	31,7	33,3	34,3	949
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-2,2</b>	<b>7,1</b>	<b>12,8</b>	<b>15,0</b>	<b>15,7</b>	<b>19,7</b>	<b>20,9</b>	<b>19,8</b>	<b>19,4</b>	<b>18,7</b>	<b>518</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		665	667	660	647	632	616	596	576	556	536	518
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>665</b>										
- Korolliset velat		-38,1										
+ Rahavarat		9,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,5										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>629</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>14,2</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	17,5 %
Vieraan pääoman kustannus	2,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likvideettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,9 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	48,9	58,0	65,2	82,1	104,0	EPS (raportoitu)	0,15	0,18	0,22	0,26	0,28
Käyttökate	13,7	18,9	23,3	27,9	33,5	EPS (oikaistu)	0,15	0,18	0,22	0,26	0,28
Liikevoitto	8,5	10,4	12,9	15,2	16,7	Operat. kassavirta / osake	0,27	0,44	0,54	0,62	0,71
Voitto ennen veroja	8,0	9,6	12,0	14,4	15,8	Vapaa kassavirta / osake	0,04	-0,18	0,04	-0,05	0,17
Nettovoitto	6,4	7,6	9,6	11,4	12,6	Omapääoma / osake	0,45	0,57	0,74	0,99	1,10
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,09	0,13	0,15	0,17	0,18
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	51,2	71,3	84,9	114,5	125,4	Liikevaihdon kasvu-%	18 %	19 %	12 %	26 %	27 %
Oma pääoma	18,7	23,6	32,2	43,8	48,9	Käyttökateen kasvu-%	44 %	38 %	23 %	20 %	20 %
Liikearvo	18,4	20,7	24,0	36,3	36,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	66 %	22 %	24 %	18 %	9 %
Nettovelat	18,3	29,2	29,0	31,6	32,3	EPS oik. kasvu-%	69 %	18 %	21 %	16 %	10 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	28,0 %	32,6 %	35,7 %	33,9 %	32,2 %
Käyttökate	13,7	18,9	23,3	27,9	33,5	Oik. Liikevoitto-%	17,5 %	18,0 %	19,8 %	18,6 %	16,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	1,2	2,4	1,5	1,5	Liikevoitto-%	17,5 %	18,0 %	19,8 %	18,6 %	16,0 %
Operatiivinen kassavirta	11,2	18,3	23,5	27,4	31,7	ROE-%	39,0 %	36,0 %	34,4 %	29,9 %	27,2 %
Investoinnit	-9,5	-25,7	-22,2	-38,1	-24,1	ROI-%	21,6 %	20,2 %	19,8 %	19,5 %	18,7 %
Vapaa kassavirta	1,5	-7,6	1,8	-2,2	7,6	Omavaraisuusaste	36,7 %	33,2 %	38,1 %	38,5 %	39,2 %
						Nettovelkaantumisaste	97,7 %	123,9 %	90,3 %	72,2 %	66,1 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>						
EV/Liikevaihto	3,1	5,9	10,4	6,8	5,4						
EV/EBITDA (oik.)	10,9	18,1	29,2	20,1	16,9						
EV/EBIT (oik.)	17,5	32,8	52,7	36,8	33,9						
P/E (oik.)	20,6	41,1	67,9	46,6	42,2						
P/B	7,0	13,3	20,2	12,1	10,9						
Osinkotuotto-%	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,4 %	1,5 %						

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 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 (välttämät 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 käytettävää neuvonantajia. 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 suosituksiin 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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 yksilöitynä 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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 oikaistua

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.11.2018	Osta	3,50 €	2,96 €
13.12.2018	Osta	3,67 €	3,18 €
5.2.2019	Lisää	4,17 €	3,83 €
25.2.2019	Lisää	4,42 €	3,97 €
5.4.2019	Lisää	5,33 €	4,82 €
24.4.2019	Lisää	6,00 €	5,33 €
5.6.2019	Vähennä	6,00 €	5,85 €
24.7.2019	Lisää	6,00 €	5,68 €
30.7.2019	Lisää	6,33 €	6,02 €
22.10.2019	Lisää	6,33 €	5,67 €
8.1.2020	Vähennä	7,33 €	7,42 €
4.2.2020	Vähennä	7,00 €	6,97 €
26.2.2020	Lisää	6,80 €	6,40 €
1.4.2020	Vähennä	6,00 €	5,88 €
28.4.2020	Lisää	7,50 €	7,14 €
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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes 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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**