

TALENOM

21.07.2025 8.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Taka-askeleet koettelevat kärsivällisyyttä

Laskemme Talenomin suosituksen lisää-tasolle (aik. osta) ja tavoitehinnan 4,2 euroon (aik. 4,6 €). Q2-tulos oli pettymys Suomen kannattavuuden heikennyttyä, mutta Ruotsi ja Espanja ylittivät alhaiset odotuksemme. Lähivuosien ennusteet olivat paineessa ohjelmistoliiketoiminnan edistyessä ilmeisesti ennakkoimaamme hitaammin. Tuloksen taka-askeleen takia vuoden 2025 päällä on myös tulosvaroitusriski. Ennusteiden laskun jälkeen arvostuskin on asteen korkeampi, mutta ilman kansainvälisiä tappioita osake olisi edelleen edullinen.

Suomen kannattavuudessa kupru, mutta muualla edistystä

Talenomin liikevaihto oli Q2:lla odotetusti 34,9 MEUR kasvaen 3,1 % vertailukaudelta. Suomessa liikevaihto kasvoi hyvän uusmyynnin ansiosta 4,6 %, kun transaktiovolyymien lasku on pysähtynyt. Ruotsissa liikevaihto laski 9,5 % aiemman asiakaspoistuman takia ja Espanjassa liikevaihto kasvoi kiitettävät 18 % hyvän orgaanisen kasvun ja yritysoston ansiosta. Kansainvälinen kehitys (pl. Italia) oli ennakkoimaamme parempaa, kun taas Suomessa liikevaihto jäi hieman odotuksistamme. Tämän sekä paikoin nousseiden kulujen ja poistojen takia Suomen kannattavuus jäi Q2:lla selvästi odotuksistamme ja heikkeni vertailukaudesta. Talenomin vertailukelpoinen liikevoitto oli 3,6 MEUR (Q2’24: 3,9 MEUR), mikä tarkoittaa yhtiölle heikkoa 10,3 %:n marginaalia. Ulkomailla nähtiin lieviä edistysaskeleita Ruotsissa ja Espanjassa kehitys oli vahvaa, mutta Italian muutosprosessi heikentää kokonaisuutta. Vaikkei Talenom ollut huolissaan Suomen kannattavuudesta ja kertoi muutamista pienistä kertakuluista Q2:lla, taka-askeleet tuloskehityksessä eivät herätä luottamusta. Ohjelmistoliiketoiminnan avainluvut olivat Q2:lla myös alkuvuotta heikompia. Easorin lanseeraus voi nostaa kuluja, mutta liikevaihdossa suunnan pitäisi mielestämme olla pelkästään ylös, vaikka kasvu onkin hidasta. Vaisun rahavirran takia korolliset nettovelat pysyivät kasvussa, ja nettovelkaantumisaste on jo ikävän korkea 167 %.

Lähivuosien ennusteet asteella alas

Talenom toisti ohjeistuksensa, jossa se arvioi vuoden 2025 liikevaihdon olevan noin 130-140 MEUR ja käyttökätteen noin 36-42 MEUR. Ennusteemme ovat molempien osalta lähellä haarukoiden alalaitaa, ja Q2:n tulospettymyksen jälkeen näemme yhtiössä myös tulosvaroitusriskin. Kupruihin ei ole enää varaa, eikä ulkomaiden tuloskehitystä ole aina helppoa arvioida. Vuoden 2025 laskivat Q2-tulospettymyksen mukana, minkä lisäksi laskimme noin 10 %:lla myös vuoden 2026 tulosenennusteita. Suurin potentiaali lepää lähivuosina ohjelmistoliiketoiminnan maksamattomien ja vain palveluita käyttävien asiakkaiden konvertointiin, jossa onnistuminen mahdollistaisi nykyisen yli 20 MEUR:n vuositason jatkuvan laskutuksen (ARR) kasvun on noin 50 %:lla. Lisäksi erityisesti Espanjassa maaperä on hyvä myös orgaaniselle myynnille, kun verkkolaskudirektiivi pakottaa ohjelmistojen hankintaan. Vaikka asiakasmäärät kasvavat, yhtiön kommenttien pohjalta laskutuksen nosto kestää ennakkoimaamme pidempään ja laskimme kasvu- ja tulosenennusteitamme. Silti Talenomin tuloskasvunäkymä on lähivuosille erittäin vahva, kun huomioimme ohjelmistojen potentiaalin sekä Espanjan ja Ruotsin kääntämisen hiljalleen positiiviseksi.

Kärsivällisyyttä koetellaan

Talenom on potentiaaliinsa nähden edelleen hyvin edullinen, mutta taka-askeleisiin ei ole varaa. Nyt riskejä nostaa mahdollinen tulosvaroitus ja velkaantuneisuus, joka vähentää jo yhtiön liikkumavaraa. Ennusteiden laskun jälkeen vuoden 2025 kertoimet (P/E 26x ja EV/EBIT 21x) ovat korkeat, mutta ulkomaiden liiketappiot eliminoimalla kertoimet olisivat noin 16x ja 15x, mitkä voisi perustella Suomen tuloskasvunäkymällä nykyiseltä taantumatasolta. Osien summa (4,5 €/osake) ja kassavirtamalli (5,3 €) tukisivat korkeampaa tavoitehintaa, mutta toistaiseksi jäämme odottamaan selkeitä edistysaskeleita.

Suositus

Lisää

(aik. Osta)

Tavoitehintaa:

4,20 EUR

(aik. 4,60 EUR)

Osakekurssi:

3,65 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	126	132	143	157
kasvu-%	4 %	5 %	8 %	10 %
EBIT oik.	11,4	12,5	18,1	24,2
EBIT-% oik.	9,0 %	9,5 %	12,7 %	15,4 %
Nettotulos	6,1	6,6	10,8	16,0
EPS (oik.)	0,13	0,14	0,24	0,35

P/E (oik.)	30,4	25,6	15,5	10,5
P/B	3,4	3,2	3,2	2,8
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,5 %	5,5 %	6,0 %
EV/EBIT (oik.)	23,9	20,9	14,5	10,6
EV/EBITDA	7,9	7,1	6,0	5,1
EV/Liikevaihto	2,2	2,0	1,8	1,6

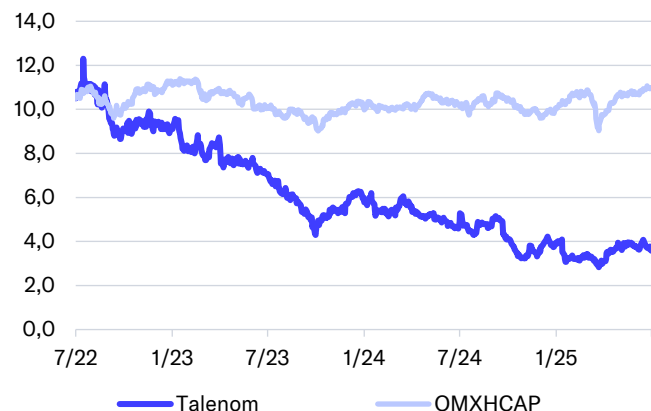
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

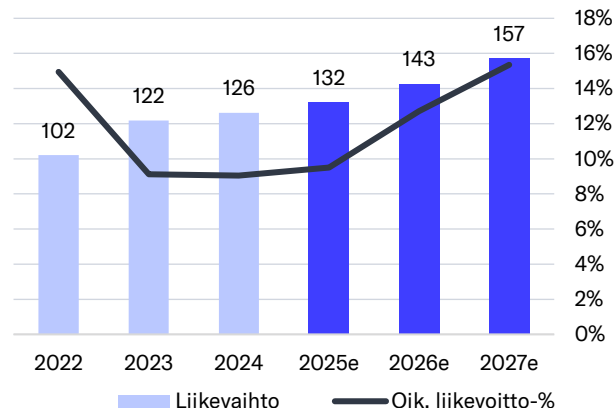
Talenom arvioi vuoden 2025 liikevaihdon olevan noin 130–140 MEUR ja käyttökätteen noin 36–42 MEUR.

Osakekurssi



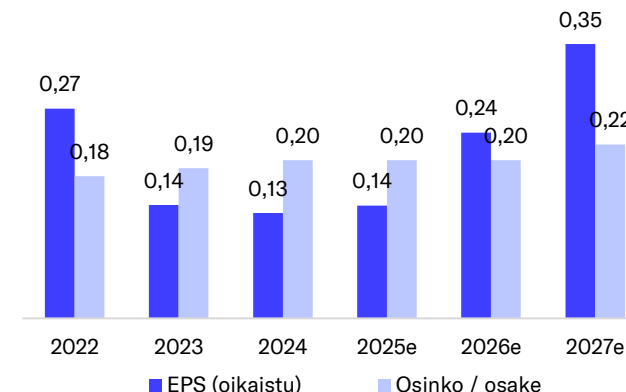
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Voimakas tuloskasvu yritysostovetoisen kasvuvaiheen jälkeen
- Selkeät kilpailuedut tukevat markkinaosuuden kasvattamista
- Ruotsin ja Espanjan liiketoimintojen kasvu ja merkittävää kannattavuusparannus
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, joka avaa uusia mahdollisuuksia
- Skaalaedut hyödyntävä liiketoimintamalli vahvistuu kasvun mukana

Riskitekijät

- Ruotsin tehokkuus- ja kannattavuusparannuksissa epäonnistuminen
- Epäonnistuminen kansainvälistymisessä
- Kilpailuetu nojaa teknologiaan, jonka kehitys on yleisesti nopeaa
- Asiakaspidon mahdollinen lasku
- Kiristynvä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia
- Taseeseen liittyvät riskit ovat nousseet

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,65	3,65	3,65
Osakemäärä, milj. kpl	46,1	46,1	46,1
Markkina-arvo	168	168	168
Yritysarvo (EV)	262	262	256
P/E (oik.)	25,6	15,5	10,5
P/E	25,6	15,5	10,5
P/B	3,2	3,2	2,8
P/S	1,3	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	2,0	1,8	1,6
EV/EBITDA	7,1	6,0	5,1
EV/EBIT (oik.)	20,9	14,5	10,6
Osinko/tulos (%)	140 %	85,1 %	63,4 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,5 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Suomen kannattavuudessa kupru, mutta muualla edistystä

Suomen kannattavuudessa kupru

Suomessa vertailukelpoinen liikevaihto kasvoi Q2:lla 4,6 % ollen 23,5 MEUR. Yhtiön mukaan transaktiovolyymien lasku on pysähtynyt, mutta yleinen talouskehitys on edelleen vaisua ja konkurssitilastot rumia. Talenomin liikevaihto on kuitenkin saatu kohtuulliseen kasvuun onnistuneen uusasiakashankinnan ansiosta, mutta kasvu jäi hieman ennusteestamme (+6,0 %). Suomen Q2-käyttökate oli 8,8 MEUR, mikä jäi selvästi 9,8 MEUR:n ennusteestamme. Ennustepoikkeamasta kolmannes menee liikevaihtopettymyksen piikkiin, mutta loput tulivat kulurakenteen kautta. Kulut sisälsivät ilmeisesti joitakin satoja tuhansia poikkeuksellisia kuluja sekä lisäpanostuksia markkinointiin ja kasvuun. Myös poistot kasvoivat edelleen hieman, minkä takia Suomen Q2-liiketulos oli vain 3,9 MEUR (Q2'24: 4,3 MEUR). Tämä oli vahvan alkuvuoden jälkeen selkeä pettymys ennusteemme oltua 5,0 MEUR. Liikevoittomarginaali oli edelleen hyvä 18,6 %, mutta sen

kehityssuunta oli väärä (Q2'24: 20,0 %). Yhtiön mukaan Suomen kannattavuuden tai vähintään tuloksen pitäisi kuitenkin parantua tulevilla neljänneksillä, mikä onkin kokonaisuuden kannalta erittäin tärkeää.

Ruotsissa odotuksiin nähden kohtuullinen suoritus

Ruotsissa Talenomin liikevaihto oli odotetusti selkeässä laskussa (-9,5 %), mutta 6,5 MEUR:n liikevaihto ylitti kuitenkin hieman ennusteemme (6,3 MEUR). Ruotsissa yhtiö menetti merkittävän määrän asiakkaita viime vuonna, minkä jälkeen kestävä liikevaihtotasoa on haettu alempaa. Nyt tilanne näyttää ainakin vakautuneen. Yhtiön mukaan uusmyynnissä ja asiakaspoistumassa trendi on parantunut, mutta yhtiö odotti liikevaihdon laskevan vielä H2'25:lla. Kulmakerroin on kuitenkin selvästi loivempi, kun vertailukaudet ovat myös heikompia.

Myös Ruotsin kannattavuus oli hieman ennakoimaamme parempi, vaikka tilanne on toki edelleen synkkä. Ruotsin

käyttökatemarginaali oli 6,1 % eli parani vertailukaudesta aavistuksen, vaikka liikevaihto laski voimalla. Liiketulos oli Q2:lla -0,3 MEUR (ennuste -0,6 MEUR), mikä on heikosta tasosta huolimatta rohkaisevaa kehitystä. Henkilöstöä on pyritty skaalaamaan liikevaihtoa vastaavaksi, mutta samalla kasvun edellytykset on haluttu turvata.

Espanja jälleen positiivista edistystä

Espanjassa Talenom teki Q2:lla 4,7 MEUR liikevaihdon, mikä tarkoittaa hyvää 18,1 %:n kasvua. Orgaaninen kasvu vahvistui, minkä lisäksi kasvua tuki yrityskauppa [huhtikuun alussa](#). Talenom arvioi orgaanisen kasvun vahvistuvan edelleen hyvin toimivan uusasiakashankinnan ja verkkolaskutusdirektiivin voimaantulon myötä (jokaisen yrityksen on hankittava ohjelmisto verkkolaskujen lähettämiseen ja vastaanottamiseen). Direktiivin voimaantulo tapahtuu tämänhetkisen tiedon mukaan vaihteittain vuosina 2025-2027 yrityksen koosta riippuen.

Ennustetaulukko	Q2'24	Q2'25	Q2'25e	Q2'25e	Konsensus	Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Liikevaihto	33,9	34,9	34,8				0 %
Käyttökate	10,3	9,7	10,4				-7 %
Liikevoitto	4,5	3,5	4,3				-18 %
EPS (oik.)	0,06	0,05	0,06				-10 %
Liikevaihdon kasvu-%	4,5 %	3,1 %	2,7 %				0,4 %-yks.
Liikevoitto-% (oik.)	13,3 %	10,1 %	12,5 %				-2,3 %-yks.

Lähde: Inderes

Talenom Q2'25: Liikevaihto kasvoi, kannattavuus paineessa



Rahavirta jäi vaisuksi ja velkaa riittää

Espanjan käyttökatemarginaali oli Q2:lla 14,0 %, mitä voidaan pitää jo siedettävänä. Vertailukaudesta (Q2'24: 10,7 %) parannus tapahtui orgaanisen kasvun ja yrityskaupan vaikutuksesta. Yhtiö näkee edelleen merkittäviä mahdollisuuksia parantaa kannattavuutta prosessien tehostamisen kautta ja panostamalla orgaaniseen kasvuun (erityisesti jatkuvalaskutteisat asiakkuudet). Myös Espanjan liiketulos oli Q2:lla hieman positiivinen.

Sen sijaan Italiassa Talenomin luvut olivat surkeita. Q2:lla liikevaihto oli vain 128 TEUR, ja liiketulos oli tappiolla 131 TEUR. Italian liiketoiminta on käännetty puhtaasti ohjelmistoihin, ja vastuunalaiset kirjanpitäjät on ulkoistettu. . Yhtiön mukaan Italian tappiollisuus johtuu ohjelmistoliiketoiminnan panostuksista ja pilotoinnin käynnistämisestä Italiassa. Lyhyellä aikavälillä tappiot ovat jatkumassa, ja mahdollisia positiivisia muutoksia nähdään aikaisintaan ensi vuoden alussa. Huomautamme, että Espanjan ja Italian luvut on yhdistetty analyysissämme Muut maat -segmentin alle. Espanjan tilanne on siis selvästi parempi, mitä tämän segmentin kehitys indikoisi. Eriytämme Italian analyysissä myöhemmin.

Lisäksi kohdistamattomat, ei-operatiiviset erät olivat hieman negatiiviset (-61 TEUR), kun vertailukaudella erä oli 0,6 MEUR positiivinen. Tämä on hyvä huomioida konsernin liiketuloksen (3,5 MEUR) vertailussa Q2'24-tasoon (4,5 MEUR), mutta tuloskasvu oli silti negatiivista.

Rahavirta oli edelleen vaisu

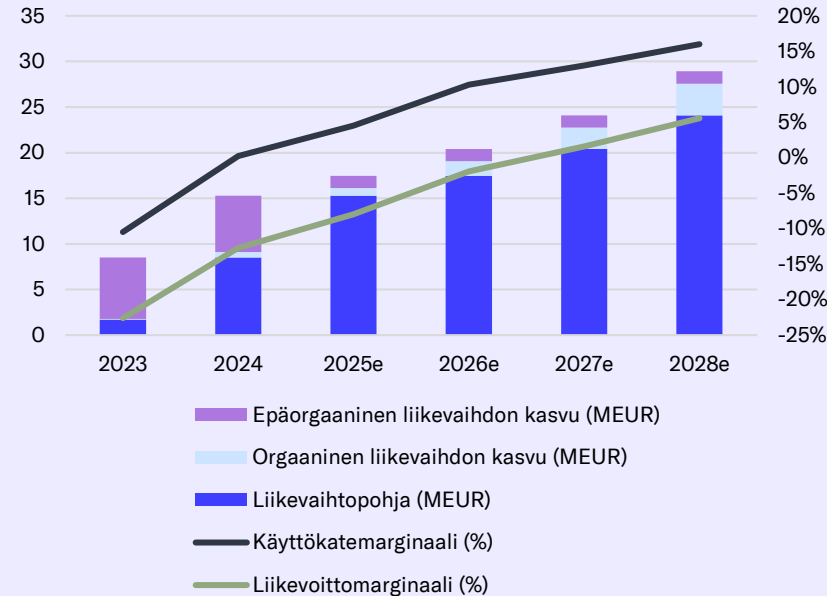
Talenom-konsernin liiketoiminnan nettorahavirta oli H1:llä 17,5 MEUR, mikä tarkoittaa lievää heikennystä vertailukaudesta (H1'24: 18,2 MEUR). Operatiivisiin kustannuksiin voidaan lisätä myös vuokrasopimusvelkojen

lyhennykset (rahoituksen rahavirta -2,1 MEUR). Investointien rahavirta oli 10,7 MEUR, mikä on selvästi alempi taso kuin H1'24:llä (12,6 MEUR) ja tukee muuten vaisua rahavirtaa. Rahoituksen nettorahavirrassa oli 1,9 MEUR korkoja ja osingonmaksua 4,5 MEUR, joka rahoitettiin käytännössä uudella 5,0 MEUR:n lainalla. Toki kassassa oli 11,8 MEUR (+3,2 MEUR vuodenvaihteesta), missä on puskuria, mutta H2:n rahavirta on lähtökohtaisesti heikompi. Hätää ei ole, mutta liikkumavara yritysostoihin on rajallinen.

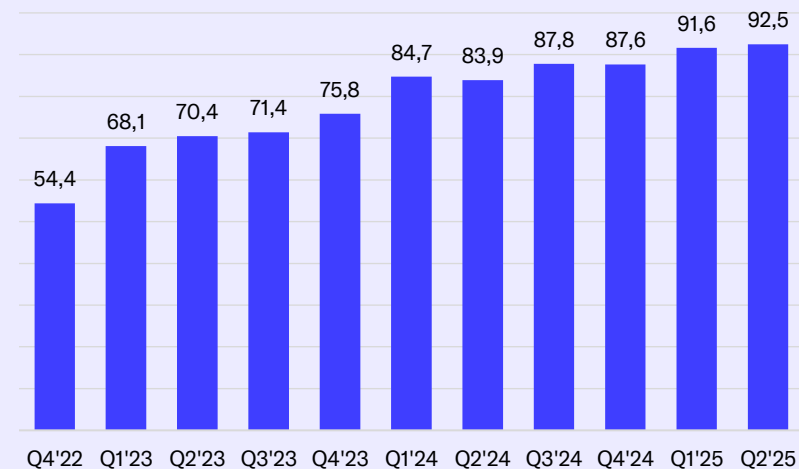
Velkaantuneisuus huolestuttavalla tasolla

Korolliset nettovelat olivat Q2:n lopussa 92,5 MEUR, mikä tarkoittaa kasvutrendin jatkumista myös alkuvuonna. Tästä IFRS 16:n mukaiset vuokrasopimusvelat olivat 12,6 MEUR, jotka eivät ole varsinaista velkaa. Joka tapauksessa nettovelkaantumisaste oli 167 %, mikä on mielestämme jo huolestuttavalla tasolla. Jos ja ilmeisesti kun Talenom aikoo jatkaa yritysostoja Espanjassa, mielestämme osingon toisen erän maksaminen syksyllä olisi riskaabelia. Todennäköisesti tase venyisi kyllä tähänkin, mutta liikkumavara olisi epämukavan pieni ja yritysostobudjetti hyvin rajallinen. Pidämmekin hyvin mahdollisena, että toinen osinkoerä on lopulta merkittävästi yhtiökokouksen asettamaa maksimia pienempi, mutta pidämme toistaiseksi tämän mallissa (0,20 euroa osakkeelta tilikaudelta 2024).

Ennusteet: Espanjan avainluvut



Korolliset nettovelat (MEUR)



Lähivuosien ennusteet asteella alas

Ohjeistus ennallaan, mutta riskit kasvavat

Talenom toisti ohjeistuksensa, jossa se arvioi vuoden 2025 liikevaihdon olevan noin 130-140 MEUR ja käyttökatteen noin 36-42 MEUR. Muistutamme, että ohjeistus sisältää arvion vuoden 2025 aikana mahdollisesti tehtävistä yrityskaupoista, ja myös meidän ennusteemme sisältävät vielä pieniä yritysostoja Espanjasta. Ennusteemme ovat molempien osalta lähellä haarukoiden alalaitaa, ja Q2:n jälkeen näemme yhtiössä tulosvaroitusriskin. Yhtiöllä on ollut erinomainen näkyvyys Suomen liiketoimintaan, mutta ulkomailta yllätyksiä on tullut enemmän. Myös Suomessa yleinen taloustilanne on edelleen erittäin epävarma, vaikka aiempi vastatuuli transaktiovolyymeissa on ilmeisesti ohi. Talenom on arvioinut markkinan piristyvän H2:n aikana, mutta merkittävää vetoapua ei ole tänä vuonna luvassa.

Lähivuosien ennusteet laskivat

Vuoden 2025 ennusteet laskivat Q2-tulospettymyksen mukana, mutta muuten teimme ennusteisiin vain pieniä

tarkennuksia. Yhtiön kommenttien perusteella Suomen liiketoiminnan kannattavuuden pitäisi jälleen parantua loppuvuonna. Toisaalta ulkomailta kehitys ylitti Q2:lla matalat odotuksemme, mikä on rohkaisevaa.

Teimme samalla merkittäviä muutoksia vuoden 2026. Laskimme hieman kasvuennusteitamme erityisesti ohjelmistoliiketoiminnan hitauden perusteella ja huomioimme Q1'25:lle osuneen poikkeuksellisen erän, mikä tulee heikentämään raportoitua (tulos)kasvua Q1'26:llä. Samalla tarkastelimme kulurakenteen kehitystä, mitä on hankala arvioida, koska ensi vuonna ohjelmistojen tehokkuushyötyjen pitäisi olla jo merkittäviä. Tämän pitäisi mahdollistaa skaalautuva kasvua myös Ruotsissa, mutta toistaiseksi näytöt orgaanisesta kasvusta ovat huonot.

Ohjelmistot ratkaisee paljon

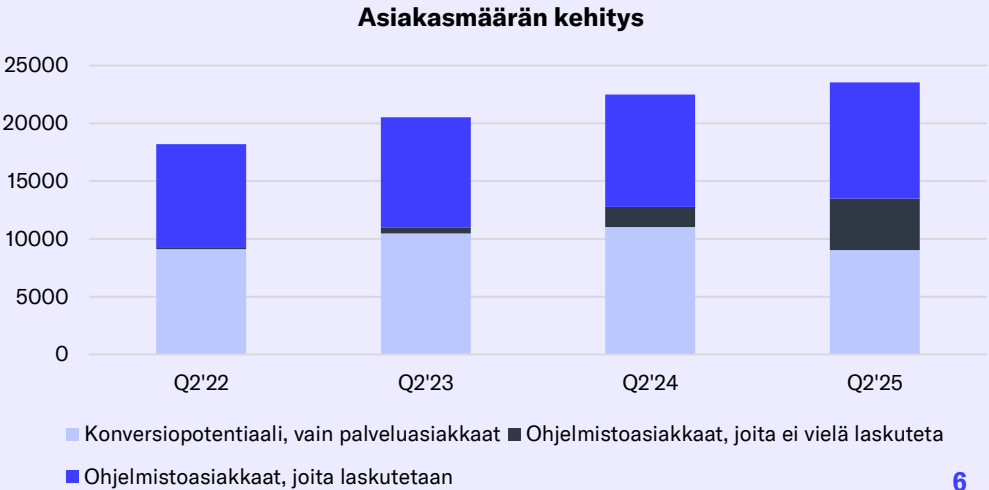
Ohjelmistoliiketoiminnan liikevaihto oli Q2:lla 5,3 MEUR ja liiketoiminta teki 0,8 MEUR:n liikevoiton. Easorilla oli laskutettavia ohjelmistoasiakkaita reilut 10 000, 4459 ei

vielä laskutettavia asiakkaita sekä reilut 9 000 pelkästään palveluita käyttäviä asiakkaita. Kahta jälkimmäistä on sekä Ruotsissa että Espanjassa, ja ne tarjoavat huomattavan kasvuväylän tuleville vuosille. Maksavien asiakkaiden määrä voitaisiin teoriassa tuplata pelkästään nykyasiakkaista, mutta Talenomin mukaan keskimääräinen liikevaihto asiakasta kohden on Espanjassa ja Ruotsissa olevan noin puolet tai vähemmän Suomen hintatasosta. Jos oletamme ulkomaiden hintatason jäävän 40 %:n tasolle Suomesta, nykyasiakkaiden aktivoinnilla nykyisen yli 20 MEUR:n vuositason jatkuvan laskutuksen (ARR) kasvupotentiaali on noin 50 % (yli 10 MEUR).

Todellista konversioastetta ja toisaalta sitä, miten paljon lisää erittäin korkeakatteista liikevaihtoa tulee lisää (ohjelmistot osin palveluhinnoissa) on vielä vaikea arvioida. Espanjassa tilanteen pitäisi olla suhteellisen helppoa markkinan ajaessa muutosta (verkkolaskudirektiivi), kun taas Ruotsissa erityisesti Fortnox on hankala kilpailija.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	132	132	0 %	145	143	-2 %	161	157	-2 %
Käyttökate	37,9	36,9	-3 %	45,3	43,7	-3 %	50,9	49,7	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,6	12,5	-8 %	20,0	18,1	-9 %	25,7	24,2	-6 %
Liikevoitto	13,6	12,5	-8 %	20,0	18,1	-9 %	25,7	24,2	-6 %
Tulos ennen veroja	9,3	8,5	-9 %	15,5	13,7	-12 %	21,9	20,3	-7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,15	0,14	-6 %	0,26	0,24	-9 %	0,37	0,35	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %

Lähde: Inderes



Kärsivällisyyttä koetellaan

Osien summa

Kun Suomi tekee konsernin tuloksen ja muut tuhoavat sitä, arvostuskertoimien heijastama kuva ei anna arvoa kansainväliselle liiketoiminnalle. Potentiaalia näissä liiketoiminnoissa on mielestämme merkittävästi, minkä takia tämä on mielestämme virhe. Näin ollen tarkastelemme arvostusta osien summa -laskelmalla. Osien summa -analyysi antaa arvoksi 4,5 €/osake, kun edellisessä päivityksessä arvio oli 4,8 €/osake.

Suomen liiketoiminnan arvo on nyt 226 MEUR ennusteiden laskun takia (2025e EV/EBIT 13x). Ruotsin arvo on laskelmassa 35 MEUR ja Espanjan (sis. Italia) 28 MEUR, mitkä molemmat ovat ennallaan. Korollista nettovelkaa Talenomilla on vuoden 2025 lopussa arviolta noin 81 MEUR (ei sisällä IFRS 16 -velkoja), mikä vähennetään liiketoimintojen arvosta (EV). Tätä kautta osien summan indikoima Talenomin markkina-arvo on noin 208 MEUR. Isossa kuvassa Talenomin yritysarvo on nykykurssilla noin 260 MEUR, mikä on 15x Suomen 2025e liike-tulos.

Ohjelmistot ja palvelut

Osien summaa voidaan hahmottaa myös ohjelmisto- ja tilitoimistoliiketoimintojen arvojen kautta, mikä on kuitenkin nykyisellä datamäärällä ja näkyvyydellä haastavaa. Teimme alustavia ennustemalleja myös eri liiketoiminnoille, mutta toistaiseksi päädyimme pysymään maakohtaisissa malleissa. Ohjelmistojen jatkuvan vuosilaskutuksen (ARR) ollessa todennäköisesti noin 21 MEUR, kasvunäkymä on vahva, kannattavuus ja rahavirrat ovat periaatteessa skaalautuvia ja liiketoiminnan tulospotentiaali on erittäin korkea. Mielestämme ohjelmistoille voisi antaa EV/S-kertoimen 6x (2025e) huomioiden olemassa olevien asiakkaiden konversiopotentiaali ja Espanjan orgaaninen

kasvupotentiaali. Silloin ohjelmistoliiketoiminnan yritysarvo (EV) olisi noin 125 MEUR. Toisaalta tilitoimisto-liiketoiminnalle jäisi silloin noin 165 MEUR:n arvo, jos haluamme päästä samaan, maakohtaiseen osien summaan. Tämä kuulostaa korkealta nykyiseen tulokuntoon nähden, kun kansainväliset toiminnot ovat tappiolla. Silti EV/S-kerroin 1,5x (2025e) ei ole kohtuuton huomioiden merkittävä kasvunäkymä ja Suomessa saavutettu hyvä kannattavuus. Vertailun vuoksi toteamme, että Aallon Groupin EV/S 2025e on noin 1,2x, mitä pidämme sille houkuttelevana tason.

Arvostuskertoimet

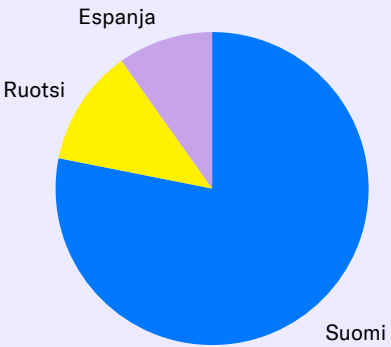
Talenomin arvostuskertoimet ovat vuoden 2025 ennusteilla korkeita (P/E 26x ja EV/EBIT noin 21x), mutta mielestämme hyvin kohtuullisia yhtiön kehitysvaihe huomioiden. Huomautamme, että pelkästään ulkomaiden liiketappiot eliminoimalla kertoimet olisivat noin 16x ja 15x, mitkä voisi perustella Suomen tulokasvunäkymällä nykytasolta. Kansainvälisen liiketoiminnan ei siis tarvitse olla menestystarina nykykurssilla, mutta kannattavaa liiketoimintaa ulkomailla täytyy saada aikaan.

Vuoteen 2026 näkyvyys on rajallinen, mutta ennustetulla tuloksella kertoimet (P/E 16x ja EV/EBIT 15x) ovat varsin houkuttelevia. 12 kuukauden tavoitetavoitehintamme voidaankin perustella näillä kertoimilla, joissa näkisimme nousuvaraa tarinan edistyessä. Tuotto-odotusta tukee myös korkea mutta erittäin epävarma osinkotuotto. Voi hyvin olla, ettei yhtiö lopulta maksa tilikauden 2024 osingon toista osaa ollenkaan (riippuu syksyn taloustilanteesta). Yhtiön normaalisti alhaista riskiprofiilia nostaa tulosvaroitusriski, toistaiseksi heikosti tuottanut laajentuminen ulkomaille sekä yhtiön korkea velkavipu.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,65	3,65	3,65
Osakemäärä, milj. kpl	46,1	46,1	46,1
Markkina-arvo	168	168	168
Yritysarvo (EV)	262	262	256
P/E (oik.)	25,6	15,5	10,5
P/E	25,6	15,5	10,5
P/B	3,2	3,2	2,8
P/S	1,3	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	2,0	1,8	1,6
EV/EBITDA	7,1	6,0	5,1
EV/EBIT (oik.)	20,9	14,5	10,6
Osinko/tulos (%)	140 %	85,1 %	63,4 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,5 %	6,0 %

Lähde: Inderes

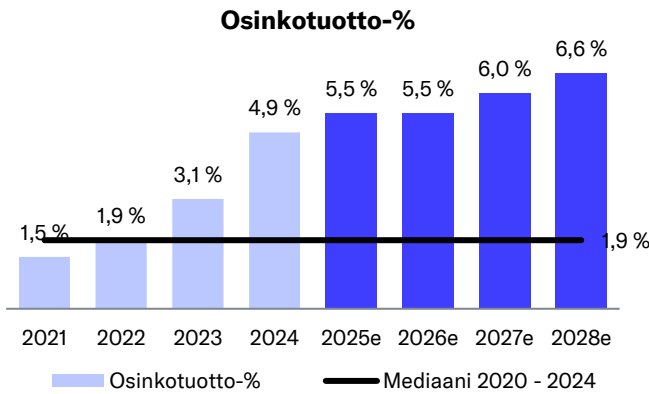
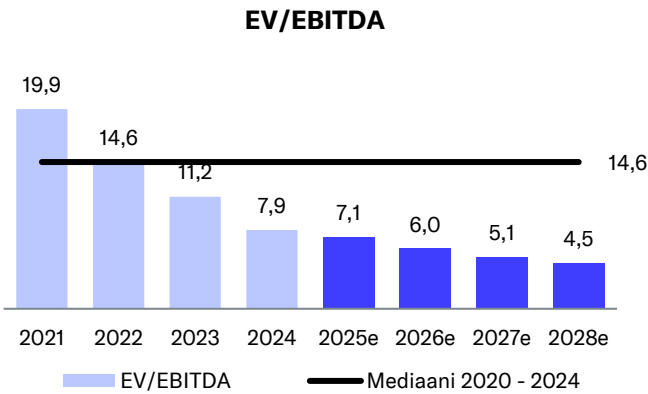
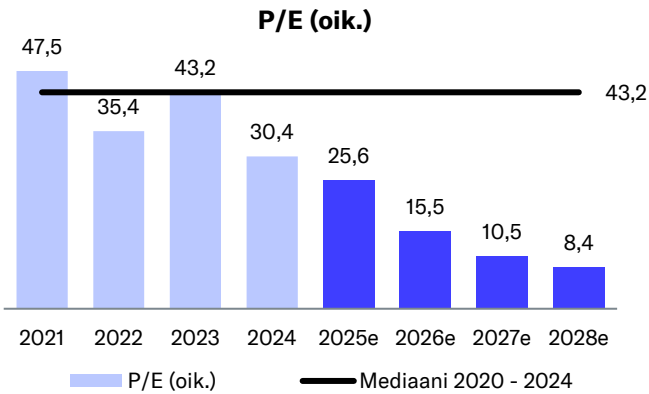
Liiketoiminnan arvon jakautuminen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	15,1	11,7	9,39	6,20	4,06	3,65	3,65	3,65	3,65
Osakemäärä, milj. kpl	43,2	43,8	44,5	45,4	45,6	46,1	46,1	46,1	46,1
Markkina-arvo	650	512	420	282	185	168	168	168	168
Yritysarvo (EV)	679	552	475	357	273	262	262	256	248
P/E (oik.)	67,9	47,5	35,4	43,2	30,4	25,6	15,5	10,5	8,4
P/E	67,9	47,5	35,4	83,7	30,4	25,6	15,5	10,5	8,4
P/B	20,2	11,5	7,5	5,0	3,4	3,2	3,2	2,8	2,4
P/S	10,0	6,2	4,1	2,3	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	10,4	6,7	4,6	2,9	2,2	2,0	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA	29,2	19,9	14,6	11,2	7,9	7,1	6,0	5,1	4,5
EV/EBIT (oik.)	52,7	37,4	31,1	32,1	23,9	20,9	14,5	10,6	8,5
Osinko/tulos (%)	67,7 %	69,0 %	68,3 %	256,6 %	149,8 %	140,3 %	85,1 %	63,4 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	1,0 %	1,5 %	1,9 %	3,1 %	4,9 %	5,5 %	5,5 %	6,0 %	6,6 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e
Aallon Group	44	47	10,5	8,9	7,2	6,3	1,2	1,1	12,5	11,2	2,1	2,2
Fortnox	4851	4787	48,8	38,7	40,6	32,6	21,9	18,0	61,7	49,2	0,4	0,5
Admicom	254	244	20,8	18,0	20,5	17,2	6,4	5,8	26,7	23,4	1,3	1,5
Administer	41	51		25,3	7,2	6,5	0,7	0,6		60,9	2,6	3,7
Xero	16691	16691	89	74	49	42	15,5	12,8	127	96		
Enento	379	526	20,1	15,2	11,0	9,7	3,5	3,3	24,1	16,6	6,3	6,4
Fondia	18	16	8,3	6,3	7,0	5,0	0,6	0,6	11,6	10,0	6,0	6,0
Vincit	27	31	72,7	8,6	8,7	3,9	0,4	0,4		10,6	6,3	6,9
Gofore	290	248	13,0	10,4	11,3	8,8	1,4	1,3	18,3	15,6	2,7	2,8
Etteplan	275	342	11,5	9,4	8,4	6,8	0,9	0,8	13,9	11,5	2,3	3,5
Talenom (Inderes)	168	262	20,9	14,5	7,1	6,0	2,0	1,8	25,6	15,5	5,5	5,5
Keskiarvo			32,7	21,5	17,1	13,9	5,2	4,5	37,0	30,5	3,3	3,7
Mediaani			20,1	12,8	9,8	7,8	1,3	1,2	21,2	16,1	2,6	3,5
Erotus-% vrt. mediaani			4 %	13 %	-28 %	-23 %	55 %	56 %	21 %	-4 %	115 %	56 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	122	34,1	33,9	29,1	29,2	126	35,7	34,9	30,5	30,9	132,1	143	157	173
Suomi	87,8	23,4	22,5	20,2	20,6	86,7	26,1	23,5	21,2	21,7	92,4	98,2	107	116
Ruotsi	25,5	7,0	7,3	5,0	5,1	24,3	6,0	6,5	4,7	5,0	22,2	24,1	26,2	28,9
Muut maat	8,5	3,7	4,2	3,9	3,5	15,3	3,7	4,9	4,6	4,3	17,5	20,4	24,1	28,9
Käyttökate	31,9	9,5	10,3	9,0	6,1	34,8	10,7	9,7	9,0	7,5	36,9	43,7	49,7	54,9
Poistot ja arvonalennukset	-23,9	-5,6	-5,8	-5,9	-6,0	-23,3	-6,0	-6,2	-6,1	-6,1	-24,4	-25,6	-25,5	-25,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,1	3,9	4,5	3,0	0,1	11,4	4,7	3,5	2,9	1,4	12,5	18,1	24,2	29,1
Liikevoitto	8,0	3,9	4,5	3,0	0,1	11,4	4,7	3,5	2,9	1,4	12,5	18,1	24,2	29,1
Suomi	14,5	4,9	4,3	3,7	2,4	15,3	6,5	3,9	3,8	3,1	17,4	20,2	23,7	26,1
Ruotsi	-2,2	-0,7	-0,3	-1,3	-1,7	-4,1	-0,9	-0,3	-0,7	-1,1	-3,0	-1,7	0,1	1,4
Muut maat	-1,9	-0,5	-0,1	-0,3	-1,0	-1,9	-0,6	0,0	-0,2	-0,6	-1,4	-0,4	0,4	1,6
Kohdistamattomat	-2,5	0,3	0,6	0,9	0,4	2,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-3,7	-1,0	-1,2	-1,2	-1,0	-4,5	-1,0	-0,9	-1,1	-1,0	-4,0	-4,4	-3,9	-3,6
Tulos ennen veroja	4,3	2,8	3,3	1,8	-1,0	6,9	3,7	2,6	1,8	0,4	8,5	13,7	20,3	25,5
Verot	-0,9	-0,8	-0,6	-0,5	1,1	-0,8	-1,1	-0,3	-0,4	-0,1	-1,9	-2,9	-4,3	-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
Nettotulos	3,4	2,0	2,7	1,2	0,1	6,1	2,5	2,3	1,5	0,3	6,6	10,8	16,0	20,1
EPS (oikaistu)	0,14	0,04	0,06	0,03	0,00	0,13	0,06	0,05	0,03	0,01	0,14	0,24	0,35	0,44
EPS (raportoitu)	0,07	0,04	0,06	0,03	0,00	0,13	0,06	0,05	0,03	0,01	0,14	0,24	0,35	0,44

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	19,2 %	8,8 %	4,5 %	2,8 %	-1,7 %	3,7 %	4,9 %	3,1 %	4,9 %	5,8 %	4,6 %	8,1 %	10,3 %	10,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-27,2 %	11,5 %	22,8 %	25,9 %	-96,6 %	2,8 %	21,3 %	-21,4 %	-2,2 %	2441,8 %	9,9 %	44,5 %	33,3 %	20,5 %
Käyttökate-%	26,2 %	27,9 %	30,3 %	30,8 %	20,7 %	27,5 %	29,9 %	27,8 %	29,6 %	24,3 %	28,0 %	30,6 %	31,6 %	31,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,1 %	11,3 %	13,3 %	10,3 %	0,2 %	9,0 %	13,1 %	10,1 %	9,6 %	4,5 %	9,5 %	12,7 %	15,4 %	16,8 %
Nettotulos-%	2,8 %	6,0 %	7,8 %	4,3 %	0,5 %	4,8 %	7,0 %	6,6 %	4,8 %	1,0 %	5,0 %	7,6 %	10,2 %	11,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	143	150	155	157	159
Liikearvo	66,6	68,6	70,6	72,6	74,6
Aineettomat hyödykkeet	61,0	64,4	65,2	65,2	63,6
Käyttöomaisuus	4,7	4,7	5,5	6,1	7,1
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	9,4	9,4	10,0	10,2	10,4
Laskennalliset verosaamiset	1,5	2,6	3,0	3,0	3,0
Vaihtuvat vastaavat	29,2	26,4	26,4	28,5	31,5
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	19,0	17,7	18,5	20,0	22,0
Likvidit varat	10,3	8,7	7,9	8,6	9,4
Taseen loppusumma	176	178	182	186	190

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	55,8	54,4	51,8	53,4	60,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	24,9	23,5	20,9	22,5	29,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muu oma pääoma	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	81,4	96,8	92,6	93,1	88,8
Laskennalliset verovelat	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	76,4	91,9	87,6	88,1	83,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Lyhytaikaiset velat	38,5	26,8	37,7	39,7	41,3
Korolliset velat	9,0	4,4	13,9	14,0	13,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	29,4	22,4	23,8	25,7	28,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	176	178	182	186	190

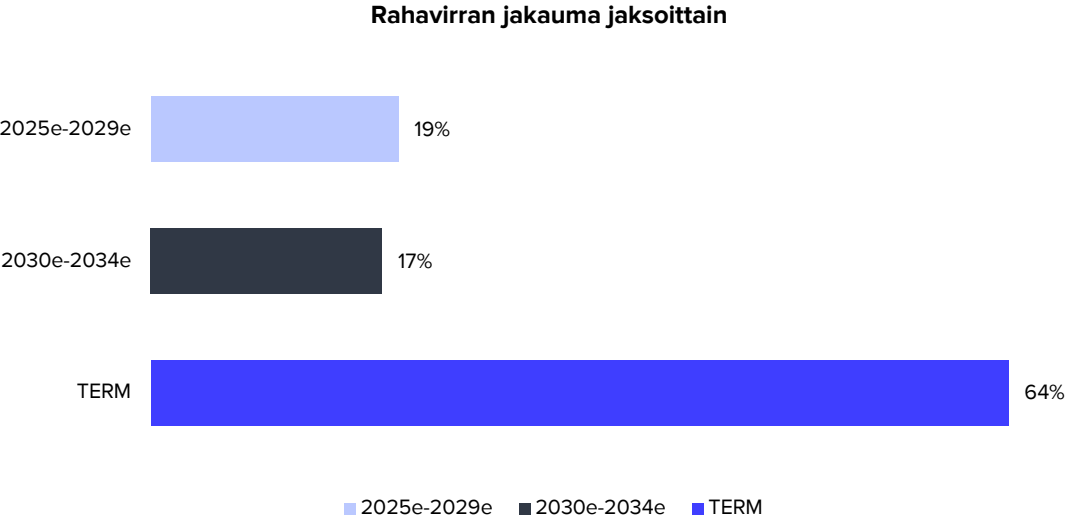
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,7 %	4,6 %	8,1 %	10,3 %	10,2 %	8,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	9,0 %	9,5 %	12,7 %	15,4 %	16,8 %	16,0 %	15,5 %	15,0 %	14,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %
Liikevoitto	11,4	12,5	18,1	24,2	29,1	30,0	30,8	31,3	30,6	29,9	30,8	
+ Kokonaispoistot	23,3	24,4	25,6	25,5	25,8	26,2	26,7	27,2	27,2	27,2	28,7	
- Maksetut verot	-2,0	-2,3	-2,9	-4,3	-5,4	-5,6	-5,8	-5,9	-5,8	-5,6	-5,8	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
+ 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	-5,8	0,6	0,4	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	
Operatiivinen kassavirta	26,5	34,2	40,3	45,2	49,4	50,4	51,5	52,3	51,8	51,2	53,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-27,4	-28,0	-27,6	-26,6	-28,2	-30,3	-30,4	-30,5	-30,7	-33,2	-31,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,9	6,2	12,7	18,5	21,2	20,1	21,1	21,8	21,1	18,1	22,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,9	6,2	12,7	18,5	21,2	20,1	21,1	21,8	21,1	18,1	22,1	453
Diskontattu vapaa kassavirta		6,0	11,4	15,3	16,2	14,3	13,8	13,2	11,9	9,4	10,7	219
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		341	335	324	308	292	278	264	251	239	229	219
Velaton arvo DCF		341										
- Korolliset velat		-96,3										
+ Rahavarat		8,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-9,1										
Oman pääoman arvo DCF		244										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,3										

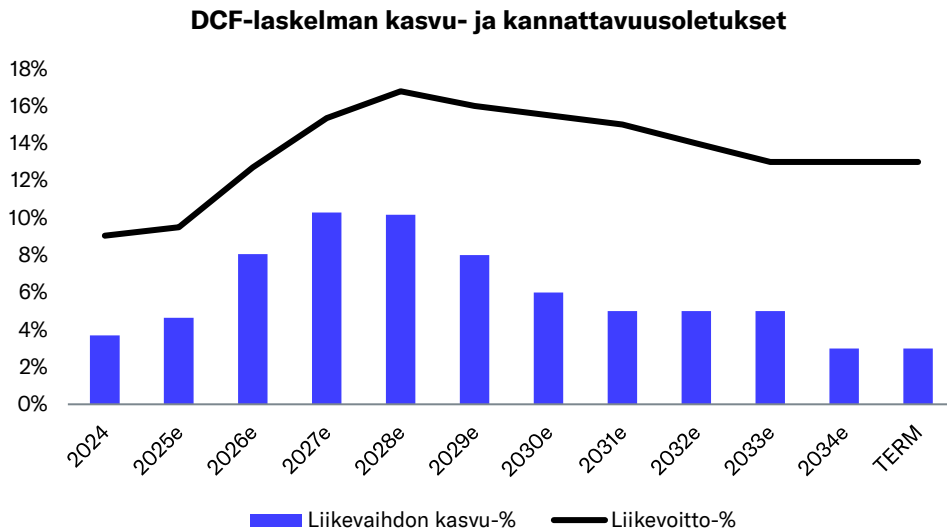
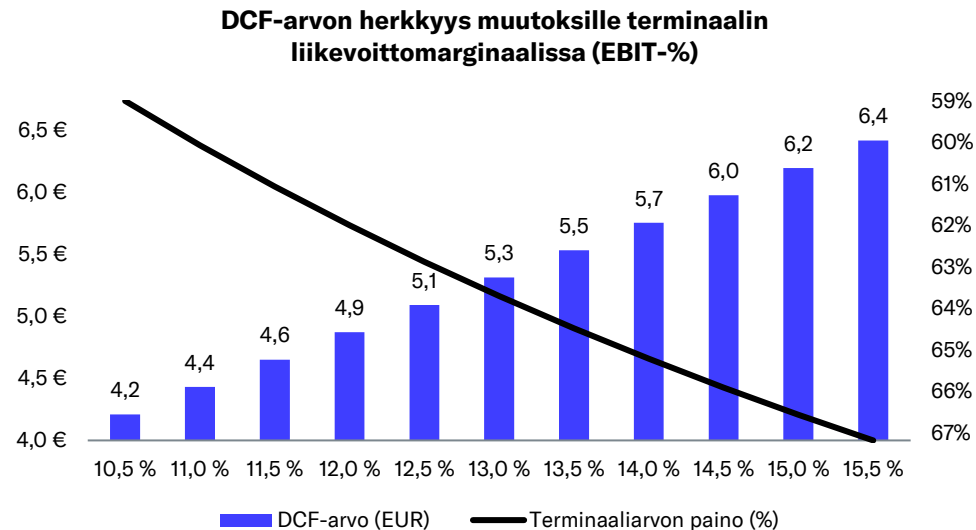
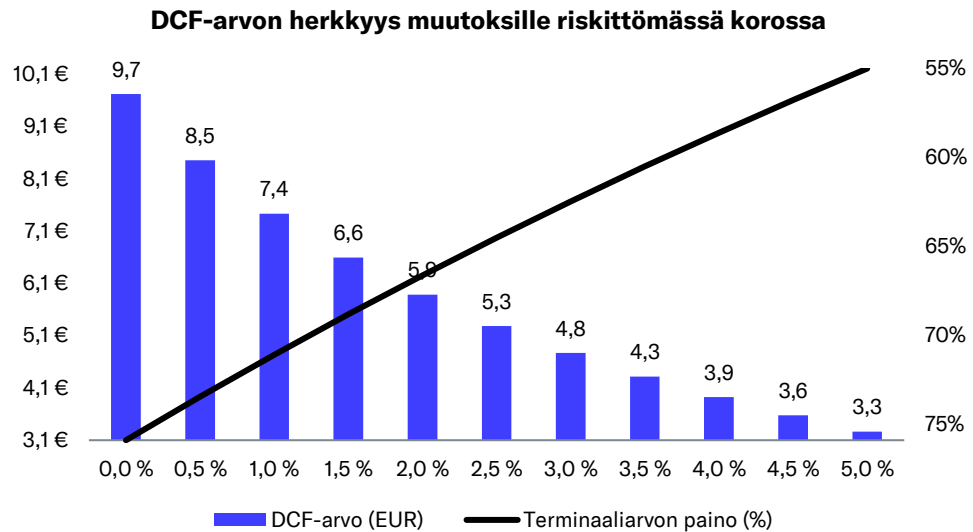
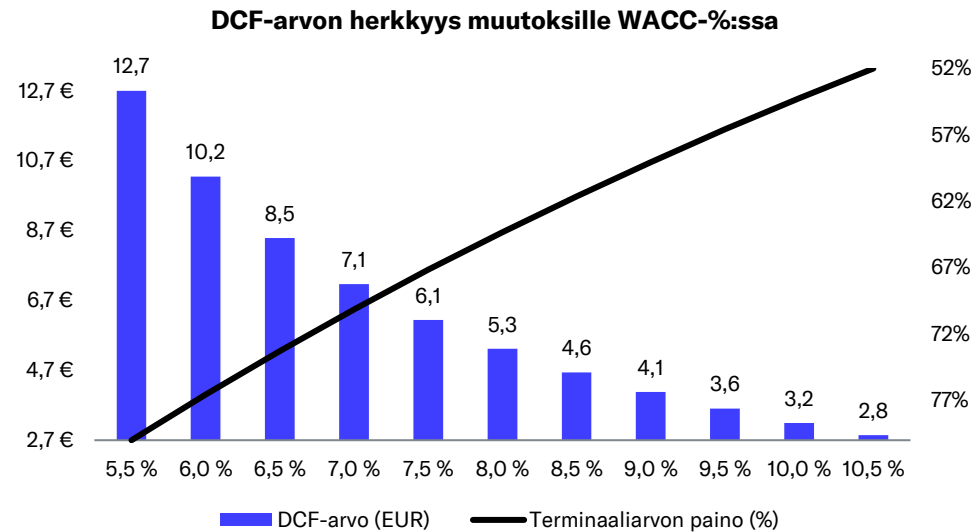
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,33
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,70 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	102,1	121,7	126,2	132,1	142,7	EPS (raportoitu)	0,27	0,07	0,13	0,14	0,24
Käyttökate	32,4	31,9	34,8	36,9	43,7	EPS (oikaistu)	0,27	0,14	0,13	0,14	0,24
Liikevoitto	15,3	8,0	11,4	12,5	18,1	Operat. Kassavirta / osake	0,68	0,68	0,58	0,74	0,87
Voitto ennen veroja	14,6	4,3	6,9	8,5	13,7	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,31	-0,32	-0,02	0,13	0,28
Nettovoitto	11,8	3,4	6,1	6,6	10,8	Omapääoma / osake	1,26	1,23	1,19	1,12	1,16
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,2	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,18	0,19	0,20	0,20	0,20
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	156,3	175,7	178,0	182,1	186,2	Liikevaihdon kasvu-%	23 %	19 %	4 %	5 %	8 %
Oma pääoma	56,0	55,8	54,4	51,8	53,4	Käyttökatteen kasvu-%	17 %	-2 %	9 %	6 %	18 %
Liikearvo	55,0	66,6	68,6	70,6	72,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	3 %	-27 %	3 %	10 %	44 %
Nettovelat	54,1	75,2	87,6	93,6	93,6	EPS oik. kasvu-%	8 %	-46 %	-7 %	7 %	65 %
						Käyttökate-%	31,7 %	26,2 %	27,5 %	28,0 %	30,6 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	15,0 %	9,1 %	9,0 %	9,5 %	12,7 %
Käyttökate	32,4	31,9	34,8	36,9	43,7	Liikevoitto-%	15,0 %	6,5 %	9,0 %	9,5 %	12,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	0,6	-5,8	0,6	0,4	ROE-%	23,4 %	6,0 %	11,1 %	12,4 %	20,6 %
Operatiivinen kassavirta	30,4	31,1	26,5	34,2	40,3	ROI-%	13,9 %	6,1 %	7,9 %	8,3 %	11,8 %
Investoinnit	-44,9	-43,5	-27,4	-28,0	-27,6	Omavaraisuusaste	35,9 %	31,8 %	30,6 %	28,5 %	28,7 %
Vapaa kassavirta	-13,8	-14,6	-0,9	6,2	12,7	Nettovelkaantumisaste	96,6 %	134,7 %	161,1 %	180,7 %	175,1 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	4,6	2,9	2,2	2,0	1,8						
EV/EBITDA	14,6	11,2	7,9	7,1	6,0						
EV/EBIT (oik.)	31,1	32,1	23,9	20,9	14,5						
P/E (oik.)	35,4	43,2	30,4	25,6	15,5						
P/B	7,5	5,0	3,4	3,2	3,2						
Osinkotuotto-%	1,9 %	3,1 %	4,9 %	5,5 %	5,5 %						

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 (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 tulevista. 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suosituskin 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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 latineilla 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon 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 sijoittavassa 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.

Suositushistoria (>12 kk)			
Yhtiö teki 1/5-splitin 25.2.2020, kurssit ja tavoitehinnat oikaistu			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
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 €
26.10.2022	Vähennä	9,50 €	9,39 €
1.2.2023	Vähennä	9,00 €	9,09 €
27.3.2023	Lisää	9,00 €	7,69 €
21.4.2023	Lisää	8,80 €	7,88 €
24.7.2023	Lisää	8,00 €	6,96 €
13.10.2023	Osta	6,00 €	4,65 €
23.10.2023	Osta	6,00 €	4,70 €
28.12.2023	Lisää	6,50 €	6,03 €
2.2.2024	Vähennä	6,30 €	6,20 €
19.3.2024	Osta	6,30 €	5,18 €
19.4.2024	Lisää	6,30 €	5,60 €
22.7.2024	Lisää	6,00 €	5,28 €
20.8.2024	Osta	5,60 €	4,38 €
10.10.2024	Osta	5,30 €	4,34 €
1.11.2024	Osta	5,20 €	3,63 €
31.1.2025	Osta	4,60 €	3,53 €
25.4.2025	Osta	4,60 €	3,46 €
21.7.2025	Lisää	4,20 €	3,65 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**