

Talenom

Yhtiöraportti

1.10.2021 07.25



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Osake on laskenut jälleen kohtuulliselle tasolle

Nostamme Talenomin suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja tarkistamme samalla tavoitehinnan 15,0 euroon (aik. 16,0 euroa). Olemme laskeneet lähivuosien tulosenusteita noin 5 %, mikä on pääsyy tavoitehinnan laskun taustalla. Arviomme mukaan kannattavuuden skaalautuminen jäänee lähivuosina hieman aiempaa arviota loivemmaksi yhtiön kylväessä edelleen kansainvälisen kasvun siemeniä. Arvostustaso on edelleen erittäin korkea (2023e P/E 34x), mutta perusteltavissa tuloskasvunäkymällä (EPS >20 % vuosittain) ja vahvalla sijoitustarinalla.

Osake ei ole halpa, mutta tuotto-odotus on jälleen riittävällä tasolla

Talenomin osake on laskenut vajaat 20 % kuukaudessa ja samalla yhtiöön kohdistuvat odotukset ovat laskeneet merkittävästi. Samalla osakkeessa näkemämme yliarvostus on mielestämme poistunut, vaikka arvostus on edelleen korkea. Vuoden 2022e P/E on korkea 43x, mutta lähivuosien vahvalla tuloskasvulla arvostuskertoimet laskevat suhteellisen nopeasti ja näkyvyys Talenomin tuloskehitykseen on suhteellisen hyvä. Tässä vaiheessa vuotta tavoitehinnan asetannan kannalta tärkein vuosi on jo 2023, jolloin P/E laskee yhtiölle varsin kohtuulliselle tasolle 34x ja EV/EBIT on siedettävä 27x. Tästä eteenpäin pitkän aikavälin sijoittajan tuotto-odotus lähentelisi arviomme mukaan tuloskasvua. Pidemmän aikavälin tuloskasvuennusteelle laskettu PEG-luku on selvästi yli 2x, mutta pienasiakassegmentin ja kansainvälistymisen tuomat optiot tukisivat tuotto-odotusta merkittävästi positiivisessa skenaariossa. Näemme tällä tasolla osakkeen riski/tuotto-suhteen kohtuullisena ja palaamme Talenomin yleisesti vahvan defensiivisen ja kannattavan kasvun sijoitustarinan kyytiin.

Lähivuosien ennusteisiin pientä viilausta

Tulosenusteiden osalta iso kuva on pitkälti ennallaan ja Odotamme Talenomilta edelleen voimakasta yli 20 %:n tuloskasvua vuosittain. Olemme kuitenkin laskeneet hieman ennusteitamme vuosien 2022-2023 kannattavuusparannuksen osalta, minkä takia tulosenusteemme laskivat noin 5 %. Odotamme Suomen liiketoiminnan kannattavuuden nousevan suhteellisen tasaisesti automatisaatioasteen mukana, mutta merkittävä osa parannuksesta jää Talenomin pitkän aikavälin kasvua tukevien investointien alle. Näitä ovat erityisesti kansainvälistyminen, pienasiakassegmentti (TiliJaska ja KontoKalle), rahoituspalvelut sekä automatisaatioasteen jatkuva nosto. Myös kustannusinflaatio aiheuttanee aiempaa enemmän harmia. Sijoitustarinan kannalta merkittävin tekijä on Ruotsin merkittävät kannattavuusparannukset yritysostojen integraation jälkeen, mikä voi vaatia aiempaa arviota enemmän aikaa sekä edelleen merkittäviä investointeja laajempien kirjanpitojärjestelmien lokalisointiin. Luottamuksemme Talenomin menestysmahdollisuuksiin Ruotsissa ei ole kuitenkaan muuttunut.

Pitkän aikavälin tarina on houkutteleva

Talenomin 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 ainakin Suomessa kuuluu. Kasvutarinan ytimessä on se, että Talenom hyödyntää sen teknologista kilpailuetua yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla. Kasvu vahvistaa koko ajan jo nyt vahvaa kilpailuetua ja tarjoaa resursseja investointeihin. Kun tähän lisätään uudet mahdollisuudet pienasiakassegmentissä (TiliJaska) ja kansainvälisillä markkinoilla, sijoitustarina on erittäin houkutteleva. Selkeä haaste on ollut korkea arvostustaso, joka on nyt osakekurssin laskun jälkeen palannut ainakin siedettävälle tasolle.

Suositus

Lisää

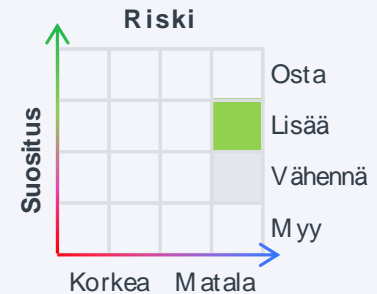
(aik. Vähennä)

15,00 EUR

(aik. 16,00 EUR)

Osakekurssi:

13,98



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	65	82	96	111
kasvu-%	12 %	26 %	17 %	15 %
EBIT oik.	12,9	15,2	18,8	24,4
EBIT-% oik.	19,8 %	18,5 %	19,6 %	22,1 %
Nettotulos	9,6	11,4	14,4	18,7
EPS (oik.)	0,22	0,26	0,32	0,42

P/E (oik.)	67,9	54,8	43,4	33,6
P/B	20,2	16,7	14,2	11,6
Osinkotuotto-%	1,0 %	1,2 %	1,4 %	1,8 %
EV/EBIT (oik.)	52,7	43,3	35,1	27,0
EV/EBITDA	29,2	23,8	20,3	16,3
EV/Liikevaihto	10,4	8,0	6,9	6,0

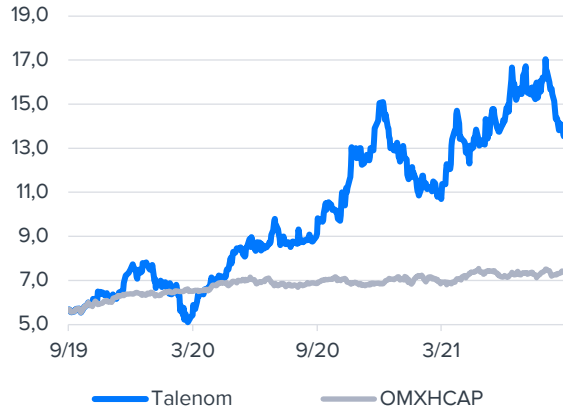
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

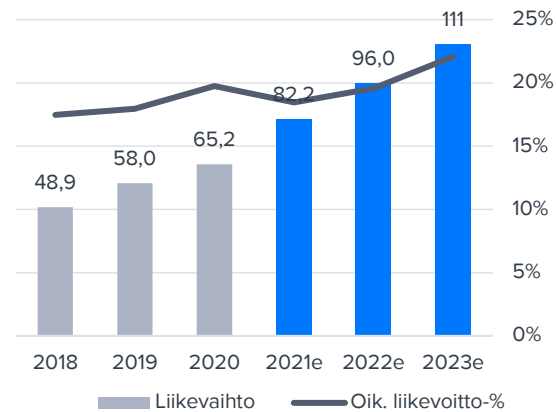
Vuoden 2021 liikevaihdon odotetaan olevan 80-84 MEUR ja liikevoiton odotetaan olevan 14-16 MEUR.

Osakekurssi



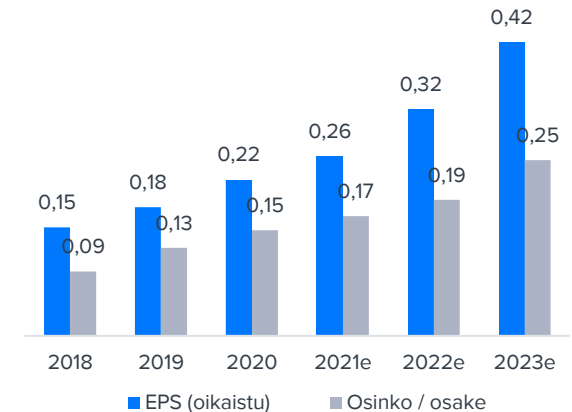
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Ennustamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina yli 20 % vuosittain
- Selkeät kilpailuedut tukevat markkinaosuuden kasvattamista myös jatkossa
- 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

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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	14,0	14,0	14,0
Osakemäärä, milj. kpl	44,5	44,7	44,9
Markkina-arvo	622	625	628
Yritysarvo (EV)	657	660	658
P/E (oik.)	54,8	43,4	33,6
P/E	54,8	43,4	33,6
P/Kassavirta	>100	75,9	44,7
P/B	16,7	14,2	11,6
P/S	7,6	6,5	5,7
EV/Liikevaihto	8,0	6,9	6,0
EV/EBITDA (oik.)	23,8	20,3	1,0
EV/EBIT (oik.)	43,3	35,1	27,0
Osinko/tulos (%)	66,6 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,4 %	1,8 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset 2021e-2023e

- Vuoden 2021 ennusteissa ainoa muutos oli osinkoennusteen nosto, missä taustalla on yhtiön ennusteissamme nopeasti vahvistuva tase sekä viime vuosien korkea toteutunut osingonmaksusuhde
- Olemme laskeneet maltillisesti vuosien 2022-2023 tulosennusteita kannattavuuden osalta
 - Talenomin kasvupanostukset lähivuosina pysyvät erittäin korkealla tasolla ja korkeat kasvuennusteemme (2022-2023 keskiarvo: 16 %) myös vaativat niitä
 - Arviomme mukaan Talenom jatkaa pitkän aikavälin automaatio- ja järjestelmäinvestointien tekemistä merkittävässä mittakaavassa myös ensi vuonna ja panostaa myös laajemman kirjanpitojärjestelmän lokalisointiin Ruotsissa
 - Arvioimme nyt Ruotsin merkittävien kannattavuusparannuksien vaativan aiempaa pidemmän aikajakson, mutta luotamme edelleen näiden toteutumiseen
 - Odotamme Suomen liiketoiminnan kannattavuuden nousevan edelleen tasaisesti automatisaatioasteen mukana, mutta osa tästä häviää Talenomin panostaessa kansainvälistymiseen sekä pidemmän aikavälin potentiaalsiin tulosajureihin
- Odotamme Talenomilta edelleen voimakasta yli 20 %:n tulokasvua vuosittain, mihin yhtiöllä on mielestämme kaikki edellytykset

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	14,0	14,0	14,0
Osakemäärä, milj. kpl	44,5	44,7	44,9
Markkina-arvo	622	625	628
Yritysarvo (EV)	657	660	658
P/E (oik.)	54,8	43,4	33,6
P/E	54,8	43,4	33,6
P/Kassavirta	>100	75,9	44,7
P/B	16,7	14,2	11,6
P/S	7,6	6,5	5,7
EV/Liikevaihto	8,0	6,9	6,0
EV/EBITDA (oik.)	23,8	20,3	1,0
EV/EBIT (oik.)	43,3	35,1	27,0
Osinko/tulos (%)	66,6 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,4 %	1,8 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	82,2	82,2	0 %	96,0	96,0	0 %	111	111	0 %
Käyttökate	27,6	27,6	0 %	33,5	32,5	-3 %	41,6	40,3	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,2	15,2	0 %	19,8	18,8	-5 %	25,7	24,4	-5 %
Liikevoitto	15,2	15,2	0 %	19,8	18,8	-5 %	25,7	24,4	-5 %
Tulos ennen veroja	14,3	14,3	0 %	19,0	18,0	-5 %	24,7	23,4	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,26	0,26	0 %	0,34	0,32	-5 %	0,44	0,42	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,16	0,17	6 %	0,20	0,19	-5 %	0,26	0,25	-5 %

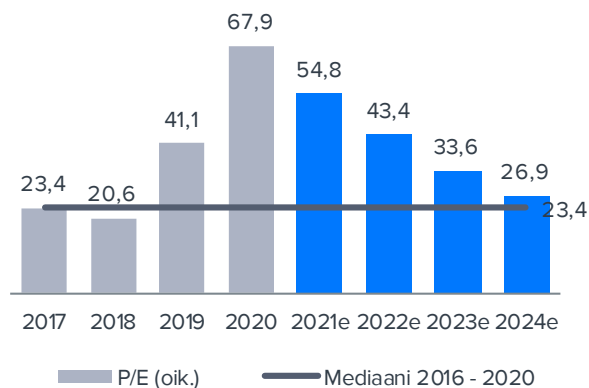
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

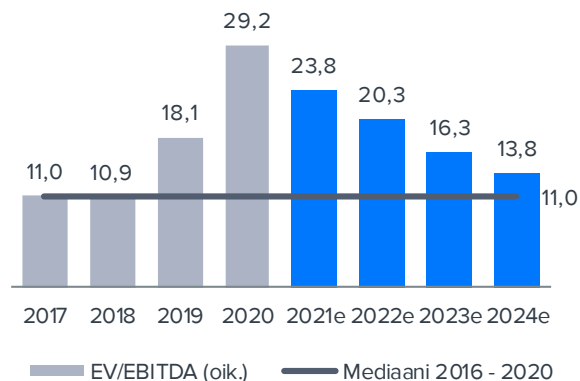
Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,20	2,13	3,18	7,50	15,1	14,0	14,0	14,0	14,0
Osakemäärä, milj. kpl	40,9	40,9	41,2	41,7	43,2	44,5	44,7	44,9	44,9
Markkina-arvo	49	87	131	313	650	622	625	628	628
Yritysarvo (EV)	67	105	149	342	679	657	660	658	651
P/E (oik.)	16,9	23,4	20,6	41,1	67,9	54,8	43,4	33,6	26,9
P/E	16,9	25,5	20,6	41,1	67,9	54,8	43,4	33,6	26,9
P/Kassavirta	20,4	40,3	90,2	neg.	>100	>100	75,9	44,7	33,1
P/B	4,2	6,2	7,0	13,3	20,2	16,7	14,2	11,6	9,5
P/S	1,3	2,1	2,7	5,4	10,0	7,6	6,5	5,7	5,0
EV/Liikevaihto	1,8	2,5	3,1	5,9	10,4	8,0	6,9	6,0	5,2
EV/EBITDA (oik.)	9,9	11,0	10,9	18,1	29,2	23,8	20,3	16,3	13,8
EV/EBIT (oik.)	16,1	20,3	17,5	32,8	52,7	43,3	35,1	27,0	21,5
Osinko/tulos (%)	46,9 %	63,9 %	59,4 %	68,4 %	67,7 %	66,6 %	60,0 %	60,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,5 %	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,2 %	1,4 %	1,8 %	2,4 %

Lähde: Inderes

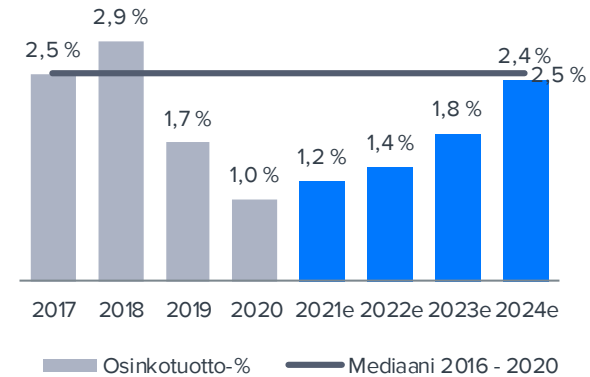
P/E (oik.)



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	11,90	45	43	21,5	14,4	14,4	10,8	1,8	1,6	21,0	16,3	2,1	2,6
Fortnox	530,0	3131	3085	101,4	68,0	79,0	55,7	33,4	25,1	128,6	88,3	0,2	0,2
Admicom	92,1	437	419	41,9	34,9	34,9	31,1	16,8	14,2	54,3	45,2	1,2	1,4
Enento	35,30	845	1000	22,2	20,1	16,3	14,5	6,1	5,6	28,9	24,5	2,9	3,1
Fondia	7,00	28	24	23,5	11,8	11,8	7,8	1,1	1,0	24,1	17,5	4,3	4,6
Vincit	7,82	103	98	16,3	10,9	10,9	8,9	1,6	1,4	17,7	11,9	2,4	2,7
Gofore	20,70	312	295	26,8	19,6	18,4	15,5	2,9	2,6	32,9	26,9	1,4	1,7
Etteplan	18,05	454	503	18,9	17,0	11,2	10,3	1,7	1,6	21,9	20,0	2,2	2,5
Talenom (Inderes)	13,98	622	657	43,3	35,1	23,8	20,3	8,0	6,9	54,8	43,4	1,2	1,4
Keskiarvo				34,1	24,6	24,6	19,3	8,2	6,6	41,2	31,3	2,1	2,3
Mediaani				22,9	18,3	15,3	12,6	2,3	2,1	26,5	22,3	2,2	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				89 %	92 %	55 %	61 %	241 %	230 %	107 %	95 %	-44 %	-45 %

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	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	58,0	17,4	16,5	14,8	16,5	65,2	20,3	21,4	19,6	20,9	82,2	96,0	111	126
Käyttökate	18,9	6,2	6,2	5,8	5,0	23,3	7,2	7,2	6,6	6,6	27,6	32,5	40,3	47,3
Poistot ja arvonalennukset	-8,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,6	-10,4	-2,8	-3,1	-3,2	-3,4	-12,4	-13,7	-15,9	-17,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,4	3,7	3,6	3,1	2,4	12,9	4,4	4,1	3,4	3,2	15,2	18,8	24,4	30,3
Liikevoitto	10,4	3,7	3,6	3,1	2,4	12,9	4,4	4,1	3,4	3,2	15,2	18,8	24,4	30,3
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,9	-0,8	-1,1	-1,0
Tulos ennen veroja	9,6	3,5	3,4	2,9	2,2	12,0	4,2	3,8	3,2	3,0	14,3	18,0	23,4	29,2
Verot	-2,0	-0,7	-0,7	-0,6	-0,4	-2,4	-0,9	-0,8	-0,6	-0,6	-2,9	-3,6	-4,7	-5,8
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	7,6	2,8	2,7	2,3	1,8	9,6	3,3	3,1	2,5	2,4	11,4	14,4	18,7	23,4
EPS (oikaistu)	0,18	0,06	0,06	0,05	0,04	0,22	0,08	0,07	0,06	0,05	0,26	0,32	0,42	0,52
EPS (raportoitu)	0,18	0,06	0,06	0,05	0,04	0,22	0,08	0,07	0,06	0,05	0,26	0,32	0,42	0,52
Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	18,6 %	17,4 %	11,8 %	10,0 %	10,4 %	12,4 %	17,0 %	29,6 %	32,0 %	27,0 %	26,1 %	16,8 %	15,2 %	14,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	21,8 %	8,0 %	13,8 %	33,7 %	66,3 %	23,7 %	18,7 %	15,2 %	7,2 %	34,0 %	17,8 %	23,8 %	30,0 %	23,9 %
Käyttökate-%	32,6 %	36,0 %	37,5 %	39,1 %	30,7 %	35,7 %	35,4 %	33,7 %	33,6 %	31,7 %	33,6 %	33,9 %	36,5 %	37,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	18,0 %	21,4 %	21,8 %	21,2 %	14,7 %	19,8 %	21,7 %	19,4 %	17,2 %	15,5 %	18,5 %	19,6 %	22,1 %	24,0 %
Nettotulos-%	13,1 %	16,2 %	16,1 %	15,6 %	11,0 %	14,7 %	16,5 %	14,3 %	12,9 %	11,6 %	13,8 %	15,0 %	16,9 %	18,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	55,3	67,8	80,0	87,1	93,7
Liikearvo	20,7	24,0	27,5	27,5	27,5
Aineettomat hyödykkeet	23,3	33,0	40,0	46,5	53,3
Käyttöomaisuus	2,6	2,5	3,3	3,8	3,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,3	1,2	1,2	1,2
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
Vaihtuvat vastaavat	14,3	16,2	19,7	23,0	26,5
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	6,5	7,1	9,0	10,6	12,2
Likvidit varat	7,8	9,1	10,7	12,5	14,4
Taseen loppusumma	71,3	84,9	101	112	122

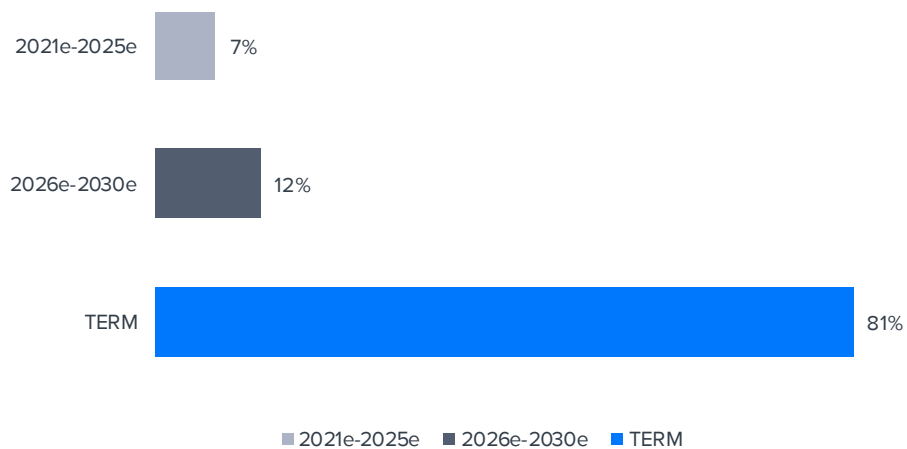
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	23,6	32,2	37,3	44,1	54,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	12,3	17,3	22,1	29,0	39,0
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	15,1	15,1	15,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	35,1	37,1	44,9	45,8	43,7
Laskennalliset verovelat	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	34,8	35,9	43,7	44,5	42,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6
Lyhytaikaiset velat	12,6	15,6	18,8	22,2	24,3
Lainat rahoituslaitoksilta	2,2	2,3	2,2	3,1	2,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,9	12,1	14,8	17,3	19,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,5	1,2	1,8	1,8	1,8
Taseen loppusumma	71,3	84,9	101	112	122

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	12,9	15,2	18,8	24,4	30,3	33,9	36,5	38,6	41,3	43,3	44,8	
+ Kokonaispoistot	10,4	12,4	13,7	15,9	17,1	18,9	21,4	23,4	23,7	25,2	26,3	
- Maksetut verot	-2,0	-2,9	-3,6	-4,7	-5,8	-6,5	-7,1	-7,5	-8,0	-8,4	-8,7	
- 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	1,3	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,6	0,4	
Operatiivinen kassavirta	23,5	25,8	29,7	36,5	42,3	47,1	51,6	55,1	57,5	60,5	62,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-22,2	-25,1	-21,5	-22,4	-23,4	-25,4	-27,3	-27,6	-28,1	-28,4	-30,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,8	0,8	8,2	14,0	19,0	21,7	24,3	27,5	29,4	32,1	32,4	
+/- 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	0,8	8,2	14,0	19,0	21,7	24,3	27,5	29,4	32,1	32,4	1081
Diskontattu vapaa kassavirta		0,7	7,6	12,2	15,5	16,7	17,5	18,7	18,7	19,3	18,3	609
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		754	754	746	734	718	702	684	665	647	627	609
Velaton arvo DCF		754										
- Korolliset velat		-38,1										
+ Rahavarat		9,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,5										
Oman pääoman arvo DCF		719										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,2										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,5 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likvideettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,4 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	48,9	58,0	65,2	82,2	96,0	EPS (raportoitu)	0,15	0,18	0,22	0,26	0,32
Käyttökate	13,7	18,9	23,3	27,6	32,5	EPS (oikaistu)	0,15	0,18	0,22	0,26	0,32
Liikevoitto	8,5	10,4	12,9	15,2	18,8	Operat. kassavirta / osake	0,27	0,44	0,54	0,58	0,66
Voitto ennen veroja	8,0	9,6	12,0	14,3	18,0	Vapaa kassavirta / osake	0,04	-0,18	0,04	0,02	0,18
Nettovoitto	6,4	7,6	9,6	11,4	14,4	Omapääoma / osake	0,45	0,57	0,74	0,84	0,99
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,09	0,13	0,15	0,17	0,19
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	51,2	71,3	84,9	101,1	112,2	Liikevaihdon kasvu-%	18 %	19 %	12 %	26 %	17 %
Oma pääoma	18,7	23,6	32,2	37,3	44,1	Käyttökateen kasvu-%	44 %	38 %	23 %	19 %	18 %
Liikearvo	18,4	20,7	24,0	27,5	27,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	66 %	22 %	24 %	18 %	24 %
Nettovelat	18,3	29,2	29,0	35,2	35,2	EPS oik. kasvu-%	69 %	18 %	21 %	15 %	26 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	28,0 %	32,6 %	35,7 %	33,6 %	33,9 %
Käyttökate	13,7	18,9	23,3	27,6	32,5	Oik. Liikevoitto-%	17,5 %	18,0 %	19,8 %	18,5 %	19,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	1,2	2,4	1,3	1,0	Liikevoitto-%	17,5 %	18,0 %	19,8 %	18,5 %	19,6 %
Operatiivinen kassavirta	11,2	18,3	23,5	25,8	29,7	ROE-%	39,0 %	36,0 %	34,4 %	32,7 %	35,3 %
Investoinnit	-9,5	-25,7	-22,2	-25,1	-21,5	ROI-%	21,6 %	20,2 %	19,8 %	19,8 %	21,5 %
Vapaa kassavirta	1,5	-7,6	1,8	0,8	8,2	Omavaraisuusaste	36,7 %	33,2 %	38,1 %	37,1 %	39,6 %
						Nettovelkaantumisaste	97,7 %	123,9 %	90,3 %	94,4 %	79,7 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	3,1	5,9	10,4	8,0	6,9						
EV/EBITDA (oik.)	10,9	18,1	29,2	23,8	20,3						
EV/EBIT (oik.)	17,5	32,8	52,7	43,3	35,1						
P/E (oik.)	20,6	41,1	67,9	54,8	43,4						
P/B	7,0	13,3	20,2	16,7	14,2						
Osinkotuotto-%	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,2 %	1,4 %						

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 liikeytoiminnassaan 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.

Suositus historia (>12 kk)

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.9.2018	Lisää	3,33 €	3,07 €
23.10.2018	Lisää	3,50 €	3,26 €
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 €

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.**