

Talenom

Yhtiöpäivitys

2.3.2021

- Toistamme tavoitehintamme 12,0 €, mutta nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä)
- Talenomin osake on laskenut yli 25 % vuodenvaihteesta ja samalla yliarvostus on mielestämme poistunut
- Tulokasvunäkymässä ei mielestämme ole tapahtunut muutoksia ja ennustemme ovat ennallaan
- Arvostustaso on edelleen erittäin korkea (2022e P/E 34x), mutta mielestämme nyt perusteltavissa



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

Varovasti takaisin kasvutarinan kyytiin

Olemme nostaneet Talenomin suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja toistamme tavoitehinnan 12,0 euroa. Osake on laskenut yli 25 % vuodenvaihteesta ja samalla osakkeessa näkemämme yliarvostus on mielestämme poistunut. Tuloskasvunäkymässä ei mielestämme ole tapahtunut muutoksia emmekä ole tehneet ennustemuutoksia. Arvostustaso on edelleen erittäin korkea (2022e P/E 34x), mutta mielestämme perusteltavissa erittäin hyvällä tuloskasvunäkymällä (EPS >20 % vuosittain) ja yleisesti erittäin houkuttelevalla sijoitustarinalla.

Osake ei ole halpa, mutta nykyinen arvostus on perusteltavissa

Talenomin osake on laskenut yli 25 % vuodenvaihteesta, mikä on heijastunut suoraan osakkeen arvostukseen. Samalla näkemämme yliarvostus on mielestämme poistunut, vaikka arvostus on toki edelleen haastava. Vuoden 2021e P/E on edelleen korkea 43x, mutta ensi vuoteen katsottaessa P/E on ainakin siedettävä 34x. Lähivuosien vahvalla tuloskasvulla arvostuskertoimet kuitenkin painuvat kohtuulliselle tasolle suhteellisen nopeasti, ja Talenomin kohdalla näkyvyys tuloskehitykseen on suhteellisen hyvä. Emme ole tehneet muutoksia ennusteisiimme, ja tuloskasvuun nähden Talenomin arvostus on ainakin hieman normalisoitunut. Pidemmän aikavälin tuloskasvuennusteelle laskettu PEG-luku on selvästi yli 2x, mutta TiliJaskan ja kansainvälistymisen tuomat optiot tukisivat tuotto-odotusta merkittävästi positiivisessa skenaariossa. Näemme osakkeen riski/tuotto-suhteen kohtuullisena osakkeen laskettua selvästi alle tavoitehintamme ja palaamme Talenomin sijoitustarinan kyytiin.

Tuloskasvunäkymä on vahva ja yritysostostrategia on toiminut hyvin

Talenom on ohjeistanut vuoden 2021 liikevaihdon olevan 75-80 MEUR ja liikevoiton olevan 14-16 MEUR. Yhtiöllä on yleisesti erittäin hyvä näkyvyys tuloskehitykseen, ja oma liikevoittoennusteemme on edelleen haarukan keskellä (15,0 MEUR). Lähivuosien tuloskasvunäkymä on ennallaan, eli odotamme Talenomin EPS:n kasvavan noin 23 % vuosittain lähivuosina (2020-2023e CAGR-%). Tämä vaatii ydinliiketoiminnan hyvän kehityksen jatkumisen lisäksi vähintään onnistumista Ruotsissa, missä Talenom on siirtymässä uuteen vaiheeseen oman teknologian lokalisoinnin muodossa. Mahdollista Keski-Euroopan laajentumista ennusteissa ei vielä ole, kuten ei muitakaan uusia yritysostoja. Euroopan laajentumisen aikataulua on vaikea arvioida, koska sopivan yritysostokohteen löytäminen voi viedä pitkäänkin. Lähtökohtaisesti uskomme osakemarkkinoiden kuitenkin ottavan mahdollisen laajentuminen positiivisesti vastaan, kunhan yritysoston arvostus on ainakin kohtuullinen. Talenomin yritysostostrategia on toiminut viime vuosina hyvin, ja riskejä pienentää oman osakkeen mahdollinen käyttö.

Pitkän aikavälin tarina on houkutteleva

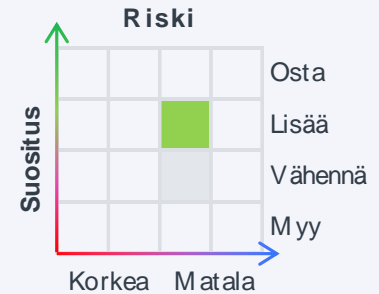
Pidämme Talenomia edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarinana. Talenomin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, defensiivistä, kannattavuus osin skaalautuvaa ja kilpailuedut vahvoja. Yhtiöllä on jo vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka 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. Ainoa selkeä haaste tarinassa on ollut korkea arvostustaso, joka on nyt osakekurssin laskun jälkeen palannut ainakin siedettävälle tasolle.

Suositus

Lisää
(aik. Vähennä)

12,00 EUR
(aik. 12,00 EUR)

Osakekurssi:
11,15



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	65	76	88	102
kasvu-%	12 %	17 %	15 %	15 %
EBIT oik.	12,9	15,0	18,9	24,1
EBIT-% oik.	19,8 %	19,7 %	21,5 %	23,7 %
Nettotulos	9,6	11,4	14,5	18,5
EPS (oik.)	0,22	0,26	0,33	0,42
P/E (oik.)	67,9	43,1	33,9	26,8
P/B	20,2	13,1	11,0	9,1
Osinkotuotto-%	1,0 %	1,4 %	1,8 %	2,2 %
EV/EBIT (oik.)	52,7	34,8	27,7	21,8
EV/EBITDA	29,2	19,4	16,1	13,3
EV/Liikevaihto	10,4	6,8	5,9	5,2

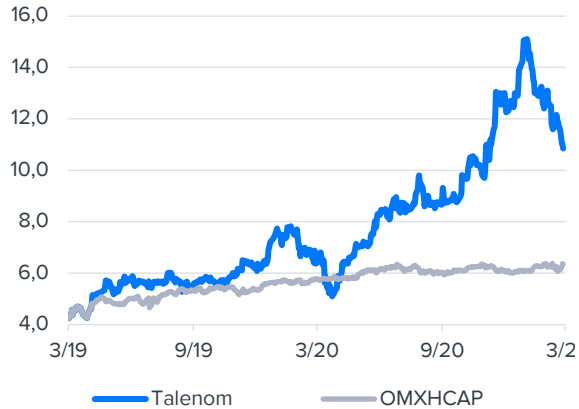
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

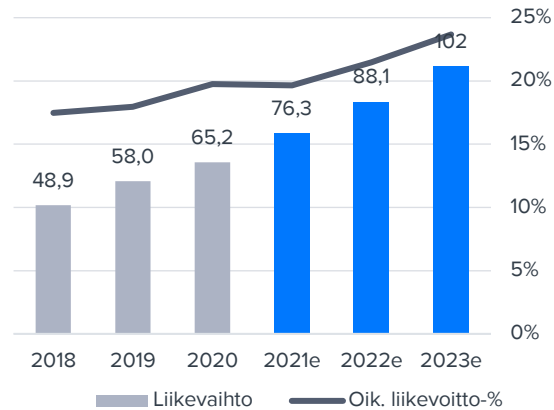
Vuoden 2021 liikevaihdon odotetaan olevan 75-80 MEUR ja liikevoiton odotetaan olevan 14-16 MEUR.

Osakekurssi



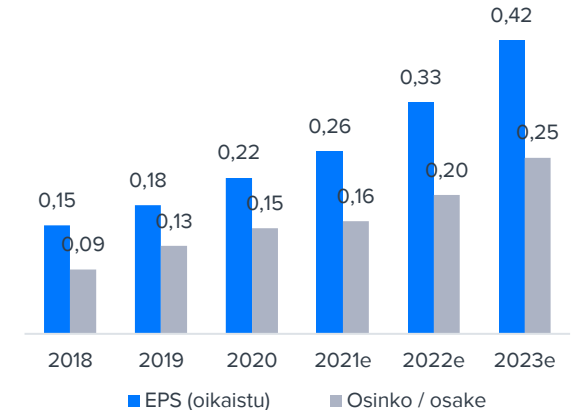
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- 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



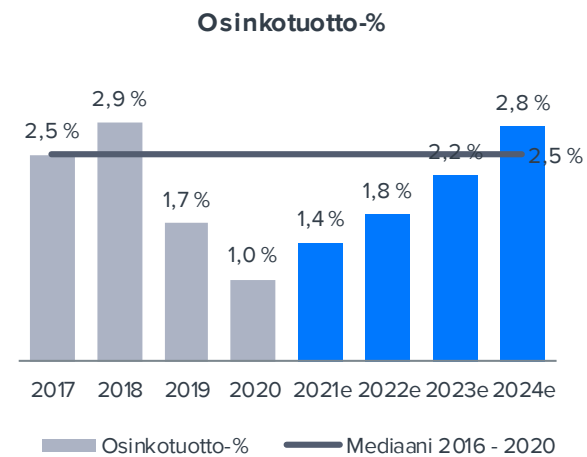
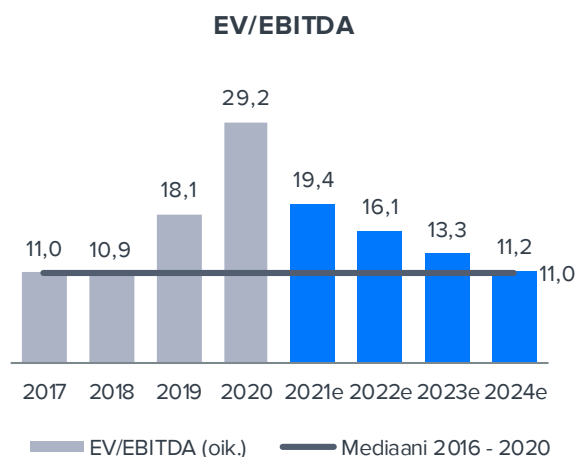
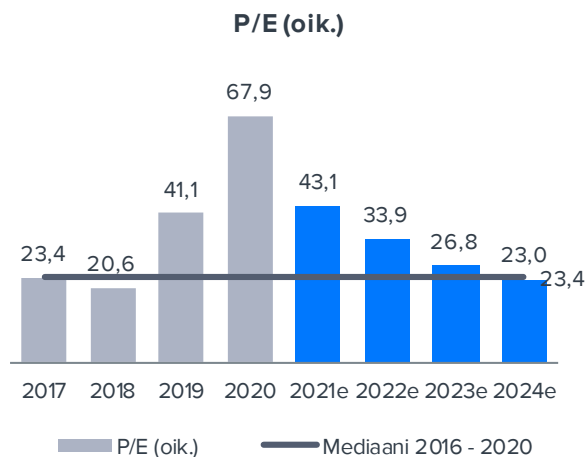
Arvostus

- Erittäin voimakas tuloskasvu, yli 90 % toistuva liikevaihto ja hyvä näkyvyys tukevat hyväksyttävää arvostusta
- Premiohinnoittelu perusteltu, koska yhtiö on toimialan edelläkävijä, voittaa markkinaosuutta ja luo koko ajan omistaja-arvoa
- Osakkeen arvostustaso on yleisesti erittäin korkea, mutta normalisoituu hiljalleen tuloskasvun ansiosta

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,20	2,13	3,18	7,50	15,1	11,2	11,2	11,2	11,2
Osakemäärä, milj. kpl	40,9	40,9	41,2	41,7	43,2	43,9	44,1	44,3	44,3
Markkina-arvo	49	87	131	313	650	490	492	494	494
Yritysarvo (EV)	67	105	149	342	679	523	524	524	513
P/E (oik.)	16,9	23,4	20,6	41,1	67,9	43,1	33,9	26,8	23,0
P/E	16,9	25,5	20,6	41,1	67,9	43,1	33,9	26,8	23,0
P/Kassavirta	20,4	40,3	90,2	neg.	>100	>100	60,6	39,8	21,9
P/B	4,2	6,2	7,0	13,3	20,2	13,1	11,0	9,1	7,6
P/S	1,3	2,1	2,7	5,4	10,0	6,4	5,6	4,9	4,3
EV/Liikevaihto	1,8	2,5	3,1	5,9	10,4	6,8	5,9	5,2	4,4
EV/EBITDA (oik.)	9,9	11,0	10,9	18,1	29,2	19,4	16,1	13,3	11,2
EV/EBIT (oik.)	16,1	20,3	17,5	32,8	52,7	34,8	27,7	21,8	18,5
Osinko/tulos (%)	46,9 %	63,9 %	59,4 %	68,4 %	67,7 %	61,9 %	60,0 %	60,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,5 %	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,4 %	1,8 %	2,2 %	2,8 %

Lähde: Inderes



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	10,90	40	40	207,7	138,5	138,5	138,5	18,9	17,3	19,1	16,5	2,3	2,8
Fortnox	464,5	2743	2720	84,3	62,5	65,9	50,9	30,2	23,4	109,8	82,8	0,2	0,2
Admicom	103,0	508	495	45,0	35,3	41,2	33,0	19,0	16,5	51,2	43,1	1,2	1,5
Enento	32,00	768	911	24,3	20,4	15,2	13,2	5,6	5,2	27,5	22,9	3,1	3,4
Fondia	7,30	29	24	11,8	11,8	7,9	7,9	1,1	1,0	20,3	16,6	4,4	5,2
Vincit	9,20	113	104	14,8	13,0	11,5	10,4	1,8	1,6	17,0	15,3	2,2	2,4
Gofore	17,25	242	227	20,7	18,2	16,2	14,2	2,4	2,2	24,8	22,0	1,6	1,8
Etteplan	14,60	364	405	16,4	14,6	9,3	8,6	1,4	1,3	19,3	17,3	2,6	2,9
Talenom (Inderes)	11,15	490	523	34,8	27,7	19,4	16,1	6,8	5,9	43,1	33,9	1,4	1,8
Keskiarvo				53,1	39,3	38,2	34,6	10,1	8,6	36,1	29,6	2,2	2,5
Mediaani				22,5	19,3	15,7	13,7	4,0	3,7	22,5	19,6	2,2	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				55 %	44 %	23 %	17 %	70 %	60 %	91 %	73 %	-36 %	-31 %

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

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	58,0	17,4	16,5	14,8	16,5	65,2	20,4	19,5	17,5	18,9	76,3	88,1	102	116
Käyttökate	18,9	6,2	6,2	5,8	5,0	23,3	7,3	7,0	6,2	6,5	27,0	32,7	39,3	45,8
Poistot ja arvonalennukset	-8,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,6	-10,4	-2,8	-2,9	-3,1	-3,2	-12,0	-13,7	-15,3	-18,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,4	3,7	3,6	3,1	2,4	12,9	4,5	4,1	3,1	3,3	15,0	18,9	24,1	27,8
Liikevoitto	10,4	3,7	3,6	3,1	2,4	12,9	4,5	4,1	3,1	3,3	15,0	18,9	24,1	27,8
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-1,0	-0,9
Tulos ennen veroja	9,6	3,5	3,4	2,9	2,2	12,0	4,3	3,9	2,9	3,1	14,2	18,1	23,1	26,9
Verot	-2,0	-0,7	-0,7	-0,6	-0,4	-2,4	-0,9	-0,8	-0,6	-0,6	-2,8	-3,6	-4,6	-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	7,6	2,8	2,7	2,3	1,8	9,6	3,4	3,1	2,3	2,5	11,4	14,5	18,5	21,5
EPS (oikaistu)	0,18	0,06	0,06	0,05	0,04	0,22	0,08	0,07	0,05	0,06	0,26	0,33	0,42	0,49
EPS (raportoitu)	0,18	0,06	0,06	0,05	0,04	0,22	0,08	0,07	0,05	0,06	0,26	0,33	0,42	0,49

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	18,6 %	17,4 %	11,8 %	10,0 %	10,4 %	12,4 %	17,5 %	18,0 %	18,0 %	15,0 %	17,1 %	15,5 %	15,2 %	14,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	21,8 %	8,0 %	13,8 %	33,7 %	66,3 %	23,7 %	20,7 %	13,4 %	-0,4 %	36,4 %	16,5 %	26,2 %	27,1 %	15,5 %
Käyttökate-%	32,6 %	36,0 %	37,5 %	39,1 %	30,7 %	35,7 %	35,7 %	36,1 %	35,4 %	34,3 %	35,4 %	37,1 %	38,7 %	39,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	18,0 %	21,4 %	21,8 %	21,2 %	14,7 %	19,8 %	22,0 %	20,9 %	17,9 %	17,5 %	19,7 %	21,5 %	23,7 %	24,0 %
Nettotulos-%	13,1 %	16,2 %	16,1 %	15,6 %	11,0 %	14,7 %	16,8 %	15,9 %	13,4 %	13,1 %	14,9 %	16,5 %	18,2 %	18,6 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	76,3	76,3	0 %	88,1	88,1	0 %	102	102	0 %
Käyttökate	27,0	27,0	0 %	32,7	32,7	0 %	39,3	39,3	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,0	15,0	0 %	18,9	18,9	0 %	24,1	24,1	0 %
Liikevoitto	15,0	15,0	0 %	18,9	18,9	0 %	24,1	24,1	0 %
Tulos ennen veroja	14,2	14,2	0 %	18,1	18,1	0 %	23,1	23,1	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,26	0,26	0 %	0,33	0,33	0 %	0,42	0,42	0 %
Osakekohtainen osinko	0,16	0,16	0 %	0,20	0,20	0 %	0,25	0,25	0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	55,3	67,8	77,3	84,7	92,5
Liikearvo	20,7	24,0	24,0	24,0	24,0
Aineettomat hyödykkeet	23,3	33,0	41,3	48,7	55,8
Käyttöomaisuus	2,6	2,5	2,7	2,7	3,2
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	17,6	20,3	23,4
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	8,4	9,7	11,2
Likvidit varat	7,8	9,1	9,2	10,6	12,2
Taseen loppusumma	71,3	84,9	96,1	107	117

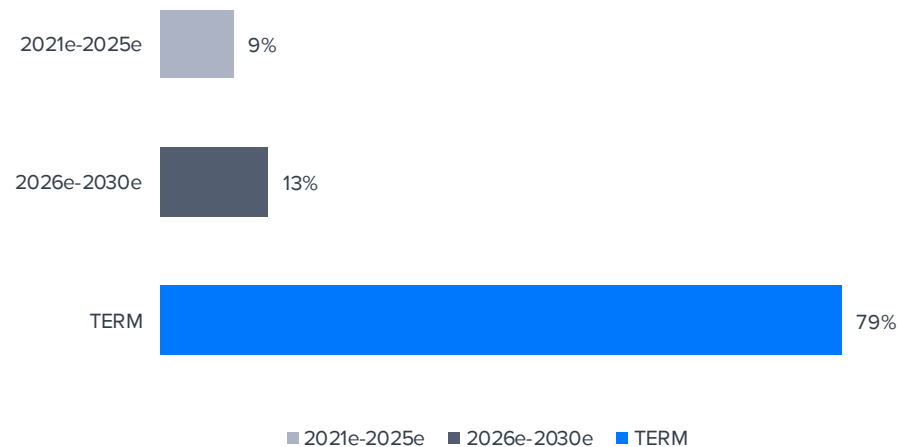
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	23,6	32,2	37,3	44,8	54,6
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	12,3	17,3	22,1	29,6	39,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	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	40,5	39,6	38,5
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	39,2	38,3	37,2
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	18,3	22,3	24,4
Lainat rahoituslaitoksilta	2,2	2,3	2,7	4,6	4,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,9	12,1	13,7	15,9	18,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,5	1,2	1,8	1,8	1,8
Taseen loppusumma	71,3	84,9	96,1	107	117

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	12,9	15,0	18,9	24,1	27,8	30,5	32,8	33,9	35,6	37,4	38,5	
+ Kokonaispoistot	10,4	12,0	13,7	15,3	18,0	18,9	21,4	23,3	25,0	26,2	27,4	
- Maksetut verot	-2,0	-2,8	-3,6	-4,6	-5,4	-5,9	-6,4	-6,6	-6,9	-7,3	-7,5	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,4	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8	0,5	0,6	0,4	
Operatiivinen kassavirta	23,5	24,9	29,7	35,4	41,2	44,2	48,5	51,2	54,0	56,7	58,6	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-22,2	-21,7	-21,6	-23,0	-18,6	-24,9	-26,9	-28,0	-28,1	-29,1	-30,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,8	3,2	8,1	12,4	22,6	19,3	21,6	23,2	26,0	27,6	27,8	
+/- 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	3,2	8,1	12,4	22,6	19,3	21,6	23,2	26,0	27,6	27,8	897
Diskontattu vapaa kassavirta		3,0	7,2	10,4	17,8	14,3	15,0	15,2	16,0	15,9	15,1	488
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		618	615	607	597	579	565	550	535	519	503	488
Velaton arvo DCF		618										
- Korolliset velat		-38,1										
+ Rahavarat		9,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		589										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,4										

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-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	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	76,3	88,1	EPS (raportoitu)	0,15	0,18	0,22	0,26	0,33
Käyttökate	13,7	18,9	23,3	27,0	32,7	EPS (oikaistu)	0,15	0,18	0,22	0,26	0,33
Liikevoitto	8,5	10,4	12,9	15,0	18,9	Operat. kassavirta / osake	0,27	0,44	0,54	0,57	0,67
Voitto ennen veroja	8,0	9,6	12,0	14,2	18,1	Vapaa kassavirta / osake	0,04	-0,18	0,04	0,07	0,18
Nettovoitto	6,4	7,6	9,6	11,4	14,5	Omapääoma / osake	0,45	0,57	0,74	0,85	1,02
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,09	0,13	0,15	0,16	0,20
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	51,2	71,3	84,9	96,1	106,6	Liikevaihdon kasvu-%	18 %	19 %	12 %	17 %	15 %
Oma pääoma	18,7	23,6	32,2	37,3	44,8	Käyttökateen kasvu-%	44 %	38 %	23 %	16 %	21 %
Liikearvo	18,4	20,7	24,0	24,0	24,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	66 %	22 %	24 %	16 %	26 %
Nettovelat	18,3	29,2	29,0	32,7	32,3	EPS oik. kasvu-%	69 %	18 %	21 %	17 %	27 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	28,0 %	32,6 %	35,7 %	35,4 %	37,1 %
Käyttökate	13,7	18,9	23,3	27,0	32,7	Oik. Liikevoitto-%	17,5 %	18,0 %	19,8 %	19,7 %	21,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	1,2	2,4	0,9	0,8	Liikevoitto-%	17,5 %	18,0 %	19,8 %	19,7 %	21,5 %
Operatiivinen kassavirta	11,2	18,3	23,5	24,9	29,7	ROE-%	39,0 %	36,0 %	34,4 %	32,7 %	35,3 %
Investoinnit	-9,5	-25,7	-22,2	-21,7	-21,6	ROI-%	21,6 %	20,2 %	19,8 %	20,1 %	22,7 %
Vapaa kassavirta	1,5	-7,6	1,8	3,2	8,1	Omavaraisuusaste	36,7 %	33,2 %	38,1 %	39,0 %	42,2 %
						Nettovelkaantumisaste	97,7 %	123,9 %	90,3 %	87,7 %	72,1 %
Suurimmat omistajat	% -osakkeista					Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Harri Tahkola	20,0 %					EV/Liikevaihto	3,1	5,9	10,4	6,8	5,9
Hallintarekisteröity (SEB)	14,3 %					EV/EBITDA (oik.)	10,9	18,1	29,2	19,4	16,1
Markus Tahkola	11,7 %					EV/EBIT (oik.)	17,5	32,8	52,7	34,8	27,7
Hallintarekisteröity (Nordea)	8,6 %					P/E (oik.)	20,6	41,1	67,9	43,1	33,9
SR Danske Invest Suomi Osake	5,3 %					P/B	7,0	13,3	20,2	13,1	11,0
Conficap	4,3 %					Osinkotuotto-%	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,4 %	1,8 %

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 (välttämättä 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, vertailuryhmäanalyysi 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille 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 oikaistua

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.4.2018	Lisää	2,50 €	2,32 €
3.8.2018	Lisää	3,00 €	2,78 €
11.9.2018	Vähennä	3,00 €	2,91 €
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 €

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 Oy

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.**