

Talenom

Tuloskommentti Q2/21



Julkaisuajankohta
3.8.2021 8:21

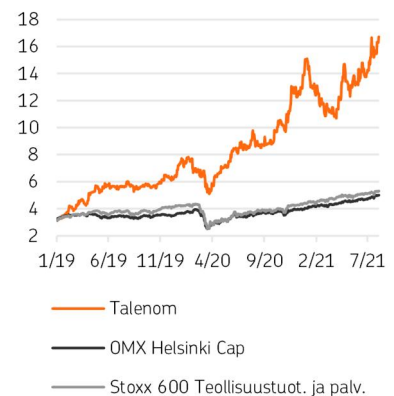
Kovaa kasvua korkealla arvostuksella

- Talenomin kasvu kiihtyi Q2:lla odotetusti yritystojen vetämänä. Positiivista on, että myös orgaaninen kasvu on nyt palautunut koronaa edeltävälle tasolle. Yritystot painavat suhteellista kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, mutta Suomen tilitoimistoliiketoiminnan automaatioasteen nousu tukee odotuksia pidemmän aikavälin kannattavuuden parantumisesta sekä Suomessa että muutaman vuoden sisällä myös Ruotsissa. Osakkeen kurssinousun myötä suosituksemme laskee VÄHENNÄ-tasolle (aik. Lisää) tavoitehinnalla 16,00 euroa.**
- Q2:** Liikevaihdon kasvu (+30%) kiihtyi selvästi Q1:n tasolta (+17%) yrityskauppojen tukemana. Orgaaninen kasvu oli alkuvuonna noin kolmannes kasvusta ja on yhtiön mukaan loppukeväästä palautunut koronaa edeltävälle tasolle. Liikevoittomarginaali jäi ennusteista, mutta yhtiön mukaan Suomen liiketoimintojen kannattavuus parantui edellisvuodesta ilman yrityskauppojen heikentävää vaikutusta.
- Näkymät:** Talenom toisti aikaisemman ohjeistuksen ja odottaa kuluvan vuoden liikevaihdon olevan 80–84 milj. euroa ja liikevoiton 14–16 milj. euroa. Yhtiön pidemmän aikavälin kasvuhankkeet etenevät mielestämme odotetusti. Heinäkuussa Talenom laajentui Espanjaan ja on alkuvuoden aikana vahvistanut asemiaan yritysostoilla myös Suomessa ja Ruotsissa. Kasvuhankkeet painavat kuluvana vuonna suhteellista kannattavuutta, mutta Suomessa kirjanpidossa saavutettu automaatioasteen nousu yli 75%:iin (H1/20: 68%) ja palkanlaskennassa yli 50%:iin (0%) antaa tukea marginaalien parantumiselle tulevien vuosien aikana. Sillanpääaseman luominen Espanjan suurelle markkinalle luo puolestaan pidemmällä aikavälillä uuden mielenkiintoisen kasvuaihion. Talenomin kasvutarina on jälleen hieman vahvistunut.
- Tavoitehintaa:** Kasvunäkymien parantumisen seurauksena hyväksymme Talenomille EV/EBITDA -kertoimen 18x (aik. 16,5x) vuodelle 2023, mikä vastaa noin EV/EBIT -kerrointa 28x. Kassavirtamallin antama arvo on 15,70 euroa/osake. Tavoitehintamme nousee näiden arvostusmetodien ja päivitettyjen ennusteiden myötä 16,00 euroon (aik. 14,50 euroa).

Suositus **VÄHENNÄ**
Laskettu (aik. LISÄÄ)
Tavoitehintaa (€) **16,00**
(aik. 14,50)

Hinta (€)*	16,72
Ylin (12kk)	16,82
Alin (12kk)	7,94
Markkina-arvo (M€)	731
Indeksipaino	0,2 %
Beta	0,80
Kaupankäyntitunnus	TNOM
Seuraava tulosjulkistuspäivä	1.11.2021

Kurssikehitys	1kk	3kk	12kk
Hinta (€)	14,22	13,32	9,32
Muutos	17,6 %	25,5 %	79,4 %



Lähde: OP Markets, Bloomberg, *) 2.8.

Talenom						
EURm	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	48,9	58,0	65,2	82,8	96,8	111,4
Liikevaihdon kasvu (%)	18,1 %	18,6 %	12,4 %	27,1 %	16,9 %	15,0 %
Liikevoitto	8,5	10,4	12,9	15,2	20,5	25,6
Liikevoitto (%)	17,5 %	18,0 %	19,8 %	18,4 %	21,2 %	23,0 %
Tulos ennen veroja	8,0	9,6	12,0	14,4	19,7	24,8
Tulos/osake	0,15	0,18	0,22	0,27	0,37	0,46
Osinko/osake	0,09	0,13	0,15	0,17	0,20	0,23
Osinkotuotto (%)	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,0 %	1,2 %	1,4 %
EV/Sales	3,0	5,9	10,4	9,3	7,9	6,8
EV/EBITDA	10,9	18,0	29,0	27,9	22,5	18,8
P/E	20,6	40,8	67,7	63,0	45,7	36,2
P/B	7,0	13,2	20,1	19,4	15,8	12,5
ROE	34 %	32 %	30 %	31 %	35 %	34 %
ROCE	19 %	17 %	17 %	16 %	21 %	25 %
Omavaraisuusaste	36 %	33 %	37 %	37 %	41 %	47 %
Gearing	96 %	116 %	87 %	99 %	69 %	42 %

Lähde: OP Markets



Seniorstrategi

Kim Gorschnik

+358 10 252 4351

kim.gorschnik@op.fi

Investment case

- **Defensiivinen kasvumarkkina:** Suomen tilioimistomarkkinoiden koko vuonna 2019 oli noin 1,2 mrd. euroa. Ala on kasvanut vuosina 2001-2019 keskimäärin 5,4%/vuosi eli selvästi yleistä talouskasvua nopeammin. Hyvän kasvun lisäksi ala on myös hyvin defensiivinen – toimiala kasvoi jopa finanssikriisin aikana 2008-2009.
- **Kilpailuetu teknologiassa ja palvelussa:** Automatisointi- ja skaalaeduct ovat toimialalla mittavia, joten konsolidaation jatkuminen on vääjäämätöntä. Digitalisaatiomurros vauhdittaa konsolidaatiota, kun pienillä manuaalisesti toimivilla tilioimistoilla ei ole resursseja kehittää toimintojaan. Talenom in liiketoimintamalli perustuu oman ohjelmistokehityksen tuomaan tehokkuuteen, mikä vapauttaa asiantuntijat lisäarvopalveluihin. Tämä parantaa asiakastytyvyyttä mahdollistaen samalla lisämyyntiä nykyisille asiakkaille.
- **Kansainvälistymisestä sekä uusista palveluista ja asiakasryhmistä lisäkasvu:** Talenom laajensi toimintaansa Ruotsiin vuonna 2019 ja tutkii muita Euroopan maita potentiaalisina laajentumiskohteina. Kansainvälistyminen tarjoaa merkittävää kasvupotentiaali yhtiölle. Talenomilla on vahvaa osaamista mm. sopimusjuridiikan ja verotuksen saralta ja strategiana on palvella PK-yrittäjiä laajasti yritystoiminnan hallintaan liittyvissä asioissa. Yhtiö on lisäksi laajentanut toimintaansa pienempiin yrityksiin uudella digitaaliseen jakeluun pohjautuvalla liiketoiminnalla sekä laajentanut tuotetarjontansa mm. pankkipalveluihin.

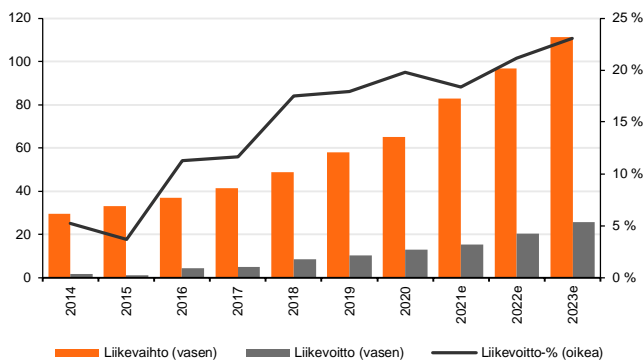
Ajurit

- **Kansainvälistyminen:** Talenom in kansainvälistyminen alkoi Ruotsista vuonna 2019 ja nyt kokoluokka on jo merkittävä. Uusia maita kartoitetaan aktiivisesti.
- **Lisäarvopalveluiden merkityksen kasvu:** Kirjanpidon automaatio on lisännyt asiantuntijoiden aikaa lisäarvopalveluihin nostamalla asiakaskohtaista liikevaihtoa, parantaen asiakaskokemusta ja henkilökunnan työtyytyvyyttä.
- **Arvoa luovat yrityskaupat:** Talenom on viime vuosien aikana kiihdyttänyt yritysostoja sekä Suomessa että Ruotsissa. Talenom on onnistunut hyvin kohteiden integroinnissa ja kannattavuuden nostossa, mikä yhdessä edullisten osthintojen kanssa luovat omistaja-arvoa.

Riskit

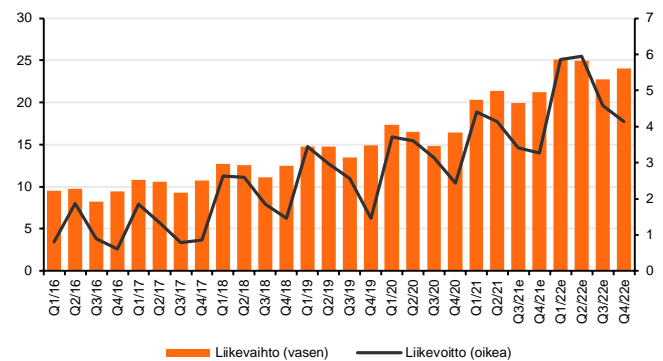
- **Kilpailun kiristyminen:** Automaation ja digitalisuuden eteneminen toimialalla johtanee hintakilpailun kiristymiseen jatkossa.
- **Kansainvälistymisen epäonnistuminen:** Ruotsin liiketoimintojen kannattavuuden nostosta ei ole vielä näyttöjä automaatiota nostavien ohjelmistojen lokalisoinnin kautta.
- **Taseen liikearvo ja aineettomat oikeudet:** Talenom in liikearvo ja aineettomien oikeuksien määrä taseessa on korkea. Mikäli kannattavuus laskisi voimakkaasti näihin eriiin liittyisi epävarmuutta. Riski on mielestämme kuitenkin hyvin matala.

Vuosittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

Kvartaalittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

Q2-tulos

Talenomin liikevaihto ylitti ennusteet, mutta kannattavuus jäi odotettua heikommaksi. Ilman yritysostojen vaikutusta Suomen toimintojen kannattavuus kuitenkin nousi edellisvuodesta.

EURm	Q2/21a	vs. OP	Q2/2021e		Q2/20a	Kasvu YoY
			OP	Kons		
Liikevaihto	21,4	1 %	21,1	21,1	16,5	30 %
Liikevoitto	4,1	-5 %	4,4	4,4	3,6	15 %
Liikevoitto-%	19,4 %		20,7 %	20,9 %	21,8 %	
Tulos ennen veroja	3,8	-8 %	4,2	4,2	3,4	14 %
Tulos/osake	0,07	-10 %	0,08	0,08	0,06	14 %

Lähde: OP Markets, FactSet

Ennustemuutokset

Talenom tiedotti heinäkuussa kahdesta yrityskaupasta. Yhtiö laajentui Espanjaan ostamalla Avail Services -yhtiön (Avalanding) sekä vahvisti asemiaan Ruotsissa YOUNited Professionals -yhtiön hankinnan myötä. Olemme päivittäneet ennusteet Q2-raportin sekä edellä mainittujen yrityskauppojen seurauksena. Liikevaihtoennusteen nousun myötä tulosenusteet nousivat lievästi vuosille 2022-2023.

EURm	2021			2022			2023		
	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero
Liikevaihto	82,8	81,4	2 %	96,8	93,6	3 %	111,4	107,6	3 %
Liikevaihdon kasvu				16,9 %	15,0 %		15,0 %	15,0 %	
Liikevoitto	15,2	15,5	-2 %	20,5	20,2	2 %	25,6	25,0	3 %
Marginaali	18,4 %	19,1 %		21,2 %	21,6 %		23,0 %	23,2 %	
Tulos ennen veroja	14,4	14,8	-3 %	19,7	19,4	2 %	24,8	24,2	3 %
Tulos/osake	0,27	0,27	-3 %	0,37	0,36	2 %	0,46	0,45	3 %

Lähde: OP Markets

Talenomin tekemät yrityskaupat 2017-2021

Ostettu yhtiö	Paikkakunta	Henkilö- määrä	L-vaihto	Tulos	Kauppahinta	Lisäkauppahinta (max.)	EV/S (max.)
2017							
Trust Accounts TKG	Kuopio	17	1,2	0,1	0,5		0,4
2018							
Tilitoimisto K Ollila	Oulu		0,5				
Tilitoimisto Tuloslaskenta ja ATT yritysp.			1,4				
2019							
Wakers Consulting	Tukholma	30	2,6	0,4	2,6		1,0
Wasa Tilit ja WT Företagstjänster	Vaasa	30	2,2	0,2	1,6		0,7
2020							
Addvalue Advisors	Vantaa	6	0,5	0,1	0,3		0,5
Niva Ekonomi AB	Tukholma	17	1,4	0,2	1,1	0,2	0,9
Frivision	Göteborg ja Malmö	20	1,4	0,0	1,4	0,6	1,4
Larsen & Co Tilitoimisto	Helsinki	17	1,4	0,2	1,0		0,7
Ekonomianalys ja Persson&Thorin	Järfälla, Växjö	42	3,5	0,3	2,9	2,3	1,5
2021							
Balance Systems ja Laskentalinja	Kemi ja Kuopio		0,9		0,6	0,3	1,0
Tilipalvelu Pirkko Kempainen	Ivalo, Rovaniemi	5	0,4		0,2	0,1	0,8
Crescendo ja Progreedo	Nacka, Östersund, Åre	25	2,3	0,3	2,2	0,4	1,1
AC-Tilit ja Tilitoimisto Reijo Mäki	Espoo ja H-linna		0,6		0,3		0,5
Balance-Team	Helsinki	20	2,7	1,0	5,3		2,0
Lapin Tulostieto	Tornio, Ylitornio, Kolari	7	0,5				
Avail Services SL	Barcelona	16	0,9	0,0	1,9	1,5	3,8
YOUNited Professionals	Nyköping	14	1,2	0,3	1,3	0,2	1,3

Lähde: Talenom, Asiakastieto, OP Markets, harmaalla OP:n arvioita

Vertailuyhtiöt

Listattujen vertailuyhtiöiden löytäminen Talenomille on hankalaa. Yhtiön toimintamalli poikkeaa toisaalta tilitoimistopalveluita tarjoavista yhtiöistä kuten Suomessa noteeratusta Aallon Groupista ja toisaalta ohjelmistoyhtiöistä kuten Admicom tai Fortnox.

Olemme alla olevaan taulukkoon koonneet neljän tyyppisiä vertailuyhtiöitä: (1) suomalaisia palveluyhtiöitä, joista Enento (ent. Asiakastieto) on mielestämme liiketoiminnan defensiivisyyden ja hyvän kilpailuasemansa perusteella lähimpänä, (2) pohjoismaiset asiantuntijatyötä myyvät IT-palveluyhtiöt, (3) pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt sekä (4) tilitoimistopalveluja tarjoavat yhtiöt.

Kuten taulukosta voimme havaita arvostuserot yhtiöiden välillä ovat suuria. Korkean kannattavuuden ja kasvun ohjelmistoyhtiöiden arvostukset ovat luonnollisesti selvästi korkeampia palveluyhtiöihin verrattuna, joissa liiketoiminnan skaalautuvuus on selvästi matalampaa.

Liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden osalta Talenom asettuu ohjelmistoyhtiöiden ja palveluyhtiöiden väliin.

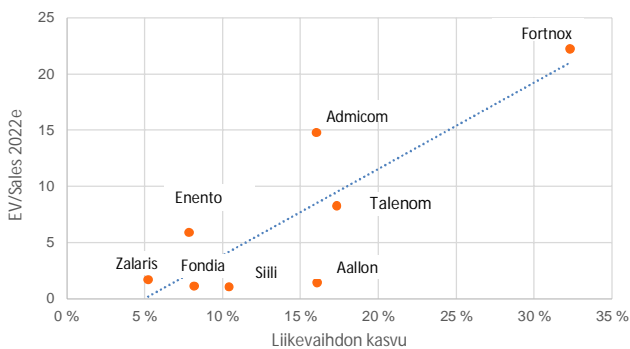
Vertailuyhtiöiden arvostus

Yhtiö	MCAP	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	EURm	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Suomalaisia vertailuyhtiöitä													
Enento Group Oyj	928	6,4x	5,9x	5,4x	17,4x	15,1x	13,6x	27,5x	22,8x	20,1x	32,0x	27,4x	24,0x
Fondia Oyj	31	1,2x	1,1x	na.	10,7x	8,1x	na.	13,5x	10,4x	na.	21,1x	16,3x	12,8x
Gofore Plc	284	na.	na.	na.	na.	na.	na.	na.	na.	na.	22,7x	20,5x	18,6x
Siili Solutions Oy	111	1,2x	1,0x	na.	9,7x	7,7x	na.	16,4x	11,9x	na.	14,0x	11,5x	11,5x
Pohjoismaisia ohjelmistoyhtiöitä													
Admicom Oyj	456	17,7x	14,8x	12,4x	37,6x	31,8x	26,3x	38,9x	32,6x	26,7x	50,7x	43,0x	35,8x
Fortnox AB	2 780	29,1x	22,2x	16,9x	70,1x	51,2x	37,0x	87,2x	62,2x	43,8x	111,8x	80,9x	58,0x
Tilitoimistopalveluja tarjoavat yhtiöt													
Zalaris ASA	125	1,9x	1,7x	1,5x	11,7x	9,8x	10,1x	18,8x	14,7x	11,6x	21,7x	17,6x	12,5x
Aallon Group Oyj	44	1,7x	1,4x	na.	12,1x	9,8x	na.	13,7x	10,9x	na.	18,3x	15,0x	14,3x
Talenom Oyj	728	9,4x	8,3x	7,2x	27,8x	23,4x	20,2x	49,6x	39,9x	32,9x	62,5x	50,7x	41,3x
Median -Suomalaiset yhtiöt		1,2x	1,1x	5,4x	10,7x	8,1x	13,6x	16,4x	11,9x	20,1x	21,9x	18,4x	15,7x
Median - Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt		23,4x	18,5x	14,6x	53,8x	41,5x	31,6x	63,1x	47,4x	35,2x	81,3x	62,0x	46,9x
Median - Tilitoimistopalveluita tarjoavat yhtiöt		1,9x	1,7x	4,4x	12,1x	9,8x	15,1x	18,8x	14,7x	22,2x	21,7x	17,6x	14,3x
Talenom (OP)		9,3x	7,9x	6,8x	27,9x	22,5x	18,8x	50,4x	37,1x	29,4x	63,0x	45,7x	36,2x

Lähde: FactSet, OP (2.8.2021)

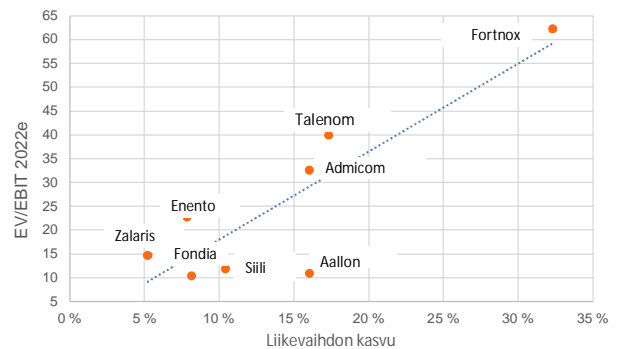
Vertailun perusteella lähivuosille ennustettu korkea keskimääräinen liikevaihto- ja tuloskasvu (CAGR 2020-2023e) vaikuttaa arvostuskertoimiin voimakkaasti nostavasti. Alla olevien kuvaajien olemme sisällyttäneet edellisellä sivulla olevat yhtiöt. Ennusteet ovat konsensusennusteita.

EV/Sales 2022e ja liikevaihdon kasvu 2020-23e (CAGR)



Lähde: Konsensusennusteet FactSet (2.8.2021)

EV/EBIT 2022e ja liikevaihdon kasvu 2020-23e (CAGR)



Lähde: Konsensusennusteet FactSet (2.8.2021)

Taloudellinen kehitys ja ennusteet

Talenom - vuosineljännekset

EURm	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Liikevaihto	17,4	16,5	14,8	16,5	20,3	21,4	19,9	21,3
Liikevaihdon kasvu (YoY)	17 %	12 %	10 %	10 %	17 %	30 %	34 %	29 %
Liikevoitto	3,7	3,6	3,1	2,4	4,4	4,1	3,4	3,3
Liikevoittomarginaali	21,4 %	21,8 %	21,2 %	14,7 %	21,7 %	19,4 %	17,1 %	15,4 %
Tulos ennen veroja	3,5	3,4	2,9	2,2	4,2	3,8	3,2	3,1
Tulos/osake	0,07	0,06	0,05	0,04	0,08	0,07	0,06	0,06

Lähde: OP Markets

Tuloslaskelma

EURm	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	41,4	48,9	58,0	65,2	82,8	96,8	111,4
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	23,3	27,5	33,9	40,0
Poistot	4,7	5,1	8,5	10,4	12,2	13,4	14,4
Liikevoitto	4,8	8,5	10,4	12,9	15,2	20,5	25,6
Rahoituserät	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8
Tulos ennen veroja	4,3	8,0	9,6	12,0	14,4	19,7	24,8
Verot	0,9	1,6	2,0	2,4	2,9	3,9	5,0
Nettotulos	3,4	6,4	7,6	9,6	11,4	15,8	19,9
Tulos/osake - raportoitu	0,08	0,15	0,18	0,22	0,27	0,37	0,46
Osinko/osake	0,05	0,09	0,13	0,15	0,17	0,20	0,23

Lähde: OP Markets

Tase

EURm	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Vastaavaa:							
Liikearvo	18	18	21	24	30	30	30
Muut aineettomat	14	19	25	34	43	47	53
Aineelliset hyödykkeet	3	2	11	10	10	10	10
Sijoitukset	0	0	0	0	0	0	0
Vaihto-omaisuus	0	0	0	0	0	0	0
Saamiset	5	5	7	7	9	10	12
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	1	2	2	2	3
Raha- ja pankkisaamiset	5	6	8	9	7	10	13
Yhteensä	46	51	72	87	102	110	122
Vastattavaa:							
Osakepääoma	0	0	0	0	0	0	0
Muu sidottu	0	0	0	0	0	0	0
Vapaa pääoma	14	19	24	32	37	45	58
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0	0
Oma pääoma yhteensä	14	19	24	32	37	45	58
Varaukset	0	0	0	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	23	24	35	37	44	41	37
Pitk. koroton vpo	0	0	0	0	0	0	0
Muu pitkäaikainen vpo	0	0	1	2	2	2	3
Lyh. korollinen vpo	1	0	0	0	0	0	0
Lyh. koroton vpo	9	9	13	16	19	22	24
Yhteensä	46	51	72	87	102	110	122

Lähde: OP Markets

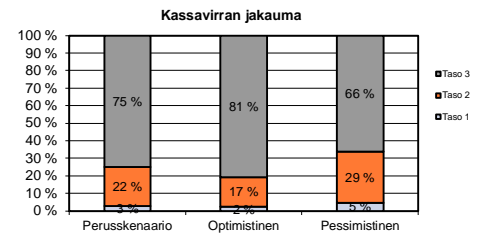
Kassavirtaennusteet

Talenom - Kassavirtamalli

KASSAVIRTAENNUSTEET

Me	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Liikevaihto	83	97	111	127	144	163	183	204	221	237	249
Liikevaihdon kasvu	27 %	17 %	15 %	14 %	14 %	13 %	12 %	12 %	8 %	8 %	5 %
Liikevoitto	15	21	26	29	33	37	41	45	48	52	54
Liikevoitto %	18,4 %	21,2 %	23,0 %	22,8 %	22,7 %	22,5 %	22,3 %	22,1 %	21,9 %	21,8 %	21,6 %
Bruttoinvestoinnit	27	20	20	20	22	23	26	28	30	32	32
Bruttoinvestoinnit/poistot	2,2	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Vapaa kassavirta	-2	11	16	20	24	28	31	36	37	40	43

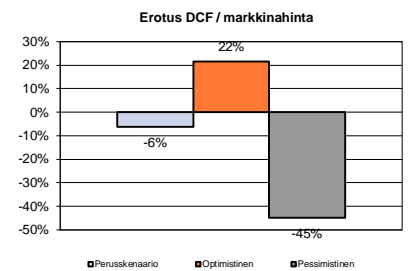
FCF	Perusskenaario		Optimistinen		Pessimistinen	
	kasvu	% na*	kasvu	% na	kasvu	% na
Taso 1						
2021						
:	108 %	3 %	108 %	2 %	108 %	5 %
2023						
Taso 2						
2024						
:	13,1 %	22 %	15,6 %	17 %	10,6 %	29 %
2031						
Taso 3						
2032	3,0 %	75 %	3,5 %	81 %	1,0 %	66 %
Nyk.arv.yht.	723	100 %	926	100 %	441	100 %



* Tason osuus kassavirtojen nykyarvosta

KASSAVIRTAPERUSTEINEN HINTA vs MARKKINAHINTA

Talenom	Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
FCF nykyarvo	723	926	441
- velat (korollinen)	49	49	49
- vähemmistosuus	0	0	0
+ myytävät sijoitukset	0	0	0
+ rahavarat	11	11	11
OPO:n nykyarvo	685	888	403
Osakelkm (mkpl)	43,7	43,7	43,7
Kassavirta-perusteinen hinta	15,7	20,3	9,2
Markkinahinta	16,7	16,7	16,7
Erotus (EUR)	-1,0	3,6	-7,5
Erotus %	-6,2 %	21,5 %	-44,9 %



HERKKYYSANALYYSI

Korkoherkkyyks		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta		
		Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
riskitön	1,50 %	18,3	24,3	10,3
korko	2,00 %	15,7	20,3	9,2
	2,50 %	13,7	17,3	8,3

Kasvuherkkyyks		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta					WACC
		5,8 %	6,3 %	6,8 %	7,3 %	7,8 %	
Perusskenaario	2,0 %	17,2	14,9	13,0	11,5	10,3	
Jatkuvan	2,5 %	19,4	16,4	14,2	12,4	11,0	
kassavirran	3,0 %	22,3	18,5	15,7	13,5	11,9	
kasvu	3,5 %	26,4	21,2	17,6	15,0	12,9	
	4,0 %	32,9	25,2	20,2	16,8	14,3	

WACC vs riskitön korko

Riskitön k.	1,50 %	2,00 %	2,50 %
CAPM	5,90 %	6,40 %	6,90 %
WACC	6,4 %	6,8 %	7,3 %
	WACC ₂	WACC ₁	WACC ₃

WACC

Oman pääoman kustannus:

CAPM:	
Riskitön korko	2,00 %
Markkinoiden riskipreemio	5,50 %
Yrityksen beta	0,80
Oman pääoman kustannus	6,4 %

Vieraan pääoman kustannus:

Riskitön korko	2,00 %
Riskipreemio	1,50 %
Veroprosentti	20,0 %
Korkojen verosuojia	0,70 %
Vieraan pääoman kustannus	2,8 %

WACC:

Oman pääoman kustannus	6,40 %
Vieraan pääoman kustannus	2,80 %
Vieraan po:n osuus (target)	30,0 %
Oman po:n osuus (target)	70,0 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
WACC	6,8 %

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitusanalyyseista:

Tämän tutkimusraportin on laatinut OP Yrityspankki Oyj. OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoiminnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Euroopan Keskuspankki ja Finanssivalvonta.

Tutkimusraportin ensimmäisellä sivulla näytetään tutkimuksen ensimmäinen julkaisuajankohta ja tutkimusraportin kirjoittaneen analytiikon nimi. Ensimmäinen julkaisuajankohta tarkoittaa tutkimusraportin arvioitua ensimmäistä julkaisuajankohtaa. Valmistumisajankohta on sama kuin tutkimusraportin ensimmäinen julkaisuajankohta. Tutkimusraportti julkaistaan viipymättä sen jälkeen kun tutkimus on valmistunut.

Analyysia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkistusta varten ennen analyysin julkistamista.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehoituksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuita, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofiilia ja mieltymyksiä.

Tämä raportti voi perustua informaatioon tai sisältää informaatiota, kuten mielipiteitä, suosituksia, arvioita, tavoitehintoja ja arvostuksia, joka perustuu julkisesti saatavilla olevaan informaatioon tai muihin nimettyihin lähteisiin, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavina. Tämä ei kuitenkaan takaa, että esitetyt tiedot olisivat kaikilta osin täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita OP Yrityspankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. OP Yrityspankki Oyj ei ole missään tapauksessa vastuussa suorista, epäsuorista, satunnaisista, erityisistä tai välillisistä vahingoista, joita tämän julkaisun tai raportin sisältämän informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöksensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa analyysin kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Osakkeen tavoitehinta kuvaa analytiikon näkemystä siitä, paljonko analytiikko odottaa osakkeen kurssin olevan 12 kuukauden kuluessa tavoitehinnan asettamisesta. Tavoitehinnan perusteet ovat yhtiökohtaisia, ja eri arvonmääritysmenetelmien käyttökelpoisuudessa voi esiintyä merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.

OP Yrityspankki Oyj voi määrittää analyysin kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) kohde-etuuksina oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoiteaso kuvaa analytiikon näkemystä siitä, miten analytiikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla aikahorisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseriaatteet perustuvat kansantaloustieteen ja rahoituksen teorioihin. Laskelmat ja menetelmät perustuvat vakioituihin ekonometrisiin työkaluihin ja menetelmiin sekä julkisesti eri sijoituskohteista saatavilla olevaan informaatioon ja tilastoihin.

OP Yrityspankki Oyj käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääasiassa seuraavia menetelmiä: kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään perustuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen perustuva analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan ja markkinoiden näkyymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP:n Analyysi-tiimi on 1.10.2020 lähtien luopunut PIDÄ-suosituksesta ja siirtynyt käyttämään uutta neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana. Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja osakkeille tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden neljännesvuositulosten yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee aihetta. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajoitettu.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu eivätkä ne takaa, että arvopaperin kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti maltillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntuvia arvonmuutoksia. Arvopaperin aiempi arvonkehitys ei myöskään takaa sen tulevaa arvonkehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulosten herkkyyden keskeisten oletusten muutoksille (herkkyysoanalyysi). Sijoittaessaan yksittäisiin osakkeisiin sijoittaja voi menettää sijoituksensa osittain tai kokonaan.

OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja Sijoitustoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emission takaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin perustuvat rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista OP Ryhmän eturistiriitojen hallintaa koskevan ohjeen mukaisesti sekä fyysisesti että operatiivisessa toiminnassa. Lisäksi eturistiriitatilanteena on tunnustettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen. Tämän

eturistiriitatilanteen ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysi-tiimin tuottaman Kesko Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

Analyysi-tiimin analytiikot ja heidän lähipiirinsä voivat omistaa Analyysi-tiimin analysoimien yhtiöiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. OP Yrityspankki Oyj:n analytiikot voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkin sen yksikön tai liiketoiminta-alueen yhteenlaskettuun tulokseen. Analytiikoiden palkka ei ole suoraan riippuvainen yksittäisistä OP Yrityspankki Oyj:n tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten hoitamista investointipankkitoimintaan liittyvistä toimeksiannoista.

OP Yrityspankki Oyj:n ja sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä ja SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oy:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. OP Ryhmän liputussääntelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Yrityspankki Oyj:n kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä. Lisäksi omistus- ja ääniosuuteen ei lueta OP-Eläkekassan omistuksia ja niiden tuottamia ääniä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainitussa rahoitusvälineessä.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana*: Ahlstrom-Munksjö, Aspo, CapMan, Caverion, Citycon, Finnair, HKScan, Kojamo, Kreate, Lehto Group, Metso Outotec, Normet Group, Sanoma, Sato, Stora Enso, Tornator ja YIT.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissiopohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seurantakohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissiopohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Exel Composites, Rapala, Scanfil ja Talenom.

Suositukset ja tavoitehinnat		Talenom	
Suositus	Tavoitehinta (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä
VÄHENNÄ	16,0	16,7	3.8.2021
LISÄÄ	14,5	13,6	9.6.2021

Suositus- ja tavoitehinnan muutos

OP Yrityspankki Oyj:n suositusten jakauma kaikissa analysoiduissa osakkeissa ja niissä osakkeissa, joita koskevissa yllä mainituissa* investointipankkitoimintaan liittyvissä sopimuksissa OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on ollut osapuolena:

Osakesuosituksen jakauma (7.5.2021)				
Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	12	16	2	15
LISÄÄ	35	47	6	46
VÄHENNÄ	21	28	4	31
MYY	7	9	1	8
	75	100	13	100

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:n analyyseistä ja raporteista löytyy OP-verkkopalvelusta osaketutkimuksen sivuilta (Henkilöasiakkaat -> Säästöt ja sijoitukset -> Kurssit ja markkinat -> Tutkimus)

Yhteystiedot**Analyyysi**

Antti Saari	Pääanalyytikko, strategia, finanssi	010 252 4359
Kim Gorschnik	Senioristrategi, small cap	010 252 4351
Ilkka Saks	Senioristrategi, korko, valuutta	010 252 4457
Jari Hännikäinen	Seniorimarkkinaekonomisti	010 252 2792
Henri Parkkinen	Seniorianalyytikko, metsä, energia, kemia	010 252 4409
Kimmo Stenvall	Seniorianalyytikko, operaattorit, teknologia, media	010 252 4561
Joonas Häyhä	Kauppa, kulutustavarat, liikenne	010 252 4504
Markku Moilanen	Metalli, rakentaminen, kiinteistöt	010 252 4408
Anssi Raussi	Investointitavarat, terveydenhuolto	010 252 4392
Jussi Mikkonen	Elintarvikkeet, yrityslainat	010 252 8780
Hawa Grundman	Assistentti	010 252 4311

OP Yrityspankki Oyj

Gebhardin aukio 1
00013 OP
010 252 011
etunimi.sukunimi@op.fi

Instituutiomyynti

Tero Rautasuo Johtaja 010 252 2552

Institutional Investment and Hedging Solutions

Tomi Kallio 010 252 2993
Tuomas Antila 010 252 4479
Henrik Helppi 010 252 3252
Patrik Jernmark 010 252 4289
Ari Triumf 010 252 4349

Cross Asset Investor Solutions

Tuomas Kaasalainen 010 252 2534
Mikko Aalto 010 252 4436
Ahti Mikkonen 010 252 4677
Lauri Mäkelä 010 252 8072
Terhi Ollikainen 010 252 3148
Joakim Paul 010 252 8336