

Talenom

Yhtiöpäivitys

26.2.2020

- Tarkistamme Talenomin tavoitehinnan 6,8 euroon (aik. 42,0 € tai split-korjattuna 7,0 €) ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) kurssilaskun jälkeen
- Yhtiö päätti yhtiökokouksessa osakesplitistä, jossa yhtiön osakemäärä kasvaa 6-kertaiseksi
- Olemme laskeneet hieman 2020 tulosennusteitamme, minkä takia tarkistimme myös tavoitehintaamme hieman alaspäin emmekä tehneet pelkästään split-oikaisua
- Osakkeen arvostustaso on korkea, mutta mielestämme kuitenkin kohtuullinen kurssilaskun jälkeen

Arvostus on laskenut jälleen kohtuulliseksi

Talenomin yhtiökokous hyväksyi maksuttoman osakeannin, joka nostaa yhtiön osakemäärän yhteensä noin 41,8 miljoonaan (6x aiemmasta). Tämä ei vaikuta yhtiön arvoon eikä näkemykseemme, mutta olemme tarkistaneet tavoitehintamme 6,8 euroon (aik. 42,0 € tai split oikaistuna 7,0 €). Tavoitehinnan pieni lasku johtuu laskeneista 2020-tulosennusteistamme. Nostamme kuitenkin samalla suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) arvostuksen laskettua jälleen kohtuulliselle tasolle huomioiden yhtiön vahvat tuloskasvunäkymät ja defensiivisyys.

Muutimme tavoitehintamme vastaamaan uutta osakemäärää

Talenomin yhtiökokous hyväksyi eilen maksuttoman osakeannin, joka nostaa yhtiön osakemäärän yhteensä noin 41,8 miljoonaan (aiemmin osakemäärä vajaa 7 milj. kpl). Tämä tarkoittaa käytännössä osakkeen splittausta. Split ei vaikuta yhtiön arvoon eikä näkemykseemme yhtiöstä, mutta vaikuttaa tavoitehintamme suoraan suhteessa kasvaneeseen osakemäärään. Pelkästään antioikaisu huomioiden tavoitehintamme olisi 7,0 € (aik. 42,0 €), mutta olemme samalla laskeneet sitä hieman 6,8 euroon laskeneiden 2020-tulosennusteiden takia. Sijoittajien on hyvä huomioida, että osakkeesta irtoaa tänään myös osinko. Nostamme samalla suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) osakekurssin laskettua kuukaudessa 16,5 % ja arvostustason laskettua jälleen kohtuulliseksi.

Tarkistuksia alkuvuoden ennusteisiin kausivaihteluun liittyen

Olemme laskeneet Q1-ennusteitamme arvioitua uudelleen yhtiön kausivaihtelua. Viime vuonna tapahtunut tulorekisterimuutos vaikutti palkanlaskennan liikevaihtoon (ja tulokseen) poikkeuksellisen positiivisesti: yhtiö hyötyi sekä vuoden 2018 vuositason palkanlaskennan tulovirrasta (merkittävä positiivinen vaikutus Q1:lle) että uusista vuoden 2019 kuukausitason tulorekisterimaksuista. Aiempi ennusteemme ei huomionnut oikein Q1'19-vertailutason poikkeuksellisuutta eikä toisaalta edelleen muokkautuvaa kausivaihtelua. Laskimme Q1'20-liikevoittoennustettamme noin 0,9 MEUR, mikä vei ennusteen vertailukauden tasolle 3,4 MEUR:oon. Alkuvuoden merkittävästi muutoksista huolimatta koko vuoden 2020 tulosennusteemme laskivat vain 4-5 % emmekä tehneet lähivuosien ennusteisiin suuria muutoksia. Odotamme Talenomin palaavan tuloskasvun tielle erityisesti loppuvuonna, kun kausivaihtelun muutokset eivät vaikuta vertailukausiin. Lisäksi H2'19-kannattavuus oli vaisu osittain tuoreiden yritysostojen takia.

Pääsilyppu kasvutarinaan on jälleen kohtuuhintainen

Talenomin arvostustaso on edelleen korkea, mutta on laskenut kuitenkin jälleen yhtiölle kohtuulliseksi. Vuoden 2020 ennusteilla osakkeen P/E on nyt noin 28x ja EV/EBITDA noin 13x, mitkä ovat edelleen korkeita suhteessa historiallisiin tasoihin. Katsottaessa ensi vuoteen P/E laskee kuitenkin 23x tasolle ja EV/EBITDA on enää 11x, mitkä ovat yhtiölle jo varsin maltillisia. Odotamme Talenomin tuloskasvun olevan vuosina 2020-2023 noin 23 % (CAGR), mihin suhteutettuna nykyinen arvostus on hyväksyttävä. Valtaosa Talenomin liikevaihdosta on jatkuvaa, näkyvyys on suhteellisen hyvä tilanteen normalisoituessa ja kannattavuudessa on mielestämme edelleen parantamisen varaa. Silti osakkeen arvonnousu nojaa tuloskasvun realisoitumiseen ja viimeisen puolen vuoden aikana ennustemuutoksien trendi on ollut alaspäin, mikä on huolestuttavaa. Pidämme kuitenkin Talenomia edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarinana. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö kuuluu. Nykyisessä markkinatilanteessa on mielestämme myös positiivista, ettei esimerkiksi koronaviruksella pitäisi olla Talenomin liiketoimintaan oleellisia vaikutuksia.

Analytytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Vähennä)



6,80 EUR

(aik. 7,00 EUR, **oikaistu***)

Osakekurssi: 6,40 EUR, **oikaistu***

Potentiaali: 6,3 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Vuoden 2020 odotetaan olevan sekä liikevaihdon suhteellisen kasvun että suhteellisen kannattavuuden osalta vuoden 2019 kaltainen.

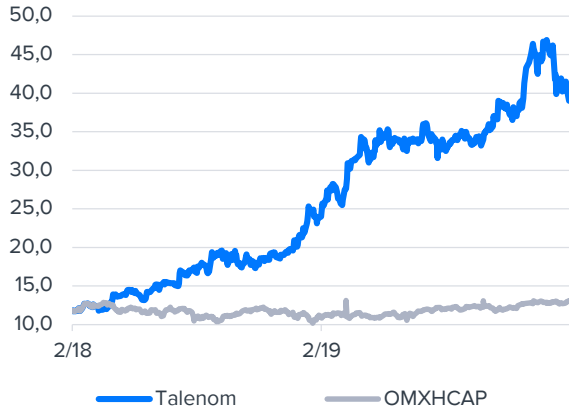
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	58	69	80	93
kasvu-%	19 %	18 %	17 %	16 %
EBIT oik.	10,4	12,5	15,6	19,5
EBIT-% oik.	18,0 %	18,3 %	19,5 %	21,0 %
Nettotulos	7,6	9,6	12,0	15,0
EPS (oik.)	0,18	0,23	0,28	0,35
P/E (oik.)	41,1	28,1	22,9	18,3
P/B	13,3	9,6	8,0	6,6
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,1 %	2,8 %	3,8 %
EV/EBIT (oik.)	32,0	23,4	18,9	14,9
EV/EBITDA	17,6	13,3	11,1	9,2
EV/Liikevaihto	5,7	4,3	3,7	3,1

Lähde: Inderes

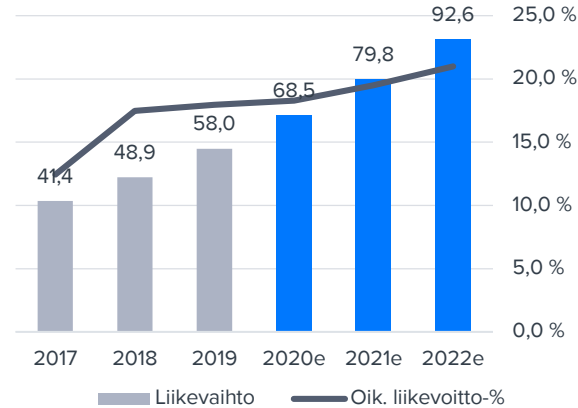
** Huomautus: olemme oikaisseet sekä aiemman tavoitehintamme että eilisen päätöskurssin yhtiön tekemällä splitillä, jossa osakemäärä kasvoi 6x*

Osakekurssi



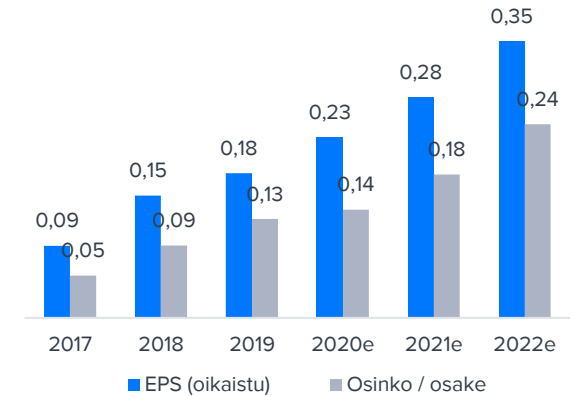
Lähde: Thomson Reuters

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
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, joka avaa uusia mahdollisuuksia
- Skaalaeduct hyödyntävä liiketoimintamalli vain vahvistuu kasvun mukana

Riskitekijät

- Tulospettymykset ja hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku
- Osakemarkkinoiden yleinen lasku
- Kilpailuetu nojaa teknologiaan, jonka kehitys on yleisesti nopeaa
- Asiakaspidon heikentyminen
- Mahdollisesti kiristynvä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia

Arvostus

- 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 merkittävästi korkeampi, mitä yhtiölle on historiallisesti hyväksytty

Ennustemuutokset ja uusi osakemäärä

Osakemäärä kasvaa 6x

Talenomin osakemäärä nousee maksuttomalla osakeannilla yhteensä noin 41,8 miljoonaan, mikä on 6x suurempi kuin aiemmin (vajaa 7 milj. kpl). Tämä tarkoittaa käytännössä osakkeen splittausta: yhdellä osakkeella saa viisi uutta osaketta, jolloin osakemäärä käytännössä kuusinkertaistuu. Sijoittajien on hyvä huomioida, että split heijastuu osakkeen hinnoitteluun tänään, mutta uusien osakkeiden kirjaaminen osakkeenomistajien arvo-osuustileille tapahtuu 28.2.2020. Samalla osakkeesta irtoaa tänään myös osinko (osinkotuotto vajaa 2 %).

Yhtiö perustelee asiaa osakkeen likviditeetin parantamisella. Splitillä osakkeen yksikköhinta laskee, mikä voi antaa mielikuva ”edullisuudesta” ja toisaalta mahdollistaa paremmin esimerkiksi pienien summien kuukausisäästämisen. Tätä kautta splitillä voi olla positiivinen vaikutus osakkeen vaihtoon, mutta näemme tämän korkeintaan marginaalisena. Split ei vaikuta yhtiön arvoon eikä näkemyksemme yhtiöstä, mutta osakemäärän huomattavan kasvun kautta se heijastuu tietenkin tavoitehintaan. Splitin lisäksi tavoitehintaan painoivat hieman laskeneet

tulosennusteemme, joita käsittelemme seuraavaksi.

Alkuvuoden ennusteet laskivat selvästi

Olemme laskeneet Q1-ennusteitamme selvästi, sillä aiemmat ennusteemme eivät huomioineet oikein tulorekisterimuutoksen voimakasta vaikutusta erityisesti Q1'19-tulokseen. Viime vuonna tapahtunut tulorekisterimuutos vaikutti palkanlaskennan liikevaihtoon (ja tulokseen) poikkeuksellisen positiivisesti, koska Talenom hyötyi sekä vuoden 2018 vuositason palkanlaskennan tulovirrasta (merkittävä positiivinen vaikutus Q1:lle) että uudesta vuoden 2019 kuukausitason tulorekisterimaksuista. Olimme aiemmin olettaneet palkanlaskennan vuosilmoituksien ajoittuneen pääosin loppuvuoteen, mutta yhtiön mukaan se jakautui suhteellisen tasaisesti joului-, tammi- ja helmikuulle. Q4-raportin jälkeen tiedämme, että vaikutus oli joulukuussa ~330 TEUR liikevoittotasolla. Näin ollen Q1'19-vaikutus on ollut oletettavasti kokoluokassa 660 TEUR, minkä takia Q1:llä ei ole realistista odottaa oleellista tuloskasvua.

Aiempi ennusteemme ei huomioinut täysimääräisesti Q1'19-vertailutason poikkeuksellisuutta eikä toisaalta

edelleen muokkautuvaa kausivaihtelua. Laskimme Q1'20-liikevoittoennustettamme noin 0,9 MEUR, mikä vei ennusteen vertailukauden tasolle 3,4 MEUR:oon.

Yhtiö palaa tuloskasvuun loppuvuonna

Alkuvuoden merkittävästi muutoksista huolimatta koko vuoden 2020 tulosennusteemme laskivat vain 4-5 % ja seuraaville muutokset olivat vielä pienempiä. Odotamme Talenomin palaavan tuloskasvun tielle erityisesti loppuvuonna, kun kausivaihtelun muutokset eivät vaikuta vertailukausiin. Lisäksi H2'19-kannattavuus oli vaisu osittain tuoreiden yritystojen takia. Alla olevassa taulukossa voimakkaasti laskeneet EPS-ennusteet johtuvat osakkeen splitistä.

Talenomin tuloskasvu on yskinyt nyt muutamia neljänneksiä, mutta taustalla olevat tekijät ovat selkeitä ja yhtiön ydinliiketoiminnan vakuuttava kehitys on käsityksemme mukaan jatkunut. Loppuvuoden kannattavuuspaineet liittyvät enemmän yritystoihin, joita yhtiö integroi hiljalleen omaan järjestelmäänsä. Odotamme Talenomin tuloskasvun olevan vuosina 2020-2023 noin 23 % (CAGR), mikä on edelleen erittäin hyvä taso.

Maksuton osakeanti (split 1/5)

Osakemäärä ennen	7,0	milj. kpl
Uusia osakkeita	34,9	milj. kpl
Osakemäärä jälkeen	41,8	milj. kpl
Osakekurssi ennen	38,40	EUR
Osakekurssi jälkeen	6,40	EUR
Markkina-arvo ennen	268	MEUR
Markkina-arvo jälkeen	268	MEUR

Ennustemuutokset	2020e	2020	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Ennuste	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	69,0	68,5	-1 %	80,4	79,8	-1 %	93,2	92,6	-1 %
Käyttökate	22,6	22,1	-3 %	27,1	26,6	-2 %	31,6	31,5	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,1	12,5	-4 %	16,1	15,6	-3 %	19,6	19,5	-1 %
Liikevoitto	13,1	12,5	-4 %	16,1	15,6	-3 %	19,6	19,5	-1 %
Tulos ennen veroja	12,6	12,0	-5 %	15,5	15,0	-3 %	18,9	18,7	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,44	0,23	-84 %	1,74	0,28	-84 %	2,12	0,35	-84 %
Osakekohtainen osinko	0,86	0,14	-84 %	1,13	0,18	-84 %	1,48	0,24	-84 %

Lähde: Inderes

Arvostus on palannut kohtuulliseksi

Talenom on mielestämme erittäin houkutteleva sijoitustarina erityisesti pitkällä aikavälillä, ja mielestämme sen hyväksyttävä arvostustaso on lähtökohtaisesti korkea. Alkuvuonna selvästi venytetty arvostustaso on viime aikoina palautunut hieman, ja mielestämme on jälleen kohtuullinen. Absoluuttisesti arvostuskertoimet ovat toki edelleen korkeita, mutta perusteltavissa yhtiön vahvoilla arvoajureilla ja defensiivisellä tuloskasvulla. Nykyisessä markkinatilanteessa on mielestämme positiivista, että Talenomin liiketoiminta on erittäin defensiivistä, eikä esimerkiksi koronaviruksella pitäisi olla liiketoimintaan oleellisia vaikutuksia. Välillisiä vaikutuksia osakkeen hyväksyttävään arvostustasoon voi toki olla, mutta tässäkin suhteessa sijoitusprofiili on varsin suotuisa.

Arvostuskertoimet ovat korkeita, mutta perusteltavissa

Talenomin arvostustaso on edelleen korkea, mutta laskenut kuitenkin jälleen yhtiölle kohtuulliseksi. Vuoden 2020 ennusteilla osakkeen P/E on nyt noin 28x ja EV/EBITDA noin 13x, mitkä ovat edelleen korkeita suhteessa historiallisiin tasoihin (noin 20x ja 10x). Katsottaessa ensi vuoteen P/E laskee kuitenkin 23x tasolle ja EV/EBITDA on enää 11x, mitkä ovat yhtiölle jo varsin maltillisia.

Mielestämme noin 24x eteenpäin katsova P/E on yhtiölle maltillinen, jos skaalautuva tuloskasvutarina pitää pintansa. Näin ollen 12-kuukauden tähtäimellä näemme osakkeessa jälleen nousuvaraa. Odotamme Talenomin tuloskasvun olevan vuosina 2020-2023 noin 23 % (CAGR), mihin suhteutettuna nykyinen arvostus on hyväksyttävä. Silti on selvää, että tuloskasvun on nyt myös toteuduttava vähintään markkinaodotuksien mukaisesti.

Nousupotentiaali nojaa tuloskasvuun

Vaikka arvostustaso on nyt kohtuullinen, osakkeen arvonnousupotentiaali nojaa täysin lähivuosien tuloskasvuodotuksien realisoitumiseen. Viimeisen puolen vuoden aikana ennustemuutoksien trendi on ollut alaspäin, mikä on tässä mielessä huolestuttavaa. Ennustetarkistuksien jälkeen olemme kuitenkin luottavaisia siihen, että odotukset ovat nyt realistisella tasolla. Valtaosa (>90 %) Talenomin liikevaihdosta on luonteeltaan jatkuvaa. Ydinliiketoiminta on jatkanut tasaisen vahvaa kannattavaa kasvua, vaikka viime vuosina yritysostot sekä muut liiketoiminnat ovat aiheuttaneet ylimääräistä epävarmuutta ennusteisiin.

Pitkän tähtäimen houkutteleva tarina on ennallaan

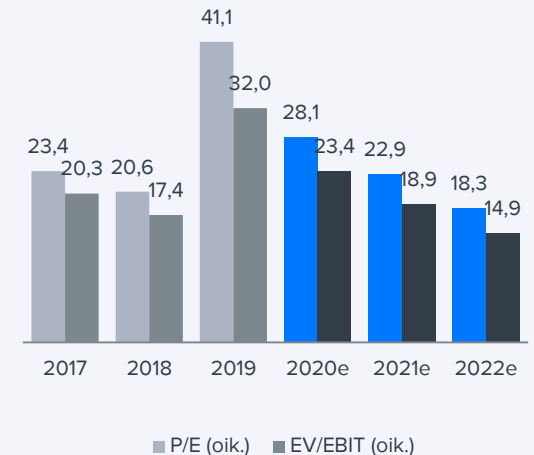
Pidämme Talenomia edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarina. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tiloimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu. Kasvutarinan ytimessä on mielestämme se, että Talenom hyödyntää sen teknologista kilpailuetua (kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja ja palvelukeskusmalli) yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla. Käytännössä yhtiön kasvu vahvistaa koko ajan yhtiön jo nyt vahvaa kilpailuetua ja resursseja uusiin investointeihin.

Lisäksi yhtiöllä on houkutteleva asema asiakkaan lähellä ajatellen erilaisia lisäpalveluita sekä suhteellisen vähäriskinen mahdollisuus kasvaa Ruotsissa, jossa yhtiölle aukeaisi kokonaan uusi ja Suomea selvästi suurempi markkina-alue. Tietynlainen optio liittyy myös yhtiön rahoituspalveluiden, joista voi volyymien kasvaessa tulla myös merkittävä tulosajuri yhtiölle.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	6,40	6,40	6,40
Osakemäärä, milj. kpl	42,2	42,9	42,9
Markkina-arvo	270	275	275
Yritysarvo (EV)	293	294	290
P/E (oik.)	28,1	22,9	18,3
P/E	28,1	22,9	18,3
P/Kassavirta	85,3	30,5	21,4
P/B	9,6	8,0	6,6
P/S	3,9	3,4	3,0
EV/Liikevaihto	4,3	3,7	3,1
EV/EBITDA (oik.)	13,3	11,1	9,2
EV/EBIT (oik.)	23,4	18,9	14,9
Osinko/tulos (%)	60,0 %	65,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,8 %	3,8 %

Lähde: Inderes

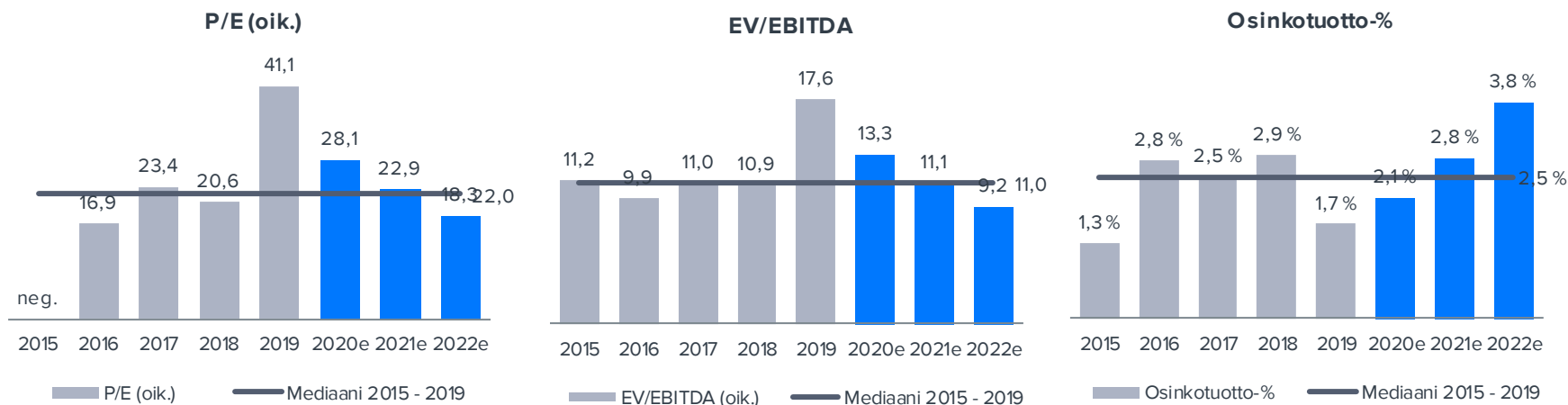
Arvostuskertoimet ovat normalisoitumassa



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	0,88	1,20	2,13	3,18	7,50	6,40	6,40	6,40	6,40
Osakemäärä, milj. kpl	40,9	40,9	40,9	41,2	41,7	42,2	42,9	42,9	42,9
Markkina-arvo	36	49	87	131	313	270	275	275	275
Yritysarvo (EV)	55	67	105	149	333	293	294	290	287
P/E (oik.)	neg.	16,9	23,4	20,6	41,1	28,1	22,9	18,3	15,2
P/E	neg.	16,9	25,5	20,6	41,1	28,1	22,9	18,3	15,2
P/Kassavirta	5,1	20,4	40,3	65,5	>100	85,3	30,5	21,4	19,6
P/B	3,6	4,2	6,2	7,0	13,3	9,6	8,0	6,6	5,6
P/S	1,1	1,3	2,1	2,7	5,4	3,9	3,4	3,0	2,6
EV/Liikevaihto	1,7	1,8	2,5	3,0	5,7	4,3	3,7	3,1	2,7
EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,9	11,0	10,9	17,6	13,3	11,1	9,2	7,8
EV/EBIT (oik.)	>100	16,1	20,3	17,4	32,0	23,4	18,9	14,9	12,4
Osinko/tulos (%)	neg.	46,9 %	63,9 %	59,4 %	68,4 %	60,0 %	65,0 %	70,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,9 %	1,7 %	2,1 %	2,8 %	3,8 %	5,3 %

Lähde: Inderes



Huomautus: osakemäärä kasvattaa lähivuosina myös yhtiön optio-ohjelma, jonka vaikutukset ovat kuitenkin rajalliset.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2020e
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	
Aallon	10,95	40	34	16,8	16,8	11,2	11,2	20,6	17,6	2,3	2,7	4,2
Fortnox	205,00	1180	1155	50,7	39,0	43,8	34,6	66,1	51,0	0,4	0,5	28,1
Admicom	80,00	401	390	43,3	32,5	39,0	32,5	55,5	42,6	1,2	1,6	20,1
Fondia	8,00	34	29	14,4	9,6	9,6	7,2	18,7	12,8	4,8	5,0	5,1
Vincit	4,45	54	52	17,2	12,9	10,3	8,6	16,5	13,1	3,4	3,6	2,6
Gofore	7,52	109	93	13,3	10,4	9,8	8,5	16,4	13,4	3,4	3,8	3,3
Silli	9,00	63	62	9,5	7,7	6,5	5,6	11,6	9,2	4,6	6,1	2,6
Talenom (Inderes)	6,40	270	293	23,4	18,9	13,3	11,1	28,1	22,9	2,1	2,8	9,6
Keskiarvo				22,2	17,6	17,1	14,3	27,2	21,3	2,8	3,3	8,4
Mediaani				15,6	12,5	10,1	8,5	17,6	13,3	2,9	3,3	3,8
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				50 %	51 %	32 %	30 %	60 %	73 %	-26 %	-15 %	155 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	48,9	14,8	14,8	13,5	14,9	58,0	17,0	17,7	15,9	17,9	68,5	79,8	92,6	106
Käyttökate	13,7	5,3	5,1	4,3	4,2	18,9	5,8	6,0	5,4	4,9	22,1	26,6	31,5	36,6
Poistot ja arvonalennukset	-5,1	-1,9	-2,0	-1,9	-2,7	-8,5	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-9,5	-11,1	-12,0	-13,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,5	3,4	3,2	2,4	1,5	10,4	3,4	3,6	3,0	2,5	12,5	15,6	19,5	23,2
Liikevoitto	8,5	3,4	3,2	2,4	1,5	10,4	3,4	3,6	3,0	2,5	12,5	15,6	19,5	23,2
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7
Tulos ennen veroja	8,0	3,3	2,9	2,2	1,2	9,6	3,3	3,5	2,9	2,4	12,0	15,0	18,7	22,6
Verot	-1,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,2	-2,0	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-2,4	-3,0	-3,7	-4,5
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	6,4	2,6	2,3	1,7	1,0	7,6	2,6	2,8	2,3	1,9	9,6	12,0	15,0	18,0
EPS (oikaistu)	0,15	0,06	0,06	0,04	0,02	0,18	0,06	0,07	0,05	0,05	0,23	0,28	0,35	0,42
EPS (raportoitu)	0,15	0,06	0,06	0,04	0,02	0,18	0,06	0,07	0,05	0,05	0,23	0,28	0,35	0,42

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	18,0 %	16,1 %	17,7 %	21,1 %	19,8 %	18,6 %	15,0 %	20,0 %	18,0 %	20,0 %	18,3 %	16,5 %	16,0 %	14,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	65,9 %	30,4 %	22,0 %	26,9 %	-0,5 %	21,8 %	-1,2 %	15,0 %	27,4 %	71,8 %	20,4 %	24,2 %	24,9 %	19,4 %
Käyttökate-%	28,0 %	36,1 %	34,6 %	31,5 %	28,2 %	32,6 %	34,0 %	33,9 %	33,7 %	27,3 %	32,2 %	33,4 %	34,0 %	34,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	17,5 %	23,3 %	21,4 %	17,4 %	9,8 %	18,0 %	20,0 %	20,5 %	18,8 %	14,0 %	18,3 %	19,5 %	21,0 %	22,0 %
Nettotulos-%	13,0 %	17,5 %	15,8 %	12,4 %	6,8 %	13,1 %	15,4 %	15,8 %	14,4 %	10,6 %	14,0 %	15,0 %	16,2 %	17,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	31,5	46,9	49,3	50,7	51,3
Liikearvo	18,4	20,7	20,7	20,7	20,7
Aineettomat hyödykkeet	10,5	14,9	17,2	18,6	18,5
Käyttöomaisuus	2,2	2,6	2,5	2,5	3,1
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	0,0	8,4	8,5	8,6	8,7
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	11,4	14,3	17,9	20,8	25,7
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	5,5	6,5	8,2	9,6	11,1
Likvidit varat	5,9	7,8	9,6	11,2	14,6
Taseen loppusumma	51,2	71,3	79,5	86,5	94,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	18,7	23,6	28,0	34,2	41,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,9	12,3	16,7	22,9	30,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	10,9	11,2	11,2	11,2	11,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	23,9	35,1	39,4	36,2	35,1
Laskennalliset verovelat	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	23,6	28,0	32,3	29,1	28,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	6,8	6,8	6,8	6,8
Lyhytaikaiset velat	8,6	12,6	12,1	16,1	18,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,7	12,1	11,7	13,6	15,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5
Taseen loppusumma	51,2	71,3	79,5	86,5	94,8

DCF-laskelma

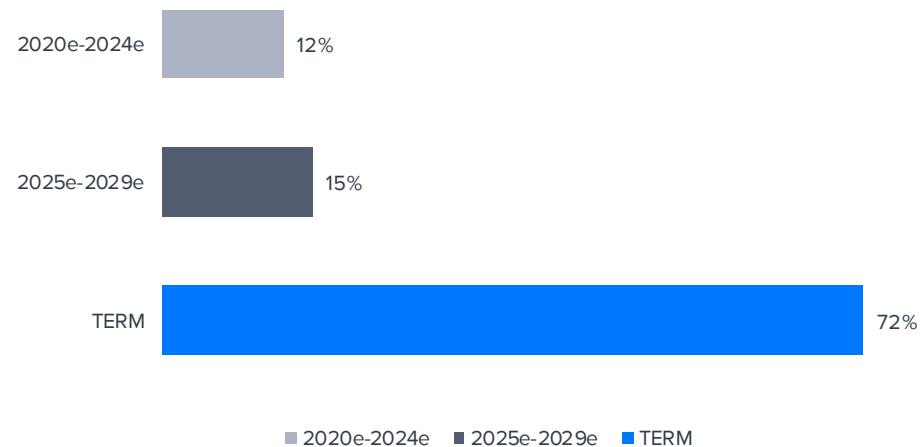
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	10,4	12,5	15,6	19,5	23,2	24,8	26,0	27,4	28,0	29,4	30,3	
+ Kokonaispoistot	8,5	9,5	11,1	12,0	13,4	15,3	17,5	19,4	21,2	22,6	24,0	
- Maksetut verot	-1,7	-2,4	-3,0	-3,7	-4,5	-4,8	-5,0	-5,3	-5,4	-5,7	-5,9	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-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	2,9	-2,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,2	
Operatiivinen kassavirta	20,0	17,3	24,1	28,2	32,6	35,8	38,9	41,9	44,0	46,6	48,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	6,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-25,7	-14,2	-15,1	-15,4	-18,6	-21,5	-23,3	-24,9	-25,6	-26,8	-27,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,9	3,2	9,0	12,8	14,0	14,4	15,5	17,0	18,5	19,7	21,3	
+/- 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	3,2	9,0	12,8	14,0	14,4	15,5	17,0	18,5	19,7	21,3	493
Diskontattu vapaa kassavirta		3,0	7,9	10,5	10,6	10,1	10,2	10,4	10,5	10,5	10,5	243
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		338	335	327	316	306	295	285	275	264	254	243
Velaton arvo DCF		338										
- Korolliset velat		-28,0										
+ Rahavarat		7,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		317										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	41,4	48,9	58,0	68,5	79,8	EPS (raportoitu)	0,08	0,15	0,18	0,23	0,28
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	22,1	26,6	EPS (oikaistu)	0,09	0,15	0,18	0,23	0,28
Liikevoitto	4,8	8,5	10,4	12,5	15,6	Operat. kassavirta / osake	0,24	0,29	0,48	0,41	0,56
Voitto ennen veroja	4,3	8,0	9,6	12,0	15,0	Vapaa kassavirta / osake	0,05	0,05	0,02	0,08	0,21
Nettovoitto	3,4	6,4	7,6	9,6	12,0	Omapääoma / osake	0,34	0,45	0,57	0,66	0,80
Kertaluontoiset erät	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,05	0,09	0,13	0,14	0,18
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	45,9	51,2	71,3	79,5	86,5	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	18 %	19 %	18 %	17 %
Oma pääoma	13,9	18,7	23,6	28,0	34,2	Käyttökateen kasvu-%	39 %	44 %	38 %	17 %	21 %
Liikearvo	18,4	18,4	20,7	20,7	20,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	66 %	22 %	20 %	24 %
Nettovelat	17,6	17,7	20,2	22,7	19,9	EPS oik. kasvu-%	28 %	69 %	18 %	25 %	22 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	23,0 %	28,0 %	32,6 %	32,2 %	33,4 %
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	22,1	26,6	Oik. Liikevoitto-%	12,4 %	17,5 %	18,0 %	18,3 %	19,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	-0,3	2,9	-2,2	0,6	Liikevoitto-%	11,7 %	17,5 %	18,0 %	18,3 %	19,5 %
Operatiivinen kassavirta	9,7	11,8	20,0	17,3	24,1	ROE-%	26,6 %	39,0 %	36,0 %	37,3 %	38,5 %
Investoinnit	-7,4	-9,5	-25,7	-14,2	-15,1	ROI-%	13,9 %	21,8 %	22,2 %	22,4 %	24,8 %
Vapaa kassavirta	2,2	2,0	0,9	3,2	9,0	Omavaraisuusaste	30,5 %	36,7 %	33,2 %	35,3 %	39,6 %
						Nettovelkaantumisaste	126,4 %	94,7 %	85,8 %	81,0 %	58,3 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Harri Tahkola			20,9 %			EV/Liikevaihto	2,5	3,0	5,7	4,3	3,7
Markus Tahkola			13,2 %			EV/EBITDA (oik.)	11,0	10,9	17,6	13,3	11,1
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			10,5 %			EV/EBIT (oik.)	20,3	17,4	32,0	23,4	18,9
Hallintarekisteröity (SEB)			6,8 %			P/E (oik.)	23,4	20,6	41,1	28,1	22,9
Hallintarekisteröity (Nordea)			5,5 %			P/B	6,2	7,0	13,3	9,6	8,0
Sijoutusrahassto Evli Suomi Pienyhtiöt			5,5 %			Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	1,7 %	2,1 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 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 käytettävä neuvonantaja. 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 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 analytikon 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajailiisuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Inderesin analytiikko Juha Kinnusella on 18.12.2017 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Talenom Oyj

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.6.2017	Osta	13,50 €	11,80 €
15.8.2017	Osta	13,50 €	11,50 €
6.10.2017	Lisää	13,50 €	12,48 €
3.11.2017	Lisää	13,50 €	11,80 €
28.11.2017	Osta	13,50 €	11,57 €
16.1.2018	Lisää	14,00 €	13,25 €
9.2.2018	Lisää	13,50 €	12,05 €
27.4.2018	Lisää	15,00 €	13,90 €
3.8.2018	Lisää	18,00 €	16,65 €
11.9.2018	Vähennä	18,00 €	17,45 €
18.9.2018	Lisää	20,00 €	18,40 €
23.10.2018	Lisää	21,00 €	19,55 €
27.11.2018	Osta	21,00 €	17,75 €
13.12.2018	Osta	22,00 €	19,10 €
5.2.2019	Lisää	25,00 €	23,00 €
25.2.2019	Lisää	26,50 €	23,80 €
5.4.2019	Lisää	32,00 €	28,90 €
24.4.2019	Lisää	36,00 €	32,00 €
5.6.2019	Vähennä	36,00 €	35,10 €
24.7.2019	Lisää	36,00 €	34,10 €
30.7.2019	Lisää	38,00 €	36,10 €
22.10.2019	Lisää	38,00 €	34,00 €
8.1.2020	Vähennä	44,00 €	44,50 €
4.2.2020	Vähennä	42,00 €	41,80 €
26.2.2020	Lisää	6,80 €	6,40 € *

* Yhtiö päätti tehdä 1/5-splitin 25.2.2020. Historialliset osakekurssit ja tavoitehinnat täytyy jakaa kuudella, jotta ne ovat vertailukelpoisia nykyisen kanssa. Olemme aikaisset ainoastaan viimeisen osakekurssin, jonka perusteella olemme antaneet myös suosituksemme.

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**