

Talenom

Yhtiöpäivitys

8.1.2020

- Laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) ja nostamme tavoitehintamme 44,0 euroon (aik. 38,0 €)
- Talenomin osake ja sitä kautta arvostustaso on noussut voimakkaasti viime kuukausina
- Ennätyksellisen korkea arvostustaso painaa muuten erinomaisen sijoituskohteen tuotto-odotuksen vaisuksi
- Alkaneen vuoden tuloskasvu on jo hinnoiteltu: 2020e P/E on yli 28x ja EV/EBITDA 14x

Innostus on ajanut ohi fundamenteista

Laskemme Talenomin suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää), mutta nostamme tavoitehintamme 44,0 euroon (aik. 38,0 euroa). Vaikka Talenom on mielestämme yksi Helsingin pörssin houkuttelevimpia kasvutarinoita, osakkeen voimakkaan nousun (vuodessa +140 %) jälkeen arvostustasoa on mielestämme venytetty liikaa. Tämä kääntää riskikorjatun tuotto-odotuksen epätydyttäväksi, ja kehoitamme sijoittajia odottamaan parempia ostopaikkoja.

Arvostustaso on noussut historiallisen korkealle tasolle

Talenomin osake on noussut noin 37 % kolmessa kuukaudessa, mikä on tullut täysin arvostuskertoimien nousun kautta. Osakkeen 2020e P/E onkin yli 28x ja EV/EBITDA noin 14x, mitkä ovat molemmat yhtiölle ennätyskorkeita. Sama pätee myös muihin arvostuskertoimiin. Korkea arvostustaso on hyvin perusteltavissa erittäin hyvällä tulokasvunäkymällä, vahvalla kilpailuedulla ja yhtiön erittäin houkuttelevalla positiolla defensiivisellä tilitoimistomarkkinalla. Talenomin ympärillä on myös enenevässä määrin kansainvälistä kiinnostusta, mikä tukee yhtiön arvostustasoa. Silti sijoittaja kantaa nyt merkittävää riskiä odotetun vahvan tuloskehityksen jatkumiseen ja ennätyskorkean arvostuksen kestävyteen liittyen, ja mahdolliset vauhtitöyssyt kasvutarinassa voisivat tuoda osaketta merkittävästi alaspäin. Mielestämme arvostustasoa on venytetty ainakin väliaikaisesti liikaa, mikä kääntää muuten houkuttelevan sijoitustarinan riskikorjatun tuotto-odotuksen epätydyttäväksi. Venytetystä arvostuksesta huolimatta emme näe syytä paniikkimyynteihin, koska yhtiö luo jatkuvasti omistaja-arvoa.

Odotamme vahvan tuloskehityksen jatkuvan myös lähivuosina

Talenom antoi Q3-katsauksessa ohjeistuksen myös vuodelle 2020, jossa kehityksen odotetaan olevan liikevaihdon suhteellisen kasvun ja suhteellisen kannattavuuden osalta vuoden 2019 kaltainen. Yhtiö odottaa kannattavuuden edelleen parantuvan, mikä on loogista kannattavuuden skaalautuessa kasvun mukana erityisesti henkilöstökulujen osalta. Yhtiöllä on erittäin hyvä näkyvyys ydinliiketoiminnan kehitykseen, koska yli 90 % liikevaihdosta on jatkuvaa ja toimiala erittäin defensiivinen. Ennustamme Talenomin 2019-2021 tulokasvun olevan noin 24 %, mutta rauhoittuvan 2020-2022 "vain" noin 20 %:iin. Pidemmän aikavälin ennusteemme ovat suhteellisen konservatiiviset, koska näkyvyys Suomen ydinliiketoimintojen ulkopuolisiin liiketoimintoihin (Ruotsi ja lisäpalvelut) on vielä heikko. Talenomilla ei myöskään ole vielä näyttöjä kannattavasta kansainvälisestä kasvusta. Olemme aiemminkin todenneet Talenomin arvostuskertoimien normalisoituvan ajan kuluessa, kun tulokasvu kirii arvostuskertoimia kiinni. Näin tapahtuu edelleen, mutta vuoden 2020 tulokasvu on jo hinnoiteltu osakkeeseen eikä myöskään vuoden 2021 P/E-kerroin (23x) ole matala. Tämä kuvaa voimakasta etukenoa osakkeen hinnoittelussa.

Pitkän tähtäimen houkutteleva tarina on ennallaan

Pidämme Talenomia edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarinana. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, 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 suhteellisen vähäriskinen mahdollisuus kasvaa Ruotsissa, jossa yhtiölle aukeisi kokonaan uusi ja Suomea selvästi suurempi markkina-alue. Merkittäviä mahdollisuuksia Talenomilla on myös yrittäjien lisäpalveluissa, joista selvästi merkittävin on tällä hetkellä nopeasti kasvava rahoitusliiketoiminta.

Analytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Lisää)



44,00 EUR

(aik. 38,00 EUR)

Osakekurssi: 44,50 EUR

Potentiaali: -1,1 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Talenom ohjeistaa vuoden 2019 liikevaihdon kasvuprosentin olevan vuotta 2018 suurempi (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan vuoteen 2018 (17,5 %) verrattuna.

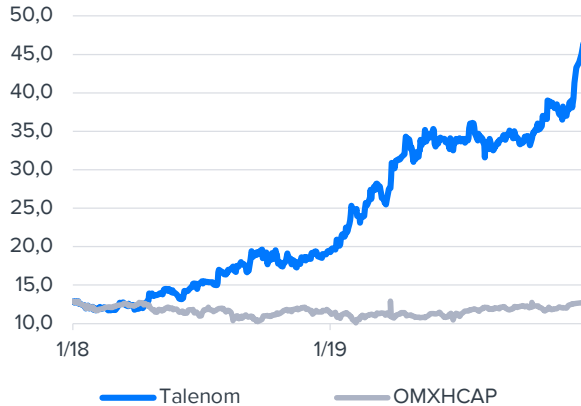
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	49	58	69	81
kasvu-%	18 %	18 %	20 %	17 %
EBIT oik.	8,5	11,2	14,3	17,6
EBIT-% oik.	17,5 %	19,4 %	20,6 %	21,8 %
Nettotulos	6,4	8,3	11,0	13,6
EPS (oik.)	0,93	1,19	1,57	1,90

P/E (oik.)	20,6	37,5	28,4	23,4
P/B	7,0	12,3	10,0	8,3
Osinkotuotto-%	2,9 %	1,6 %	2,1 %	2,8 %
EV/EBIT (oik.)	17,4	29,5	23,1	18,9
EV/EBITDA	10,9	17,5	13,9	11,7
EV/Liikevaihto	3,0	5,7	4,8	4,1

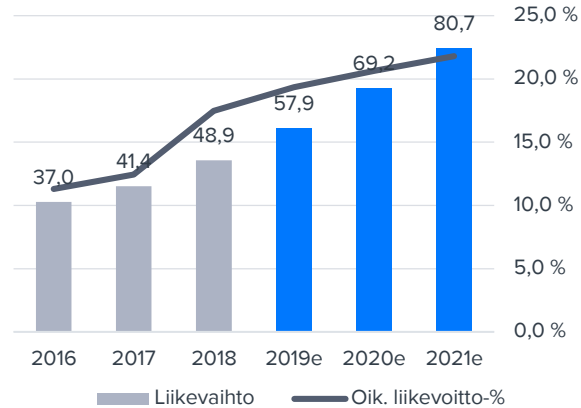
Lähde: Inderes

Osakekurssi



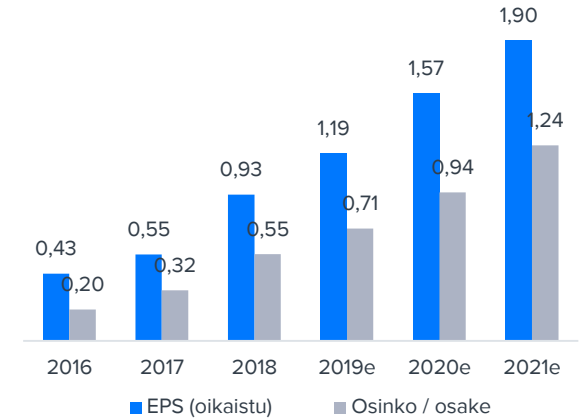
Lähde: Thomson Reuters

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
- Kilpailuetu nojaa teknologiaan, jonka kehitys on yleisesti nopeaa
- Asiakaspidon mahdollinen lasku
- Mahdollisesti kiristytvä 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 noussut historiallisen korkealle tasolle, mikä on huolestuttavaa

Ei ennustemuutoksia

Emme ole tehneet ennustemuutoksia, ja ainoa merkittävä muutos edellisestä päivityksestä on osakkeen ja arvostustason voimakas nousu. Ennusteiden osalta suosittelemme tutustumaan edelliseen 22.10.2019 julkaistuun [päivitykseen](#).

Tuloskasvunäkymä on vahva myös alkaneelle vuodelle

Talenom antoi Q3-katsauksessa ohjeistuksen myös vuodelle 2020, jossa kehityksen odotetaan olevan liikevaihdon suhteellisen kasvun ja suhteellisen kannattavuuden osalta vuoden 2019 kaltainen. Yhtiö odottaa kannattavuuden edelleen parantuvan, mikä on loogista kannattavuuden skaalautuessa kasvun mukana erityisesti henkilöstökulujen osalta. Yhtiöllä on erittäin hyvä näkyvyys ydinliiketoiminnan kehitykseen, koska yli 90 % liikevaihdosta on jatkuvaa ja toimiala erittäin defensiivinen.

Tuloskasvu tulee jatkumaan vahvana

Ennustamme Talenomin 2019-2021 tuloskasvun olevan noin 24 %, mutta rauhoittuvan 2020-2022 ”vain” noin 20 %:iin. Pidemmän aikavälin ennusteemme ovat suhteellisen konservatiiviset, koska näkyvyys Suomen ydinliiketoimintojen ulkopuolisiin liiketoimintoihin (Ruotsi ja lisäpalvelut) on vielä heikko. Talenomilla ei myöskään ole vielä näyttöjä kannattavasta kansainvälisestä kasvusta, eikä Ruotsin kehityksestä ole vielä merkittävästi tietoja. Toistaiseksi on esimerkiksi epäselvää, miten kallista kasvu Ruotsin markkinalla on. Defensiivisellä markkinalla markkinaosuuden voittaminen vaatii merkittäviä kasvupanostuksia, mikä on nähty myös Suomessa vuosien varrella.

Valtaosa kasvupanostuksista tehdään kuitenkin edelleen Suomessa, missä Talenomin

markkinaosuus on edelleen suhteellisen matala eli noin 5,5-6,0 %. Suomessa lisämielenkiintoa kasvunäkymään luovat mahdollisuus tarjota uusia palveluita markkinan alasegmenttiin (pienasiakkaat) automatisaation kehittyessä. Lisäksi kasvunäkymää tukevat myös rahoituspalvelut.

Mielestämme Talenomilla on kuitenkin realistiset mahdollisuudet myös odottamaamme voimakkaampaan tuloskasvuun erityisesti, jos yhtiö onnistuu myös Ruotsissa kasvamaan kannattavasti. Potentiaalia yhtiöllä on edelleen erittäin paljon.

Ennustemuutokset	2019e			2020e			2021e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
MEUR / EUR									
Liikevaihto	57,9	57,9	0 %	69,2	69,2	0 %	80,7	80,7	0 %
Käyttökate	18,9	18,9	0 %	23,8	23,8	0 %	28,3	28,3	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,2	11,2	0 %	14,3	14,3	0 %	17,6	17,6	0 %
Liikevoitto	11,2	11,2	0 %	14,3	14,3	0 %	17,6	17,6	0 %
Tulos ennen veroja	10,5	10,5	0 %	13,8	13,8	0 %	17,0	17,0	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,19	1,19	0 %	1,57	1,57	0 %	1,90	1,90	0 %
Osakekohtainen osinko	0,71	0,71	0 %	0,94	0,94	0 %	1,24	1,24	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus on vaarassa irrota fundamenteista

Talenom on mielestämme erittäin houkutteleva sijoitustarina, mutta viimeisen kolmen kuukauden noin 37 %:n nousu on tullut puhtaasti arvostuskertoimien kautta. Arvostustaso onkin tällä hetkellä korkeampi kuin koskaan ja on mielestämme noussut riskirajoille. Vaikka Talenom on mielestämme vahva yhtiö houkuttelevalla toimialalla, arvostus on jo vaarassa irrota fundamenteista. Suosittelemme sijoittajia odottamaan, että fundamentit saavat osakekurssiin tarttuneen innostuksen kiinni tai arvostus laskee houkuttelevammalle tasolle.

Vuoden 2020 tulokasvu on jo hinnoiteltu

Talenomin P/E-luku vuoden 2020 ennusteilla on noussut yli 28x tasolle, mikä olisi mielestämme hyvin perusteltavissa toteutuneella tuloksella (2019e P/E on jo 38x) mutta todella korkea eteenpäin katsovilla ennusteilla. Olemme jo kaukana historiallisesti hyväksytystä 20x tasosta, mikä on toki ymmärrettävää yhtiön tarinan vahvistuttua koko ajan. Silti ennätysellinen taso on huolestuttava. Myös eteenpäin katsova EV/EBITDA 14x on yhtiölle ennätystaso. 2020e EV/S on myös jo lähes 5x, mikä olisi korkea jo SaaS-yhtiölle. Talenomilla on vahva teknologinen kilpailuetu, mutta yhtiö on kuitenkin palveluyhtiö eikä täysin skaalautuva ohjelmistoyhtiö.

Mielestämme arvostustasoa on venytetty ainakin väliaikaisesti liikaa, mikä kääntää muuten erittäin houkuttelevan sijoitustarinan riskikorjatun tuotto-odotuksen epätyydyttäväksi. Hyväksymme nyt yhtiöllä kuitenkin erittäin korkean 28x P/E-kertoimen tämän vuoden ennusteilla, mikä on merkittävästi korkeampi aiemmasta viitekehuksesta (aik. vastaava P/E ~24x). Näkemyksemme mukaan hyväksyttävää arvostusta nostaa jatkuvasti nouseva kansainvälinen kiinnostus ja myös osakemarkkinoiden yleinen arvostustaso on

noussut selvästi, mikä ei kuitenkaan välttämättä ole kestävä. Mielestämme osa arvostustason noususta voidaan edelleen perustella markkinaosuuden ja kilpailuedun vahvistumisessa, mutta näemme tällä hetkellä arvostuksessa silti enemmän painetta alaspäin kuin ylöspäin.

Tarkastelu PEG-luvun kautta

Olemme tarkastelleet Talenomin arvostustasoa PEG-kertoimen kautta, missä suhteutamme P/E-lukua lähivuosien tuloskasvunäkymään. Ennustamme Talenomin 2019-2021 tuloskasvun olevan noin 24 % ja 2020-2022 "vain" noin 20 %, mutta pidemmän aikavälin ennusteemme ovat suhteellisen konservatiiviset. Molempiin suhtautettuna vuoden 2020 P/E-luku 28x on korkea, ja 2020-2022 tuloskasvuun suhteutettuna PEG-kerroin on jo lähes 1,4x. Olemme aiemmin hyväksyneet Talenomille PEG-kertoimen kokoluokassa 1x, joskin korkeammilla tuloskasvuodotuksilla. Olemme siis selvästi aiemman viitekehysten yläpuolella myös tällä menetelmällä.

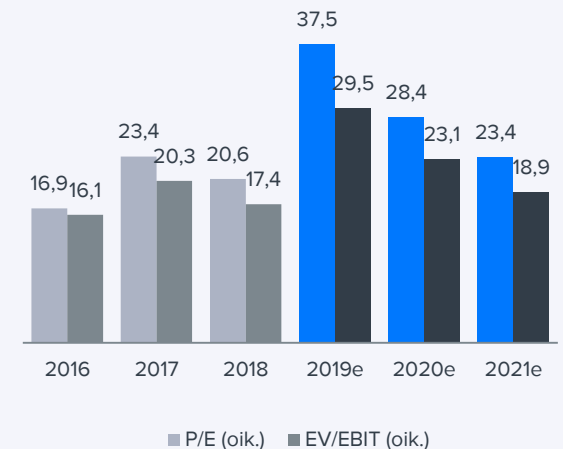
Pitkän tähtäimen houkutteleva tarina on ennallaan

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 suhteellisen vähäriskinen mahdollisuus kasvaa Ruotsissa, jossa yhtiölle aukeisi kokonaan uusi ja Suomea selvästi suurempi markkina-alue.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	44,5	44,5	44,5
Osakemäärä, milj. kpl	6,97	7,03	7,15
Markkina-arvo	310	313	318
Yritysarvo (EV)	330	330	332
P/E (oik.)	37,5	28,4	23,4
P/E	37,5	28,4	23,4
P/Kassavirta	>100	39,7	29,3
P/B	12,3	10,0	8,3
P/S	5,4	4,5	3,9
EV/Liikevaihto	5,7	4,8	4,1
EV/EBITDA (oik.)	17,5	13,9	11,7
EV/EBIT (oik.)	29,5	23,1	18,9
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,1 %	2,8 %

Lähde: Inderes

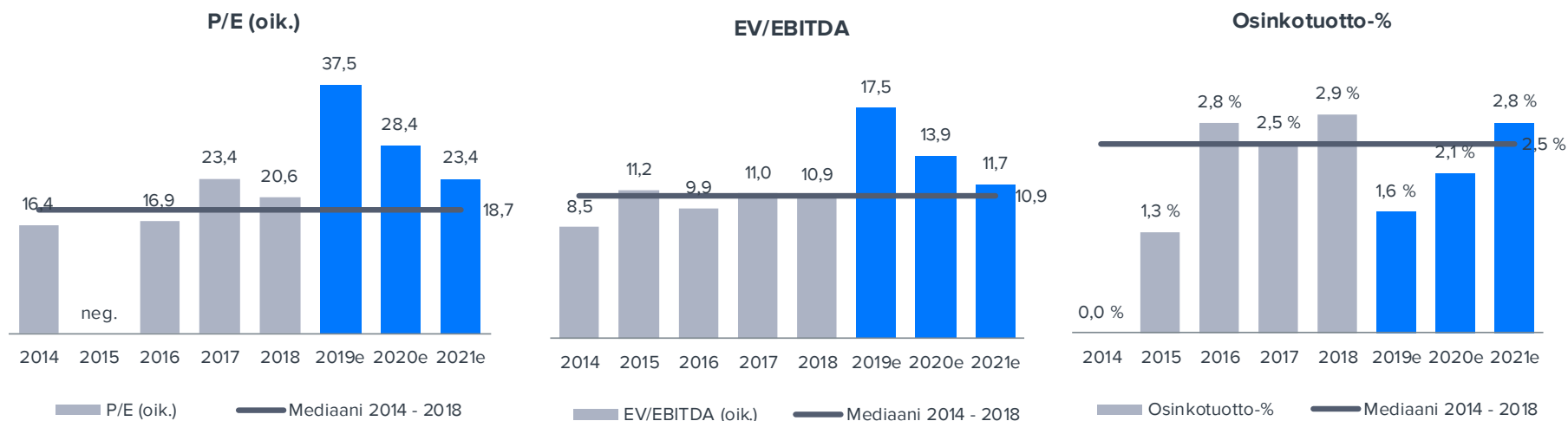
Arvostuskertoimissa etukenoa



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,26	5,26	7,20	12,8	19,1	44,5	44,5	44,5	44,5
Osakemäärä, milj. kpl	5,16	6,81	6,81	6,81	6,87	6,97	7,03	7,15	7,15
Markkina-arvo	27	36	49	87	131	310	313	318	318
Yritysarvo (EV)	53	55	67	105	149	330	330	332	327
P/E (oik.)	16,4	neg.	16,9	23,4	20,6	37,5	28,4	23,4	19,8
P/E	>100	neg.	16,9	25,5	20,6	37,5	28,4	23,4	19,8
P/Kassavirta	neg.	5,1	20,4	40,3	65,5	>100	39,7	29,3	22,8
P/B	37,9	3,6	4,2	6,2	7,0	12,3	10,0	8,3	7,0
P/S	0,9	1,1	1,3	2,1	2,7	5,4	4,5	3,9	3,4
EV/Liikevaihto	1,8	1,7	1,8	2,5	3,0	5,7	4,8	4,1	3,5
EV/EBITDA (oik.)	8,5	11,2	9,9	11,0	10,9	17,5	13,9	11,7	10,0
EV/EBIT (oik.)	16,8	>100	16,1	20,3	17,4	29,5	23,1	18,9	15,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	neg.	46,9 %	63,9 %	59,4 %	60,0 %	60,0 %	65,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,9 %	1,6 %	2,1 %	2,8 %	3,5 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	41,4	12,7	12,5	11,1	12,4	48,9	14,8	14,8	13,5	14,8	57,9	69,2	80,7	93,6
Käyttökate	9,5	3,9	3,8	3,2	2,7	13,7	5,3	5,1	4,3	4,2	18,9	23,8	28,3	32,6
Poistot ja arvonalennukset	-4,7	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-5,1	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9	-7,7	-9,5	-10,7	-11,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,2	2,6	2,6	1,9	1,5	8,5	3,4	3,2	2,4	2,3	11,2	14,3	17,6	20,8
Liikevoitto	4,8	2,6	2,6	1,9	1,5	8,5	3,4	3,2	2,4	2,3	11,2	14,3	17,6	20,8
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,5	-0,6	-0,7
Tulos ennen veroja	4,3	2,5	2,4	1,8	1,3	8,0	3,3	2,9	2,2	2,1	10,5	13,8	17,0	20,1
Verot	-0,9	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-1,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-2,2	-2,8	-3,4	-4,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,4	2,0	2,0	1,4	1,0	6,4	2,6	2,3	1,7	1,7	8,3	11,0	13,6	16,1
EPS (oikaistu)	0,55	0,29	0,29	0,21	0,15	0,93	0,37	0,34	0,24	0,24	1,19	1,57	1,90	2,25
EPS (raportoitu)	0,50	0,29	0,29	0,21	0,15	0,93	0,37	0,34	0,24	0,24	1,19	1,57	1,90	2,25

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	12,1 %	18,1 %	17,9 %	19,8 %	16,3 %	18,0 %	16,1 %	17,7 %	21,1 %	19,0 %	18,4 %	19,7 %	16,5 %	16,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,3 %	42,4 %	59,2 %	128,9 %	69,9 %	65,9 %	30,4 %	22,0 %	26,9 %	53,6 %	31,1 %	27,5 %	23,1 %	18,2 %
Käyttökate-%	23,0 %	30,7 %	30,6 %	28,5 %	22,1 %	28,0 %	36,1 %	34,6 %	31,5 %	28,0 %	32,6 %	34,4 %	35,1 %	34,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,4 %	20,7 %	20,6 %	16,6 %	11,8 %	17,5 %	23,3 %	21,4 %	17,4 %	15,2 %	19,4 %	20,6 %	21,8 %	22,2 %
Nettotulos-%	8,2 %	15,6 %	15,6 %	12,7 %	8,0 %	13,0 %	17,5 %	15,8 %	12,4 %	11,3 %	14,3 %	15,9 %	16,9 %	17,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	29,2	31,5	45,7	47,8	49,3
Liikearvo	18,4	18,4	20,7	20,7	20,7
Aineettomat hyödykkeet	7,8	10,5	13,7	16,0	17,7
Käyttöomaisuus	2,5	2,2	11,0	10,7	10,6
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	10,4	11,4	15,3	19,2	26,3
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	5,5	6,9	8,3	9,7
Likvidit varat	4,9	5,9	8,3	10,8	16,6
Taseen loppusumma	45,9	51,2	71,3	79,3	90,2

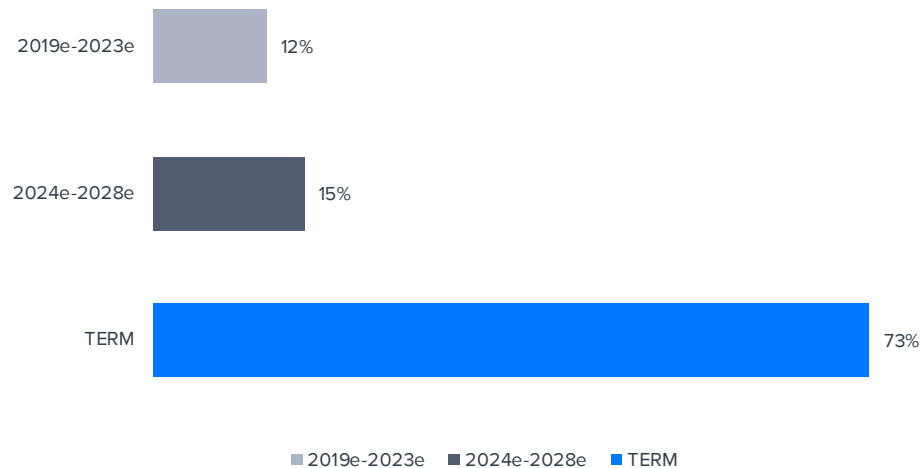
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	13,9	18,7	25,3	31,4	38,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,6	7,9	12,3	18,4	25,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muu oma pääoma	12,4	10,9	13,0	13,0	13,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	22,6	23,9	35,1	35,1	35,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	22,0	23,6	28,0	28,0	28,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,2	7,0	7,0	7,0
Lyhytaikaiset velat	9,4	8,6	10,8	12,8	16,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	0,0	0,0	0,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,4	7,7	9,8	11,8	13,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,6	0,9	1,0	1,0	1,0
Taseen loppusumma	45,9	51,2	71,3	79,3	90,2

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	8,5	11,2	14,3	17,6	20,8	23,5	25,1	26,3	27,7	28,3	29,2	
+ Kokonaispoistot	5,1	7,7	9,5	10,7	11,8	12,8	14,3	16,0	17,6	19,2	20,5	
- Maksetut verot	-1,5	-2,2	-2,8	-3,4	-4,0	-4,6	-4,9	-5,1	-5,4	-5,5	-5,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-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 muutokset	-0,3	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,2	
Operatiivinen kassavirta	11,8	17,3	21,5	25,3	29,1	32,2	35,0	37,6	40,3	42,2	44,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	6,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-9,5	-23,8	-13,6	-14,5	-15,1	-18,0	-20,3	-21,7	-23,4	-23,7	-23,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,0	0,2	7,9	10,8	13,9	14,2	14,6	15,9	16,9	18,5	20,2	
+/- 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	2,0	0,2	7,9	10,8	13,9	14,2	14,6	15,9	16,9	18,5	20,2	469
Diskontattu vapaa kassavirta		0,2	7,3	9,4	11,3	10,7	10,2	10,4	10,2	10,4	10,6	246
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		337	336	329	320	308	298	287	277	267	257	246
Velaton arvo DCF		337										
- Korolliset velat		-23,6										
+ Rahavarat		5,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-3,8										
Oman pääoman arvo DCF		315										
Oman pääoman arvo DCF per osake		45,2										

Rahavirran jakauma jaksoittain



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 %
Likvideettipremio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Yhteenvedo

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	37,0	41,4	48,9	57,9	69,2	EPS (raportoitu)	0,43	0,50	0,93	1,19	1,57
Käyttökate	6,8	9,5	13,7	18,9	23,8	EPS (oikaistu)	0,43	0,55	0,93	1,19	1,57
Liikevoitto	4,2	4,8	8,5	11,2	14,3	Operat. kassavirta / osake	1,02	1,42	1,72	2,48	3,06
Voitto ennen veroja	3,6	4,3	8,0	10,5	13,8	Vapaa kassavirta / osake	0,35	0,32	0,29	0,04	1,12
Nettovoitto	2,9	3,4	6,4	8,3	11,0	Omapääoma / osake	1,72	2,05	2,72	3,63	4,46
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,20	0,32	0,55	0,71	0,94
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	42,3	45,9	51,2	71,3	79,3	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	12 %	18 %	18 %	20 %
Oma pääoma	11,7	13,9	18,7	25,3	31,4	Käyttökateen kasvu-%	40 %	39 %	44 %	38 %	26 %
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	20,7	20,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	1265 %	23 %	66 %	31 %	28 %
Nettovelat	18,2	17,6	17,7	19,7	17,2	EPS oik. kasvu-%	-454 %	28 %	69 %	28 %	32 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	18,5 %	23,0 %	28,0 %	32,6 %	34,4 %
Käyttökate	6,8	9,5	13,7	18,9	23,8	Oik. Liikevoitto-%	11,3 %	12,4 %	17,5 %	19,4 %	20,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	-0,3	0,7	0,6	Liikevoitto-%	11,3 %	11,7 %	17,5 %	19,4 %	20,6 %
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	11,8	17,3	21,5	ROE-%	26,8 %	26,6 %	39,0 %	37,6 %	38,9 %
Investoinnit	-4,6	-7,4	-9,5	-23,8	-13,6	ROI-%	12,2 %	13,9 %	21,8 %	23,5 %	25,4 %
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	2,0	0,2	7,9	Omavaraisuusaste	27,8 %	30,5 %	36,7 %	35,7 %	39,7 %
						Nettovelkaantumisaste	155,2 %	126,4 %	94,7 %	77,6 %	54,6 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Harri Tahkola			22,4 %			EV/Liikevaihto	1,8	2,5	3,0	5,7	4,8
Markus Tahkola			13,5 %			EV/EBITDA (oik.)	9,9	11,0	10,9	17,5	13,9
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			12,1 %			EV/EBIT (oik.)	16,1	20,3	17,4	29,5	23,1
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt			5,7 %			P/E (oik.)	16,9	23,4	20,6	37,5	28,4
Hallintarekisteröity (SEB)			4,9 %			P/B	4,2	6,2	7,0	12,3	10,0
Hallintarekisteröity (Nordea)			4,6 %			Osinkotuotto-%	2,8 %	2,5 %	2,9 %	1,6 %	2,1 %

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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 analyytikoilla 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 sijoittavassa 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.2.2017	Osta	10,00 €	8,13 €
28.3.2017	Osta	10,50 €	8,72 €
9.5.2017	Osta	12,50 €	10,50 €
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 €

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.**