

Talenom

Yhtiöpäivitys

1.4.2020

- Laskemme Talenomin suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) ja tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 6,8 euroa)
- Koronaviruksen vaikutukset Talenomiin ovat rajalliset, mutta ne heikentävät hieman yhtiön tuloskasvunäkymää
- Osakekurssi on ruman pudotuksen jälkeen elpynyt jälleen järkevälle tasolle
- Osake on mielestämme oikein hinnoiteltu, mutta lyhyen aikavälin nousupotentiaali on rajallinen

Koronavirus rasittaa lähivuosien tuloskasvunäkymää

Laskemme Talenomin suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) ja tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 6,8 euroa). Näkemyksemme mukaan Talenom selviää koronavirusepidemiasta vähin vaurioin ja tulee siitä voittajien joukossa ulos. Korona rasittaa kuitenkin yhtiön lähivuosien tuloskasvunäkymää, ja olemme laskeneet ensi vuoden tulosennusteita noin 8 %. Lisäksi näemme osakkeen hyväksyttävässä arvostuksessa lievää painetta kasvaneen epävarmuuden takia. Mielestämme osake onkin nyt elpymisen jälkeen oikein hinnoiteltu.

Koronan vaikutukset Talenomiin ovat rajallisia

Vaikka koronaviruksen vaikutukset Suomen talouteen ovat voimakkaat, Talenom on näiltä valtaosin suojassa erittäin defensiivisen toimialan takia. Kirjanpito on hoidettava kaikissa tilanteissa, ja Talenomin etätyövalmiudet sekä korkea digitaalisuusaste ovat tässä tilanteessa arvokkaita. Yhtiön liikevaihdosta yli 90 % on jatkuva ja esimerkiksi rahoituspalveluiden kysyntää korona on lisännyt. Merkittävä uhka koronasta tulisi Talenomille vasta silloin, jos konkurssien määrä Suomessa kasvaisi oleellisesti. Tämä tarkoittaisi asiakaspoistuman kasvua, mikä heijastuisi Talenomin liikevaihtoon noin puolen vuoden viiveellä. Tällä hetkellä laajaa konkurssiaaltoa ei ole näkyvissä, vaikka pk-sektorilla monen yhtiön tilanne on tukala. Talenom esittää [korona info-sivuillaan](#) kuvaajan pk-yrityksien kassatilanteen kehityksestä, missä ei näy vielä merkkejä mahdollisista suuremmista ongelmista.

Tuloskasvunäkymä on mielestämme hieman heikentynyt

Vaikka merkkejä laajoista ongelmista yhtiön asiakaskunnassa ei vielä ole, talouden poikkeustilanteen pitkittyessä tilanne voisi vaikeutua selvästi. Olemme ottaneet Talenomin lähivuosien tulosennusteisiin hieman lisää turvamarginaalia poikkeuksellisen epävarmassa tilanteessa. Suurimmat ennustemuutokset kohdistuivat vuoteen 2021, mihin tänä vuonna mahdollisesti nousevat ongelmat arviomme mukaan pääosin heijastuisivat. Vuoden 2021 tulosennusteemme laskivat muutoksen johdosta noin 8 %. Talenom on jatkanut voimakkaita panostuksia kasvuun, mutta nyt kasvusta voi tulla ainakin väliaikaisesti kalliimpaa, jos yhtiö joutuu myös korvaamaan suurempia asiakaspoistumia. Yleisesti emme ole kuitenkaan huolestuneita yhtiön kannattavuudesta, koska yhtiön tehokkuus on erittäin hyvällä tasolla mm. pitkälle viedyn automatisaation ansiosta. Lisäksi yhtiö ei tällä hetkellä rekrytoi uusia kirjanpitäjiä luonnollisen poistuman tilalle, minkä takia yhtiön kulurakenne laskee hiljalleen. Lievistä negatiivisista muutoksista huolimatta odotamme edelleen Talenomin 2019-2023e tuloskasvun olevan noin 20 %. Olemme luottavaisia siitä, että yhtiö tulee kriisistä voittajien joukossa ulos muutenkin murroksessa olevalla alalla.

Arvostus on edelleen korkea, mutta perusteltavissa

Talenomin arvostus on korkea, mutta ei kohtuuton huomioiden nykytilanteeseen hyvin sopiva sijoitusprofiili. 2020e P/E on noin 27x ja EV/EBITDA 12-13x, mitkä ovat korkeita, mutta katsottaessa ensi vuoteen P/E laskee kohtuulliselle 23x tasolle ja EV/EBITDA on jo alle 11x. Kun katsomme 12 kuukautta eteenpäin, Talenomin PEG-kerroin laskettuna lähivuosien keskimääräisellä tuloskasvulla on jo lähellä houkuttelevaa 1x-tasoa (nyt noin 1,1x). Valtaosa Talenomin liikevaihdosta on jatkuva, näkyvyys on suhteellisen hyvä jopa vallitsevassa poikkeustilanteessa ja yhtiö pystyy arviomme mukaan jatkamaan tuloskasvua myös taantumassa, mitkä ovat arvokkaita tekijöitä nykytilanteessa. Merkittävä riski on kuitenkin se, miten osakkeen hyväksyttävä arvostus kehittyi koronakriisissä. Pidämme Talenomia erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarinana. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka voittajiin yhtiö kuuluu.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

(aik. Lisää)



6,00 EUR

(aik. 6,80 EUR)

Osakekurssi: 5,88 EUR

Potentiaali: 2,0 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

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

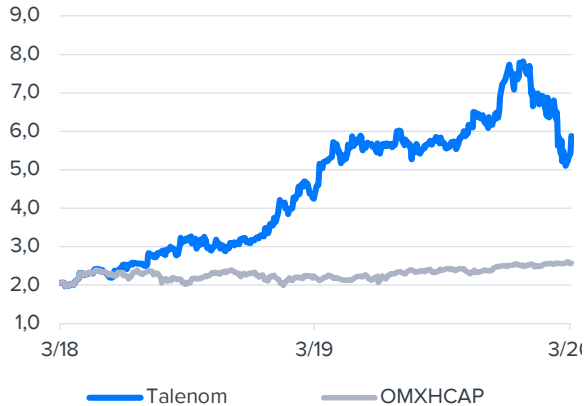
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	58	68	78	89
kasvu-%	19 %	17 %	15 %	14 %
EBIT oik.	10,4	12,2	14,4	18,2
EBIT-% oik.	18,0 %	17,9 %	18,5 %	20,5 %
Nettotulos	7,6	9,3	11,0	14,0
EPS (oik.)	0,18	0,22	0,26	0,33

P/E (oik.)	41,1	26,6	22,8	18,0
P/B	13,3	9,0	7,6	6,2
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,2 %	2,6 %	3,3 %
EV/EBIT (oik.)	32,0	22,3	18,9	14,7
EV/EBITDA	17,6	12,5	10,7	8,8
EV/Liikevaihto	5,7	4,0	3,5	3,0

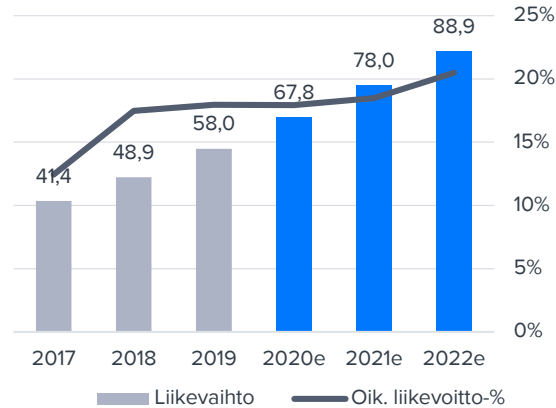
Lähde: Inderes

Osakekurssi



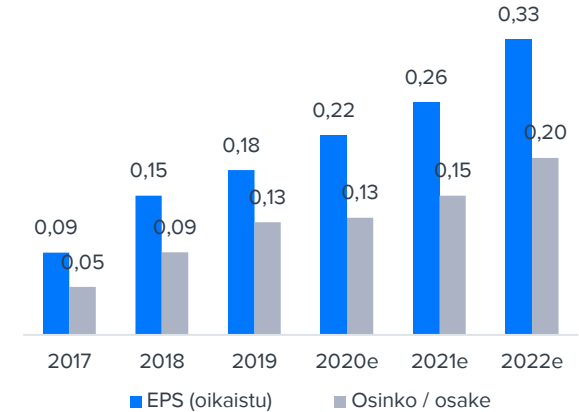
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Ennustamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina noin 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

- Koronaviruksen iskeminen asiakaskuntaan ja mahdollinen asiakaspoistuman kasvu
- Tulospettymykset ja hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku
- 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
- Preemiohinnoittelu perusteltu, koska yhtiö on toimialan edelläkävijä, voittaa markkinaosuutta ja luo koko ajan omistaja-arvoa
- Osakkeen arvostustaso on korkea ja negatiivisessa skenaariossa siihen kohdistuisi painetta

Koronavirus ja taantuma painavat tuloskasvuodotuksia

Olemme ottaneet lähivuosien tuloskasvuennusteisiin turvamarginaalia koronaviruksen ajettua Suomen talouden taantumaa. Toistaiseksi Talenom on selvinnyt koko hommasta säikähdyksellä, mutta poikkeustilan mahdollinen pitkittyminen voisi aiheuttaa merkittävän määrän konkurseja Talenomien asiakaskunnassa. Talenom tulee selviämään kriisistä joka tapauksessa voittajien joukossa, mutta kriisi voi heijastua negatiivisesti yhtiön kasvunopeuteen sekä kasvuun liittyviin kuluihin. Arviomme mukaan yhtiö pystyy kuitenkin tuloskasvuun myös taantumassa vahvojen kilpailuajunsa ansiosta.

Koronavirus vaikuttanee Talenomien lähinnä asiakaskunnan kautta

Talenomien liikevaihdosta yli 90 % on jatkuvaa ja esimerkiksi rahoituspalveluiden kysyntää korona on lisännyt. Käsitteemme mukaan Talenom on auttanut asiakkaitaan aktiivisesti rahoituksen hankinnassa sekä kassan hallinnassa, mikä on voinut kasvattaa asiakaspysyvyyttä ja tukenut konsultointia. Tuki on mahdollista, koska yhtiön prosessit toimivat hyvin.

Uhka koronasta ja talouden taantumasta tulee Talenomille vasta silloin, jos konkurssien määrä Suomessa kasvaisi oleellisesti. Tällä hetkellä laajaa konkurssiaaltoa ei ole näkyvissä ainakaan Talenomien asiakkaissa, vaikka pk-sektorilla monen yhtiön tilanne on tukala. Mahdollisten konkurssien jälkekin kirjanpito täytyy suorittaa, joten Talenomien liikevaihtoon vaikutus iskisi noin puolen vuoden viiveellä. Negatiivisessa skenaariossa Talenomilla olisi siis hyvin aikaa reagoida, minkä takia tulosvaikutukset jäisivät arviomme mukaan joka tapauksessa kohtuullisiksi. Tulevaisuuden kasvua nämä kuitenkin söisivät. Lisäksi taloudellisen aktiviteetin laskeminen heijastuisi mm. palkanlaskentaan, mutta vaikutukset olisivat silti rajalliset.

Laskimme hieman erityisesti 2021 ennusteita

Vaikka selkeitä merkkejä laajoista ongelmista pk-sektorilla ei vielä ole, talouden poikkeustilanteen pitkittyessä tilanne voisi vaikeutua selvästi. Olemme ottaneet Talenomien lähivuosien tulosennusteisiin hieman lisää turvamarginaalia poikkeuksellisen epävarmassa tilanteessa. Suurimmat

ennustemuutokset kohdistuivat vuoteen 2021, mihin tänä vuonna mahdollisesti nousevat ongelmat arviomme mukaan pääosin heijastuisivat. Vuoden 2021 tulosennusteemme laskivat muutoksen johdosta noin 8 %.

Käsityksemme mukaan Talenom on jatkanut voimakkaita panostuksia kasvuun, mutta nyt kasvusta voi tulla ainakin väliaikaisesti kalliimpaa, jos yhtiö joutuu myös korvaamaan suurempia asiakaspoistumia. Yleisesti emme ole kuitenkaan huolestuneita yhtiön kannattavuudesta, koska yhtiön tehokkuus on erittäin hyvällä tasolla mm. pitkälle viedyn automatisaation ansiosta. Lisäksi yhtiö ei tällä hetkellä rekrytoi uusia kirjanpitäjiä luonnollisen poistuman tilalle, minkä takia yhtiön kulurakenne laskee hiljalleen. Aiemmin yhtiön henkilöstö on ollut ylimitoitettu voimakasta kasvua ajatellen.

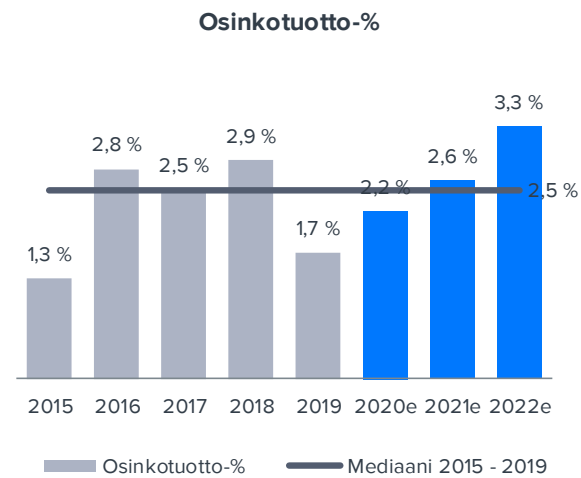
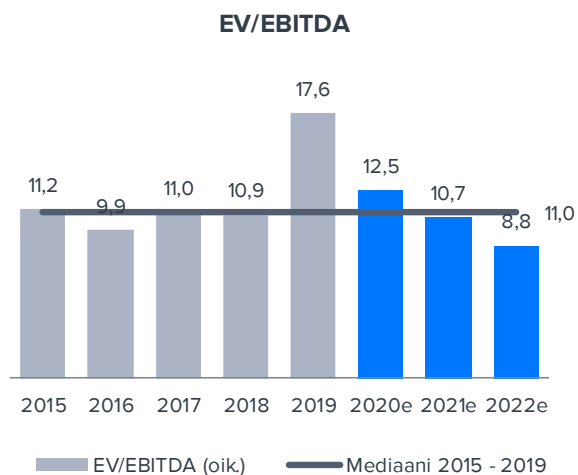
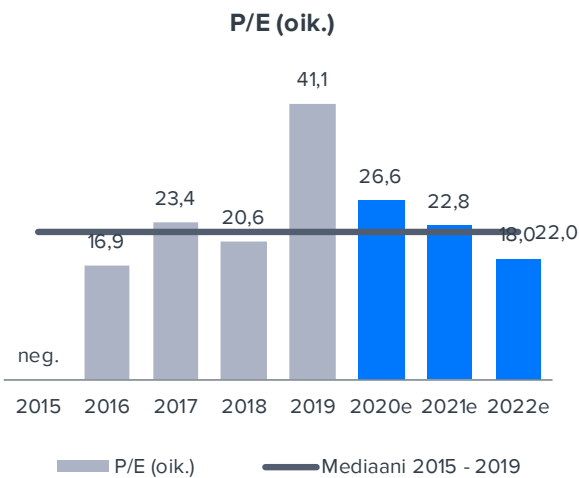
Lievistä negatiivisista muutoksista huolimatta odotamme edelleen Talenomien 2019-2023e tuloskasvun olevan noin 20 %. Olemme luottavaisia siitä, että yhtiö tulee kriisistä voittajien joukossa ulos muutenkin murroksessa olevalla alalla.

Ennustemuutokset	2020e	2020	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Ennuste	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	68,5	67,8	-1 %	79,8	78,0	-2 %	92,6	88,9	-4 %
Käyttökate	22,1	21,7	-2 %	26,6	25,5	-4 %	31,5	30,2	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,5	12,2	-3 %	15,6	14,4	-7 %	19,5	18,2	-6 %
Liikevoitto	12,5	12,2	-3 %	15,6	14,4	-7 %	19,5	18,2	-6 %
Tulos ennen veroja	12,0	11,7	-3 %	15,0	13,8	-8 %	18,7	17,5	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,23	0,22	-3 %	0,28	0,26	-8 %	0,35	0,33	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,14	0,13	-5 %	0,18	0,15	-15 %	0,24	0,20	-20 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	0,88	1,20	2,13	3,18	7,50	5,88	5,88	5,88	5,88
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	248	252	252	252
Yritysarvo (EV)	55	67	105	149	333	271	273	267	264
P/E (oik.)	neg.	16,9	23,4	20,6	41,1	26,6	22,8	18,0	15,4
P/E	neg.	16,9	25,5	20,6	41,1	26,6	22,8	18,0	15,4
P/Kassavirta	5,1	20,4	40,3	65,5	>100	85,9	30,9	19,6	19,8
P/B	3,6	4,2	6,2	7,0	13,3	9,0	7,6	6,2	5,2
P/S	1,1	1,3	2,1	2,7	5,4	3,7	3,2	2,8	2,5
EV/Liikevaihto	1,7	1,8	2,5	3,0	5,7	4,0	3,5	3,0	2,6
EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,9	11,0	10,9	17,6	12,5	10,7	8,8	7,7
EV/EBIT (oik.)	>100	16,1	20,3	17,4	32,0	22,3	18,9	14,7	12,5
Osinko/tulos (%)	neg.	46,9 %	63,9 %	59,4 %	68,4 %	58,8 %	60,0 %	60,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,9 %	1,7 %	2,2 %	2,6 %	3,3 %	4,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Aallon	8,90	31	25	8,3	8,3	15,6	13,4	3,0	3,6	3,2
Fortnox	164,00	891	860	35,7	28,3	54,6	42,3	0,5	0,7	23,0
Admicom	67,00	297	279	27,9	21,5	38,6	28,8	1,7	2,2	13,2
Fondia	6,88	26	20	9,9	6,6	21,0	12,5	4,0	5,2	4,1
Vincit	3,15	38	35	8,7	5,8	11,4	10,7	4,5	4,9	1,8
Gofore	6,06	85	68	7,6	6,2	12,6	10,9	4,4	4,9	2,5
Siili	7,76	55	54	7,2	5,7	15,3	9,8	4,2	6,0	2,4
Talenom (Inderes)	5,88	248	271	12,5	10,7	26,6	22,8	2,2	2,6	9,0
Keskiarvo				15,0	11,8	24,2	18,3	3,2	3,9	7,2
Mediaani				8,7	6,6	15,6	12,5	4,0	4,9	3,2
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				44 %	62 %	70 %	83 %	-45 %	-46 %	180 %

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	17,6	15,8	17,4	67,8	78,0	88,9	100
Käyttökate	13,7	5,3	5,1	4,3	4,2	18,9	5,8	5,9	5,3	4,7	21,7	25,5	30,2	34,0
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	-11,0	-12,0	-12,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,5	3,4	3,2	2,4	1,5	10,4	3,4	3,5	2,9	2,4	12,2	14,4	18,2	21,1
Liikevoitto	8,5	3,4	3,2	2,4	1,5	10,4	3,4	3,5	2,9	2,4	12,2	14,4	18,2	21,1
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	3,4	2,8	2,2	11,7	13,8	17,5	20,4
Verot	-1,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,2	-2,0	-0,7	-0,7	-0,6	-0,4	-2,3	-2,8	-3,5	-4,1
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	2,7	2,2	1,8	9,3	11,0	14,0	16,3
EPS (oikaistu)	0,15	0,37	0,34	0,04	0,02	0,18	0,06	0,06	0,05	0,04	0,22	0,26	0,33	0,38
EPS (raportoitu)	0,15	0,37	0,34	0,04	0,02	0,18	0,06	0,06	0,05	0,04	0,22	0,26	0,33	0,38

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 %	19,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	15,0 %	14,0 %	13,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	65,9 %	30,4 %	22,0 %	26,9 %	-0,5 %	21,8 %	-1,2 %	11,3 %	22,9 %	61,6 %	16,8 %	18,6 %	26,3 %	15,8 %
Käyttökate-%	28,0 %	36,1 %	34,6 %	31,5 %	28,2 %	32,6 %	34,0 %	33,6 %	33,4 %	27,1 %	32,0 %	32,7 %	34,0 %	33,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	17,5 %	23,3 %	21,4 %	17,4 %	9,8 %	18,0 %	20,0 %	20,0 %	18,3 %	13,5 %	17,9 %	18,5 %	20,5 %	21,0 %
Nettotulos-%	13,0 %	17,5 %	15,8 %	12,4 %	6,8 %	13,1 %	15,4 %	15,4 %	14,0 %	10,2 %	13,8 %	14,2 %	15,8 %	16,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	31,5	46,9	49,3	50,7	50,4
Liikearvo	18,4	20,7	20,7	20,7	20,7
Aineettomat hyödykkeet	10,5	14,9	17,2	18,6	17,8
Käyttöomaisuus	2,2	2,6	2,5	2,5	2,9
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	17,7	20,3	25,6
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	8,1	9,4	10,7
Likvidit varat	5,9	7,8	9,5	10,9	14,9
Taseen loppusumma	51,2	71,3	79,3	85,8	93,4

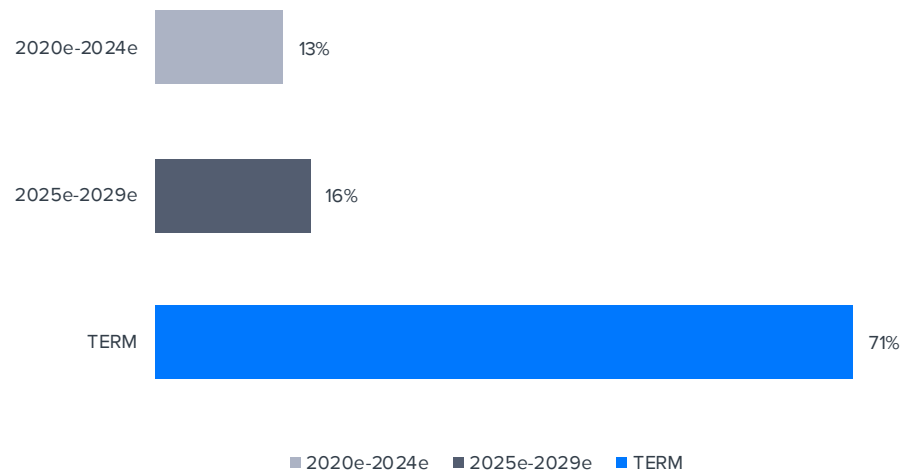
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	18,7	23,6	27,7	33,2	40,7
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,9	12,3	16,4	22,0	29,4
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	39,6	36,8	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	32,4	29,7	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	12,0	15,7	17,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,7	12,1	11,5	13,3	15,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5
Taseen loppusumma	51,2	71,3	79,3	85,8	93,4

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	10,4	12,2	14,4	18,2	21,1	23,6	24,8	26,1	26,7	26,5	27,3	
+ Kokonaispoistot	8,5	9,5	11,0	12,0	12,9	14,7	16,7	18,5	20,2	21,6	22,9	
- Maksetut verot	-1,7	-2,3	-2,8	-3,5	-4,1	-4,6	-4,8	-5,1	-5,2	-5,1	-5,3	
- 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 muutokset	2,9	-2,2	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,3	0,4	0,2	
Operatiivinen kassavirta	20,0	17,0	23,1	27,1	30,4	34,2	37,1	39,9	41,9	43,1	44,9	
+ 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	-14,1	-14,9	-14,2	-17,6	-20,4	-22,2	-23,7	-24,3	-25,5	-25,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,9	2,9	8,2	12,9	12,8	13,7	14,9	16,2	17,6	17,6	19,0	
+/- 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	2,9	8,2	12,9	12,8	13,7	14,9	16,2	17,6	17,6	19,0	442
Diskontattu vapaa kassavirta		2,7	7,2	10,6	9,8	9,8	9,8	10,0	10,1	9,4	9,5	219
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		308	305	298	288	278	268	258	248	238	229	219
Velaton arvo DCF		308										
- Korolliset velat		-28,0										
+ Rahavarat		7,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		288										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,8										

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

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	41,4	48,9	58,0	67,8	78,0	EPS (raportoitu)	0,08	0,15	0,18	0,22	0,26
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	21,7	25,5	EPS (oikaistu)	0,09	0,15	0,18	0,22	0,26
Liikevoitto	4,8	8,5	10,4	12,2	14,4	Operat. kassavirta / osake	0,24	0,29	0,48	0,40	0,54
Voitto ennen veroja	4,3	8,0	9,6	11,7	13,8	Vapaa kassavirta / osake	0,05	0,05	0,02	0,07	0,19
Nettovoitto	3,4	6,4	7,6	9,3	11,0	Omapääoma / osake	0,34	0,45	0,57	0,66	0,78
Kertaluontoiset erät	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,05	0,09	0,13	0,13	0,15
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	45,9	51,2	71,3	79,3	85,8	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	18 %	19 %	17 %	15 %
Oma pääoma	13,9	18,7	23,6	27,7	33,2	Käyttökateen kasvu-%	39 %	44 %	38 %	15 %	17 %
Liikearvo	18,4	18,4	20,7	20,7	20,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	66 %	22 %	17 %	19 %
Nettovelat	17,6	17,7	20,2	22,9	20,8	EPS oik. kasvu-%	28 %	69 %	18 %	21 %	16 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	23,0 %	28,0 %	32,6 %	32,0 %	32,7 %
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	21,7	25,5	Oik. Liikevoitto-%	12,4 %	17,5 %	18,0 %	17,9 %	18,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	-0,3	2,9	-2,2	0,5	Liikevoitto-%	11,7 %	17,5 %	18,0 %	17,9 %	18,5 %
Operatiivinen kassavirta	9,7	11,8	20,0	17,0	23,1	ROE-%	26,6 %	39,0 %	36,0 %	36,4 %	36,2 %
Investoinnit	-7,4	-9,5	-25,7	-14,1	-14,9	ROI-%	13,9 %	21,8 %	22,2 %	21,8 %	23,1 %
Vapaa kassavirta	2,2	2,0	0,9	2,9	8,2	Omavaraisuusaste	30,5 %	36,7 %	33,2 %	35,0 %	38,9 %
						Nettovelkaantumisaste	126,4 %	94,7 %	85,8 %	82,8 %	62,4 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Harri Tahkola			20,9 %			EV/Liikevaihto	2,5	3,0	5,7	4,0	3,5
Markus Tahkola			13,2 %			EV/EBITDA (oik.)	11,0	10,9	17,6	12,5	10,7
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			10,5 %			EV/EBIT (oik.)	20,3	17,4	32,0	22,3	18,9
Hallintarekisteröity (SEB)			6,8 %			P/E (oik.)	23,4	20,6	41,1	26,6	22,8
Hallintarekisteröity (Nordea)			5,5 %			P/B	6,2	7,0	13,3	9,0	7,6
Sijoutusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt			5,5 %			Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	1,7 %	2,2 %	2,6 %

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 suosituksen 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 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.

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

Suositushistoria (>12 kk)

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.6.2017	Osta	2,25 €	1,97 €
15.8.2017	Osta	2,25 €	1,92 €
6.10.2017	Lisää	2,25 €	2,08 €
3.11.2017	Lisää	2,25 €	1,97 €
28.11.2017	Osta	2,25 €	1,93 €
16.1.2018	Lisää	2,33 €	2,21 €
9.2.2018	Lisää	2,25 €	2,01 €
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 €
14.2.2020	Vähennä	6,00 €	5,88 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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 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.**