

Talenom

Yhtiöpäivitys

15.6.2020

- Nostamme tavoitehintamme 8,2 euroon (aik. 7,5 euroa), mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää)
- Talenomin osake on noussut uusiin huippuihin koronapandemiasta huolimatta
- Arvostuksen nousu on osittain perusteltua defensiivisen tuloskasvun ollessa nyt harvinaista, mutta osakkeessa on silti poikkeuksellisen voimakas etunoja (2020e P/E 36x ja 2021e lähes 30x)
- Talenomin pitkän aikavälin kannattavan kasvun tarina on voimissaan, mutta siihen voi päästä myöhemmin mukaan paremmalla tuotto/riski-suhteella

Defensiivinen tuloskasvu on nyt arvossaan

Osake on jatkanut nousuaan (YTD +9 %) piittaamatta koronapandemiasta, joka ei ole pystynyt suistumaan yhtiötä vahvalta tuloskasvu-uralta. Defensiivinen tuloskasvu on nykyisessä markkinaympäristössä arvossaan ja osakkeen tuottovaatimus voi olla laskenut myös pysyvästi, mutta historiaan nähden Talenomin arvostuskertoimet ovat nyt selvästi venytettyjä (2020e P/E 36x ja 2021e P/E 29x). Nostamme tavoitehintamme 8,2 euroon (aik. 7,5 euroa), mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Talenomin pitkän aikavälin erinomainen sijoitustarina on ennallaan, mutta katsomme seuraavan välietapin (pienasiakaskonseptin julkaisu) nykykurssilla tarkkailuasemista.

Osakkeen arvostus on karannut aiemmasta viitekehyksestä

Talenomin osake on noussut uusiin huippuihin koronapandemian aiheuttamien pelkotilojen muututtua innostukseksi, mikä on heijastunut erityisesti defensiivisiin ja turvallisiin yhtiöihin. Talenomin sijoitusprofiili sopii markkinaympäristöön erinomaisesti, sillä epävarmassa taloustilanteessa tuloskasvuun pystyvien yhtiöiden lista on (Helsingin pörssissä) lyhyt ja toisaalta nollakorko aika jatkunee vielä vuosikautia. Markkinoiden tuottovaatimus voikin olla myös pysyvästi laskenut, mikä tarkoittaisi Talenomin hyväksyttävän arvostustason nousua. Historiallisesta viitekehyksestä Talenomin arvostus on jo irronnut, mutta emme ole vielä vakuuttuneita siitä, että tämä on kestävä. Osakkeen 2020e P/E on jo 36x ja myös 2021e P/E on kohonnut 29x tasolle. Odotamme Talenomin tuloskasvun olevan vuosina 2020-2023e noin 22 % (CAGR), joten pidemmän aikavälin tuloskasvuun pohjautuva PEG-kerroin on karannut kauas aiemmasta noin 1x tasosta. Käytännössä osakkeen arvostuskertoimet ovat nyt noin 10-15 % korkeampia, mitä aiemmin käyttämämme viitekehys indikoisi. Nykyisessä ympäristössä olemme valmiita hyväksymään arvostuksen, mutta nousuvaraa emme lyhyellä aikavälillä osakkeessa näe.

Uusi pienasiakaskonsepti voi tarjota avaimia nopeampaan (tulos)kasvuun

Talenom kertoi Q1-katsauksen yhteydessä uudesta pienasiakkaille suunnatusta konseptista, jonka yhtiö uskoi "mullistavan toimialaa". Konkreettista tietoa ratkaisusta ei käytännössä vielä ole, mutta Talenomin johto vaikutti sen suhteen innostuneelta ja luottavaiselta. Talenom on toistaiseksi ollut suhteellisen heikko pienasiakkaisissa, joissa asiakashankintakustannukset ovat olleet yhtiölle turhan korkeita (suhteessa saavutettuun liikevaihtoon). Nyt yhtiö on mahdollisesti keksinyt asiaan ratkaisun, josta saamme lisätietoa todennäköisesti kesällä ja syksyllä. Jos kyseessä on oikeasti toimialaa mullistava ratkaisu, lähivuosien tuloskasvuodotuksemme voivat olla liian alhaisia ja osakekurssi enemmän kuin perusteltu. Toisaalta voi olla, että markkinoiden odotukset konseptia kohtaan ovat jo liiankin suuria.

Tuloskasvutarina etenee raiteillaan

Emme ole tehneet ennusteisiimme suuria muutoksia, mutta otimme nyt mukaan [Niva Ekonomi -yritysoston](#) Ruotsissa sekä [henkilöstöannin](#) vaikutukset osakemäärään. Vuositason ennusteisiin muutokset olivat +/- 2 %. Näkemyksemme mukaan Talenomilla on vahvojen kilpailuetujen ansiosta edellytykset jatkaa yli 20 %:n tuloskasvua lähivuosina, vaikka Suomen talous painuisi koronapandemian mukana pidempäänkin taantumaan. Näin yhtiö luo jatkuvasti merkittävästi arvoa ja ottaa kiinni osakekurssissa olevaa voimakasta etunojaa. Pitkän aikavälin sijoitustarina on siis edelleen erittäin houkutteleva, eikä pitkäaikaisen omistajan välttämättä tarvitse huolehtia lyhyen aikavälin heilunnasta osakkeessa. Valtaosa Talenomin liikevaihdosta on jatkuvaa, näkyvyys on poikkeuksellisen hyvä ja kannattavuudessa on edelleen parantamisen varaa. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tiloimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö näkemyksemme mukaan kuuluu.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Lisää)



8,20 EUR

(aik. 7,50 EUR)

Osakekurssi: 8,20 EUR

Potentiaali: 0,0 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Vuoden 2020 liikevaihdon odotetaan olevan 64-68 MEUR ja liikevoiton odotetaan olevan 12-14 MEUR.

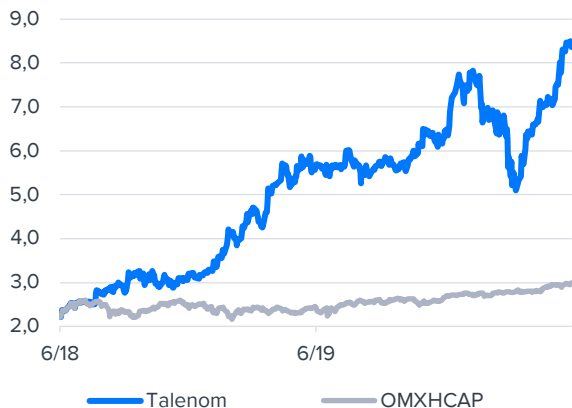
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	58	68	79	92
kasvu-%	19 %	16 %	17 %	16 %
EBIT oik.	10,4	13,0	16,2	19,7
EBIT-% oik.	18,0 %	19,3 %	20,5 %	21,5 %
Nettotulos	7,6	9,9	12,4	15,2
EPS (oik.)	0,18	0,23	0,28	0,35

P/E (oik.)	41,1	35,9	29,1	23,7
P/B	13,3	12,2	10,2	8,4
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,7 %	2,1 %	2,5 %
EV/EBIT (oik.)	32,0	28,9	23,4	19,0
EV/EBITDA	17,6	16,6	13,8	11,7
EV/Liikevaihto	5,7	5,6	4,8	4,1

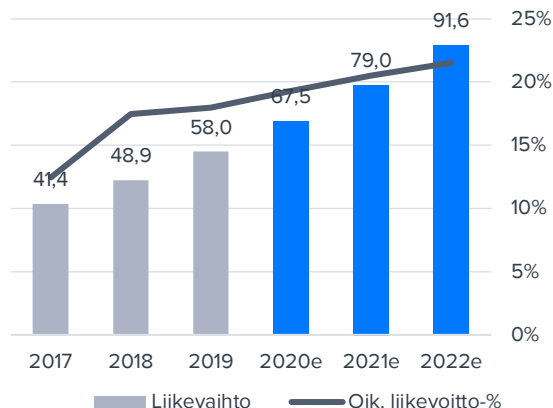
Lähde: Inderes

Osakekurssi



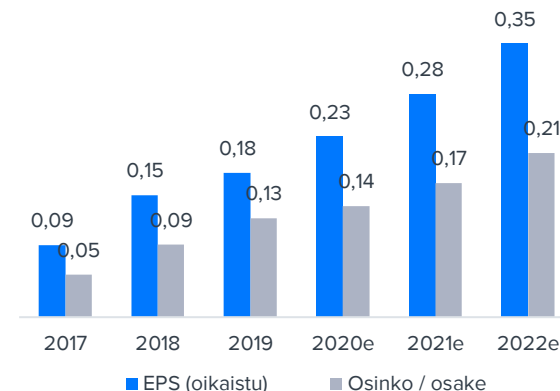
Lähde: Thomson Reuters

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, mikä 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 kiristytävä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia



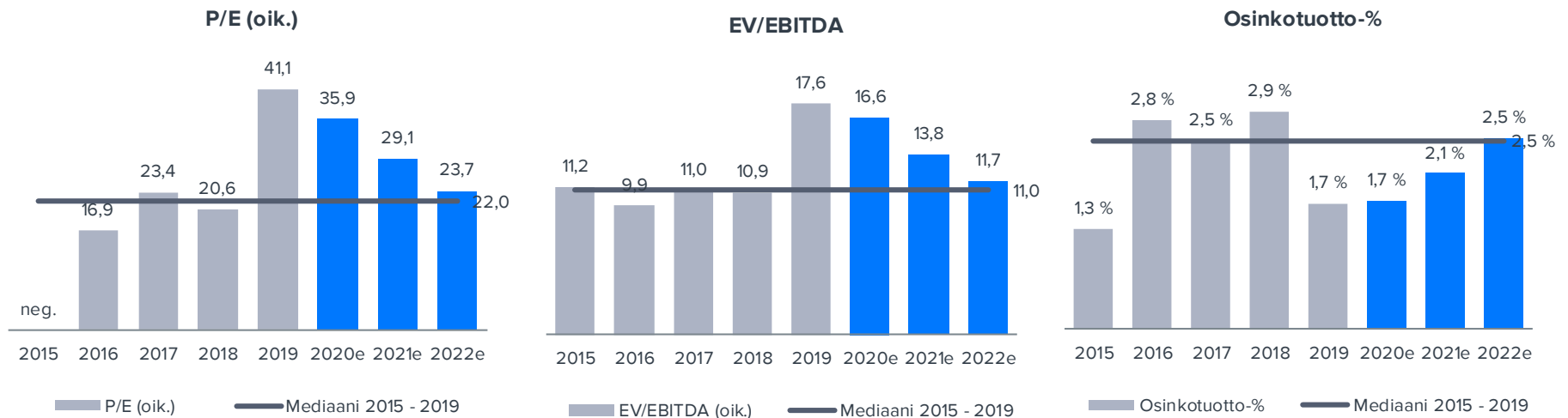
Arvostus

- 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 noussut historiallisen korkealle tasolle, mikä on huolestuttavaa

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	0,88	1,20	2,13	3,18	7,50	8,20	8,20	8,20	8,20
Osakemäärä, milj. kpl	40,9	40,9	40,9	41,2	41,7	43,3	44,0	44,0	44,0
Markkina-arvo	36	49	87	131	313	355	361	361	361
Yritysarvo (EV)	55	67	105	149	333	376	379	373	369
P/E (oik.)	neg.	16,9	23,4	20,6	41,1	35,9	29,1	23,7	19,6
P/E	neg.	16,9	25,5	20,6	41,1	35,9	29,1	23,7	19,6
P/Kassavirta	5,1	20,4	40,3	65,5	>100	90,9	37,2	26,6	25,2
P/B	3,6	4,2	6,2	7,0	13,3	12,2	10,2	8,4	6,9
P/S	1,1	1,3	2,1	2,7	5,4	5,3	4,6	3,9	3,4
EV/Liikevaihto	1,7	1,8	2,5	3,0	5,7	5,6	4,8	4,1	3,5
EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,9	11,0	10,9	17,6	16,6	13,8	11,7	10,0
EV/EBIT (oik.)	>100	16,1	20,3	17,4	32,0	28,9	23,4	19,0	15,6
Osinko/tulos (%)	neg.	46,9 %	63,9 %	59,4 %	68,4 %	61,3 %	60,0 %	60,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,9 %	1,7 %	1,7 %	2,1 %	2,5 %	3,3 %

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	10,30	35	29	14,6	9,7	22,4	17,5	2,5	3,1	3,8
Fortnox	265,00	1577	1545	55,8	44,9	86,8	67,7	0,3	0,4	36,9
Admicom	83,40	416	397	39,7	30,6	55,5	41,1	2,2	1,6	18,5
Fondia	7,20	28	22	11,1	7,4	23,0	16,2	3,6	4,8	4,5
Vincit	4,20	51	48	8,0	6,9	14,9	11,6	3,4	3,6	2,3
Gofore	7,98	113	96	11,6	9,2	24,2	18,2	3,1	3,4	3,4
Talenom (Inderes)	8,20	355	376	16,6	13,8	35,9	29,1	1,7	2,1	12,2
Keskiarvo				23,5	18,1	37,8	28,7	2,5	2,8	11,5
Mediaani				13,1	9,5	23,6	17,9	2,8	3,3	4,1
Erotus-% vrt. mediaani				27 %	46 %	52 %	63 %	-39 %	-37 %	197 %

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

Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	48,9	14,8	14,8	13,5	14,9	58,0	17,4	17,3	15,5	17,4	67,5	79,0	91,6	105
Käyttökate	13,7	5,3	5,1	4,3	4,2	18,9	6,2	6,1	5,3	5,0	22,7	27,5	31,8	37,0
Poistot ja arvonalennukset	-5,1	-1,9	-2,0	-1,9	-2,7	-8,5	-2,5	-2,4	-2,4	-2,4	-9,7	-11,4	-12,1	-13,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,5	3,4	3,2	2,4	1,5	10,4	3,7	3,7	2,9	2,7	13,0	16,2	19,7	23,7
Liikevoitto	8,5	3,4	3,2	2,4	1,5	10,4	3,7	3,7	2,9	2,7	13,0	16,2	19,7	23,7
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Tulos ennen veroja	8,0	3,3	2,9	2,2	1,2	9,6	3,5	3,6	2,8	2,5	12,4	15,5	19,0	23,0
Verot	-1,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,2	-2,0	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-2,5	-3,1	-3,8	-4,6
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	2,8	2,9	2,2	2,0	9,9	12,4	15,2	18,4
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	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	18,0 %	16,1 %	17,7 %	21,1 %	19,8 %	18,6 %	17,4 %	17,0 %	15,0 %	16,5 %	16,5 %	17,0 %	16,0 %	15,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	65,9 %	30,4 %	22,0 %	26,9 %	-0,5 %	21,8 %	8,0 %	18,1 %	24,1 %	82,3 %	25,1 %	24,3 %	21,7 %	20,3 %
Käyttökate-%	28,0 %	36,1 %	34,6 %	31,5 %	28,2 %	32,6 %	36,0 %	35,4 %	34,1 %	29,0 %	33,6 %	34,9 %	34,8 %	35,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	17,5 %	23,3 %	21,4 %	17,4 %	9,8 %	18,0 %	21,4 %	21,6 %	18,8 %	15,3 %	19,3 %	20,5 %	21,5 %	22,5 %
Nettotulos-%	13,0 %	17,5 %	15,8 %	12,4 %	6,8 %	13,1 %	16,2 %	16,6 %	14,3 %	11,5 %	14,6 %	15,7 %	16,6 %	17,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	67,5	67,5	0 %	78,3	79,0	1 %	90,1	91,6	2 %
Käyttökate	22,6	22,7	1 %	27,1	27,5	2 %	31,2	31,8	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,9	13,0	1 %	16,1	16,2	1 %	19,4	19,7	2 %
Liikevoitto	12,9	13,0	1 %	16,1	16,2	1 %	19,4	19,7	2 %
Tulos ennen veroja	12,3	12,4	1 %	15,4	15,5	1 %	18,7	19,0	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,23	0,23	-2 %	0,29	0,28	-2 %	0,35	0,35	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,14	0,14	0 %	0,17	0,17	-2 %	0,21	0,21	-1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	31,5	46,9	49,6	51,1	51,2
Liikearvo	18,4	20,7	20,9	20,9	20,9
Aineettomat hyödykkeet	10,5	14,9	17,2	18,6	18,3
Käyttöomaisuus	2,2	2,6	2,7	2,7	3,0
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	21,4	28,5
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	9,5	11,0
Likvidit varat	5,9	7,8	9,8	11,9	17,5
Taseen loppusumma	51,2	71,3	79,9	87,3	97,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	18,7	23,6	29,1	35,4	43,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,9	12,3	17,0	23,3	31,1
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	12,1	12,1	12,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	23,9	35,1	36,1	35,1	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	29,0	28,0	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	14,6	16,7	19,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,7	12,1	12,2	14,2	16,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5
Taseen loppusumma	51,2	71,3	79,9	87,3	97,3

DCF-laskelma

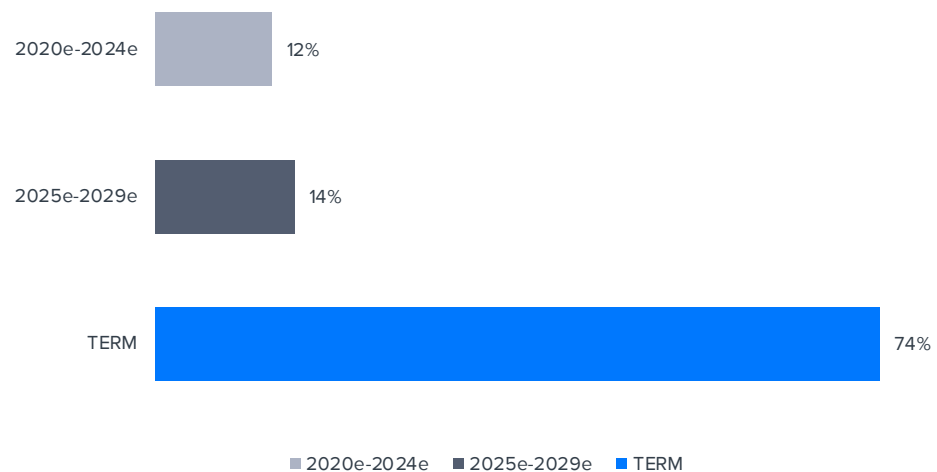
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	10,4	13,0	16,2	19,7	23,7	25,8	27,3	28,1	28,0	28,6	29,4	
+ Kokonaispoistot	8,5	9,7	11,4	12,1	13,3	15,3	17,7	19,8	21,7	23,2	24,6	
- Maksetut verot	-1,7	-2,5	-3,1	-3,8	-4,6	-5,0	-5,3	-5,4	-5,4	-5,5	-5,7	
- verot 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	-1,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,6	0,4	0,5	0,3	
Operatiivinen kassavirta	20,0	18,5	25,0	28,7	33,0	36,8	40,3	42,9	44,5	46,5	48,4	
+ 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	-14,6	-15,3	-15,1	-18,7	-22,1	-24,1	-25,5	-26,2	-27,5	-27,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,9	3,9	9,7	13,6	14,3	14,7	16,3	17,4	18,3	19,0	20,5	
+/- 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	3,9	9,7	13,6	14,3	14,7	16,3	17,4	18,3	19,0	20,5	542
Diskontattu vapaa kassavirta		3,8	8,7	11,4	11,3	10,9	11,2	11,3	11,1	10,7	10,8	286
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		388	384	375	364	352	342	330	319	308	297	286
Velaton arvo DCF		388										
- Korolliset velat		-28,0										
+ Rahavarat		7,8										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-5,2										
Oman pääoman arvo DCF		362										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,4										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	41,4	48,9	58,0	67,5	79,0	EPS (raportoitu)	0,08	0,15	0,18	0,23	0,28
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	22,7	27,5	EPS (oikaistu)	0,09	0,15	0,18	0,23	0,28
Liikevoitto	4,8	8,5	10,4	13,0	16,2	Operat. kassavirta / osake	0,24	0,29	0,48	0,43	0,57
Voitto ennen veroja	4,3	8,0	9,6	12,4	15,5	Vapaa kassavirta / osake	0,05	0,05	0,02	0,09	0,22
Nettovoitto	3,4	6,4	7,6	9,9	12,4	Omapääoma / osake	0,34	0,45	0,57	0,67	0,81
Kertaluontoiset erät	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,05	0,09	0,13	0,14	0,17
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	45,9	51,2	71,3	79,9	87,3	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	18 %	19 %	16 %	17 %
Oma pääoma	13,9	18,7	23,6	29,1	35,4	Käyttökateen kasvu-%	39 %	44 %	38 %	20 %	21 %
Liikearvo	18,4	18,4	20,7	20,9	20,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	66 %	22 %	25 %	24 %
Nettovelat	17,6	17,7	20,2	21,2	18,1	EPS oik. kasvu-%	28 %	69 %	18 %	25 %	23 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	23,0 %	28,0 %	32,6 %	33,6 %	34,9 %
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	22,7	27,5	Oik. Liikevoitto-%	12,4 %	17,5 %	18,0 %	19,3 %	20,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	-0,3	2,9	-1,6	0,7	Liikevoitto-%	11,7 %	17,5 %	18,0 %	19,3 %	20,5 %
Operatiivinen kassavirta	9,7	11,8	20,0	18,5	25,0	ROE-%	26,6 %	39,0 %	36,0 %	37,6 %	38,4 %
Investoinnit	-7,4	-9,5	-25,7	-14,6	-15,3	ROI-%	13,9 %	21,8 %	22,2 %	23,3 %	25,8 %
Vapaa kassavirta	2,2	2,0	0,9	3,9	9,7	Omavaraisuusaste	30,5 %	36,7 %	33,2 %	36,6 %	40,7 %
						Nettovelkaantumisaste	126,4 %	94,7 %	85,8 %	72,8 %	51,1 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Harri Tahkola			20,3 %			EV/Liikevaihto	2,5	3,0	5,7	5,6	4,8
Markus Tahkola			12,8 %			EV/EBITDA (oik.)	11,0	10,9	17,6	16,6	13,8
Hallintarekisteröity (SEB)			9,4 %			EV/EBIT (oik.)	20,3	17,4	32,0	28,9	23,4
Hallintarekisteröity (Nordea)			9,0 %			P/E (oik.)	23,4	20,6	41,1	35,9	29,1
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			5,1 %			P/B	6,2	7,0	13,3	12,2	10,2
SR Danske Invest Suomi Osake			4,4 %			Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	1,7 %	1,7 %	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 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.

Suositushistoria (>12 kk)

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
1.4.2020	Vähennä	6,00 €	5,88 €
28.4.2020	Lisää	7,50 €	7,14 €
15.6.2020	Vähennä	8,20 €	8,20 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. 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.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä 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 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.**