

# Talenom

Tuloskommentti Q4/21



Julkaisuajankohta  
9.2.2022 8:26

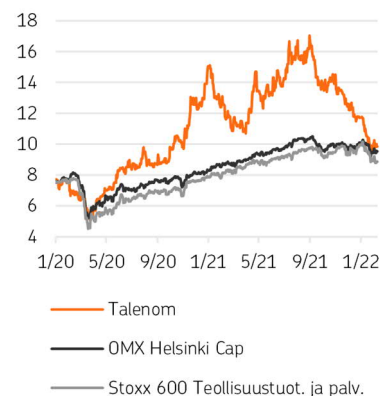
## Kansainvälistyminen jatkuu ja on raiteillaan

- **Säilytämme Talenomin LISÄÄ-suosituksessa, mutta tarkistamme tavoitehinnan 12,00 euroon (aik. 13,60) hyväksyttävän arvostustason laskiessa nousevassa korkoympäristössä. Tulosennusteemme laskevat lähivuosille, joskin lähinnä aiempia odotuksia suuremman poistotason takia. Yritystovetoinen kasvu jatkuu vuonna 2022, ja aikanaan yritystovetoinen integraatiosta ja kasvavasta poistotasosta aiheutuvan negatiivisen kannattavuusvaikutuksen tulisi helpottaa, kun yritystovetoinen kasvu nousee vanhan liiketoiminnan tasolle arviolta kolmen vuoden kuluessa uusien järjestelmien käyttöönoton tukemana. Kasvunäkymä on edelleen hyvä pitkälle tulevaisuuteen – sekä orgaanisesti että yritystovetoin.**
- **Näkymät.** Talenomin näkymät ovat mielestämme pääosin ennallaan. Kansainvälistymisstrategian toteuttaminen jatkuu sekä oman toiminnan kehittämisen kautta että yritystovetoinen lähivuosina. Joulukuussa annettu ohjeistus vuodelle 2022 pysyi ennallaan, ja se sisältää oletuksia vielä julkistamattomista yritystovetoista, joiden suuruusluokkaa ja ajankohtaa on luonnollisesti vaikea ennakoita. Vuoden 2022 ennusteemme sisältävät oletuksia tulevasta yritystovetoista ja vuoden 2022 liikevaihdon kasvuennusteemme on 25 %, josta 10 % on orgaanista ja loppu yritystovetoja. Kasvun rakenne vuonna 2022 mukaillee käsityksemme mukaan vuoden 2021 rakennetta (noin 2/3 osaa yritystovetoista, 1/3 orgaanista), mutta aikanaan yhtiö haluaisi kääntää kasvun rakenteen pikemminkin toisinpäin. Tämä vaatii digitaalisen myyntikanavan kehitystyötä kansainvälisillä markkinoilla, johon yhtiö panostaa lähivuosina ja josta Suomesta on jo hyvät näytöt. Vaikka yritystovetoinen kasvu painaa kannattavuutta lyhyellä tähtäimellä, näyttää kansainvälistymisstrategia etenevän raiteillaan – Ruotsissa marginaalit parantuivat selvästi Q4:llä v/v, ja yhtiö ennakoii Ruotsin kannattavuuden paranevan edelleen merkittävästi, kun omia ohjelmistoja päästään ottamaan käyttöön syksyllä 2022. Espanjan liiketoiminta on vielä lähtökuopissaan, mutta yhtiö ennakoii yritystovetoinen siellä todennäköisesti jatkuvan.
- **Arvonmääritys.** Tavoitehintamme 12,00e (aik. 13,60) vastaa kassavirtamallimme arvoa ja EV/EBITDA-kerrointa 14x vuoden 2023 ennusteillamme.

Suositus **LISÄÄ**  
Ennallaan  
Tavoitehintaa (€) **12,00**  
(aik. 13,60)

Hinta (€)*	9,84
Ylin (12kk)	17,04
Alin (12kk)	9,26
Markkina-arvo (M€)	432
Indeksipaino	0,1 %
Beta	0,87
Kaupankäyntitunnus	TNOM
Seuraava tulosjulkistuspäivä	26.4.2022

Kurssikehitys	1kk	3kk	12kk
Hinta (€)	11,22	13,64	11,80
Muutos	-12,3 %	-27,9 %	-16,6 %



Lähde: OP Markets, Bloomberg, \*) 8.2.

Talenom						
EURm	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	58,0	65,2	82,8	103,6	119,2	131,1
Liikevaihdon kasvu (%)	18,6 %	12,4 %	27,1 %	25,2 %	15,0 %	10,0 %
Liikevoitto	10,4	12,9	14,8	16,2	22,1	26,0
Liikevoitto (%)	18,0 %	19,8 %	17,8 %	15,6 %	18,5 %	19,8 %
Tulos ennen veroja	9,6	12,0	14,0	15,4	21,3	25,2
Tulos/osake	0,18	0,22	0,25	0,29	0,40	0,47
Osinko/osake	0,13	0,15	0,17	0,20	0,23	0,23
Osinkotuotto (%)	1,7 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,3 %	2,3 %
EV/Sales	5,9	10,4	6,7	4,5	3,9	3,4
EV/EBITDA	18,0	29,0	20,0	14,4	11,8	10,3
P/E	40,8	67,7	46,7	34,2	24,8	20,9
P/B	13,2	20,1	11,3	8,5	7,2	6,0
ROE	32 %	30 %	24 %	25 %	29 %	29 %
ROCE	17 %	17 %	13 %	15 %	20 %	25 %
Omavaraisuusaste	33 %	37 %	37 %	40 %	43 %	51 %
Gearing	116 %	87 %	90 %	72 %	53 %	27 %

Lähde: OP Markets



Analyttikko

Joonas Häyhä

+358 10 252 4504

joonas.hayha@op.fi

## Investment case

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

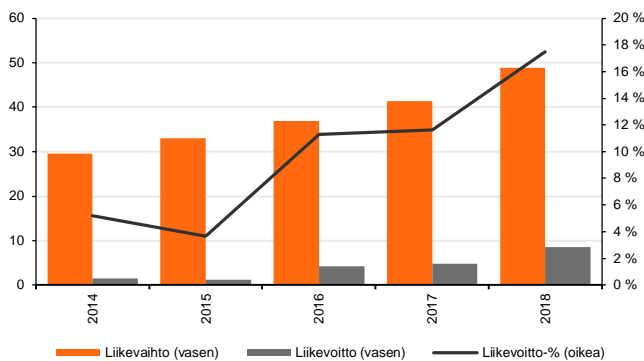
## Ajurit

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

## Riskit

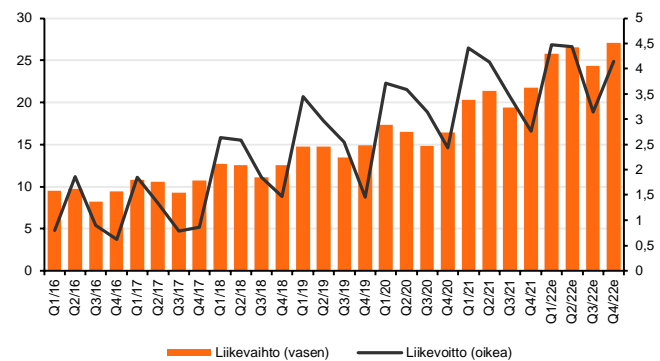
- **Kilpailun kiristyminen:** Automaation ja digitalisuuden eteneminen toimialalla johtanee hintakilpailun kiristymiseen jatkossa.
- **Kansainvälistymisen epäonnistuminen:** Ruotsin liike-toimintojen kannattavuuden nostosta ei ole vielä näyttöjä automaatiota nostavien ohjelmistojen lokalisoinnin kautta.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

Vuosittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

Kvartaalittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

## Q4 vs. ennusteet

Q4-raportti ei mielestämme sisältänyt merkittävää draamaa. Liikevoittomarginaali heikentyi viime vuodesta ja liikevoitto jäi ennusteista, mutta tämä aiheutui suurelta osin odotuksia suuremmista poistoista, joilla ei ole kassavirtavaikutusta. Käyttökate- ja marginaali oli lähes viime vuoden tasolla ja tulosvaje pienempi. Liikevaihdon kasvu jatkui vahvana (+32 %) ja orgaanisen kasvun osuus oli tästä ennusteitamme vastaavasti noin kolmasosa (Ope: +11 %). Suomessa käyttökatemarginaali vahvistui viime vuodesta automaatiotason noustua. Myös Ruotsin kannattavuuskehitys oli myönteistä, käyttökate- ja liikevoittomarginaalien vahvistuttua selvästi viime vuodesta kasvun kantaessa yleiskuluja paremmin.

## Talenom

Me	Q4a	vs. Kons.	Q4/2021e			Q4/2020a	2021e			2022e		
			OP	Kons.	Ero		OP	Kons.	Ero	OP	Kons.	Ero
Liikevaihto	21,8	2 %	21,4	21,4	0 %	16,5	82	82	0 %	103	104	-1 %
Liikevoitto (EBIT), oikaistu	2,8	-15 %	3,1	3,3	-5 %	2,4	15,1	15,2	-1 %	17,0	17,0	0 %
Liikevoitto-%, oikaistu	12,8 %		14,6 %	15,4 %		14,7 %	18,3 %	18,4 %		16,5 %	16,3 %	
EPS	0,04	-20 %	0,05	0,05	9 %	0,04	0,26	0,26	1 %	0,30	0,30	0 %
Osinko/osake	0,17						0,17	0,17	0 %	0,20	0,18	9 %

Lähde: OP Markets ja Factset

## Ennustemuutokset

EURm	2022			2023		
	Uusi	Vanha	Ero	Uusi	Vanha	Ero
<b>Liikevaihto</b>	<b>103,6</b>	<b>102,9</b>	<b>1 %</b>	<b>119,2</b>	<b>118,3</b>	<b>1 %</b>
Liikevaihdon kasvu	25,2 %	24,8 %		15,0 %	15,0 %	
<b>Käyttökate</b>	<b>32,3</b>	<b>32,4</b>	<b>0 %</b>	<b>39,1</b>	<b>39,1</b>	<b>0 %</b>
Marginaali	31,2 %	31,5 %		32,8 %	33,1 %	
<b>Liikevoitto</b>	<b>16,2</b>	<b>17,0</b>	<b>-4 %</b>	<b>22,1</b>	<b>22,6</b>	<b>-2 %</b>
Marginaali	15,6 %	16,5 %		18,5 %	19,1 %	
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>15,4</b>	<b>16,2</b>	<b>-5 %</b>	<b>21,3</b>	<b>21,8</b>	<b>-3 %</b>
<b>Tulos/osake</b>	<b>0,29</b>	<b>0,30</b>	<b>-5 %</b>	<b>0,40</b>	<b>0,41</b>	<b>-3 %</b>

Lähde: OP Markets

## Vertailuyhtiöt

Listattujen vertailuyhtiöiden löytäminen Talenomille on hankalaa. Yhtiön toimintamalli poikkeaa toisaalta tilitoimistopalveluita tarjoavista yhtiöistä kuten Suomessa noteeratusta Aallon Groupista ja toisaalta ohjelmistoyhtiöistä kuten Admicom tai Fortnox. Olemme alla olevaan taulukkoon koonneet eri tyyppisiä vertailuyhtiöitä. Suomalaisista vertailuyhtiöistä Enento (ent. Asiakastieto) on mielestämme liiketoiminnan defensiivisyyden ja hyvän kilpailuasemansa perusteella lähimpänä.

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

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

## Vertailuyhtiöiden arvostus

Yhtiö	MCAP	EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
	EURm	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
<b>Suomalaisia vertailuyhtiöitä</b>									
Enento Group Oyj	784	5,2x	4,8x	13,5x	12,3x	20,1x	17,4x	24,5x	21,6x
Fondia Oyj	26	0,9x	na.	8,0x	na.	10,9x	na.	17,5x	12,1x
Gofore Plc	368	3,0x	2,6x	17,7x	15,2x	23,3x	19,6x	28,6x	25,7x
Siili Solutions Oy	93	na.	na.	na.	na.	na.	na.	11,9x	10,4x
<b>Pohjoismaisia ohjelmistoyhtiöitä</b>									
Admicom Oyj	349	10,9x	9,3x	23,5x	19,6x	25,1x	21,5x	32,3x	28,5x
Fortnox AB	2 657	21,9x	16,1x	49,8x	35,7x	62,1x	42,6x	78,0x	55,7x
<b>Tilitoimistopalveluja tarjoavat yhtiöt</b>									
Zalaris ASA	111	1,5x	1,3x	9,5x	7,2x	15,9x	10,8x	22,7x	16,5x
Aallon Group Oyj	41	1,4x	na.	9,9x	na.	11,4x	na.	15,1x	14,7x
Talenom Oyj	428	4,4x	3,8x	14,2x	11,5x	27,1x	20,4x	32,7x	26,0x
<b>Mediaani -Suomalaiset yhtiöt</b>		<b>3,0x</b>	<b>3,7x</b>	<b>13,5x</b>	<b>13,7x</b>	<b>20,1x</b>	<b>18,5x</b>	<b>21,0x</b>	<b>16,8x</b>
<b>Mediaani - Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt</b>		<b>16,4x</b>	<b>12,7x</b>	<b>36,7x</b>	<b>27,6x</b>	<b>43,6x</b>	<b>32,1x</b>	<b>55,1x</b>	<b>42,1x</b>
<b>Mediaani - Tilitoimistopalveluita tarjoavat yhtiöt</b>		<b>1,5x</b>	<b>2,5x</b>	<b>9,9x</b>	<b>9,4x</b>	<b>15,9x</b>	<b>15,6x</b>	<b>22,7x</b>	<b>16,5x</b>
<b>Talenom (OP)</b>		<b>4,5x</b>	<b>3,9x</b>	<b>14,4x</b>	<b>11,8x</b>	<b>28,7x</b>	<b>20,8x</b>	<b>34,2x</b>	<b>24,8x</b>

Lähde: FactSet, OP (8.2.2021)

## Taloudellinen kehitys ja ennusteet - vuosineljännes

## Talenom - vuosineljännekset

EURm	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22e	2Q22e	3Q22e	4Q21e
<b>Liikevaihto</b>	<b>20,3</b>	<b>21,4</b>	<b>19,4</b>	<b>21,8</b>	<b>25,7</b>	<b>26,6</b>	<b>24,3</b>	<b>27,0</b>
Liikevaihdon kasvu (YoY)	17 %	30 %	30 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>
Liikevoittomarginaali	21,7 %	19,4 %	17,8 %	12,7 %	17,4 %	16,7 %	12,9 %	15,3 %
Tulos ennen veroja	4,2	3,8	3,3	2,6	4,3	4,2	2,9	3,9
<b>Tulos/osake</b>	<b>0,08</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>0,08</b>	<b>0,05</b>	<b>0,07</b>

Lähde: OP Markets

## Taloudellinen kehitys ja ennusteet - vuosi

## Talenom - Vuosi

EURm	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>41,4</b>	<b>48,9</b>	<b>58,0</b>	<b>65,2</b>	<b>82,8</b>	<b>103,6</b>	<b>119,2</b>	<b>131,1</b>
Liikevaihdon kasvu (YoY)	12 %	18 %	19 %	12 %	27 %	25 %	15 %	10 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,8</b>	<b>8,5</b>	<b>10,4</b>	<b>12,9</b>	<b>14,8</b>	<b>16,2</b>	<b>22,1</b>	<b>26,0</b>
Liikevoittomarginaali	11,6 %	17,5 %	18,0 %	19,8 %	17,8 %	15,6 %	18,5 %	19,8 %
Tulos ennen veroja	4,3	8,0	9,6	12,0	14,0	15,4	21,3	25,2
<b>Tulos/osake</b>	<b>0,08</b>	<b>0,15</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>	<b>0,25</b>	<b>0,29</b>	<b>0,40</b>	<b>0,47</b>

Lähde: OP Markets

## Talenom ennusteet

Miljoonaa euroa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>LIKEVAIHTO</b>					
<b>Suomi</b>	61,3	71,8	85,6	96,3	103,1
Kasvu	10 %	17 %	19 %	12 %	7 %
<b>Ruotsi</b>	3,8	10,7	17,0	20,4	24,0
Kasvu	92 %	178 %	59 %	20 %	18 %
<b>Muut maat (Espanja)</b>	-	0,4	1,0	2,5	4,0
			181 %	150 %	60 %
<b>YHTEENSÄ</b>	<b>65,2</b>	<b>82,8</b>	<b>103,6</b>	<b>119,2</b>	<b>131,1</b>
Kasvu	12 %	27 %	25 %	15 %	10 %
Liiketoiminnan muut tuotot	0,1	0,7	0,2	0,2	0,2
<b>KULUT</b>					
Materiaalit ja palvelut	2,5	3,1	3,7	4,3	4,7
Työsuhde-etuuksista aiheutuneet kulut	33,9	44,6	58,0	65,6	72,1
Poistot ja arvonalentumiset	10,4	12,9	16,1	17,0	17,5
Liiketoiminnan muut kulut	5,6	8,2	9,8	10,5	11,0
<b>LIKETULOS, oikaistu</b>	<b>12,9</b>	<b>14,8</b>	<b>16,2</b>	<b>22,1</b>	<b>26,0</b>
Marginaali	19,8 %	17,8 %	15,6 %	18,5 %	19,8 %
<b>LIKETULOS, maittain</b>					
<b>Suomi</b>	<b>13,4</b>	<b>15,1</b>	<b>15,6</b>	<b>20,2</b>	<b>22,8</b>
Marginaali	22 %	21 %	18 %	21 %	22 %
<b>Ruotsi</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>
Marginaali	-13 %	-3 %	3 %	8 %	12 %
<b>Muut maat</b>	<b>-</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>

Lähde: OP Markets

## Tuloslaskelma ja tase

**Tuloslaskelma**

EURm	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>48,9</b>	<b>58,0</b>	<b>65,2</b>	<b>82,8</b>	<b>103,6</b>	<b>119,2</b>	<b>131,1</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>13,7</b>	<b>18,9</b>	<b>23,3</b>	<b>27,7</b>	<b>32,3</b>	<b>39,1</b>	<b>43,5</b>
Poistot	5,1	8,5	10,4	12,9	16,1	17,0	17,5
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,5</b>	<b>10,4</b>	<b>12,9</b>	<b>14,8</b>	<b>16,2</b>	<b>22,1</b>	<b>26,0</b>
Rahoituserät	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>8,0</b>	<b>9,6</b>	<b>12,0</b>	<b>14,0</b>	<b>15,4</b>	<b>21,3</b>	<b>25,2</b>
Verot	1,6	2,0	2,4	3,2	3,1	4,3	5,0
<b>Nettotulos</b>	<b>6,4</b>	<b>7,6</b>	<b>9,6</b>	<b>10,8</b>	<b>12,3</b>	<b>17,0</b>	<b>20,2</b>
<b>Tulos/osake - raportoitu</b>	<b>0,15</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>	<b>0,25</b>	<b>0,29</b>	<b>0,40</b>	<b>0,47</b>
<b>Osinko/osake</b>	<b>0,09</b>	<b>0,13</b>	<b>0,15</b>	<b>0,17</b>	<b>0,20</b>	<b>0,23</b>	<b>0,23</b>

Lähde: OP Markets

**Tase**

EURm	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Vastaavaa:</b>							
Liikearvo	18	21	24	37	39	39	39
Muut aineettomat	19	25	34	48	49	55	55
Aineelliset hyödykkeet	2	11	10	11	11	11	11
Sijoitukset	0	0	0	1	1	1	1
Vaihto-omaisuus	0	0	0	0	0	0	0
Saamiset	5	7	7	10	12	14	16
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	1	2	2	2	3	4
Raha- ja pankkisaamiset	6	8	9	10	10	13	13
<b>Yhteensä</b>	<b>51</b>	<b>72</b>	<b>87</b>	<b>120</b>	<b>124</b>	<b>136</b>	<b>139</b>
<b>Vastattavaa:</b>							
Osakepääoma	0	0	0	0	0	0	0
Muu sidottu	0	0	0	0	0	0	0
Vapaa pääoma	19	24	32	45	50	59	70
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0	0
<b>Oma pääoma yhteensä</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>45</b>	<b>50</b>	<b>59</b>	<b>70</b>
Varaukset	0	0	0	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	24	35	37	50	45	44	32
Pitk. koroton vpo	0	0	0	0	0	0	0
Muu pitkäaikainen vpo	0	1	2	2	2	3	4
Lyh. korollinen vpo	0	0	0	0	0	0	0
Lyh. koroton vpo	9	13	16	23	27	30	33
<b>Yhteensä</b>	<b>51</b>	<b>72</b>	<b>87</b>	<b>120</b>	<b>124</b>	<b>136</b>	<b>139</b>

Lähde: OP Markets

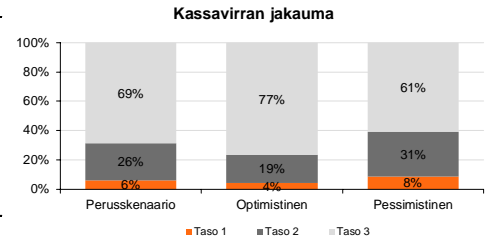
## Kassavirtaennusteet

## Talenom

## KASSAVIRTAENNUSTEET

Me	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Liikevaihto	104	119	131	144	157	170	184	198	213	224	230
Liikevaihdon kasvu	25,2 %	15,0 %	10,0 %	9,5 %	9,0 %	8,6 %	8,1 %	8,0 %	7,5 %	5,0 %	2,5 %
Liikevoitto	16	22	26	28	31	34	36	39	42	44	45
Liikevoitto %	15,6 %	18,5 %	19,8 %	19,8 %	19,8 %	19,8 %	19,8 %	19,7 %	19,7 %	19,7 %	19,7 %
Bruttoinvestoinnit	25	22	22	22	22	24	25	27	29	29	30
Bruttoinvestoinnit/poistot	1,6	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Vapaa kassavirta	6	14	18	19	25	27	30	32	34	38	38

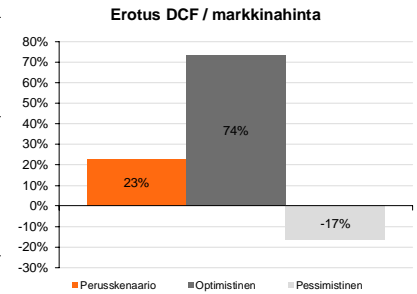
FCF	Perusskenaario		Optimistinen		Pessimistinen	
	kasvu	% na*	kasvu	% na	kasvu	% na
Taso 1						
2022						
:	49 %	6 %	49 %	4 %	49 %	8 %
2024						
Taso 2						
2025						
:	9,4 %	26 %	11,9 %	19 %	6,9 %	31 %
2032						
Taso 3						
2033						
Nyk.arv.yht.	558	100 %	775	100 %	388	100 %



\* Tason osuus kassavirtojen nykyarvosta

## KASSAVIRTAPERUSTEINEN HINTA vs MARKKINAHINTA

Talonom	Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
FCF nykyarvo	558	775	388
- velat (korollinen)	40	40	40
- vähemmistösuus	0	0	0
+ myytävät sijoitukset	0	0	0
+ rahavarat	10	10	10
OPD:n nykyarvo	528	745	357
Osakelkm (mkpl)	43,8	43,8	43,8
<b>Kassavirta-perusteinen hinta</b>	<b>12,0</b>	17,0	8,2
<b>Markkinahinta</b>	<b>9,8</b>	9,8	9,8
<b>Erotus (EUR)</b>	<b>2,2</b>	7,2	-1,6
<b>Erotus %</b>	<b>22,9 %</b>	73,5 %	-16,7 %



## HERKKYYSANALYYSI

Korkoherkkyyks		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta					
		Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen			
riskitön	1,50 %	13,7	20,1	9,0			
korko	2,00 %	<b>12,0</b>	17,0	8,2			
	2,50 %	10,7	14,7	7,4			
<b>Kasvuherkkyyks</b>		<b>Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta</b>					
Perusskenaario		6,0 %	6,5 %	7,0 %	7,5 %	8,0 %	<b>WACC</b>
Jatkuvan	1,5 %	13,3	11,7	10,4	9,3	8,4	
2,0 %	14,5	12,6	11,1	9,9	8,9		
kassavirran	<b>2,5 %</b>	16,1	13,8	<b>12,0</b>	10,6	9,5	
3,0 %	18,3	15,4	13,2	11,5	10,1		
3,5 %	21,3	17,4	14,6	12,6	11,0		

## WACC vs riskitön korko

Riskitön k.	1,50 %	2,00 %	2,50 %
CAPM	6,18 %	6,68 %	7,18 %
WACC	6,5 %	<b>7,0 %</b>	7,5 %
	WACC <sub>2</sub>	WACC <sub>1</sub>	WACC <sub>3</sub>

## WACC

## Oman pääoman kustannus:

CAPM:	
Riskitön korko	2,00 %
Markkinoiden riskipreemio	5,50 %
Yrityksen beta	0,85
Oman pääoman kustannus	6,7 %

## Vieraan pääoman kustannus:

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

## WACC:

Oman pääoman kustannus	6,68 %
Vieraan pääoman kustannus	2,80 %
Vieraan po:n osuus (target)	30,0 %
Oman po:n osuus (target)	70,0 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
<b>WACC</b>	<b>7,0 %</b>

**Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitusanalyyseista:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



eturistiriitatilanteena on tunnistettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen. Tämän eturistiriitatilanteen ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysi-tiimin tuottaman Kesko Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

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

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

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

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana\*: Ahlstrom-Munksjö, Citycon, Finnair, HKScan, Kreate, Puuilo, Rettig, Sanoma, TVO ja YIT.

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

Suositukset ja tavoitehinnat		Talenom		
Suositus	Tavoitehinta (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä	
LISÄÄ	12,0	9,8	9.2.2022	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	13,6	11,7	20.12.2021	Tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	15,7	14,5	2.11.2021	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
VÄHENNÄ	16,0	16,7	3.8.2021	Suositus- ja tavoitehinnan muutos
LISÄÄ	14,5	13,6	9.6.2021	

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

Osakesuosituksen jakauma (31.1.2022)				
Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	22	30	2	29
LISÄÄ	39	53	4	57
VÄHENNÄ	10	14	0	0
MYY	2	3	1	14
	73	100	7	100

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

---

**Yhteystiedot**
**Analyyti**

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

**OP Yrityspankki Oyj**

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

**Instituutiomyynti**

Tero Rautasuo      Johtaja      010 252 2552

**Institutional Investment and Hedging Solutions**

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

**Cross Asset Investor Solutions**

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

---