

# Talenom

## Yhtiöraportti

1.2.2023 07:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Tuloskasvu jää kasvupanostuksien alle

Toistamme Talenomille vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintamme 9,0 euroon (aik. 9,5 €) yhtiön odotettua heikkomman Q4-raportin jälkeen. Q4-tulos jäi selvästi odotuksista ja vuoden 2023 tulosennusteisiin kohdistui painetta yhtiön rakentaessa pohjaa kansainväliselle kasvulle. Uskomme yhtiön yritysostovetoisen kasvustrategian tuottavan lopulta tulosta, mutta tänä vuonna tuloskasvu jää kasvupanostuksien jalkoihin. Tähän suhteutettuna arvostus (2023 P/E 36x) on haastava, ja pysymme osakkeen suhteen tarkkailuasemassa.

## Q4-tulos jäi selvästi markkinaodotuksista

Talenomin liikevaihto kasvoi Q4:llä 21,1% yhteensä 26,3 MEUR:oon, mikä jäi odotuksista (konsensus 27,6 MEUR) erityisesti hidastuneen orgaanisen kasvun (4-5 %) takia. Q4-liikevoitto oli vain 2,2 MEUR, mikä tarkoittaa yhtiölle heikkoa 8,3 %:n marginaalia. Suhteellisen kannattavuuden lasku oli odotettua suurien investointien, yritysostojen ja kansainvälistymiseen liittyen panostuksien takia (mm. tukitoiminnot), mutta liiketulos heikkeni myös euromääräisesti vertailukaudesta (Q4'21: 2,8 MEUR, konsensusennuste 3,8 MEUR). Isossa kuvassa liikevaihto kasvoi vuonna 2022 erinomaiset 23,3 %, mutta samalla osakekohtainen tulos kasvoi vain 7,2 %. Suomessa Talenomin ydinliiketoiminta painaa edelleen rahaa, mutta Ruotsin ja muiden maiden tuloskontribuutio on toistaiseksi olematon. Vuosi jääkin historiaan investointijaksona, jolla rakennettiin pohjaa kansainväliselle kasvulle. Osinkoehdotus oli odotuksien mukaisesti 0,18 euroa/osake, missä on pieni korotus viime vuoteen (0,17 €).

## Lähivuodet ovat kasvuinvestointien aikaa

Talenom arvioi vuoden 2023 liikevaihdon olevan noin 120-130 MEUR sekä euromääräisen käyttökäteen ja liikevoiton kasvavan edellisestä vuodesta. Ohjeistus on mielestämme loogista jatkumoa taloudellisista tavoitteista, jotka yhtiö julkisti 25.10.2022 ([tiedote](#)). Ennustamme nyt liikevaihdon kasvavan 23,6 % noin 126 MEUR:oon vuonna 2023, mistä vajaat 60 % tulee yritysostoista (sisältää myös toteutumattomia yritysostoja). Käyttökätesallolla arviomme tuloksen kasvavan vielä 16 %, mutta liikevoittotasolla ennustamme parannuksen jäävän marginaaliseksi ja osakekohtaisen tuloksen arvioimme laskevan vuonna 2023, kun rahoituskulutkin nousevat. Tätä kautta vuoden 2023 tulosennusteemme laskivat noin 10 %, vaikka tulospotentiaali kasvaa samalla nopeasti. Investointien odotamme pysyvän noin 40 MEUR:n tasolla yhtiön jatkaessa Euroopan valloitusta. Jos luottaa kansainvälisen liiketoiminnan kannattavuuden olevan tulevaisuudessa lähellekään Suomen ydinliiketoimintaa, nyt tehtävät panostukset ovat lopulta erittäin kannattavia. Konkreettisia todisteita strategian toimivuudesta joudumme kuitenkin odottamaan vielä vuosia, ja tulospotentiaalin kasvamisen arvottaminen on hankalampaa kuin tuloskasvun.

## Arvostuksessa on haastava yhtiö

Talenomin arvostuskertoimet ovat edelleen korkeita (2023e P/E 36x ja EV/EBIT 30x) ja lähivuosien tuloskasvunopeudelle niitä on vaikea perustella. Samalla uskomme yhtiölle erittäin suurien investointien luovan pitkällä aikavälillä arvoa, kun Talenom saa ”koneiston” kuntoon erityisesti Ruotsissa. Yritysostot on tehty pääosin kohtuullisilla arvostuksilla (EV/EBITDA 4-6x), jolloin arvon tuhoaminen on epätodennäköistä. Silti ison luokan tulosparannusta pitää lähtökohtaisesti odottaa vuosiin 2025-2026 ja matkalla pitää kestää merkittävää epävarmuutta. Vaikka yhtiön strategiaansa tekemät tarkennukset ([katso webcast](#)) kasvattivat luottamustamme yhtiön mahdollisuuksista Euroopassa, jäämme toistaiseksi tarkkailuasemiin seuraamaan yhtiön edistymistä.

## Suositus

### Vähennä

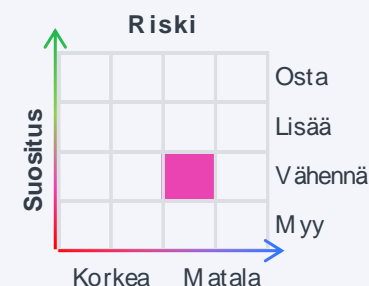
(aik. Vähennä)

**9,00 EUR**

(aik. 9,5 EUR)

### Osakekurssi:

9,09



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	102	126	156	191
<b>kasvu-%</b>	23 %	24 %	24 %	22 %
<b>EBIT oik.</b>	15,3	16,2	19,7	26,8
<b>EBIT-% oik.</b>	15,0 %	12,8 %	12,6 %	14,0 %
<b>Nettotulos</b>	11,8	11,3	13,8	18,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,27	0,25	0,30	0,39
<b>P/E (oik.)</b>	35,4	36,3	30,2	23,1
<b>P/B</b>	7,5	6,9	6,5	5,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,9 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	31,1	29,9	25,4	19,2
<b>EV/EBITDA</b>	14,8	13,0	12,1	10,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	4,6	3,8	3,2	2,7

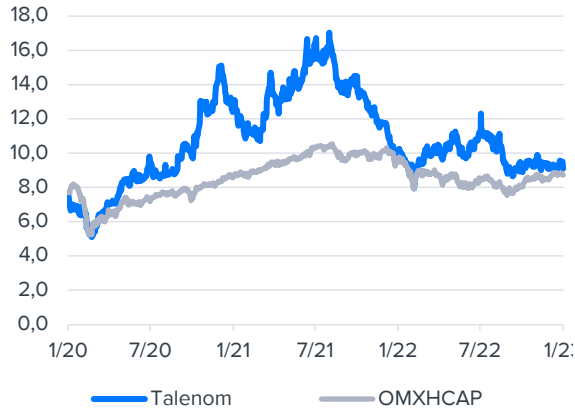
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

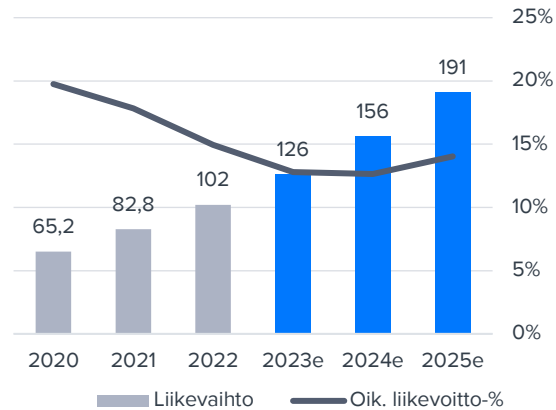
Talenom arvioi vuoden 2023 liikevaihdon olevan noin 120-130 MEUR sekä euromääräisen käyttökäteen ja liikevoiton kasvavan edellisestä vuodesta.

## Osakekurssi



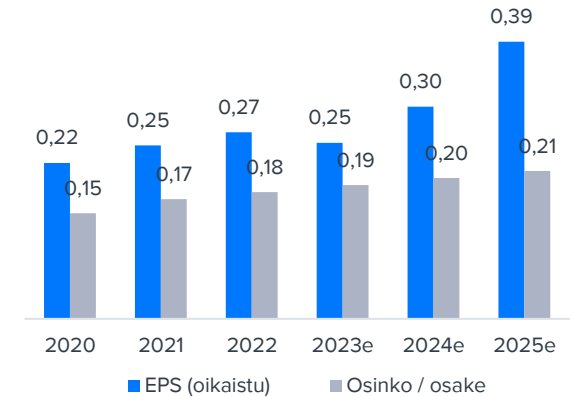
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Voimakas tuloskasvu kasvuvaiheen jälkeen
- Selkeät kilpailuedut tukevat markkinaosuuden kasvattamista myös jatkossa
- Ruotsin markkina-aseman vahvistaminen ja kannattavuusparannus
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, joka avaa uusia mahdollisuuksia
- Skaalaedut hyödyntävä liiketoimintamalli vahvistuu kasvun mukana
- Laajentuminen Espanjassa ja muualla Euroopassa



### Riskitekijät

- Ruotsin kannattavuusparannuksissa epäonnistuminen
- Epäonnistuminen kansainvälistymisessä
- 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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	9,09	9,09	9,09
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	45,3	45,8	46,3
<b>Markkina-arvo</b>	412	416	421
<b>Yritysarvo (EV)</b>	483	502	514
<b>P/E (oik.)</b>	36,3	30,2	23,1
<b>P/E</b>	36,3	30,2	23,1
<b>P/Kassavirta</b>	neg.	neg.	91,2
<b>P/B</b>	6,9	6,5	5,7
<b>P/S</b>	3,3	2,7	2,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,8	3,2	2,7
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	13,0	12,1	10,5
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	29,9	25,4	19,2
<b>Osinko/tulos (%)</b>	76,0 %	66,4 %	53,3 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,1 %	2,2 %	2,3 %

Lähde: Inderes

# Q4-tulos jäi selvästi markkinaodotuksista

## Liikevaihdon kasvu hidastui

Talenomin liikevaihto kasvoi Q4:llä 21,1 % yhteensä 26,3 MEUR:oon, mikä jäi odotuksista. Noin 4/5-osaa kasvusta tuli yritysostoista, ja samalla orgaaninen kasvu hytyi noin 4-5 %:n tasolle. Orgaanisen kasvun hidastumisen taustalla on Suomen talouden hyytyminen, joka näkyy tilitoimistoille noin puolen vuoden viiveellä. Silti hidastuminen on mielestämme merkittävä erityisesti huomioiden, että vuoden aikanaikin tehtiin hinnankorotuksia.

Suomessa Talenomin liikevaihto kasvoi Q4:llä 6,5 %, mistä noin 90 % on orgaanista. Kehitys oli käsityksemme mukaan kaksijakoista: jatkuva laskutus tilitoimistopalveluista (noin 70 % liikevaihdesta) kasvoi ilmeisesti edelleen tervettä vauhtia, mutta volyymipohjaisen liiketoiminnan ja konsultoinnin liikevaihdot olivat laskussa. Tärkeintä on toki jatkuvan liikevaihdon ja asiakasmäärän kasvu, mutta silti ydinmarkkinalla kasvu jäi hieman vaisuksi.

Ruotsissa Talenomin liikevaihto käytännössä kaksinkertaistui vertailukaudesta yritysostojen ansiosta. Q4-liikevaihto oli 5,8 MEUR eli noin 22 % konsernin liikevaihdesta. Ruotsi on siis jo

merkittävässä kokoluokassa, kun Espanjassa ja vuoden alusta myös Italiassa rakennetaan vielä kasvualustaa (3 % konsernin liikevaihdesta).

## Kansainvälistyminen rokottaa tulosta

Q4-liikevoitto oli vain 2,2 MEUR, mikä tarkoittaa yhtiölle heikkoa 8,3 %:n marginaalia. Myös käyttökatemarginaali (26,4 %) laski selvästi vertailukaudesta (30,4 %), vaikka on toki edelleen erinomaisella tasolla. Samalla kun suhteellisen kannattavuuden lasku oli odotettua merkittävien investointien, yritysostojen ja kansainvälistymisen takia, myös euromääräinen liiketulos heikkeni selvästi vertailukaudesta (Q4'21: 2,8 MEUR). Yhtiön mukaan investoinnit alustaliiketoimintaan Espanjassa, omien ohjelmistojen käyttöönotto ja organisaation vahvistaminen Ruotsissa, brändi uudistus, pankkipalvelujen kehittäminen sekä kasvaneet poistot rasittivat loppuvuoden kannattavuutta.

Suomessa Talenom takoo edelleen rahaa: käyttökate oli erinomainen 36,5 % ja sitä kautta ydinliiketoiminnan rahavirran on täytynyt olla jälleen vuolas. Silti Suomenkin kannattavuudessa lakipiste tuntuu olevan käsillä, eikä automaation kehityksestä

saada enää viime vuosien kaltaisia lisähyötyjä.

Ruotsissa käyttökate oli niukasti positiivinen, mutta yritysostokohteiden kohtuullisten kannattavuuksien perusteella olisimme odottaneet parempaa. Yhtiön mukaan suhteellista kannattavuutta on painanut mm. panostukset myyntiin ja tukitoimintojen rakentaminen. Lisäksi erityisesti Q4:llä omien ohjelmistojen käyttöönotto nosti kuluja, mutta tehokkuushyötyjä joudumme odottamaan. Espanjassa tulos oli rajusti tappiolla suhteessa liiketoiminnan pieneen liikevaihtoon. Kaikki nämä ovat panostuksia kestäväen kasvupohjan luomiseen.

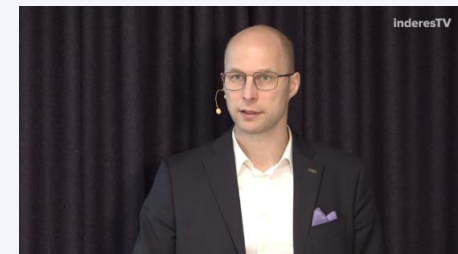
## Taseessa on vipua

Talenomin omavaraisuusaste oli 36 % ja nettovelkaantumisaste 97 %, joten tasetta on vivutettu merkittävästi. Korollista pankkilainaa oli yhteensä 60,1 MEUR, mikä on käsityksemme mukaan vaihtuvakorkoista. Talenomin liiketoiminta on defensiivistä ja yleisesti ennustettavaa, minkä takia velkavipu ei mielestämme ole ongelma. Yritystostovetoisen kasvun jatkuessa ja korkojen pysyessä edes nykytasolla rahoituskulut voivat kuitenkin nousta merkittäviksi.

Ennustetualukko	Q4'21	Q4'22	Q4'22e	Q4'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut	
Liikevaihto	21,8	26,3	27,2	27,6	27,2	28,0	-3 %	102	
Käyttökate	6,6	6,6	7,8	8,1	7,4	9,0	-15 %	32,0	
Liikevoitto	2,8	2,2	3,4	3,8	2,9	5,0	-35 %	15,3	
EPS (oik.)	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	-25 %	0,27	
Osinko/osake	0,17	0,18	0,18	0,18	0,18	0,19	0 %	0,18	
Liikevaihdon kasvu-%	32,2 %	21,1 %	25,0 %	27,0 %	25,0 %	28,7 %	-3,9 %-yks.	23,3 %	
Liikevoitto-% (oik.)	12,7 %	8,3 %	12,4 %	13,6 %	10,7 %	17,9 %	-4,1 %-yks.	15,0 %	

Lähde: Inderes & Bloomberg (18.1.2022) (konsensus, 3 ennustetta)

## Toimitusjohtajan haastattelu



# Lähivuodet ovat kasvuinvestointien aikaa

## Ohjeistuksessa ei suuria yllätyksiä

Talenom arvioi vuoden 2023 liikevaihdon olevan noin 120-130 MEUR sekä euromääräisen käyttökateen ja liikevoiton kasvavan edellisestä vuodesta. Ohjeistus on mielestämme loogista jatkumoa taloudellisista tavoitteista, jotka yhtiö julkisti 25.10.2022 ([tiedote](#)). Toki käyttökateen kasvuprosentista ei ohjeistuksessa puhuta, vain euromääräisestä kasvusta. Silti ennakoimme käyttökateen kasvavan hieman yli 15 %:n vauhtia, mikä olisi linjassa taloudellisten tavoitteiden kanssa.

Orgaanisen kasvun lisäksi ohjeistus sisältää yhtiön arvion vuoden 2023 aikana mahdollisesti tehtävistä yrityskaupoista, ja kokonaiskasvusta valtaosan odotetaan tulevan yritysostoista. Näin ollen merkittäviä yritysostoja on luvassa myös 2023, ja niitä meillä on ollut myös ennusteissa. Orgaanista kasvua pitäisi tukea Talenomin Suomessa tekemä keskimäärin peräti 9,4 %:n indeksikorotus 1.3.2023 alkaen, jos korotus onnistuu valtaosin. Ruotsissa myyntiorganisaatio aiotaan kasvattaa ja orgaaninen kasvu pyritään saamaan käyntiin. Vastatuulta voi tarjota markkinatilanteen heikentyminen erityisesti volyympipohjaisessa liikevaihdossa. Itse ennustamme

nyt liikevaihdon kasvavan 23,6 %, mistä vajaat 60 % tulee yritysostoista (osin toki jo tehdyistä).

## Kannattavuuspaineet kasvoivat edelleen

Yritysostoilla on lyhyellä aikavälillä negatiivinen vaikutus suhteelliseen kannattavuuteen. Talenomin mukaan yritysostokohteen kannattavuus nousee yhtiön ydinliiketoiminnan tasolle arviolta kolmessa vuodessa siitä, kun uudet järjestelmät on otettu kohteessa käyttöön täysimääräisesti. Ruotsissa uusien ohjelmistojen käyttöönotto on aloitettu syksyllä 2022, mutta vain 40 %:ssa Ruotsin toimistoja ja ”täysimääräinen” käyttöönotto vienee aikaa. Talenomin mukaan Ruotsin ohjelmistojen käyttöönotto jarruttaa suhteellisen kannattavuuden kehitystä vuonna 2023, vaikka pidemmällä aikavälillä ne ovat avain tuottavuuden parantamiseen.

Näkymissä Talenom kertoi, että yhtiön viime vuosina tekemät investoinnit automaatioon, käyttöliittymiin ja pienasiakassegmenttiin sekä kansainvälisesti skaalautuvaan ohjelmistotalustaan tulevat nostamaan poistotasoa suhteessa liikevaihtoon, mutta operatiivinen kannattavuus paranee käyttökatteella mitattuna. Käsitksemme mukaan tämä tarkoittaa,

että poistot kasvavat edelleen nopeammin kuin liikevaihto (ohjeistettu kasvua 17,5-27,3 %). Omissa ennusteissamme, joissa on siis mukana vielä toteutumattomia yritysostoja, poistot kasvavat noin 25 % vuonna 2023 (ylittää kasvuennusteemme).

Lisäksi Espanjan alustaliiketoiminta vaikuttaa negatiivisesti kannattavuuteen vielä 2023 ja oletamme korkokulujen nousevan merkittävästi tänä vuonna korkojen mukana, joten painetta tulee monelta suunnalta.

## Vuoden 2023 ennusteemme laskivat oleellisesti

Olemme laskeneet vuoden 2023 tulosennusteita noin 10 %, ja paine kasvoi alimpia tulosrivejä kohti. Talenomin tulopotentiali kasvaa tällä hetkellä erittäin voimakkaasti liikevaihdon mukana. Jos luottaa kansainvälisen liiketoiminnan kannattavuuden olevan tulevaisuudessa lähellekään Suomea, nyt tehtävät panostukset ovat erittäin kannattavia. Silti vuonna 2023 osakekohtainen tulos ei arviomme mukaan kasva, vaan arviomme mukaan jopa laskee hieman. Onnistuessaan investoinnit voivat tuoda voimakasta tuloskasvua vuodesta 2025 eteenpäin, mutta tähän näkyvyys on erittäin rajallinen.

Ennustemuutokset	2022e	2022	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	103	102	-1 %	128	126	-2 %	159	156	-2 %
Käyttökate	33,2	32,0	-4 %	37,5	37,2	-1 %	42,5	41,3	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,4	15,3	-7 %	17,5	16,2	-8 %	20,0	19,7	-1 %
Liikevoitto	16,4	15,3	-7 %	17,5	16,2	-8 %	20,0	19,7	-1 %
Tulos ennen veroja	15,7	14,6	-7 %	16,2	14,2	-13 %	17,5	17,2	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,28	0,27	-4 %	0,28	0,25	-12 %	0,30	0,30	0 %
Osakekohtainen osinko	0,18	0,18	0 %	0,19	0,19	3 %	0,20	0,20	2 %

# Kansainvälisen kasvun hedelmät kypsyvät hitaasti

## Tulospotentiaali kasvaa laajentumisen mukana

Vaikka Talenomin tulos ei arviomme mukaan vuonna 2023 kasva, näkemyksemme mukaan tulospotentiaali jatkaa kasvuaan laajentumisen mukana. Tällä hetkellä kansainvälinen kasvu dilutoi voimakkaasti suhteellista kannattavuutta ja tuo mukanaan vähän tulosta, mutta Talenomin strategian onnistuessa Ruotsin ja muiden kansainvälisten toimintojen kannattavuuspotentiaaloin pitäisi olla samaa luokkaa kuin Suomessa. Tämä luonnollisesti vaatii sitä, että yhtiön kilpailuetu (liiketoimintamalli, prosessit ja teknologia) on Suomen ulkopuolella pitkällä aikavälillä yhtä vahva. Tätä ennen vaaditaan tietysti myös merkittävästi suurempaa skaalaa, joka tuo esiin automaation edut.

Tulospotentiaalia voidaan hahmottaa yksinkertaisesti vertaamalla ulkomaiden kannattavuutta Suomen ydinliiketoimintaan. Suomen liikevoittomarginaali on ollut viime vuosina noin 20 %, mikä kuvastaa mielestämme kohtuullisesti kannattavuuspotentiaalia. Esimerkiksi Ruotsin liiketoiminta on ollut toistaiseksi vuositasolla tappiollista liikevoittotasolla, mutta strategian onnistuessa nyt olemassa olevan Ruotsin liiketoiminnan kannattavuus voisi olla 20 % vuonna 2027. Vuoden 2024 aikana Talenomin omien järjestelmien pitäisi olla täysimääräisesti käytössä kaikissa Ruotsin nykyisissä toimistoissa ja tästä lähtien käyntiin kolmen vuoden kannattavuusparannus. Tätä kautta nykyinen noin 20 MEUR:n liikevaihdon liiketoiminta voisi tehdä pyöreästi 4 MEUR liikevoittoa vuonna 2027, kun viime vuonna liiketulos oli nollatasolla. Tämä nostaisi vuoden 2022 tasolta koko konsernin liiketulosta yli neljänneksellä. Skenaariossa ei ole huomioitu Ruotsin lähivuosien kasvua, jonka kannattavuuspotentiaali realisoituisi lähtökohtaisesti vielä myöhemmin. Samalla korostamme, ettei mallia ole todistettu Suomen ulkopuolella ja strategia elää edelleen. Kyseessä on hahmotelma potentiaalista.

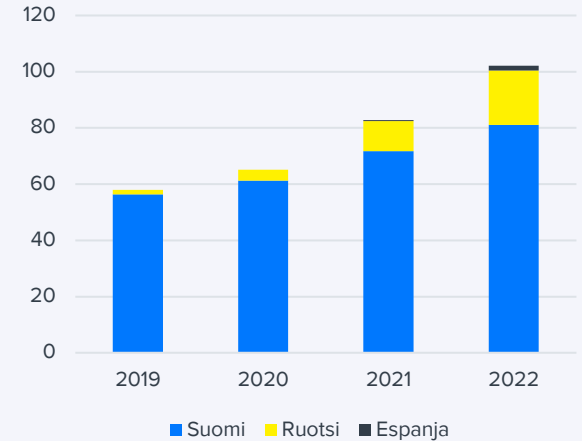
## Polku kannattavuusparannuksiin

Sijoittajien on hyvä ymmärtää mekanismi, jolla Talenom hakee kannattavuusparannuksia yritysostokohteissa (ja tätä kautta ulkomailla). Lähtökohtaisesti Talenom ei ”saneeraa” ostokohteita, vaan tehostaa niiden toimintaa omilla järjestelmillä ja automatisoiduilla ohjelmistoilla. Näiden käyttöönotto ja uusien prosessien opetteleminen vaatii aikaa, ja väliaikaisesti ostokohteiden tehokkuus ja kannattavuus yleensä laskevat. Lisäksi kiinteitä kuluja nostavat erityisesti ulkomailla erilaiset tukitoimet, mikä johtaa ensimmäiseksi kannattavuuskuoppaan. Kun prosessit on saatu kuntoon, tuottavuus alkaa nousemaan. Silti varsinaiset kannattavuushyödyt näkyvät vasta, kun yhtiöt saavat uusia asiakkaita ja kirjanpitäjäkohtainen liikevaihto kasvaa automaation tukemana. Hyödyt tulevat aina asteittain, koska uusien toimintatapojen oppiminen vaatii aikaa, ja vasta orgaanisen kasvun kautta. Tänä vuonna Ruotsissa on mielestämme realistista odottaa noin 10 %:n käyttökatemarginaalia, mikä veisi kannattavuuden vasta ostokohteiden aiemmalle tasolle (keskimäärin). Vuonna 2024 voimme odottaa selkeitä parannuksia.

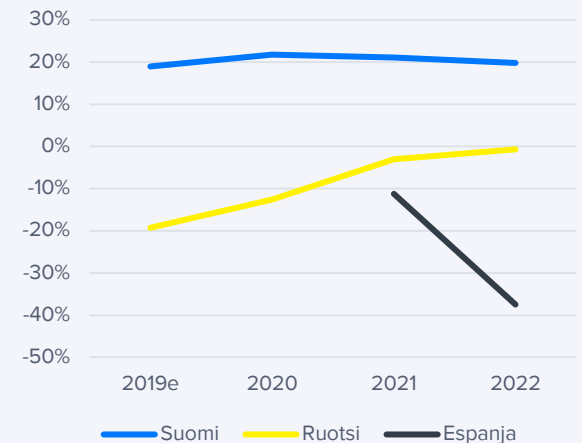
## Huomautus ennusteisiin liittyen

Olemme pyrkineet ennusteissamme mallintamaan tulevia, vielä toteutumattomia yritysostoja. Olemme mallintaneet niitä investointeina, mikä rasittaa yhtiön rahavirtaa merkittävästi lähivuosina. Samalla taseessa kasvaa sekä liikearvo (mahdollisesti noin puolet) että poistettavat aineettomat hyödykkeet. Toisella puolella tasetta velkamäärä kasvaa, mikä heikentää taseen tunnuslukuja. Todellisuudessa Talenom pyrkii käsityksemme mukaan käyttämään omaa osakettaan merkittävästi yritysostoissa, jolloin rahaa tarvitaan oleellisesti vähemmän ja tase pysyy vahvempuna. Samalla osakekanta kuitenkin dilutoituu.

Liikevaihdon kehitys eri maissa (MEUR)



Liiketulosmarginaali eri maissa (%)



# Arvostuksessa on haastava yhtälö

## Kansainvälinen kasvu on uhka ja mahdollisuus

Talenomin sijoitusprofiili on mielestämme muuttunut yhtiön strategian mukana. Aiemmin alhaisen riskin defensiivinen kasvuyhtiö on nyt voimakkaasti etenemässä kohti Euroopan suuria markkinoita, joissa yhtiölle ei ole samanlaisia näyttöjä kuin Suomessa. Tämä nostaa mielestämme sekä Talenomin pitkän aikavälin potentiaalia että riskiprofiilia. Joka tapauksessa lähivuosien kannattavuustason uhraaminen vie kasvuyhtiön kiinnepisteet kauemmaksi, ja Talenom vaatii sijoittajilta huomattavaa kärsivällisyyttä. Konkreettisia näyttöjä strategian onnistumisesta täytyy positiivisessakin skenaariossa odottaa vuoteen 2025, jolloin Ruotsin kannattavuuspotentiaalin pitäisi hahmottua.

Nykyisessä markkinatilanteessa sijoittajien kärsivällisyys on ailahtelevaista, minkä takia edessä voi olla parempiakin ostopaikkoja kasvutarinaan. Silti korostamme, että pidämme viimeisimpiä strategisia askeleita brändi- ja tuoteratkaisujen yhtenäistämisessä järkevinä ja uskomme Talenomin mahdollisuuksiin kansainvälisillä markkinoilla selkeässä murroskohdassa. On hankala arvioida, paljonko tulevaisuuden potentiaalista kannattaa nyt maksaa.

## Arvostuskertoimet ovat korkeita suhteessa lähivuosien tulokasvuun

Negatiivisten ennustemuutoksien takia Talenomin lähivuosien arvostuskertoimet ovat edelleen korkeita. Osakkeen 2023e P/E on 36x ja EV/EBIT noin 30x, ja ensi vuoden ennusteilla kertoimet laskevat tasoille 30x ja 25x. Tulokasvun ollessa tänä vuonna nollassa, korkeat kertoimet asettavat sijoittajan haastavan yhtälön eteen. Jos tulos olisi 20 %:n vuosittaisella kasvu-uralle, arvostus olisi hyvinkin perusteltavissa, mutta tulospotentiaalin kasvun hinnoittelu on paljon haastavampaa. Arviomme

mukaan ison luokan tulosparannusta pitää odottaa vuosiin 2025-2026 ja matkalla pitää kestää merkittävää epävarmuutta. Nyt ostavalla sijoittajalla täytyykin olla erittäin vahva luottamus siihen, että Talenom onnistuu kansainvälistymisessä vähintään kohtuullisen hyvin ja yritysostojen kautta ”sisäänrakennettu” merkittävä tuloskasvu realisoituu.

## Suhteellinen arvostus on erittäin kireä

Talenom on kallis suhteessa lähimpiin verrokkeihin. Tilioimisto Aallon Groupin arvostustaso on erittäin maltillinen (P/E 2023e 12x) ja myös Administerin arvostus vaikuttaa suhteellisen alhaiselta, jos Reutersin konsensusennusteisiin on luottamista. Näemme Talenomin kilpailuedun ja tulokasvunäkymän selvästi edellä mainittuja vahvempina, mutta preemio on merkittävä. Admicom ja ruotsalainen Fortnox ovat mielenkiintoisia, mutta ne ovat SaaS-ohjelmistoyhtiöitä. Admicomin kasvutarinan yskähtelyn takia sen arvostus on jo merkittävästi Talenomia edellisempi (2023e P/E 21x). Fortnoxin (2023e ~65x) kertoimet ovat paljon korkeampia, mutta niin ovat tulokasvuodotuksetkin.

## Mielenkiintoisimpia sijoitustarinoita Suomessa

Talenomin sijoitustarinassa on paljon houkuttelevia elementtejä ja mahdollisuuksia, joita harvalla Helsingin pörssi-yhtiöllä on. Liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, defensiivistä, kannattavuus osin skaalautuvaa ja kilpailuedut vahvoja. Yhtiöllä on jo vahva asema murroksessa olevalla tilioimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu ainakin Suomessa. Kun tähän lisätään realistiset mahdollisuudet menestykseen Euroopan markkinoilla, sijoitustarina on erittäin houkutteleva. Tarina vaatii kuitenkin vuosia aikaa, ja näkemyksemme mukaan siihen voi päästä mukaan myöhemmin paremmalla riski/tuotto-suhteella.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,09	9,09	9,09
Osakemäärä, milj. kpl	45,3	45,8	46,3
Markkina-arvo	412	416	421
Yritysarvo (EV)	483	502	514
P/E (oik.)	36,3	30,2	23,1
P/E	36,3	30,2	23,1
P/Kassavirta	neg.	neg.	91,2
P/B	6,9	6,5	5,7
P/S	3,3	2,7	2,2
EV/Liikevaihto	3,8	3,2	2,7
EV/EBITDA (oik.)	13,0	12,1	10,5
EV/EBIT (oik.)	29,9	25,4	19,2
Osinko/tulos (%)	76,0 %	66,4 %	53,3 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,2 %	2,3 %

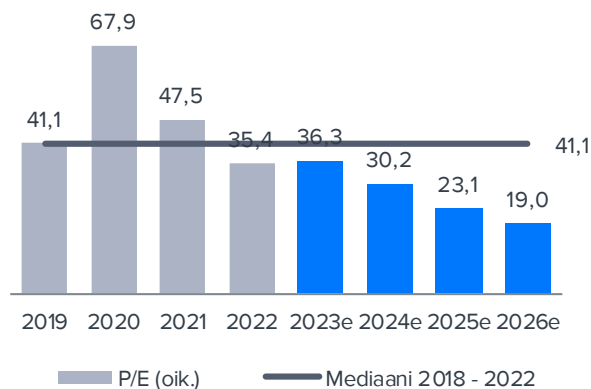
Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

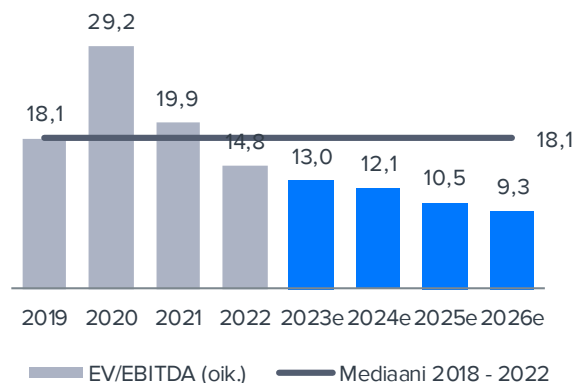
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,18	7,50	15,1	11,7	9,39	9,09	9,09	9,09	9,09
Osakemäärä, milj. kpl	41,2	41,7	43,2	43,8	44,5	45,3	45,8	46,3	46,3
Markkina-arvo	131	313	650	512	420	412	416	421	421
Yritysarvo (EV)	149	342	679	552	475	483	502	514	508
P/E (oik.)	20,6	41,1	67,9	47,5	35,4	36,3	30,2	23,1	19,0
P/E	20,6	41,1	67,9	47,5	35,4	36,3	30,2	23,1	19,0
P/Kassavirta	90,2	neg.	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	91,2	22,6
P/B	7,0	13,3	20,2	11,5	7,5	6,9	6,5	5,7	4,9
P/S	2,7	5,4	10,0	6,2	4,1	3,3	2,7	2,2	1,9
EV/Liikevaihto	3,1	5,9	10,4	6,7	4,6	3,8	3,2	2,7	2,3
EV/EBITDA (oik.)	10,9	18,1	29,2	19,9	14,8	13,0	12,1	10,5	9,3
EV/EBIT (oik.)	17,5	32,8	52,7	37,4	31,1	29,9	25,4	19,2	15,9
Osinko/tulos (%)	59,4 %	68,4 %	67,7 %	69,0 %	68,3 %	76,0 %	66,4 %	53,3 %	46,1 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,5 %	1,9 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %

Lähde: Inderes

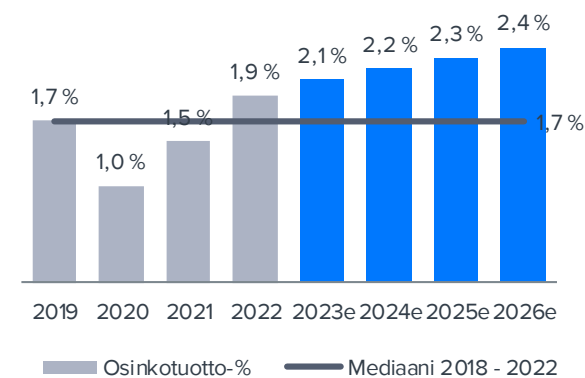
P/E (oik.)



EV/EBITDA



Osinkotuotto-%





# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Aallon Group	44	41	10,5	9,1	9,6	8,4	1,3	1,2	13,8	12,8	1,9	2,2
Fortnox	2836	2836	49,9	37,3	40,6	30,8	19,5	15,2	65,8	49,2	0,3	0,3
Admicom	216	210	17,0	15,1	16,8	15,0	6,3	5,8	21,2	19,6	2,8	3,0
ECIT	226	253	8,7	6,5	5,2	4,1	0,8	0,7	20,3	14,8	1,7	2,3
Administer	40	34	8,4	5,6	4,2	3,1	0,5	0,4	17,7	9,4	3,9	5,7
Xero	7601	7601	172	92	45	34	9,0	7,5	359	149		
Enento	528	671	14,2	12,8	10,8	9,9	3,9	3,7	17,7	15,5	5,1	5,4
Fondia	27	22	9,5	7,6	7,3	6,2	0,9	0,7	14,7	12,4	4,1	5,2
Vincit	73	59	7,0	5,5	6,4	5,1	0,6	0,5	10,7	8,8	5,4	5,8
Gofore	396	370	14,2	12,1	13,1	11,0	2,0	1,7	18,5	16,8	1,6	1,8
Etteplan	386	431	14,1	12,6	8,3	7,7	1,2	1,1	17,7	15,9	2,8	3,2
<b>Talenom (Inderes)</b>	<b>412</b>	<b>483</b>	<b>29,9</b>	<b>25,4</b>	<b>13,0</b>	<b>12,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>36,3</b>	<b>30,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>29,6</b>	<b>19,7</b>	<b>15,2</b>	<b>12,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>52,5</b>	<b>29,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>
<b>Mediaani</b>			<b>14,1</b>	<b>12,1</b>	<b>9,6</b>	<b>8,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>17,7</b>	<b>15,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>113 %</b>	<b>111 %</b>	<b>36 %</b>	<b>45 %</b>	<b>194 %</b>	<b>170 %</b>	<b>105 %</b>	<b>95 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-28 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>82,8</b>	<b>25,2</b>	<b>27,0</b>	<b>23,6</b>	<b>26,3</b>	<b>102</b>	<b>31,3</b>	<b>33,6</b>	<b>29,0</b>	<b>32,4</b>	<b>126</b>	<b>156</b>	<b>191</b>	<b>220</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>27,7</b>	<b>8,9</b>	<b>9,3</b>	<b>7,3</b>	<b>6,6</b>	<b>32,0</b>	<b>9,5</b>	<b>10,3</b>	<b>8,4</b>	<b>8,9</b>	<b>37,2</b>	<b>41,3</b>	<b>49,2</b>	<b>54,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-12,9	-4,0	-4,2	-4,2	-4,4	-16,8	-5,2	-5,2	-5,3	-5,3	-21,0	-21,6	-22,4	-22,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>14,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>15,3</b>	<b>4,3</b>	<b>5,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>16,2</b>	<b>19,7</b>	<b>26,8</b>	<b>31,9</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>14,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>15,3</b>	<b>4,3</b>	<b>5,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>16,2</b>	<b>19,7</b>	<b>26,8</b>	<b>31,9</b>
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,7	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-2,0	-2,5	-3,7	-3,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>14,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>14,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>14,2</b>	<b>17,2</b>	<b>23,1</b>	<b>28,0</b>
Verot	-3,2	-1,0	-1,0	-0,6	-0,1	-2,8	-0,8	-0,9	-0,5	-0,6	-2,8	-3,4	-4,8	-5,9
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
<b>Nettotulos</b>	<b>10,8</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>11,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>11,3</b>	<b>13,8</b>	<b>18,2</b>	<b>22,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,25</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,27</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,25</b>	<b>0,30</b>	<b>0,39</b>	<b>0,48</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,25</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,27</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,25</b>	<b>0,30</b>	<b>0,39</b>	<b>0,48</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2021</b>	<b>Q1'22</b>	<b>Q2'22</b>	<b>Q3'22</b>	<b>Q4'22</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23e</b>	<b>Q2'23e</b>	<b>Q3'23e</b>	<b>Q4'23e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	27,1 %	24,1 %	26,2 %	21,7 %	21,1 %	23,3 %	24,0 %	24,5 %	23,0 %	23,0 %	23,6 %	23,6 %	22,5 %	15,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	14,6 %	10,2 %	24,0 %	-10,8 %	-20,5 %	3,4 %	-10,7 %	-1,3 %	1,7 %	64,8 %	5,8 %	22,2 %	35,9 %	18,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	33,4 %	35,2 %	34,4 %	30,8 %	25,0 %	31,4 %	30,5 %	30,6 %	29,1 %	27,5 %	29,4 %	26,5 %	25,7 %	24,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	17,8 %	19,3 %	19,0 %	13,0 %	8,3 %	15,0 %	13,9 %	15,1 %	10,8 %	11,2 %	12,8 %	12,6 %	14,0 %	14,5 %
<b>Nettotulos-%</b>	13,0 %	14,9 %	15,0 %	9,2 %	7,0 %	11,6 %	10,1 %	10,9 %	7,2 %	7,5 %	9,0 %	8,8 %	9,5 %	10,1 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>94,3</b>	<b>124</b>	<b>148</b>	<b>172</b>	<b>191</b>
Liikearvo	37,3	55,0	69,0	83,0	97,0
Aineettomat hyödykkeet	44,7	55,9	65,4	74,6	79,9
Käyttöomaisuus	2,8	2,8	3,0	3,8	3,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	8,6	9,9	10,1	10,3	10,5
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>20,0</b>	<b>30,5</b>	<b>34,1</b>	<b>42,1</b>	<b>51,6</b>
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	9,8	14,5	16,4	20,3	24,8
Likvidit varat	10,1	16,0	17,7	21,8	26,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>118</b>	<b>156</b>	<b>182</b>	<b>213</b>	<b>242</b>

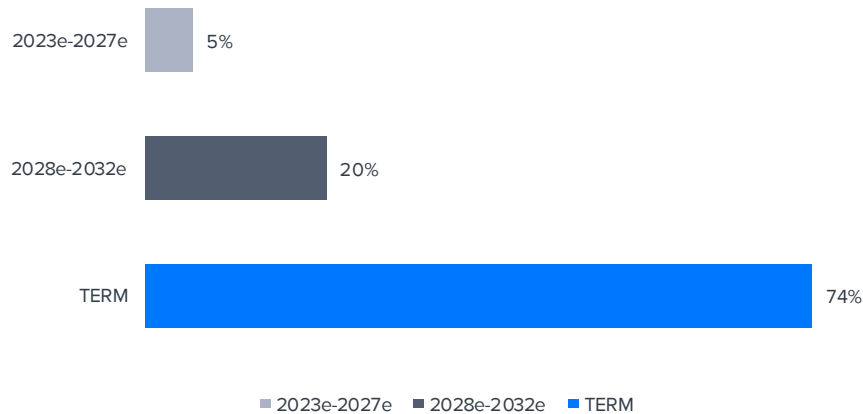
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>44,7</b>	<b>56,0</b>	<b>59,3</b>	<b>64,5</b>	<b>73,5</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	23,1	29,1	32,3	37,5	46,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	21,6	26,9	26,9	26,9	26,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>50,4</b>	<b>62,3</b>	<b>83,6</b>	<b>94,6</b>	<b>109</b>
Laskennalliset verovelat	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	46,2	56,4	77,7	88,7	103
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,2	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>22,6</b>	<b>38,0</b>	<b>39,2</b>	<b>53,5</b>	<b>59,7</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	3,2	13,7	11,4	19,2	17,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	16,6	24,3	27,8	34,3	42,0
Muut lyhytaikaiset velat	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>118</b>	<b>156</b>	<b>182</b>	<b>213</b>	<b>242</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	23,3 %	23,6 %	23,6 %	22,5 %	15,0 %	12,0 %	8,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	15,0 %	12,8 %	12,6 %	14,0 %	14,5 %	15,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>15,3</b>	<b>16,2</b>	<b>19,7</b>	<b>26,8</b>	<b>31,9</b>	<b>36,9</b>	<b>42,5</b>	<b>45,1</b>	<b>47,3</b>	<b>49,7</b>	<b>51,2</b>	
+ Kokonaispoistot	16,8	21,0	21,6	22,4	22,6	25,6	24,4	24,3	24,0	25,0	25,5	
- Maksetut verot	-2,1	-2,8	-3,4	-4,8	-5,9	-7,0	-8,3	-8,9	-9,4	-9,9	-10,2	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,4	-0,5	-0,8	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	0,2	1,5	2,7	3,2	2,6	2,4	1,8	1,4	1,3	1,3	0,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>30,0</b>	<b>35,5</b>	<b>40,1</b>	<b>46,7</b>	<b>50,3</b>	<b>57,1</b>	<b>59,8</b>	<b>61,3</b>	<b>62,6</b>	<b>65,6</b>	<b>66,8</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-44,5	-43,1	-44,1	-42,1	-31,7	-26,7	-25,7	-20,9	-28,0	-26,1	-28,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-13,8</b>	<b>-7,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>4,6</b>	<b>18,6</b>	<b>30,4</b>	<b>34,1</b>	<b>40,5</b>	<b>34,6</b>	<b>39,5</b>	<b>38,6</b>	
+/- 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	-13,8	-7,6	-4,0	4,6	18,6	30,4	34,1	40,5	34,6	39,5	38,6	802
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>	<b>-7,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>13,8</b>	<b>20,9</b>	<b>21,7</b>	<b>23,8</b>	<b>18,9</b>	<b>20,0</b>	<b>18,1</b>	<b>375</b>	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		506	513	516	513	499	478	456	432	413	393	375
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>506</b>										
- Korolliset velat		-70,1										
+ Rahavarat		16,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>451</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>10,0</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,60 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,8 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	65,2	82,8	102,1	126,2	156,1	EPS (raportoitu)	0,22	0,25	0,27	0,25	0,30
Käyttökate	23,3	27,7	32,0	37,2	41,3	EPS (oikaistu)	0,22	0,25	0,27	0,25	0,30
Liikevoitto	12,9	14,8	15,3	16,2	19,7	Operat. kassavirta / osake	0,54	0,66	0,68	0,78	0,88
Voitto ennen veroja	12,0	14,0	14,6	14,2	17,2	Vapaa kassavirta / osake	0,04	-0,26	-0,31	-0,17	-0,09
Nettovoitto	9,6	10,8	11,8	11,3	13,8	Omapääoma / osake	0,74	1,02	1,26	1,31	1,41
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,15	0,17	0,18	0,19	0,20
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	84,9	117,7	156,3	182,0	212,6	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	27 %	23 %	24 %	24 %
Oma pääoma	32,2	44,7	56,0	59,3	64,5	Käyttökateen kasvu-%	23 %	19 %	16 %	16 %	11 %
Liikearvo	24,0	37,3	55,0	69,0	83,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	24 %	15 %	3 %	6 %	22 %
Nettovelat	29,0	39,2	54,1	71,4	86,0	EPS oik. kasvu-%	21 %	11 %	8 %	-6 %	20 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	35,7 %	33,4 %	31,4 %	29,4 %	26,5 %
Käyttökate	23,3	27,7	32,0	37,2	41,3	Oik. Liikevoitto-%	19,8 %	17,8 %	15,0 %	12,8 %	12,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,4	3,3	0,2	1,5	2,7	Liikevoitto-%	19,8 %	17,8 %	15,0 %	12,8 %	12,6 %
Operatiivinen kassavirta	23,5	28,9	30,0	35,5	40,1	ROE-%	34,4 %	28,1 %	23,4 %	19,6 %	22,3 %
Investoinnit	-22,2	-41,9	-44,5	-43,1	-44,1	ROI-%	19,8 %	18,0 %	13,9 %	11,9 %	12,4 %
Vapaa kassavirta	1,8	-11,3	-13,8	-7,6	-4,0	Omavaraisuusaste	38,1 %	38,2 %	35,9 %	32,6 %	30,4 %
						Nettovelkaantumisaste	90,3 %	87,7 %	96,6 %	120,4 %	133,4 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	10,4	6,7	4,6	3,8	3,2						
EV/EBITDA (oik.)	29,2	19,9	14,8	13,0	12,1						
EV/EBIT (oik.)	52,7	37,4	31,1	29,9	25,4						
P/E (oik.)	67,9	47,5	35,4	36,3	30,2						
P/B	20,2	11,5	7,5	6,9	6,5						
Osinkotuotto-%	1,0 %	1,5 %	1,9 %	2,1 %	2,2 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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 (välttömät 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 käytettävää neuvonantajia. 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

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

Inderesin analyytikko 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
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 €
4.8.2020	Vähennä	9,00 €	9,32 €
27.10.2020	Vähennä	10,00 €	10,20 €
19.11.2020	Vähennä	12,00 €	12,20 €
9.2.2021	Vähennä	12,00 €	12,50 €
2.3.2021	Lisää	12,00 €	11,15 €
27.4.2021	Vähennä	14,00 €	14,12 €
3.8.2021	Vähennä	16,00 €	16,72 €
1.10.2021	Lisää	15,00 €	13,98 €
2.11.2021	Lisää	15,50 €	14,50 €
17.12.2021	Lisää	13,50 €	11,92 €
9.2.2022	Osta	12,00 €	9,84 €
13.4.2022	Osta	12,00 €	9,99 €
27.4.2022	Osta	12,00 €	10,00 €
3.8.2022	Vähennä	12,50 €	12,30 €
26.10.2022	Vähennä	9,50 €	9,39 €
1.2.2023	Vähennä	9,00 €	9,09 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

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 Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**