

Talenom

Yhtiöraportti

9.2.2022 08:10



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Sopii hyvin pitkään salkkuun

Nostamme Talenomin suosituksen osta-tasolle (aik. lisää), mutta laskemme tavoitehintamme 12,0 euroon (aik. 13,5 €) Q4-raportin jälkeen. Osakemarkkinoiden murroksessa hyväksyttävä arvostustaso on ottanut ison osuman, mitä pahentaa näkemyksemme mukaan vuoden 2022 vaisu kannattavuuskehitys. Samalla arvostus on laskenut mielestämme houkuttelevaksi (2023e P/E 28x ja EV/EBIT 23x) erityisesti huomioiden, että yritystovetoisen voimakkaan kasvun paine kannattavuuteen on arviomme mukaan väliaikainen. Lyhyellä aikavälillä paine arvostukseen voi hyvin jatkua, mutta pidämme tätä ostomahdollisuutena kärsivälliselle sijoittajille.

Q4-tulos jäi odotuksistamme

Talenomin liikevaihto kasvoi Q4:llä railakkaat 32 % ylittäen ennusteemme, mutta tähän hyvät uutiset loppuivatkin. Voimakkaan yritystovetoisen kasvun (2/3 kasvusta epäorganista) sekä suurien investointien kasvattamien poistojen paine kannattavuuteen oli odotuksiamme suurempi, ja liiketulos (2,8 MEUR) jäi odotuksistamme (3,3 MEUR). Suomen liiketoiminta kesti paineen, mutta Ruotsissa jo käyttökate oli Q4:llä pakkasella. Vaikka kokonaiskehitys jätti toivomisen varaa, Suomen ydinliiketoiminta (pl. yritystotot) puksuttaa edelleen eteenpäin kannattavaa kasvua ja liiketoiminta tuottaa koko ajan runsaasti kassavirtaa investoivaksi.

Näkymissä ei muutoksia, mutta kannattavuuden elpyminen voi viedä ennakoitua pidempään

Talenom antoi näkymät vuodelle 2022 joulukuussa, ja ohjeisti liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton 15-18 MEUR. Ohjeistus sisältää yhtiön arvion vuoden 2022 aikana mahdollisesti tehtävistä yrityskaupoista, mutta arviomme mukaan tulos osuu haarukkaan. Silti tuloskasvu jää yhtiölle vaisuksi, kun kannattavuuspaine jatkuu kasvun keskellä. Suomen ydinliiketoiminta kannattaa kuitenkin erinomaisesti ja kasvun kiihdyttäminen sekä voimakkaat investoinnit ovat olleet strateginen valinta. Talenom on arvioinut pystyvänsä nostamaan yritystovetoisen kannattavuuden muun liiketoiminnan tasolle noin kolmen vuoden jaksolla. Ruotsissa tämä aika alkaa rullata, kun Talenomin omat ohjelmistot osittain otetaan käyttöön syksyllä 2022. Vuoden 2022 liikevaihdossa on sisällä arviolta noin 32 MEUR viime vuosina tehtyjä yritysostoja, joissa voisi olla 10 %-yksikön kannattavuusparannuspotentiaali huomioiden erityisesti Ruotsin heikko kannattavuus. Tämä (+3,2 MEUR ennen veroja) nostaisi yhtiön osakekohtaista tulosta noin 20 %. Samalla epäilemme kuitenkin, ettei kannattavuus välttämättä nouse niin nopeasti, mitä aiemmin ajattelimme. Laskimmekin vuoden 2023 tulosennusteita 5-7 %.

Ostopaikka pitkään salkkuun, mutta värinä markkinoilla voi jatkua

Talenomin osake on ottanut ison iskun (6 kk: -37 %), kun kasvuosakkeiden hyväksyttävät arvostustasot on lyöty tonttiin. Talenomin kohdalla iskua on arviomme mukaan pahentanut se, että yhtiö on kiihdyttänyt kasvua kannattavuuden kustannuksella juuri silloin, kun markkinoiden fokus on siirtynyt kasvusta tulokseen. Samalla alamäki on tuonut arvostuksen houkuttelevaksi. 2022e kertoimet eivät ole edelleenkaan ole halpoja (P/E 34x ja EV/EBIT 28x), mutta yritysostostrategian toimiessa myös Ruotsissa perustuvat kertoimet väliaikaisesti heikentyneeseen tulokseen. Vuoden 2023 ennusteilla (P/E 28x ja EV/EBIT 23x) arvostus on mielestämme jo houkutteleva tuloskasvunäkymän ollessa vahva pitkälle eteenpäin. Suhteessa verrokkeihin Talenom ei ole aliarvostettu, mutta arviomme mukaan yhtiön defensiiviset kassavirrat alkavat näillä tasoilla jälleen kiinnostamaan, jos yhtiö pystyy lähivuosina odotetusti palaamaan voimakkaan yli 20 %:n tuloskasvun uralle. Suurimmat riskit liittyvät mielestämme Ruotsin kehitykseen sekä arvostukseen mahdollisesti edelleen kohdistuvaan paineeseen.

Suositus

Osta

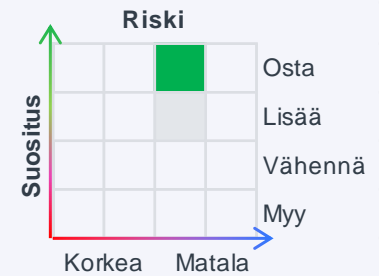
(aik. Lisää)

12,00 EUR

(aik. 13,50 EUR)

Osakekurssi:

9,84



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	83	105	121	139
kasvu-%	27 %	26 %	15 %	15 %
EBIT oik.	14,8	16,9	20,7	26,4
EBIT-% oik.	17,8 %	16,1 %	17,2 %	19,0 %
Nettotulos	10,8	12,8	15,8	20,2
EPS (oik.)	0,25	0,29	0,36	0,46
P/E (oik.)	47,5	33,9	27,6	21,5
P/B	11,5	8,6	7,6	6,4
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,9 %	2,4 %	3,3 %
EV/EBIT (oik.)	37,4	28,0	22,7	17,6
EV/EBITDA	19,9	14,0	12,3	10,6
EV/Liikevaihto	6,7	4,5	3,9	3,3

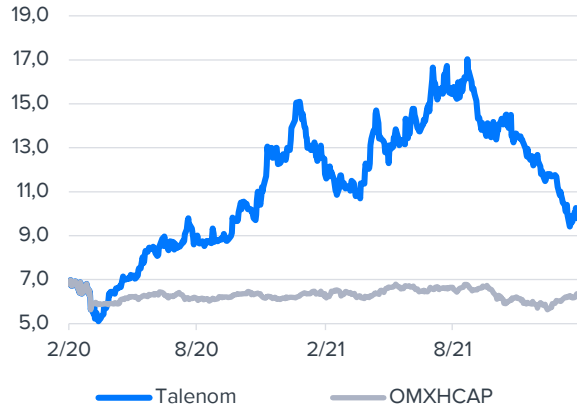
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

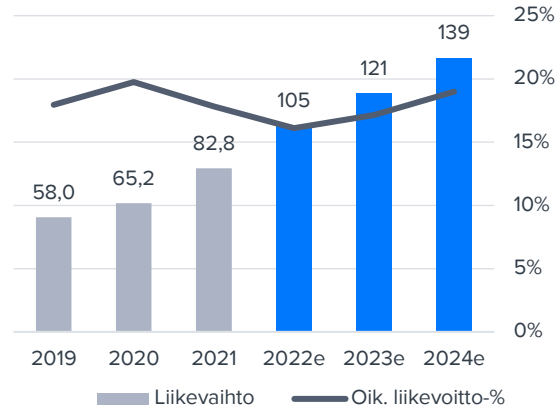
Talenom odottaa vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton 15-18 MEUR.

Osakekurssi



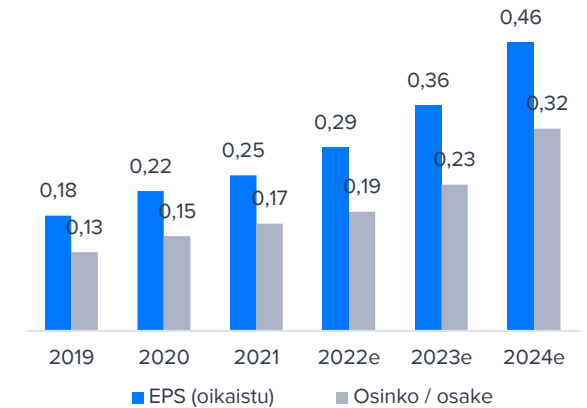
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Ennustamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina keskimäärin yli 20 %:n vuodessa
- Selkeät kilpailuedut tukevat markkinaosuuden kasvattamista myös jatkossa
- Ruotsin markkina-aseman vahvistaminen ja kansainvälinen laajentuminen
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, joka avaa uusia mahdollisuuksia
- Skaalaeduct hyödyntävä liiketoimintamalli vain vahvistuu kasvun mukana
- TiliJaska-pienasiakaskonsepti



Riskitekijät

- Ruotsin kannattavuusparannuksissa epäonnistuminen
- Tulospettymykset ja hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku
- Epäonnistuminen kansainvälistymisessä
- Kilpailuetu nojaa teknologiaan, jonka kehitys on yleisesti nopeaa
- Asiakaspidon mahdollinen lasku
- Mahdollisesti kiristytävä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,84	9,84	9,84
Osakemäärä, milj. kpl	44,0	44,2	44,2
Markkina-arvo	433	435	435
Yritysarvo (EV)	472	470	463
P/E (oik.)	33,9	27,6	21,5
P/E	33,9	27,6	21,5
P/Kassavirta	54,4	32,7	23,7
P/B	8,6	7,6	6,4
P/S	4,1	3,6	3,1
EV/Liikevaihto	4,5	3,9	3,3
EV/EBITDA (oik.)	14,0	12,3	10,6
EV/EBIT (oik.)	28,0	22,7	17,6
Osinko/tulos (%)	65,0 %	65,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,4 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Q4-tulos jäi odotuksistamme

Liikevaihto kasvoi mukavasti

Talenomin liikevaihto kasvoi Q4:llä 32,2 % yhteensä 21,8 MEUR:oon, mikä ylitti odotuksemme (21,1 MEUR). Liikevaihdon kasvusta noin kaksi kolmasosaa tuli yrityskaupoista ja noin kolmasosa oli orgaanista. Jakauma on odotettu. Positiivista on, että Talenom on saanut nyt myös orgaanisen kasvun yli 10 %:n tason. Q4'20-vertailukausi oli toki varsin vaisu, mutta orgaanisen kasvun kiihtyminen on silti tärkeää.

Liikevaihto kasvoi nopeimmin Ruotsissa (+137 %), jossa yhtiö on noussut uuteen kokoluokkaan yritysostojen kautta. Ruotsin pientä kokoluokkaa (Q4 liikevaihto 2,9 MEUR) ja toistaiseksi varsin marginaalista markkinaosuutta on myös selvästi helpompi kasvattaa. Positiivista Ruotsin kasvunäkymän suhteen oli se, että yhtiö kertoi myynnin käynnistyneen nyt voimalla tukien tulevaisuuden kasvua.

Suomessa liikevaihto kasvoi Q4:llä 22 %, josta noin puolet oli orgaanista. Suomessa, jossa Talenomin markkina-asema on jo vahva pk-segmentillä, tätä voidaan pitää varsin hyvänä kasvuvauhtina. Samalla tämä asettaa paineita pienasiakassegmentin tulevaisuuden kasvulle, koska ydinalueella nopea

kasvu on muuten jo haastavaa. Esimerkiksi maantieteellisesti Talenom kattaa jo valtaosan markkinasta. Muiden maiden eli Espanjan liikevaihto oli 0,2 MEUR.

Kannattavuus jäi odotuksista

Q4-liikevoitto oli 2,8 MEUR, mikä oli meille selkeä pettymys (ennuste 3,3 MEUR). Liikevoittomarginaali oli 12,8 %, kun vertailukaudella se oli 14,7 %. Käyttökatemarginaalilla mitattuna kannattavuus pysyi vielä suhteellisen vakaana (30,4 % vs. Q4'21: 30,7 %), mutta poistojen voimakas kasvu käänsi marginaalit muuten selvään laskuun. Voimakkaasta liikevaihdon kasvusta huolimatta osakekohtainen tulos pysyikin vertailukauden 0,04 eurossa (ennuste 0,05 €). Lukuja tarkastellessa on huomioitava, että Q4 on kausiluontoisesti heikko tilitoimistoalalla.

Talenomin ydinliiketoiminnan kannattavuus jatkoi edelleen tasaista kannattavaa kasvua Suomessa. Suomen käyttökatemarginaali oli erinomainen 36,0 %, ja arviomme mukaan ”vanha liiketoiminta” (ilman yritysostojen negatiivista vaikutusta) on yli 40 %:n käyttökatemarginaalissa. Liikevoittomarginaali oli paineessa myös Suomessa (17,3 % vs. 19,0 %), mutta Suomen liiketoiminta on silti erinomaisen

kannattavaa ja tarjoaa koko ajan Talenomille myös runsasta kassavirtaa investointeihin.

Sen sijaan Ruotsi teki tappiota jo käyttökateetasolla, mikä on pettymys heikollakin jaksolla. Kannattavuutta painaa osaltaan myös maaorganisaation kulut useiden yritysostojen lisäksi. Ruotsin liiketappio oli 0,4 MEUR, ja Espanja teki suunnilleen nollatuloksen. Näin ollen yli 14 % Talenomin liikevaihdosta tuotti negatiivisen liiketuloksen, mikä näkyy jo selvästi myös konserniluvuissa.

Liiketoiminta tuottaa hyvin rahavirtaa

Talenomin liiketoiminta tuottaa tasaisesti vuolasta rahavirtaa eikä sido merkittävästi pääomia, mikä kuuluu sen merkittäviin vahvuuksiin. Liiketoiminnan nettorahavirta oli 25,6 MEUR vuonna 2021 (2020: 23,4 MEUR), missä tosin kannattaa huomioida, että vuokrasopimuksien lyhennykset (2021: -2,7 MEUR) ovat osa rahoituksen rahavirtaa. Rahavirran Talenom kuitenkin investoi käytännössä kokonaan suoraan takaisin liiketoimintaan. Jos pääoman allokoinnissa kasvavaa tuloskasvua tulevaisuudessa. Yhtiön tase oli hyvässä kunnossa vuoden 2021 lopussa.

Ennustetaulukko	Q4'20	Q4'21	Q4'21e	Q4'21e	Konsensus	Erotus (%)	2021e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	16,5	21,8	21,1	21,4	21,1	- 21,6	3 %	82,8
Käyttökate	5,0	6,6	6,8	6,6	6,3	- 6,8	-3 %	27,7
Liikevoitto	2,4	2,8	3,3	3,2	3,1	- 3,3	-15 %	14,8
EPS (oik.)	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	- 0,06	-23 %	0,25
Osinko/osake	0,15	0,17	0,17	0,17	0,16	- 0,17	0 %	0,17
Liikevaihdon kasvu-%	10,4 %	32,2 %	28,0 %	29,8 %	28,2 %	- 31,2 %	4,2 %-yks.	27,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	14,7 %	12,7 %	15,4 %	15,1 %	14,7 %	- 15,3 %	-2,7 %-yks.	17,8 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus, 3 ennustetta)

Toimitusjohtajan haastattelu



Kannattavuusparannus voi olla ennakoitua loivempi

Näkymissä ei muutoksia

Talenom antoi näkymät vuodelle 2022 jo [joulukuussa](#), ja ymmärrettävästi ne olivat ennallaan. Talenom ohjeisti vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton olevan 15-18 MEUR. Ohjeistuksessa on tärkeää huomioida, että se sisältää arvion vuoden 2022 aikana mahdollisesti tehtävistä yrityskaupoista, jotka eivät siis ole vielä toteutuneet. Arviomme mukaan liikevaihtohaarukan alalaita olisi vaikea saavuttaa ilman uusia yritysostoja, joita liikevaihto-ohjeistus sisälsi arviolta 2-12 MEUR alunperin. Joulukuun jälkeen Talenom on kuitenkin tehnyt muutaman pienen yritysoston: [Saarijärven Tilipalvelu](#) (+0,2 MEUR liikevaihtoa) ja [Kuopion Tili-Consults](#) (+0,5 MEUR). Nämä ovat tuoneet osan Q1:lle odottamastamme 2,0 MEUR:n kontribuutiosta uusista yritysostoista, mutta ennusteemme vaatimat edelleen lisää yritysostoja jo Q1:n aikana.

Vuoden 2022 ennusteet pitkälti ennallaan

Emme ole tehneet merkittäviä muutoksia vuoden 2022 ennusteisiin, jotka muovautuvat vuoden edetessä yritysostojen mukana. Ennustamme 2022

liikevaihdon olevan noin 105 MEUR, mistä 4-5 MEUR tulee uusista, vielä tiedottamattomista yritysostoista. Orgaanisen kasvun suhteen ennusteemme nousi hieman, kun yhtiö kertoi Ruotsin myynnin käynnistyneen hyvin pandemiakauden jälkeen ja Omikron vaikuttaisi muutenkin häiritsevän uusasiakashankintaa aiemmin ennakoitua vähemmän. Lisäksi Talenom tekee keväällä hinnankorotuksia, jotka ovat todennäköisesti normaalia suurempi inflaatiopaineiden takia. Toisaalta myös kulupuolella riittää paineita.

Kvartaaliennusteisiin ei kannata luottaa liikaa

Kvartaaliennusteiden kannalta yritysostojen lisääminen on erityisen ongelmallista, koska meidän on mahdotonta arvioida yritysostojen ajoitusta. Tämän takia kvartaaliennusteemme tulevat tarkentumaan toteutuvien yritysostojen mukaan. Koska ennusteemme sisältävät vielä ilmoittamattomia yritysostoja, tarkistukset voivat hyvin olla myös alaspäin (lisätietoa 2022 ennusteista [edellisessä päivytyksessä](#)). Kvartaaliennusteiden sijaan suosittelemme sijoittajia seuraamaan vuositasen ennusteiden kehitystä. Vuositasolla pidämme

ohjeistushaarukkaa 15-18 MEUR realistisena yritysostojen määrästä riippumatta, ellei yhtiö hanki selvästi tappiollisia yhtiöitä. Lähtökohtaisesti uusien yritysostojen tuloskontribuutio on ensimmäisen vuoden aikana pieni, vaikka ne voivat muuttaa merkittävästi tuloslaskelman rakennetta.

Kannattavuus kääntyy kasvuvauhdin rauhoittuessa

Talenomin kannattavuus on ollut paineessa erityisesti sen jälkeen, kun yhtiö päätti kiihdyttää kasvuaan merkittävästi yritysostoilla. Lähtökohtaisesti ostokohteiden kannattavuus on Talenomin omaa kannattavuutta merkittävästi heikompi, minkä lisäksi integrointikulut ja ostojen mukana kasvavat poistot painavat kannattavuutta lyhyellä aikavälillä merkittävästi. Lähtökohtaisesti Talenom ei ”saneeraa” ostokohteita, vaan tehostaa niiden toimintaa automatisoiduilla ohjelmistoilla. Tätä kautta kannattavuushyödyt näkyvät vasta sitten, kun yhtiöt saavat uusia asiakkaita ja kirjanpitäjäkohtainen liikevaihto kasvaa (automaation tukemana). Lisäksi uusien toimintatapojen oppiminen vaatii aikaa. Useiden uusien tulokkaiden jälkeen myös kulurakenteen analysointi vaikeutuu merkittävästi.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	82,1	82,8	1%	104	105	1%	121	121	0%
Käyttökate	27,9	27,7	-1%	33,5	33,7	1%	39,2	38,3	-2%
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,2	14,8	-3%	16,7	16,9	1%	22,1	20,7	-6%
Liikevoitto	15,2	14,8	-3%	16,7	16,9	1%	22,1	20,7	-6%
Tulos ennen veroja	14,4	14,0	-3%	15,8	16,0	1%	21,1	19,7	-7%
EPS (ilman kertaeriä)	0,26	0,25	-4%	0,28	0,29	3%	0,38	0,36	-5%
Osakekohtainen osinko	0,17	0,17	0%	0,18	0,19	3%	0,25	0,23	-5%

Kannattavuusparannuksien arviointi

Talenom on itse arvioinut yritysostokohteen kannattavuuden nousevan yleensä Talenomin muun liiketoiminnan kannattavuustasolle kolmen vuoden kuluessa ostohetkestä. Tästä yhtiöllä on myös näyttöjä aiemmista Suomessa tehdyistä yritysostoista, ja Suomessa pidämme väitettä hyvin uskottavana. Tämä on merkittävä tekijä siinä, minkä takia odotamme Talenomin kannattavuuden nousevan merkittävästi sen jälkeen, kun yritysostovetoinen kasvu rauhoittuu. Talenomin johto kertoi yhtiön pyrkivän kääntämään painopistettä jälleen kohti orgaanista kasvua, vaikka tänä vuonna kasvuprofiili on todennäköisesti lähellä vuotta 2021 (noin 2/3 kasvusta tuli yritysostoista).

Ruotsin suhteen yritysostojen kannattavuuden parantuminen on monimutkaisempaa, koska yhtiöllä ei ole toistaiseksi Ruotsissa käytössä omaa pitkälle automatisoitua kirjanpitojärjestelmää. Ruotsissa yhtiö odottaa Suomea vastaavia parannuksia kannattavuudessa sen jälkeen, kun ohjelmistot otetaan käyttöön Ruotsissa syksyllä 2022. Tämä koskee kuitenkin vain jo aiemmin tehtyjä yritysostoja, eli tuoreet tammikuussa tehdyt yritysostot jäävät vielä tämän käyttöönoton ulkopuolelle (syksy 2023). Mielestämme Ruotsin kannattavuusparannuksien kokoluokkaan liittyy merkittävästi enemmän epävarmuutta kuin Suomen, koska toiminta- ja kilpailuympäristö on erilainen ja Talenomille edelleen suhteellisen uusi. Joka tapauksessa vuodesta 2023 Ruotsissa on perusteltua odottaa merkittäviä kannattavuusparannuksia, jotka toki lähtevät nyt heikolta tasolta.

Merkittävästi ”sisällä olevaa” tuloskasvua

Arviomme mukaan Talenomin Suomen ydinliiketoiminnan kannattavuus on käyttökatteella mitattuna yli 40 % ja se on jatkanut parantumistaan,

mutta uusissa yritysostoissa yleisesti voimakkaasti alhaisempi ja Ruotsissa taso on alle 10 %. Laskelmiemme mukaan Talenom on vuosina 2019-2021 ostanut Ruotsista ja Suomesta noin 24 MEUR:lla liikevaihtoa, alkuvuonna 2022 hankittiin lähes 4 MEUR lisää ja tämän lisäksi arvioimme määrän kasvavan vielä 7 MEUR:lla (4-5 MEUR vaikuttaa 2022e).

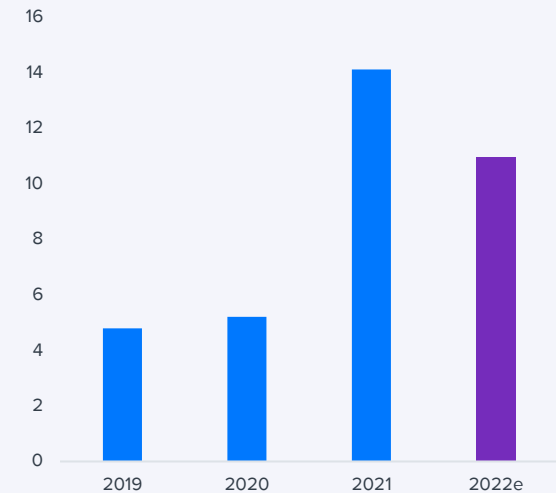
Talenomin 2022 liikevaihdossa voi olla siis noin 32 MEUR:lla ”alhaisemman kannattavuuden” liikevaihtoa, mikä sisältää merkittävän kannattavuusparannus-potentiaalin. Jos oletamme, että Talenom pystyisi nostamaan tämän liikevaihdon kannattavuutta 10 %-yksikköä teknologisen etunsa ansiosta, tämä tarkoittaisi 3,2 MEUR:n parannusta käyttökatteeseen. Tämä valuisi samalla tuloslaskelman läpi ainakin voitto ennen veroja riville, ja parantaisi vuoden 2022 osakekohtaista tulosta arviolta noin 20 %.

On hyvä huomioida, että ero tuoreiden yritysostojen ja vanhan ydinliiketoiminnan kannattavuuksien välillä on arviomme mukaan selvästi enemmän kuin 10 %-yksikköä (erityisesti Ruotsissa). Näin ollen potentiaali voi olla vielä merkittävästi suurempi, jos luottaa Talenomin kykyyn saada myös Ruotsin Suomen liiketoiminnan kannattavuustasolle.

Kassavirtaa yhtiö luo hyvin myös tänä vuonna

Talenomin vuoden 2022 tulosta katsottaessa on hyvä huomioida myös poistojen merkittävä kasvu. Arviomme mukaan poistot ja arvonalentumiset ovat tänä vuonna yhteensä noin 16,8 MEUR, mikä tarkoittaisi noin 30 %:n kasvua edellisvuodesta. Poistot eivät vaikuta rahavirtoihin, jotka Talenomin liiketoiminnasta tulevat olemaan runsaat myös tänä vuonna.

Ostettu liikevaihto (MEUR)



Kansainvälistymiseen uutta kulmaa

Digitaalisella kulmalla uusiin maihin

Talenom kertoi tilinpäätöksen yhteydessä myös muutoksesta yhtiön kansainvälistymisstrategiassa. Yhtiö lähti laajentumaan Ruotsiin ajatuksella, jossa hankintaan ensin riittävä skaala (kokoluokassa yli 10 MEUR liikevaihtoa), minkä jälkeen yhtiö pyrki lokalisomaan Suomessa käytössä olevan pitkälle automatisoidun kirjanpitojärjestelmän. Tämä on ollut merkittävä investointi, joka on vaatinut merkittävästi sekä aikaa että resursseja. Tämän jälkeen Talenom on laajentunut Espanjaan, jossa se kokeilee nyt uudenlaista lähestymistapaa.

Talenom kertoi käynnistäneensä markkinatutkimuksen ”mahdollisimman skaalautuvan tuotteen” hyödyntämisestä Espanjan markkinoilla, ja yhtiö kertoi aloittaneensa digitaalisen myyntikanavan kehittämisen. Käsitksemme mukaan tarkoituksena on luoda mahdollisimman kevyt sovelluspohjainen ratkaisu, jonka kiinnostuneet yhtiöt voivat ottaa käyttöön pienellä vaivalla. Sovellus on ilmainen käyttäjälle, joiden määrän Talenom pyrkii ensisijaisesti maksimoimaan. Ansaintalogiikka perustuu siihen, etteivät (läheskään kaikki) asiakkaat halua tehdä kirjanpitoa tai esimerkiksi tilinpäätöstä tai veroilmoitusta itse. Näin Talenom on ”asiakkaan iholla” tarjoamassa palveluita, joilla nämä ratkeavat helposti. Tätä ajatusta on koeponnistettu Suomessa pienasiakassegmentissä, jossa perinteinen myyntityö ei ole kustannustehokasta asiakkaiden pienen keskikoon takia. Tätä strategiaa soveltaen näemme myös uusien maiden avaamisen huomattavasti järkevämpänä, koska vaadittavat panostukset ovat huomattavasti pienempiä.

Mielenkiintoinen mahdollisuus

Ratkaisu voisi tarjota Talenomille väylän suureen määrään asiakkaita skaalautuvasti, mikä tekee siitä mielestämme houkuttelevan. Vaikka teknologiaratkaisun päällä myytävät palvelut eivät välttämättä kuulosta erinomaiselta liiketoimintamallilta, Talenom pystyisi omalla kirjanpitojärjestelmällään automatisomaan merkittävän osan palvelusta. Silloin kannattavuus voisi skaalautua merkittävästi, eikä henkilöresursseista tulisi nopeasti pullonkaulaa. Suosittelemme katsomaan [toimitusjohtajan haastattelun](#), jossa asiaa käsitellään tarkemmin.

Kansainvälistymisen mahdollisella uudella kulmalla ei ole toistaiseksi ollut vaikutuksia ennusteisiimme. Näkemyksemme mukaan strategiaa voi testata pienillä kustannuksilla ja riskillä, mutta onnistuessaan se voi tarjota merkittävän kasvumahdollisuuden uusille markkinoilla. Tässä mielessä se on sijoittajille mukava optio, mutta ennen kuin uskaltaisimme antaa tälle merkittävää arvoa, yhtiön täytyy pystytää tarjoamaan myös näyttö strategian toimivuudesta.

Arvostus on ollut pahasti paineessa

Markkinoiden hyväksymä arvostus on laskenut merkittävästi

Talenomin osake on laskenut kuudessa kuukaudessa noin 37 %, kun kasvuosakkeiden hyväksyttävät arvostustasot ovat laskeneet voimakkaasti. Sijoittajat ovat varautuneet Yhdysvaltain korkojen nousuun, mitä kautta tuottovaatimukset ovat nousseet ja kaukana tulevaisuudessa olevien kassavirtojen arvo on laskenut merkittävästi. Ainakin väliaikaisesti liikevaihtopohjaisesta EV/S-hinnoittelusta on palattu tuloksen tarkasteluun, jossa arvoa annetaan erityisesti vallitsevalle tuloskunnolle. Tämä heijastunut Talenomin arvostustasoon voimakkaasti varsinkin, kun yhtiön kannattavuus on paineessa erityisesti vuonna 2022. Tämä painaa tulososaa ja tuloskasvua silloin, kun markkinoiden fokus on siirtynyt kasvusta (joka Talenomilla on kiihtynyt voimakkaasti) tulokseen, jonka kehitys on juuri nyt vaisua. Osakemarkkinoiden horisontin mahdollisesti lyhentyessä edelleen, kertoimien laskeminen on edelleen merkittävä riski lyhyellä aikavälillä. Pidemmällä aikavälillä näemme kuitenkin osakkeessa enemmän mahdollisuuksia.

Arvostuskertoimet alkavat houkutella

Talenomin 2022e P/E on noin 34x ja EV/EBIT noin 28x. Kertoimet eivät ole edelleenkään erityisen houkuttelevia, mutta jos luottaa yhtiön kykyyn nostaa yritysostokohteiden kannattavuuksia merkittävästi, vuoden 2022 tulosaso ei kuvaa Talenomin tuloksentelekykyä oikein. Vuoden 2023 ennusteilla P/E painuu jo alle 28x ja EV/EBIT on 23x, mitkä ovat mielestämme houkuttelevia Talenomin tuloskasvunäkymän ollessa vahva pitkälle eteenpäin. Jos yhtiö pystyy palaamaan odotuksiemme mukaisesti 20 %:n tuloskasvu-uralle, PEG-luku on jo alle 1,5x. Tämä on defensiivisellä kasvuyhtiöllä, jolla on

yritysostojen kautta lähivuosille ”sisäänrakennettuna” merkittävä tuloskasvu (mahdollisesti +20 %) mielestämme houkutteleva. Talenom on lanseerannut viime vuosina useita uusia kasvuhankkeita, joiden kuluja kannetaan nyt, mutta hedelmät poimitaan vasta kaukana tulevaisuudessa. Suurin epävarmuus investointien tuotoissa liittyy kansainväliseen kasvuun, josta yhtiöllä ei toistaiseksi ole näyttöjä.

Suhteellinen arvostus ei kerro aliarvostuksesta

Talenomin arvostus suhteessa lähimpiin verrokkeihin ei ole kerro aliarvostuksesta, sillä arvostustasot ovat olleet paineessa laajemmin. Tilitoimisto Aallon Groupin arvostustaso on maltillinen (P/E 2022e 15x), mutta näemme Talenomin kilpailuedun ja tuloskasvunäkymän selvästi vahvempuna. Admicom ja ruotsalainen Fortnox ovat mielenkiintoisia, mutta ne ovat SaaS-ohjelmistoyhtiöitä. Admicomin arvostus on käytännössä linjassa Talenomin kanssa (2022e P/E 34x). Fortnoxin (2022e 80x) arvostuskertoimet ovat voimakkaasti korkeampia, mutta niin ovat tuloskasvuodotuksetkin. Myös tuore listautuja Administer olisi mielenkiintoinen lisä verokkiryhmään, mutta yhtiöstä ei ole saatavilla konsensusennusteita.

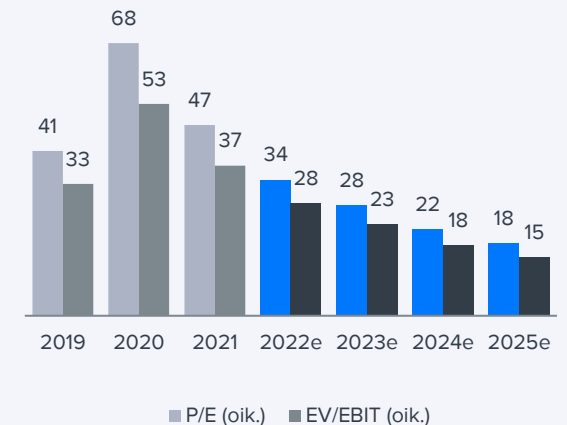
Houkutteleva pitkän aikavälin tarina

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 kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu ainakin Suomessa. Kun tähän lisätään uudet mahdollisuudet pienasiakassegmentissä (TiliJaska) ja kansainvälisillä markkinoilla, sijoitustarina on erittäin houkutteleva.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,84	9,84	9,84
Osakemäärä, milj. kpl	44,0	44,2	44,2
Markkina-arvo	433	435	435
Yritysarvo (EV)	472	470	463
P/E (oik.)	33,9	27,6	21,5
P/E	33,9	27,6	21,5
P/Kassavirta	54,4	32,7	23,7
P/B	8,6	7,6	6,4
P/S	4,1	3,6	3,1
EV/Liikevaihto	4,5	3,9	3,3
EV/EBITDA (oik.)	14,0	12,3	10,6
EV/EBIT (oik.)	28,0	22,7	17,6
Osinko/tulos (%)	65,0 %	65,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,4 %	3,3 %

Lähde: Inderes

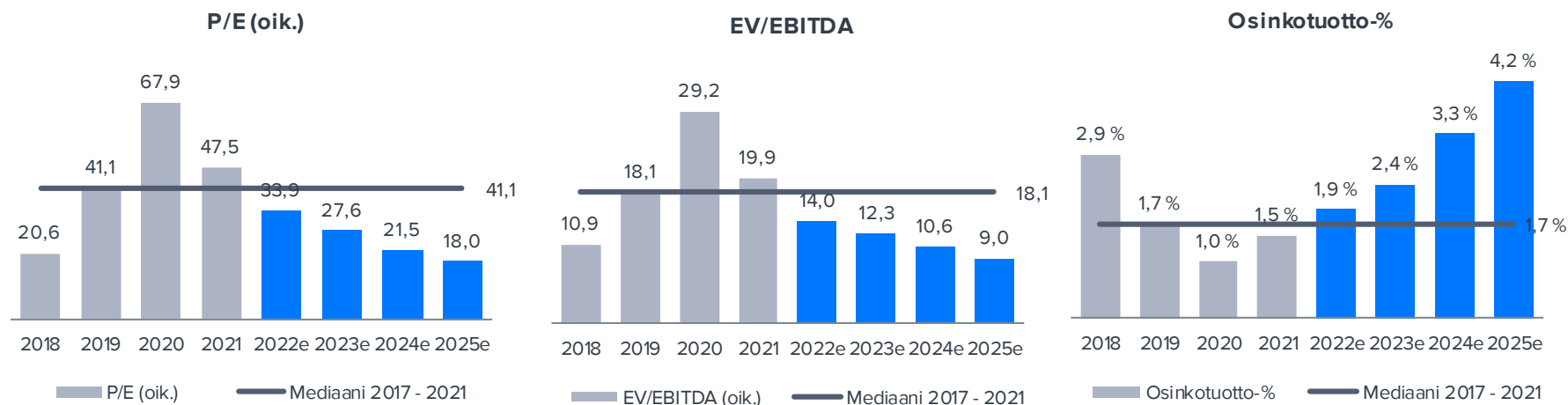
Arvostuskertoimet ovat palanneet aiemmalle tasolle



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,13	3,18	7,50	15,1	11,7	9,84	9,84	9,84	9,84
Osakemäärä, milj. kpl	40,9	41,2	41,7	43,2	43,8	44,0	44,2	44,2	44,2
Markkina-arvo	87	131	313	650	512	433	435	435	435
Yritysarvo (EV)	105	149	342	679	552	472	470	463	457
P/E (oik.)	23,4	20,6	41,1	67,9	47,5	33,9	27,6	21,5	18,0
P/E	25,5	20,6	41,1	67,9	47,5	33,9	27,6	21,5	18,0
P/Kassavirta	40,3	90,2	neg.	>100	neg.	54,4	32,7	23,7	20,7
P/B	6,2	7,0	13,3	20,2	11,5	8,6	7,6	6,4	5,6
P/S	2,1	2,7	5,4	10,0	6,2	4,1	3,6	3,1	2,8
EV/Liikevaihto	2,5	3,1	5,9	10,4	6,7	4,5	3,9	3,3	2,9
EV/EBITDA (oik.)	11,0	10,9	18,1	29,2	19,9	14,0	12,3	10,6	9,0
EV/EBIT (oik.)	20,3	17,5	32,8	52,7	37,4	28,0	22,7	17,6	14,6
Osinko/tulos (%)	63,9 %	59,4 %	68,4 %	67,7 %	69,0 %	65,0 %	65,0 %	70,0 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,5 %	1,9 %	2,4 %	3,3 %	4,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Aallon	10,70	41	39	15,7	12,8	9,7	8,5	1,4	1,3	15,1	14,7	2,6	3,2
Fortnox	43,5	2655	2637	59,3	41,0	48,6	35,0	22,1	16,9	80,2	57,6	0,2	0,2
Admicom	70,6	352	329	28,6	23,5	24,4	20,6	10,8	9,5	34,4	29,3	1,9	2,3
Enento	32,50	781	923	18,0	16,4	13,9	12,8	5,3	5,0	24,2	21,3	3,3	3,6
Fondia	6,64	26	22	11,2	7,5	7,5	5,6	1,0	0,9	20,1	13,3	4,8	5,7
Vincit	6,78	86	83	11,9	10,4	9,3	7,6	1,2	1,1	13,3	10,3	3,2	3,5
Gofore	24,00	368	368	24,6	22,1	19,1	17,5	3,2	2,9	29,3	26,2	1,4	1,5
Etteplan	17,75	443	518	17,7	16,7	10,7	10,1	1,6	1,5	19,9	18,6	2,5	2,7
Talenom (Inderes)	9,84	433	472	28,0	22,7	14,0	12,3	4,5	3,9	33,9	27,6	1,9	2,4
Keskiarvo				23,4	18,8	17,9	14,7	5,8	4,9	29,5	23,9	2,5	2,8
Mediaani				17,9	16,6	12,3	11,4	2,4	2,2	22,2	20,0	2,6	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				57 %	37 %	14 %	7 %	90 %	77 %	53 %	38 %	-25 %	-20 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	65,2	20,3	21,4	19,4	21,8	82,8	26,2	27,2	24,8	26,5	105	121	139	157
Käyttökate	23,3	7,2	7,2	6,7	6,6	27,7	8,7	8,8	8,1	8,0	33,7	38,3	43,8	51,0
Poistot ja arvonalennukset	-10,4	-2,8	-3,1	-3,2	-3,8	-12,9	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-16,8	-17,6	-17,4	-19,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,9	4,4	4,1	3,4	2,8	14,8	4,5	4,6	3,9	3,8	16,9	20,7	26,4	31,4
Liikevoitto	12,9	4,4	4,1	3,4	2,8	14,8	4,5	4,6	3,9	3,8	16,9	20,7	26,4	31,4
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1
Tulos ennen veroja	12,0	4,2	3,8	3,3	2,6	14,0	4,3	4,4	3,7	3,6	16,0	19,7	25,3	30,3
Verot	-2,4	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-0,9	-0,9	-0,7	-0,7	-3,2	-3,9	-5,1	-6,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	9,6	3,3	3,1	2,5	1,9	10,8	3,4	3,5	3,0	2,9	12,8	15,8	20,2	24,2
EPS (oikaistu)	0,22	0,08	0,07	0,06	0,04	0,25	0,08	0,08	0,07	0,07	0,29	0,36	0,46	0,55
EPS (raportoitu)	0,22	0,08	0,07	0,06	0,04	0,25	0,08	0,08	0,07	0,07	0,29	0,36	0,46	0,55

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	12,4 %	17,0 %	29,6 %	30,4 %	32,2 %	27,1 %	29,0 %	27,0 %	28,0 %	22,0 %	26,4 %	15,2 %	15,0 %	13,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,7 %	18,7 %	15,2 %	9,6 %	14,1 %	14,6 %	1,5 %	11,5 %	14,6 %	38,4 %	14,3 %	22,7 %	27,4 %	18,9 %
Käyttökate-%	35,7 %	35,4 %	33,7 %	34,5 %	30,3 %	33,4 %	33,1 %	32,5 %	32,9 %	30,2 %	32,2 %	31,7 %	31,5 %	32,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	19,8 %	21,7 %	19,4 %	17,8 %	12,7 %	17,8 %	17,1 %	17,0 %	15,9 %	14,4 %	16,1 %	17,2 %	19,0 %	20,0 %
Nettotulos-%	14,7 %	16,5 %	14,3 %	13,1 %	8,5 %	13,0 %	13,0 %	12,9 %	12,0 %	10,9 %	12,2 %	13,1 %	14,6 %	15,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	66,1	96,0	103	107	111
Liikearvo	24,0	37,3	37,3	37,3	37,3
Aineettomat hyödykkeet	31,3	46,4	53,4	57,7	60,5
Käyttöomaisuus	2,5	2,8	2,5	2,7	3,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9
Muut pitkäaikaiset varat	8,0	8,6	8,7	8,8	8,9
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	16,2	20,0	25,2	28,0	34,3
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,1	9,8	12,4	13,3	15,3
Likvidit varat	9,1	10,1	12,8	14,7	19,0
Taseen loppusumma	84,9	118	130	139	149

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	32,2	44,7	50,0	57,5	67,5
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	17,3	23,1	28,4	35,8	45,8
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	14,8	21,6	21,6	21,6	21,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	37,1	50,4	52,4	50,6	44,2
Laskennalliset verovelat	0,7	2,0	2,0	2,0	2,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	35,9	46,2	48,2	46,4	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,6	2,2	2,2	2,2	2,2
Lyhytaikaiset velat	15,6	22,6	27,8	30,6	37,6
Lainat rahoituslaitoksilta	2,3	3,2	4,0	3,6	7,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,1	16,6	20,9	24,1	27,7
Muut lyhytaikaiset velat	1,2	2,9	2,9	2,9	2,9
Taseen loppusumma	84,9	118	130	139	149

DCF-laskelma

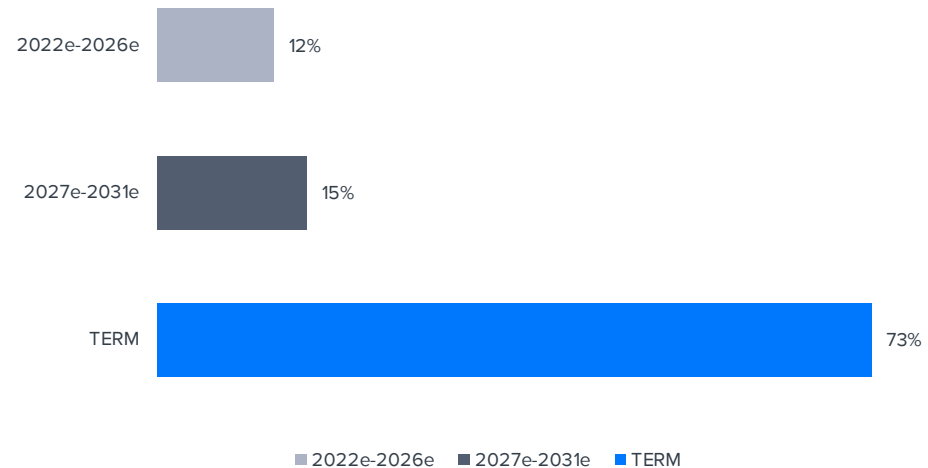
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	14,8	16,9	20,7	26,4	31,4	34,8	37,9	39,6	40,5	42,5	43,9	
+ Kokonaispoistot	12,9	16,8	17,6	17,4	19,7	21,6	23,5	25,2	26,7	26,0	26,7	
- Maksetut verot	-1,9	-3,2	-3,9	-5,1	-6,1	-6,7	-7,3	-7,7	-7,9	-8,3	-8,5	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ 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 muutos	3,3	1,8	2,4	1,6	1,6	3,3	1,6	1,3	1,0	1,1	0,7	
Operatiivinen kassavirta	28,9	32,1	36,5	40,1	46,4	52,8	55,4	58,2	60,1	61,1	62,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-41,9	-24,1	-23,2	-21,8	-25,4	-27,2	-28,1	-29,5	-29,3	-28,5	-28,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-11,3	8,0	13,3	18,4	21,0	25,6	27,3	28,7	30,9	32,5	34,1	
+/- 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	-11,3	8,0	13,3	18,4	21,0	25,6	27,3	28,7	30,9	32,5	34,1	843
Diskontattu vapaa kassavirta		7,5	11,6	14,9	15,9	18,1	18,0	17,6	17,6	17,3	16,9	417
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		572	565	553	538	522	504	486	469	451	434	417
Velaton arvo DCF		572										
- Korolliset velat		-49,3										
+ Rahavarat		10,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		533										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	58,0	65,2	82,8	104,7	120,6	EPS (raportoitu)	0,18	0,22	0,25	0,29	0,36
Käyttökate	18,9	23,3	27,7	33,7	38,3	EPS (oikaistu)	0,18	0,22	0,25	0,29	0,36
Liikevoitto	10,4	12,9	14,8	16,9	20,7	Operat. kassavirta / osake	0,44	0,54	0,66	0,73	0,83
Voitto ennen veroja	9,6	12,0	14,0	16,0	19,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,18	0,04	-0,26	0,18	0,30
Nettovoitto	7,6	9,6	10,8	12,8	15,8	Omapääoma / osake	0,57	0,74	1,02	1,14	1,30
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,13	0,15	0,17	0,19	0,23
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	71,3	84,9	117,7	130,3	138,7	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	12 %	27 %	26 %	15 %
Oma pääoma	23,6	32,2	44,7	50,0	57,5	Käyttökateen kasvu-%	38 %	23 %	19 %	22 %	14 %
Liikearvo	20,7	24,0	37,3	37,3	37,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	22 %	24 %	15 %	14 %	23 %
Nettovelat	29,2	29,0	39,2	39,4	35,2	EPS oik. kasvu-%	18 %	21 %	11 %	18 %	23 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	32,6 %	35,7 %	33,4 %	32,2 %	31,7 %
Käyttökate	18,9	23,3	27,7	33,7	38,3	Oik. Liikevoitto-%	18,0 %	19,8 %	17,8 %	16,1 %	17,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	2,4	3,3	1,8	2,4	Liikevoitto-%	18,0 %	19,8 %	17,8 %	16,1 %	17,2 %
Operatiivinen kassavirta	18,3	23,5	28,9	32,1	36,5	ROE-%	36,0 %	34,4 %	28,1 %	27,0 %	29,3 %
Investoinnit	-25,7	-22,2	-41,9	-24,1	-23,2	ROI-%	20,2 %	19,8 %	18,0 %	17,2 %	19,7 %
Vapaa kassavirta	-7,6	1,8	-11,3	8,0	13,3	Omavaraisuusaste	33,2 %	38,1 %	38,2 %	38,7 %	41,8 %
						Nettovelkaantumisaste	123,9 %	90,3 %	87,7 %	78,8 %	61,3 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	5,9	10,4	6,7	4,5	3,9						
EV/EBITDA (oik.)	18,1	29,2	19,9	14,0	12,3						
EV/EBIT (oik.)	32,8	52,7	37,4	28,0	22,7						
P/E (oik.)	41,1	67,9	47,5	33,9	27,6						
P/B	13,3	20,2	11,5	8,6	7,6						
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,0 %	1,5 %	1,9 %	2,4 %						

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 (välttämät 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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.

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.

Suositus historia (>12 kk)

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes 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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**