

Talenom

Yhtiöraportti

26.10.2022 07:15



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Horisontissa Euroopan isot markkinat

Toistamme Talenomille vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehintamme 9,5 euroon (aik. 12,5 €). Talenomin Q3-luvut jäivät ennusteistamme, mutta päähuomion veivät yhtiön uudet taloudelliset tavoitteet vuosille 2023-2025. Lähivuosina näköpiirissä on voimakasta kansainvälistä kasvua, joka tullaan kuitenkin tekemään kannattavuuden kustannuksella. Kasvun mukana Talenomin tulevaisuuden tulospotentiaali epäilemättä kasvaa, mutta lähivuosien tuloskasvuennusteemme romahtivat. Siten arvostus (2023e P/E 33x ja EV/EBIT 29x) näyttää myös voimakkaan kurssilaskun jälkeen haastavalta, varsinkin kun näyttöjä strategian toimivuudesta joudutaan odottamaan vuosia.

Q3-luvut jäivät odotuksistamme

Talenomin liikevaihto kasvoi Q3:lla vajaat 22 % yhteensä 23,6 MEUR:oon. Kasvusta noin kaksi kolmasosaa tuli yritysostoista, joita yhtiö on tehnyt urakalla viime vuosina. Q3-liikevoitto laski 3,1 MEUR:oon (Q3'21: 3,4 MEUR), kun yritysostojen heikompi kannattavuus, integrointi- ja muut kulut sekä panostukset uusiin tukirakenteisiin iskivät kulurakenteeseen. Suomen ydinliiketoiminta kehittyi odotustemme mukaisesti suhteellisen vakaasti eteenpäin, mutta Ruotsin kehitys jäi odotuksistamme niin kasvun kuin kannattavuuden osalta. Merkittävä tekijä tässä oli omien ohjelmistojen käyttöönotto Ruotsissa, jonka positiiviset vaikutukset vaativat aikaa. Tase paisui edelleen yhtiön ollessa voimakkaassa investointivaiheesta (nettoinvestoinnit Q1-Q3'22: 31,9 MEUR). Talenom toisti odotetusti ohjeistuksensa, jossa se odottaa 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton 15-18 MEUR.

Edessä aggressiivinen kasvuloikka Euroopassa – mutta se ei ole ilmainen

Talenom antoi tulosjulkistuksen yhteydessä myös uudet taloudelliset tavoitteet, joissa se tavoittelee vuosina 2023-2025: 1) yli 30 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua, 2) yli 15 %:n vuosittaista käyttökatteen kasvua, 3) kasvavaa euromääräistä liikevoittoa sekä 4) kasvavaa osakekohtaista osinkoa. Yhtiö tavoittelee siis kasvun voimakasta kiihdyttämistä, mikä tehdään yritysostovetoisesti suhteellisen kannattavuuden kustannuksella. Yritysostot suuntautuvat arviomme mukaan erityisesti Ruotsiin ja Espanjaan, mutta yhtiö aikoo laajentua myös uusiin maihin lähivuosina. Samalla erinomaisella näkyvyydellä varustetun ydinliiketoiminnan suhteellinen osuus pienentyy ja riskit (molempiin suuntiin) kasvavat huomattavasti. Onnistuessaan Talenom voi luoda merkittävästi omistaja-arvoa ja olla vuosikymmenen päästä merkittävä toimija Euroopan mittakaavassa, mutta tie tähän on pitkä ja mahdollisesti kivinen. Kannattavuus tulee olemaan paineessa arviolta vuoteen 2024 asti, minkä takia omat tulosennusteemme laskivat noin 20-30 % ja lähivuosien tuloskasvunäkymä muuttui vaisuksi. Konkreettisia merkkejä strategian onnistumisesta joudutaan odottamaan ainakin vuoteen 2024, joten kärsivällisyys on hyve.

Arvostuskuva ei houkuttele tuloskasvuajurin heikennyttä

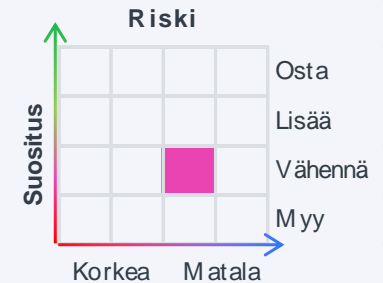
Voimakkaasta laskusta huolimatta osakkeen lähivuosien arvostuskertoimet eivät ole laskeneet negatiivisten ennustemuutoksien takia. Osakkeen 2023e P/E on nyt 33x ja EV/EBIT noin 29x, mitkä ovat hinnoitteluympäristön muututtua korkeita suhteessa yleiseen arvostustasoon sekä verrokkeihin. Aiemmin odotimme Talenomin palaavan nopeasti 20 %:n tuloskasvu-uralle, mutta nyt tämä hautautuu kasvupanostuksien alle ja merkittävää tulosparannusta pitää arviomme mukaan odottaa vuosiin 2025-2026. Näin ollen ajurina juuri nyt on lähinnä voimakas liikevaihdon kasvu, mikä ei nykyisessä markkinaympäristössä välttämättä anna tukea osakkeelle. Pidämme yhtiön rohkeaa Euroopan valloitusta kiehtovana, mutta kaipaamme joko vankempaa luottamusta (näyttöjä) kasvutarinan onnistumisesta tai edullisempaa arvostusta kompensoimaan riskejä.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

9,50 EUR
(aik. 12,5 EUR)

Osakekurssi:
9,39



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	83	103	128	159
kasvu-%	27 %	24 %	25 %	24 %
EBIT oik.	14,8	16,4	17,5	20,0
EBIT-% oik.	17,8 %	16,0 %	13,6 %	12,6 %
Nettotulos	10,8	12,4	13,0	13,9
EPS (oik.)	0,25	0,28	0,28	0,30
P/E (oik.)	47,5	34,0	33,0	31,2
P/B	11,5	8,4	7,8	7,1
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %
EV/EBIT (oik.)	37,4	29,2	28,7	26,1
EV/EBITDA	19,9	14,5	13,4	12,3
EV/Liikevaihto	6,7	4,7	3,9	3,3

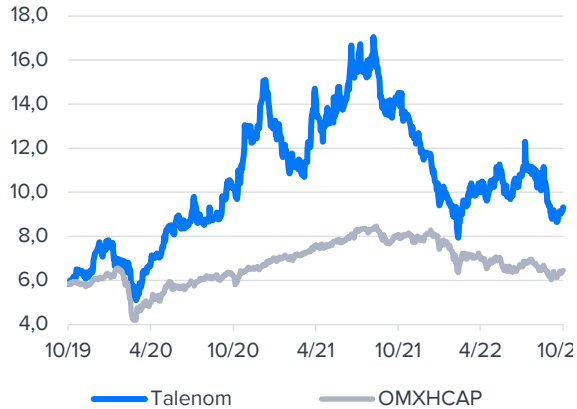
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

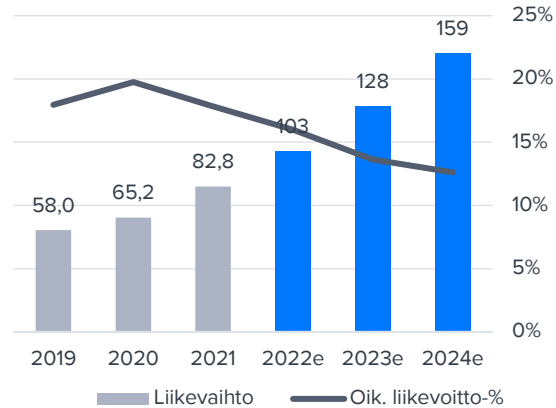
Talenom odottaa vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton 15-18 MEUR.

Osakekurssi



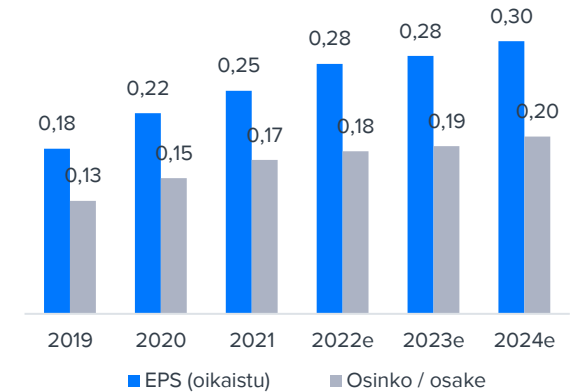
Lähde: Millistream Market Data AB

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 kansainvälinen laajentuminen
- 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	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,39	9,39	9,39
Osakemäärä, milj. kpl	45,0	45,5	46,0
Markkina-arvo	422	427	432
Yritysarvo (EV)	481	502	522
P/E (oik.)	34,0	33,0	31,2
P/E	34,0	33,0	31,2
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	8,4	7,8	7,1
P/S	4,1	3,3	2,7
EV/Liikevaihto	4,7	3,9	3,3
EV/EBITDA (oik.)	14,5	13,4	12,3
EV/EBIT (oik.)	29,2	28,7	26,1
Osinko/tulos (%)	65,0 %	65,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,0 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Q3-tulos jäi selvästi odotuksistamme

Pehmeyttä havaittavissa

Talenomin liikevaihto kasvoi Q3:lla vajaat 22 % yhteensä 23,6 MEUR:oon alittaen 24,5 MEUR:n ennusteemme. Kasvun jakauma oli sen sijaan odotettu: kaksi kolmasosaa tuli yrityskaupoista ja kolmasosa orgaanisesti. Q3-liikevoitto laski 3,1 MEUR:oon (Q3'21: 3,4 MEUR) alittaen selvästi 3,7 MEUR:n ennusteemme. Tämä vastasi 13,0 %:n liikevoittomarginaalia (Q3'21: 17,8 %), mikä on yhtiölle vaisu myös kausiluontoisesti heikolle jaksolle. Käyttökate kasvoi 7,3 MEUR:oon (Q3'21: 6,7 MEUR) alittaen 8,0 MEUR:n ennusteemme. Tämä vastasi 30,8 %:n käyttökatemarginaalia (Q3'21: 34,5 %).

Kannattavuutta painoi yritysostojen yhtiön ydinliiketoimintaa heikompi kannattavuus, yrityskauppojen integrointi- ja muut kulut ja panostukset kasvua tukeviin rakenteisiin. Lisäksi liikevoittoa rasitti ohjelmisto- ja yrityskauppainvestointien myötä voimakkaasti kasvanut poistotaso. Tästä huolimatta liikevoiton pieneneminen vertailukauden tasoilta oli pettymys, kun odotimme maltillista parannusta.

Suomessa odotetusti tasaista kehitystä

Suomen liiketoiminta kattoi noin 80 % yhtiön

liikevaihdosta ja kasvoi Q3:lla odotustemme mukaisesti noin 12 % 18,8 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvusta noin 80 % oli orgaanista, missä taustalla oli asiakasmäärän kasvu ja lisäarvopalveluiden myynti. Suomen ydinliiketoiminta on erittäin hyvin kannattavaa ja yhtiön teki Q3:lla 3,3 MEUR:n liikevoiton ja 7,0 MEUR:n käyttökateen, mitkä vastasivat 17,4 %:n liikevoittomarginaalia (Q3'21: 20,6 %) ja 37,3 %:n käyttökatemarginaalia (Q3'21: 38,1 %). Kannattavuuteen vaikutti myönteisesti edelleen automaation kehitys, kun taas tehdyillä yritysostoilla oli negatiivinen vaikutus kannattavuuteen. Suomessa liiketoiminta etenee silti raiteillaan ja tekee vuolasta kassavirtaa, joita yhtiö investoi kasvuihioihin.

Ruotsin kehitys jäi odotuksistamme

Ruotsin liiketoiminta kattoi noin 18 % liikevaihdosta ja kasvoi Q3:lla noin 75 % 4,3 MEUR:oon. Voimakkaasta yritysostovetoisesta kasvusta huolimatta Ruotsin liikevaihto jäi odotuksistamme, eikä orgaanisesta kasvusta saatu vielä näyttöjä. Toisaalta kausivaihtelu saattoi sekoittaa Ruotsia enemmän kuin odotimme. Ruotsissa Talenomin käyttökatemarginaali oli 5,1%, kun kannattavuutta painoi panostukset myyntiin, tukitoimintojen pystyttäminen, johtamisrakenteiden kehittäminen sekä omien ohjelmistojen käyttöönoton

aloittaminen. Viimeisen vaikutusta emme osanneet todennäköisesti ennakoida oikein, mutta kannattavuuden selkeä heikentyminen vertailukaudesta (Q3'21: 13,3 %) oli selkeä pettymys. Ruotsin kehityksen kannalta tärkeimmässä roolissa jatkossa on juuri omien ohjelmistojen käyttöönotto, mikä on käynnistynyt osassa maan toimistoissa.

Muiden maiden (tällä hetkellä Espanja) liikevaihto oli alle 0,5 MEUR ja tulosluvut toistaiseksi merkityksettömiä, mutta liiketulos pinnisti hieman yllättäen plussalle. Nomo-alustan mukana (siirtyi osaksi Talenomia 1.10.2022 alkaen) tulos painuu kuitenkin toistaiseksi tukevasti tappiolle.

Tase jatkanut paisumistaan

Talenomin tase on kasvanut merkittävästi lukuisten yritysostojen seurauksena. Liikearvon määrä (50,6 MEUR) on kasvanut merkittävästi vuoden takaisesta (Q3'21: 36,3 MEUR), ja samoin on tehnyt aineettomat hyödykkeet (45,1 MEUR, Q3'21: 34,4 MEUR). Taseen paisuminen on kuitenkin luonnollinen seuraus yhtiön voimakkaasta investointivaiheesta (nettoinvestoinnit Q1-Q3'22: 31,9 MEUR). Tase on edelleen yhtiön profiili huomioiden kunnossa: nettovelkaantumisaste 96 % ja omavaraisuusaste 36 %.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'21	Q3'22	Q3'22e	Q3'22e	Konsensus		Erotus (%)		2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liikevaihto	19,4	23,6	24,5				-4 %	103	
Käyttökate	6,7	7,3	8,0				-9 %	33,2	
Liikevoitto	3,4	3,1	3,7				-16 %	16,4	
EPS (oik.)	0,06	0,05	0,06				-18 %	0,28	
Liikevaihdon kasvu-%	30,4 %	21,7 %	26,5 %				-4,8 %-yks.	24,3 %	
Liikevoitto-% (oik.)	17,8 %	13,0 %	15,0 %				-1,9 %-yks.	16,0 %	

Lähde: Inderes

Katso toimitusjohtajan haastattelu



Edessä aggressiivinen kasvuloikka Euroopassa

Uudet keskipitkän aikavälin tavoitteet tähtäävät voimakkaaseen kasvuun

Talenom julkisti Q3-katsauksen yhteydessä myös uudet keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet, jotka varastivat päähuomion tulosjulkistustilaisuudessa ([katso lähetys](#)). Tavoitteet tähtäävät vuosien 2023-2025 aikana 1) liikevaihdon yli 30 %:n vuosittaiseen kasvuun 2) käyttökattteen yli 15 %:n vuosittaiseen kasvuun 3) kasvavaan euromääräiseen liikevoittoon sekä 4) kasvavaan osakekohtaiseen osinkoon.

Uudet keskipitkän aikavälin tavoitteet tähtäävät siis huomattavasti yhtiön historiallisia tasoja voimakkaampaan kasvuun, mitä tehdään suhteellisen kannattavuuden kustannuksella. Talenom on historiassa kasvanut reilun 15 %:n vuositahtia (CAGR), mutta viime vuosina vauhtia on kiihdytetty merkittävästi. Yli 30 %:n kasvutavoite oli siis sinänsä varsin luonteva jatkumo viime vuosien voimakkaalle yritysostovetoiselle kasvulle, mutta vauhtia kiihdytetään edelleen. Mikäli yhtiö pääsee tavoitteisiin kasvun osalta tulisi yhtiön liikevaihto olemaan yli kaksi kertaa nykyistä suurempi vuoden 2025 loppuun mennessä.

Yhtiön mukaan Euroopan tilioimisto- ja pankkialan digitalisaatiomurros on tapahtumassa parhaillaan, ja tässä yhtiö haluaa olla mukana. Murrosta tukee yhtiön mukaan lainsäädännölliset muutokset, markkinatrendit sekä kuluttajakäyttäytymisen muutokset. Osake- ja rahoitusmarkkinoiden kannalta kasvupiikki tulee siinä mielessä ikävään aikaan, että juuri nyt arvostetaan enemmän turvallista tuloskasvu kuin voimakasta liikevaihdon kasvua. Myös rahoituskulut ovat nousseet korkojen mukana. Talenomia kehitetään kuitenkin pitkällä aikavälillä, eikä yhtiöllä ole puutetta kunnianhimmasta.

Luvassa yritysostoja erityisesti ulkomailta

Kasvutavoitteeseen pääseminen vaatii Talenomilta luonnollisesti paljon yritysostoja. Arviomme mukaan Talenomilla on edellytykset kasvaa orgaanisesti noin 10 %:n vauhtia, mikä sekin vaatisi arviomme mukaan vahvaa kasvua Ruotsissa ja vähintään kohtuullista markkinaympäristöä. Tukea tähän voi antaa yhtiön mainitsema aktiivisen myynnin kehittäminen sekä digitaalinen myynti. Silti valtaosa kasvusta tulee olemaan epäorgaanista, ja Talenom aikookin kiihdyttää aggressiivista yritysostostrategiaansa vauhdittaakseen kasvua edelleen.

Käsityksemme mukaan yritysostot tulevat keskittymään erityisesti Ruotsiin ja Espanjaan, koska Suomen arvostustasoja erityisesti suurempia ostokohteiden osalta Talenom piti varsin korkeina kovan kilpailun takia. Ruotsissa markkinaa ja tilioimistoja riittää, ja arvostukset ovat yleisesti maltillisia (kokoluokka EV/EBITDA 4-6x). Espanjan markkinalla tilanne on ilmeisesti suunnilleen samankaltainen, mutta tietomme ovat vähäisiä.

Ruotsin ja Espanjan lisäksi Talenom tutkii myös uusia maita. Toimitusjohtaja kertoi haastattelussamme, että vuoden 2025 lopussa Talenom toimii toivottavasti viidessä maassa. Tällä hetkellä todennäköisin uusi maa on arviomme mukaan Italia, mutta muiden suhteen kyse on enemmän arvailusta. Jokaisen uuden maan avaaminen tarkoittaa Talenomille uutta mielenkiintoista kasvumahdollisuutta, mutta lyhyellä aikavälillä laajentuminen vaatii edelleen merkittäviä investointeja ja kululisäyksiä. Näin ollen lyhyellä aikavälillä tulosvaikutukset ovat negatiivisia tai vähintäänkin aiheuttavat painetta suhteelliseen kannattavuuteen. Suomessa yritysostot olisivat mielestämme selvästi vähäisempiä.

Medium-term (2023–2025) financial targets

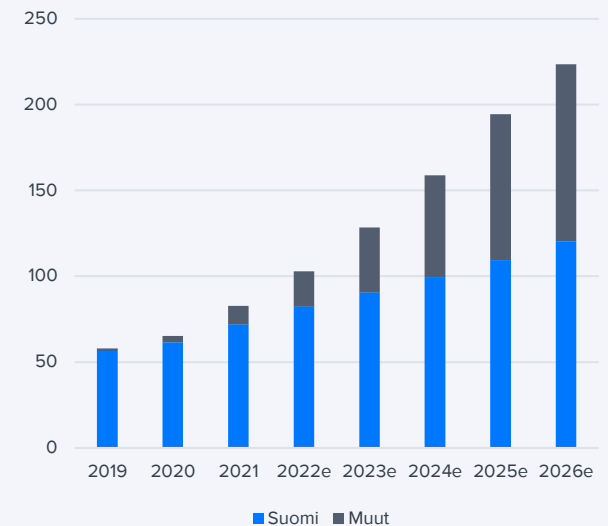
ANNUAL NET SALES GROWTH OVER 30%

ANNUAL EBITDA GROWTH OVER 15%

INCREASING EBIT IN EUROS

INCREASING DIVIDEND PER SHARE

Mahdollinen liikevaihdon jakautuminen (MEUR)



Kasvuloikka ei ole ilmainen

Kannattavuus laahaa perässä

Kasvatavoitteeseen nähden Talenom tavoittelee huomattavasti hitaampaa käyttökateen kasvua ja liikevoiton osalta ainoastaan ”kasvua”. Tämä kertoo meille, että lähivuosina strategian painopiste on voimakkaasti kasvussa – ja sitä tehdään myös kannattavuuden kustannuksella. Yhtiö tuleekin tylästi uhraamaan lyhyen aikavälin kannattavuuttaan voimakkaan kansainvälisen kasvun saavuttamiseksi.

Kuten viime vuosina on nähty, Talenominnin kannattavuus on paineessa yritystovetoisen kasvun jaksoilla. Yritystovetoisten kannattavuudet ovat lähtökohtaisesti alhaisempia, minkä päälle tulee integrointikulut, käyttöönotot ja toimintatapojen opettelu, tukitoimintojen vaatimat ”infra” (erityisesti uudet maat) sekä kasvavat poistot. Tämä kehitys tulee jatkumaan ja mahdollisesti voimistumaan lähivuosina, kun yritystovetoista kasvua kiihdytetään edelleen. Huomionarvoista on, että alkuvaiheessa ostokohteiden kannattavuus kehittyi yleensä negatiivisesti (suhteessa lähtötasoon) ja positiivista kehitystä nähdään yleensä vasta noin 12 kuukauden kuluttua. Myös orgaanisessa kasvussa Ruotsissa kulut ovat etupainotteisia, ja positiiviset tulokset nähdään merkittävällä viiveellä.

Talenominnin kannattavuudesta hyvän referenssipisteen antaa koronavuosi 2020, jolloin yhtiö rauhoitti investointeja ja vähensi etupainotteisia kuluja. Yhtiö teki silloin 19,8 %:n liikevoittomarginaalin, ja liikevaihto kasvoi 12,4 %. Tämän jälkeen kasvu on kiihtynyt (2021: 27,1 % ja 2022e: 24,3 %), mutta kannattavuus on ollut paineessa ja laskenut noin 2 %-yksikköä vuosittain (2022e: 16,0 %). Osittain tähän liittyy toki myös voimakkaasti nousseet investoinnit ja poistot, mutta nämäkin liittyvät merkittävästi kasvupanostuksiin. Arviomme nyt kannattavuuden laskevan edelleen

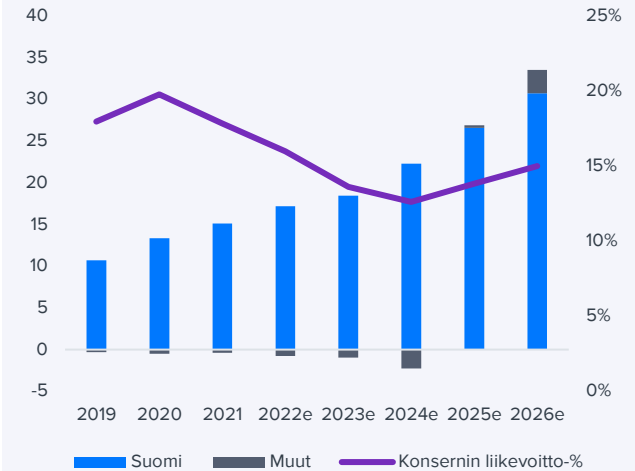
vuonna 2023 panostuksien vain kasvaessa. Ennustamme nyt 2023 liikevoittomarginaalin olevan noin 13,6 %, kun aiempi ennusteemme oli 16,4 %. Muutos on suuri, ja heijastelee uuden strategian vaikutuksia sekä hieman Q3-tulospettymystä.

Kunnianhimoinen strategia nostaa riskejä molempiin suuntiin

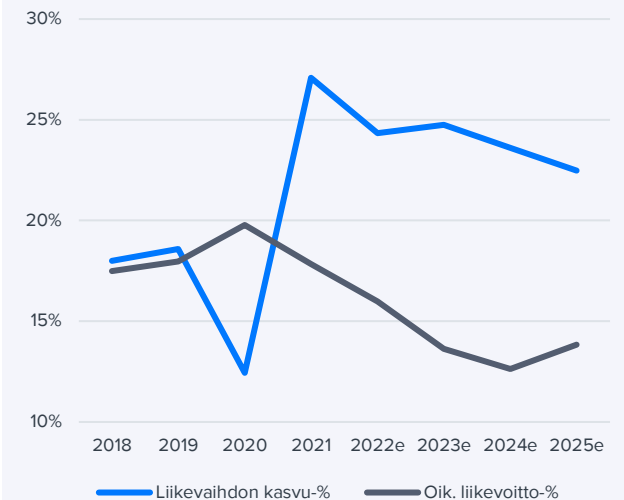
Strategian onnistuessa Talenom voi saavuttaa merkittävän markkina-aseman Ruotsissa ja hyvän kasvupohjan useammassa Euroopan maassa, mitä kautta yhtiö voi pitkällä aikavälillä luoda voimakkaasti omistaja-arvoa. Suomen vahvan ytimen ansiosta taloudelliset resurssit ovat varsin hyvät ja teknologiapohja vahva. Näin ollen yhtiö voi hyvin onnistua hankkeessaan, ja 10-vuoden päästä Talenom voi olla merkittävä toimija Euroopan mittakaavassa. Silloin todennäköisesti myös yhtiön markkina-arvo olisi toisessa kokoluokassa.

Tie tähän on kuitenkin pitkä, ja on selvää, että yhtiön riskiprofiili nousee myös merkittävästi kansainvälisien investointien kasvaessa edelleen. Toistaiseksi Talenom ei ole varsinaisesti todistanut kilpailuetuaan edes Ruotsissa, jossa yhtiö on toiminut nyt kolme vuotta. Esimerkiksi näyttöjä yritystovetoisten kannattavuuden kohentamisesta automaation avulla on vasta Suomesta. Tämän takia on myös täysin mahdollista, että Euroopan valloitus varsin aggressiivisella aikataululla päättyy lopulta heikosti. Asia selviää lähivuosina, kun näemme ohjelmistojen ja uusien toimintatapojen konkreettiset vaikutukset Ruotsissa. Jos yhtiö onnistuu nostamaan Ruotsin olemassa olevan liiketoiminnan Talenominnin yleiselle tasolle kolmessa vuodessa, todennäköisyydet paranevat merkittävästi. Toistaiseksi menestymismahdollisuuksia on mielestämme kuitenkin vaikea arvioida.

Mahdollinen liikevoiton jakautuminen (MEUR, %)



Kasvun ja kannattavuuden yhteys



Kasvutavoitteet pistivät lähivuosien ennusteet uusiksi

Vuoden 2022 osalta iso kuva ennallaan

Talenom toisti odotetusti kuluvan vuoden ohjeistuksensa, joka odottaa vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 miljoonaa euroa ja liikevoitto 15-18 miljoonaa euroa. Ohjeistus tulee toteutumaan, ja omat ennusteemme ovat nyt suhteellisen lähellä tulosaarukan keskiarvoa. Ennusteemme laskivat kuitenkin pääasiassa Q3-tulospettymyksen ja erityisesti Ruotsin ennakoimaamme heikomman kannattavuuskehityksen takia, mutta kuluvan vuoden osalta ennustemuutoksiin ei liittynyt draamatiikkaa.

Lähivuosien ennusteisiin rajua muutoksia

Olemme laskeneet lähivuosien tulosennusteita rajusti yhtiön strategiapäivityksen jälkeen. Voimakkaasti kansainväliseen kasvuun keskittynyt strategia sisältää suuria panostuksia, mutta lähivuosina tuloskontribuutiota ei mielestämme voi juuri odottaa Suomen ydinliiketoiminnan ulkopuolelta. Suomen osuuden oletettavasti pienentyessä merkittävästi (katso graafit edellisiltä sivuilta) suhteellinen kannattavuus tulee laskemaan voimakkaasti. Tätä

tapahtuu käyttökate tasolla, mutta samalla myös poistomassa kasvaa edelleen ja aiheuttaa lisäpainetta alemmille tulosriveille.

Arviomme mukaan Talenomin suhteellinen kannattavuus heikkenee vuoteen 2024 asti, minkä jälkeen Ruotsin liiketoiminnalta voidaan odottaa jo järkevää tuloskontribuutiota. Ennustamisesta on kuitenkin tullut äärimmäisen vaikeaa, koska Espanjan rinnalle ”muihin maihin” voi hyvin tulla kaksikin uutta maata lähivuosina, ja näiden kontribuutio tulee alkuvaiheessa lähtökohtaisesti olemaan erittäin pieni tai lievästi negatiivinen tulosriveille. Talenomin aiemmin erinomainen näkyvyys päteeikin nyt käytännössä vain Suomen liiketoimintaan, joka etenee arviomme mukaan edelleen kuin juna. Muiden osuuden kasvaessa näkyvyys kuitenkin heikkenee voimakkaasti.

Arviomme mukaan Talenom tulee yltämään yli 30 %:n kasvutavoitteeseensa näin halutessaan. Omissa ennusteissamme olemme kuitenkin arvioineet vuosien 2023-2025 kasvuvauhdin olevan keskimäärin noin 24 %. Ennusteemme sisältävät luonnollisesti yritysostoja (organisesti 10 %

mielestämme realistinen), mutta arviomme mukaan tämä on lähellä kasvuvauhtia, jonka Talenom pystyy saavuttamaan ilman oman osakkeen käyttöä yritysostoissa. Jo yritysostojen ottaminen mukaan ennusteisiin lisää kompleksisuutta, mutta oman osakkeen käyttö ja mahdollisen diluution arvioiminen tuovat mukaan uuden ulottuvuuden. Pyrimme ennusteissamme siihen, että tulosennusteemme olisivat mahdollisimman realistisia: kasvunopeuden osalta kasvava potentiaali nähdään myöhemmin. Nyt ennusteissa olevassa skenaariossa Talenomin tase heikentyy lähivuosina, mutta pysyy siedettävässä kunnossa ilman oman osakkeen käyttöä.

Tulospotentiaali kasvaa, mutta lähivuosien tuloskasvu jää vaisuksi

Olemme aiemmin arvioineet, että Talenom pystyy noin 20 %:n tuloskasvuun keskipitkällä aikavälillä erittäin vahvojen kilpailuetujensa ansiosta. Nyt tuloskasvu näyttää jäävän voimakkaan kasvuloikan jalkoihin, ja arviomme osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 14 % 2022e-2025e (CAGR). Ennen vuotta 2025 kannattavuus tekee vielä kuopan, jolloin tuloskasvu voi hyvin olla merkittävästi hitaampaa.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	104	103	-1 %	128	128	1 %	153	159	4 %
Käyttökate	34,3	33,2	-3 %	38,9	37,5	-4 %	45,5	42,5	-7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,6	16,4	-6 %	20,9	17,5	-16 %	26,8	20,0	-25 %
Liikevoitto	17,6	16,4	-6 %	20,9	17,5	-16 %	26,8	20,0	-25 %
Tulos ennen veroja	16,9	15,7	-7 %	19,9	16,2	-19 %	25,6	17,5	-32 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,30	0,28	-8 %	0,35	0,28	-19 %	0,45	0,30	-32 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,18	-8 %	0,23	0,19	-19 %	0,29	0,20	-32 %

Arvostus näyttää nyt hyvin erilaiselta

Hinnoittelukuva on muuttunut selvästi

Talenomin osake on laskenut lähes 24 % edellisestä päivityksestämme, kun pitkät korot ovat palanneet jälleen nousuun ja huolet talouden kehityksestä ovat samalla yltyneet. Myös Talenomin sijoitusprofiili on mielestämme muuttunut. Aiemmin suhteellisen alhaisen riskin defensiivinen kasvuyhtiö on nyt yhä voimakkaammin menossa Eurooppaan, jossa yhtiöllä ei ole samanlaisia näyttöjä kuin Suomessa. Tämä nostaa mielestämme selvästi Talenomin riskiprofiilia, joka on toki edelleen kohtuullinen. Toisaalta strateginen valinta panostaa aggressiivisesti kansainväliseen kasvuun tulee nostaa voimakkaasti Talenomin tulevaisuuden potentiaalia, mikä tekee yhtiöstä aiempaa enemmän kasvuosakkeen. Lähivuosien tulostason uhraaminen vie kiinnepisteet kauemmaksi, ja Talenom vaatii sijoittajilta huomattavaa kärsivällisyyttä. Konkreettisia näyttöjä strategian onnistumisessa täytyy positiivisessakin skenaariossa odottaa vuosiin 2024-2025, jolloin ainakin Ruotsin kannattavuuspotentiaalin pitäisi olla näkyvissä. Nykyisessä epävarmassa markkinatilanteessa kärsivällisyys on ollut vähäistä, minkä takia edessä voi olla selvästi parempiakin ostopaikkoja Talenomin kasvutarinaan.

Arvostuskertoimet ovat korkeita suhteessa lähivuosien tulokasvuun

Voimakkaasta kurssilaskusta huolimatta Talenomin pidemmän aikavälin arvostuskertoimet eivät ole laskeneet negatiivisten ennustemuutoksien takia. Osakkeen 2023e P/E on nyt 33x ja EV/EBIT noin 29x, mitkä ovat suunnilleen samalla tasolla kuin edellisessä päivityksessä. Aiemmin odotimme yhtiön palaavan nopeasti 20 %:n tulokasvu-uralle, mutta nyt merkittävää tulosparannusta pitää arviomme mukaan odottaa vuosiin 2025-2026. Vuosien 2023-2024

odotettuun tulokasvuvauhtiin nähden osake on tällä hetkellä suhteellisen kallis, mikä heikentää osakkeen houkuttelevuutta. Nyt ostavalla sijoittajalla täytyykin olla vahva luottamus siihen, että Talenom onnistuu kansainvälistymisessä kohtuullisen hyvin ja yritysostojen kautta ”sisäänrakennettu” merkittävä tulokasvu realisoituu pitkällä aikavälillä.

Suhteellinen arvostus on erittäin kireä

Talenom on kallis suhteessa lähimpiin verrokkeihin. Tilitoimisto Aallon Groupin arvostustaso on erittäin maltillinen (P/E 2023e 12x), mutta näemme Talenomin kilpailuedun ja tulokasvunäkymän selvästi vahvempina. 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 17x). Fortnoxin (2023e ~56x) kertoimet ovat paljon korkeampia, mutta niin ovat tulokasvuodotuksetkin. Myös Administer olisi mielenkiintoinen lisä verrokkiryhmään, mutta yhtiöstä ei ole saatavilla konsensusennustetta.

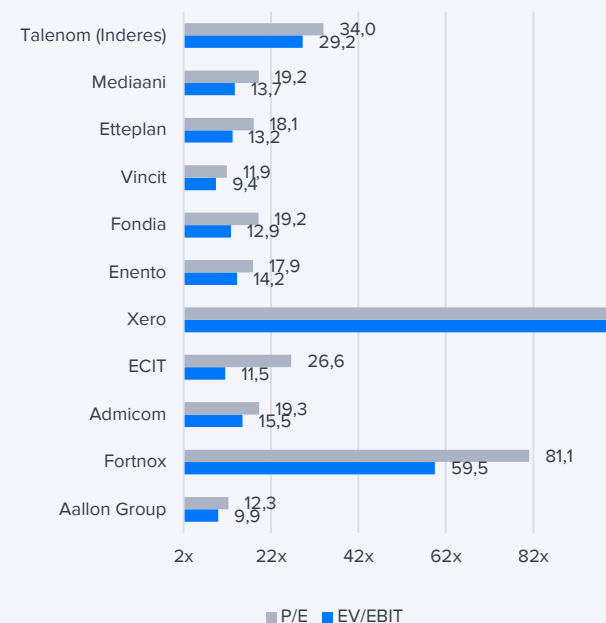
Mielenkiintoisimpia sijoitustarinoita Suomessa

Talenomin sijoitustarinassa on paljon houkuttelevia elementtejä ja mahdollisuuksia, joita harvalla Helsingin pörssiyrityksellä 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 kansainvälisillä markkinoilla, sijoitustarina on erittäin houkutteleva. Tarina vaatii kuitenkin vuosia aikaa, ja näkemyksemme mukaan siihen voi päästä mukaan myöhemmin paremmalla riski/tuotto-suhteella.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,39	9,39	9,39
Osakemäärä, milj. kpl	45,0	45,5	46,0
Markkina-arvo	422	427	432
Yritysarvo (EV)	481	502	522
P/E (oik.)	34,0	33,0	31,2
P/E	34,0	33,0	31,2
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	8,4	7,8	7,1
P/S	4,1	3,3	2,7
EV/Liikevaihto	4,7	3,9	3,3
EV/EBITDA (oik.)	14,5	13,4	12,3
EV/EBIT (oik.)	29,2	28,7	26,1
Osinko/tulos (%)	65,0 %	65,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,0 %	2,1 %

Lähde: Inderes

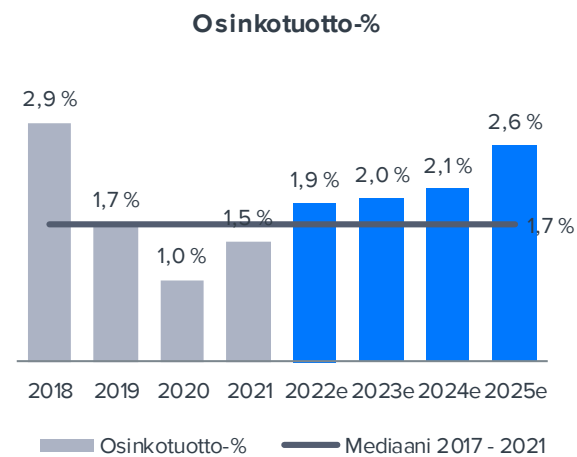
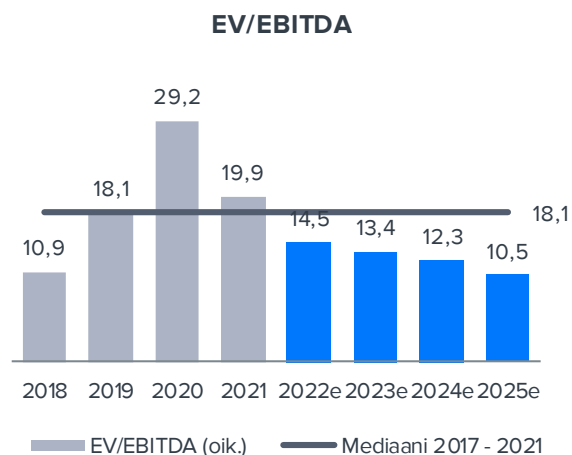
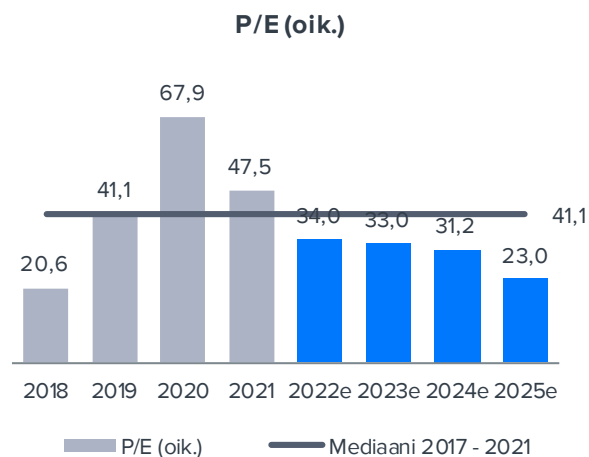
Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2022e)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,13	3,18	7,50	15,1	11,7	9,39	9,39	9,39	9,39
Osakemäärä, milj. kpl	40,9	41,2	41,7	43,2	43,8	45,0	45,5	46,0	46,5
Markkina-arvo	87	131	313	650	512	422	427	432	436
Yritysarvo (EV)	105	149	342	679	552	481	502	522	535
P/E (oik.)	23,4	20,6	41,1	67,9	47,5	34,0	33,0	31,2	23,0
P/E	25,5	20,6	41,1	67,9	47,5	34,0	33,0	31,2	23,0
P/Kassavirta	40,3	90,2	neg.	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	>100
P/B	6,2	7,0	13,3	20,2	11,5	8,4	7,8	7,1	6,2
P/S	2,1	2,7	5,4	10,0	6,2	4,1	3,3	2,7	2,2
EV/Liikevaihto	2,5	3,1	5,9	10,4	6,7	4,7	3,9	3,3	2,7
EV/EBITDA (oik.)	11,0	10,9	18,1	29,2	19,9	14,5	13,4	12,3	10,5
EV/EBIT (oik.)	20,3	17,5	32,8	52,7	37,4	29,2	28,7	26,1	19,9
Osinko/tulos (%)	63,9 %	59,4 %	68,4 %	67,7 %	69,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,5 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Aallon Group	36	35	9,9	8,7	9,1	7,9	1,2	1,1	12,3	12,0	2,4	3,0
Fortnox	2545	2550	59,5	41,3	47,3	34,1	22,0	16,5	81,1	55,7	0,2	0,3
Admicom	219	220	15,5	14,3	15,0	14,1	7,0	6,1	19,3	17,7	3,0	3,1
ECIT	220	263	11,5	8,7	6,5	5,2	0,9	0,8	26,6	18,5	1,2	1,8
Xero	7256	7256	267,8	142,2	63,6	41,1	11,7	9,0	1789,3	200,2		
Enento	469	622	14	13	10	10	3,7	3,5	18	15	5,3	5,7
Fondia	24	20	12,9	9,8	9,4	7,3	0,9	0,8	19,2	15,3	4,7	4,7
Vincit	66	55	9,4	4,6	9,6	4,3	0,7	0,5	11,9	7,6	2,5	6,0
Gofore	325	310	15,1	12,3	14,0	11,3	2,1	1,7	19,6	16,3	1,7	1,9
Etteplan	325	394	13,2	12,6	8,2	7,3	1,1	1,0	18,1	15,3	2,5	3,3
Talenom (Inderes)	422	481	29,2	28,7	14,5	13,4	4,7	3,9	34,0	33,0	1,9	2,0
Keskiarvo			42,9	25,2	18,5	13,4	4,7	3,8	201,5	35,6	2,6	3,3
Mediaani			13,7	12,3	10,3	7,9	1,2	1,1	19,2	16,3	2,5	3,2
Erotus-% vrt. mediaani			113 %	134 %	41 %	71 %	292 %	265 %	77 %	102 %	-23 %	-38 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	65,2	20,3	21,4	19,4	21,8	82,8	25,2	27,0	23,6	27,2	103	128	159	194
Käyttökate	23,3	7,2	7,2	6,7	6,6	27,7	8,9	9,3	7,3	7,8	33,2	37,5	42,5	50,9
Poistot ja arvonalennukset	-10,4	-2,8	-3,1	-3,2	-3,8	-12,9	-4,0	-4,2	-4,2	-4,4	-16,8	-20,0	-22,5	-24,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,9	4,4	4,1	3,4	2,8	14,8	4,9	5,1	3,1	3,4	16,4	17,5	20,0	26,9
Liikevoitto	12,9	4,4	4,1	3,4	2,8	14,8	4,9	5,1	3,1	3,4	16,4	17,5	20,0	26,9
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,8	-1,3	-2,5	-2,9
Tulos ennen veroja	12,0	4,2	3,8	3,3	2,6	14,0	4,7	5,1	2,8	3,1	15,7	16,2	17,5	24,0
Verot	-2,4	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-1,0	-1,0	-0,6	-0,6	-3,2	-3,2	-3,7	-5,0
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	3,7	4,1	2,2	2,5	12,4	13,0	13,9	19,0
EPS (oikaistu)	0,22	0,08	0,07	0,06	0,04	0,25	0,09	0,09	0,05	0,05	0,28	0,28	0,30	0,41
EPS (raportoitu)	0,22	0,08	0,07	0,06	0,04	0,25	0,09	0,09	0,05	0,05	0,28	0,28	0,30	0,41

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	12,4 %	17,0 %	29,6 %	30,4 %	32,2 %	27,1 %	24,1 %	26,2 %	21,7 %	25,0 %	24,3 %	24,7 %	23,6 %	22,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,7 %	18,7 %	15,2 %	9,6 %	14,1 %	14,6 %	10,2 %	24,0 %	-10,8 %	22,1 %	11,4 %	6,4 %	14,5 %	34,3 %
Käyttökate-%	35,7 %	35,4 %	33,7 %	34,5 %	30,3 %	33,4 %	35,2 %	34,4 %	30,8 %	28,6 %	32,3 %	29,2 %	26,8 %	26,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	19,8 %	21,7 %	19,4 %	17,8 %	12,7 %	17,8 %	19,3 %	19,0 %	13,0 %	12,4 %	16,0 %	13,6 %	12,6 %	13,8 %
Nettotulos-%	14,7 %	16,5 %	14,3 %	13,1 %	8,5 %	13,0 %	14,9 %	15,0 %	9,2 %	9,1 %	12,1 %	10,1 %	8,7 %	9,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	66,1	96,0	123	150	173
Liikearvo	24,0	37,3	51,3	65,3	79,3
Aineettomat hyödykkeet	31,3	46,4	59,1	70,4	79,5
Käyttöomaisuus	2,5	2,8	3,3	4,5	4,3
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	24,8	29,8	36,9
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	12,2	14,1	17,5
Likvidit varat	9,1	10,1	12,6	15,7	19,4
Taseen loppusumma	84,9	118	149	179	209

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	32,2	44,7	50,1	55,0	60,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	17,3	23,1	28,0	32,9	38,3
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	22,0	22,0	22,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	37,1	50,4	67,4	83,3	94,5
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	63,1	79,1	90,2
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	31,2	40,3	54,2
Lainat rahoituslaitoksilta	2,3	3,2	7,8	11,8	19,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,1	16,6	20,6	25,7	31,8
Muut lyhytaikaiset velat	1,2	2,9	2,9	2,9	2,9
Taseen loppusumma	84,9	118	149	179	209

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	27,1 %	24,3 %	24,7 %	23,6 %	22,5 %	15,0 %	12,0 %	8,0 %	6,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	17,8 %	16,0 %	13,6 %	12,6 %	13,8 %	15,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %
Liikevoitto	14,8	16,4	17,5	20,0	26,9	33,5	42,6	46,0	48,7	51,2	52,7	
+ Kokonaispoistot	12,9	16,8	20,0	22,5	24,0	25,6	28,3	30,3	30,8	31,9	32,7	
- Maksetut verot	-1,9	-3,2	-3,2	-3,7	-5,0	-6,4	-8,2	-9,0	-9,6	-10,2	-10,5	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	
+ 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	1,6	3,2	2,7	3,2	2,6	2,4	1,8	1,5	1,3	0,8	
Operatiivinen kassavirta	28,9	31,5	37,2	41,0	48,5	54,7	64,4	68,4	70,8	73,6	75,2	
+ 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	-42,9	-44,9	-45,9	-44,9	-34,0	-33,6	-29,4	-33,3	-33,4	-35,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-11,3	-11,4	-7,7	-4,9	3,6	20,8	30,8	39,1	37,5	40,2	39,7	
+/- 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	-11,4	-7,7	-4,9	3,6	20,8	30,8	39,1	37,5	40,2	39,7	823
Diskontattu vapaa kassavirta		-11,3	-7,0	-4,1	2,8	15,1	20,7	24,3	21,6	21,5	19,6	407
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		510	522	529	533	530	515	494	470	448	427	407
Velaton arvo DCF		510										
- Korolliset velat		-49,3										
+ Rahavarat		10,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,4										
Oman pääoman arvo DCF		464										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,3										

Rahavirranjakauma jaksoittain

2022e-2026e -1%

2027e-2031e

TERM

21%

80%

■ 2022e-2026e ■ 2027e-2031e ■ TERM

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	58,0	65,2	82,8	103,0	128,4	EPS (raportoitu)	0,18	0,22	0,25	0,28	0,28
Käyttökate	18,9	23,3	27,7	33,2	37,5	EPS (oikaistu)	0,18	0,22	0,25	0,28	0,28
Liikevoitto	10,4	12,9	14,8	16,4	17,5	Operat. kassavirta / osake	0,44	0,54	0,66	0,70	0,82
Voitto ennen veroja	9,6	12,0	14,0	15,7	16,2	Vapaa kassavirta / osake	-0,18	0,04	-0,26	-0,25	-0,17
Nettovoitto	7,6	9,6	10,8	12,4	13,0	Omapääoma / osake	0,57	0,74	1,02	1,11	1,21
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,13	0,15	0,17	0,18	0,19
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	71,3	84,9	117,7	148,7	178,6	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	12 %	27 %	24 %	25 %
Oma pääoma	23,6	32,2	44,7	50,1	55,0	Käyttökateen kasvu-%	38 %	23 %	19 %	20 %	13 %
Liikearvo	20,7	24,0	37,3	51,3	65,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	22 %	24 %	15 %	11 %	6 %
Nettovelat	29,2	29,0	39,2	58,3	75,2	EPS oik. kasvu-%	18 %	21 %	11 %	12 %	3 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	32,6 %	35,7 %	33,4 %	32,3 %	29,2 %
Käyttökate	18,9	23,3	27,7	33,2	37,5	Oik. Liikevoitto-%	18,0 %	19,8 %	17,8 %	16,0 %	13,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	2,4	3,3	1,6	3,2	Liikevoitto-%	18,0 %	19,8 %	17,8 %	16,0 %	13,6 %
Operatiivinen kassavirta	18,3	23,5	28,9	31,5	37,2	ROE-%	36,0 %	34,4 %	28,1 %	26,2 %	24,7 %
Investoinnit	-25,7	-22,2	-41,9	-42,9	-44,9	ROI-%	20,2 %	19,8 %	18,0 %	15,3 %	13,1 %
Vapaa kassavirta	-7,6	1,8	-11,3	-11,4	-7,7	Omavaraisuusaste	33,2 %	38,1 %	38,2 %	33,9 %	31,0 %
						Nettovelkaantumisaste	123,9 %	90,3 %	87,7 %	116,5 %	136,7 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	5,9	10,4	6,7	4,7	3,9						
EV/EBITDA (oik.)	18,1	29,2	19,9	14,5	13,4						
EV/EBIT (oik.)	32,8	52,7	37,4	29,2	28,7						
P/E (oik.)	41,1	67,9	47,5	34,0	33,0						
P/B	13,3	20,2	11,5	8,4	7,8						
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,0 %	1,5 %	1,9 %	2,0 %						

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 (välttämättä ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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, 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 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 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 Inderesin, voivat liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyseen 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 liikeyseen 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.

Suosituksien 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 €
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 €

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.**