

Talenom

Yhtiöpäivitys

5.6.2019

- Toistamme 36,0 euron tavoitehinnan, mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää)
- Mielestämme on aika ottaa happea todella voimakkaan kurssinousun jälkeen
- Talenom on jatkanut erinomaista kehitystään ja tulee jatkamaan vahvaa tuloskasvua
- Arvostus on noussut osakekurssin mukana ja alkaa olla haastava myös Talenomille

Hengähdystauko voimakkaan kurssinousun jälkeen

Toistamme Talenomille 36,0 euron tavoitehintamme, mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Osake on noussut vuoden alusta noin 80 % ja arvostustaso on noussut samalla haastavaksi (2019e P/E 27x). Pidämme Talenomia edelleen erinomaisena sijoitustarinana, mutta lyhyellä tähtäimellä osakkeen nousuvara on rajallinen. Mielestämme onkin aika jähdyttellä kierroksia ja antaa tuloskoneen kieriä välillä osakekurssia kiinni.

Arvostus on noussut kipurajoille

Merkittävä osa Talenomin voimakkaasta kurssinoususta on tullut tuloseennusteiden kautta, mutta myös osakkeen arvostustaso on noussut voimakkaasti. Tulokasvun kiihtymisen ja parantuneen näkyvyyden ansiosta korkeampi arvostus on mielestämme perusteltu, mutta nyt kertoimet alkavat olla jo kipurajoilla. Vuoden 2019e P/E on nyt 27x, mikä on lähellä hyväksymäämme tasoa (28x). Tämä antaa seuraavan kolmen vuoden ennustetulle tulokasvulla (noin 30 %) edelleen alle 1x PEG-kertoimen, mutta tulokasvuodotuksia on nyt ladattu paljon. Tällä hetkellä jo 2020e P/E on noin 21x ja EV/EBITDA noin 11x. Kertoimet ovat hyvin perusteltavissa, mutta vaativat vahvan tulokasvun jatkumista myös vuonna 2020. Mielestämme arvostustaso onkin tällä hetkellä pitkälti neutraali ja nyt onkin hyvä aika jähdyttellä kuumentuneita arvostuskertoimia ja antaa tuloskoneen kieriä välillä osakekurssia kiinni, jolloin osakkeen riski/tuotto -suhde jälleen paranee.

Näkemyksemme yhtiön kirikkaasta tulevaisuudesta on ennallaan

Pidämme Talenomia edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarinana. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilioimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu. Talenom hyödyntää sen teknologista kilpailuetua (kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja ja palvelukeskusmalli) yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla. Kirjanpidon tuotantolinjan seuraava kehitysvaihe on jo käytännössä valmis, ja Talenom on ottamassa uuden version käyttöön syksyllä. Päivityksen yhteydessä kirjanpito-prosessi yksinkertaistuu merkittävästi ja asiakasteissa yhtiö on jo mitannut selkeitä tehostumishyötyjä, mikä vahvistaa edelleen kannattavuuden skaalautuvuutta. Tämä ja yhtiön jatkuva kasvu vahvistavat koko ajan yhtiön jo nyt vahvaa kilpailuetua. Mielestämme yhtiö on fragmentoituneella tilioimistoalalla poikkeuksellisen hyvässä asemassa erityisesti suhteessa Suomessa olevaan yli 4200 tilioimistoon, joista valtaosa on erittäin pieniä. Samankaltainen tilanne on Ruotsissa, jossa Talenomin taival on toki vasta alkamassa. Ruotsin laajentumiseen liittyy toki myös epävarmuutta, mutta mielestämme yhtiön strategia Ruotsin suhteen on pragmaattinen ja vähäriskinen.

Korkea arvostus ja kovat odotukset nostavat riskejä

Talenomin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, kysyntä kirjanpidon lakisääteisyys takia hyvin defensiivistä, liiketoiminta merkittävin osin skaalautuvaa ja kilpailuedut vahvoja. Kokonaisuutena näemme yhtiön riskiprofiilin matalana, mutta osakekurssin todella voimakkaan nousun jälkeen arvostustasoon sekä koviin tulosodotuksiin liittyvät riskit ovat merkittävästi koholla. Mahdolliset tulokset voivat aiheuttaa painetta sekä ennusteisiin että kertoihin. Emme ole tehneet oleellisia ennustemuutoksia ja jaksolla 2018-2021 odotamme nyt osakekohtaisen tuloksen nousevan noin 30 % vuosittain (CAGR-%). Tulokasvun realisoituminen luo osakkeelle ajan kuluessa nousuvaraa, ja pitää pitkäjänteisen sijoittajan tuotto-odotuksen hyvänä. Osakekurssin hengähdystaukoa ei siis tarvitse nähdä kehotuksena hypätä kokonaan pois Talenomin vahvasta sijoitustarinasta.

Analytytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Lisää)



36,00 EUR

(aik. 36,00 EUR)

Osakekurssi: 35,10 EUR

Potentiaali: 2,6 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Talenom ohjeistaa vuoden 2019 liikevaihdon kasvuprosentin olevan vuotta 2018 suurempi (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan vuoteen 2018 (17,5 %) verrattuna.

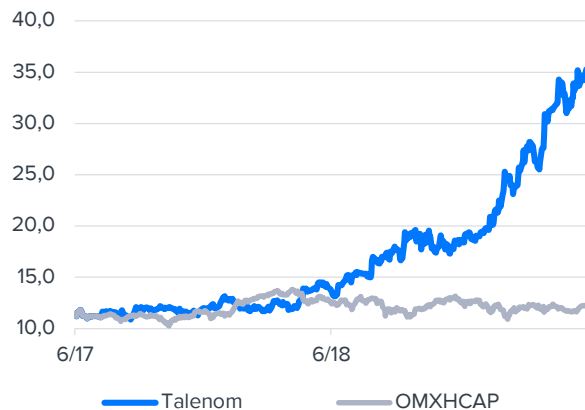
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	49	60	72	85
kasvu-%	18 %	22 %	22 %	17 %
EBIT oik.	8,5	12,1	15,4	18,6
EBIT-% oik.	17,5 %	20,3 %	21,3 %	22,0 %
Nettotulos	6,4	9,1	11,9	14,4
EPS (oik.)	0,93	1,31	1,70	2,07

P/E (oik.)	20,6	26,8	20,6	17,0
P/B	7,0	10,2	8,0	6,5
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,2 %	2,9 %	3,5 %
EV/EBIT (oik.)	17,4	22,3	17,3	14,1
EV/EBITDA	10,9	13,7	10,8	9,0
EV/Liikevaihto	3,0	4,5	3,7	3,1

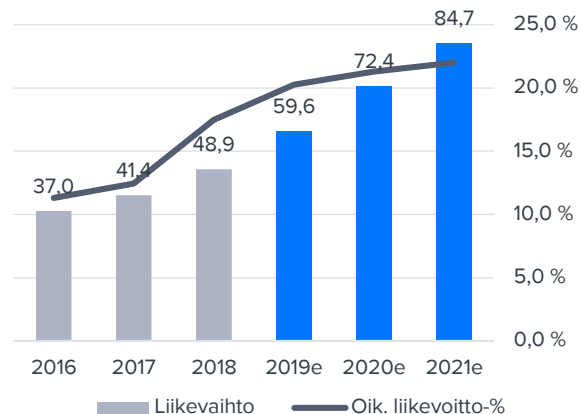
Lähde: Inderes

Osakekurssi



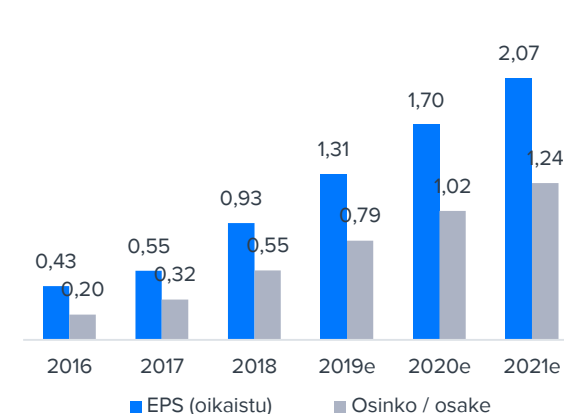
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Ennustamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina noin 30 % vuosittain (CAGR-%)
- Selkeät kilpailuedut tukevat markkinaosuuden kasvattamista myös jatkossa
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, mikä avaa uusia mahdollisuuksia
- Skaalaeduct hyödyntävä liiketoimintamalli vain vahvistuu kasvun mukana

Riskitekijät

- Tulospettymykset ja hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku
- Kilpailuetu nojaa teknologiaan, jonka kehitys on yleisesti nopeaa
- Asiakaspidon mahdollinen lasku
- Mahdollisesti kiristynvä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia

Arvostus

- Erittäin voimakas tuloskasvu, yli 90 % toistuva liikevaihto ja hyvä näkyvyys tukevat hyväksyttävää arvostusta
- Mielestämme Talenomille voidaan perustella lähivuosien tuloskasvuun sidoksissa oleva noin 1x PEG-luku
- Preemiohinnoittelu perusteltu, koska yhtiö on toimialan edelläkävijä, voittaa markkinaosuutta ja luo koko ajan omistaja-arvoa

Tuoreet yritysostot ovat mukana ennusteissa

Emme ole tehneet tässä päivityksessä ennustemuutoksia, mutta ennusteemme päivittyivät aiemmin Talenomin tekemien pienien yritysostojen takia. Kommentoimme asiaa aiemmin laajemmin inderes.fi-palvelussa (lue [täältä](#)).

Talenom hankki pieniä tilitoimistoja Vaasasta

Talenom on ostanut vaasalaiset tilitoimistot Oy Wasa Tilit Ab:n ja WT Företagstjänster Ab Oy:n liiketoiminnat. Tilikaudella 1.3.2018-28.2.2019 ostettavien liiketoimintojen liikevaihto oli yhteensä 2,2 MEUR ja käyttökate 0,2 MEUR. Olemme tarkistaneet Talenomin lähivuosien liikevaihto- ja tulosennusteita hieman ylöspäin, mutta vaikutukset ovat kokonaisuuden kannalta pieniä (1-3 %). Merkittävin vaikutus on vuoden 2020 kasvuennusteisiin, ja silloin myös ostokohteen kannattavuuden pitäisi alkaa parantua.

Kyseessä on Talenomille normaaleja pieniä yritysostoja, joita yhtiö on tehnyt viime vuosina muutamia vuodessa. Yhtiö vahvistaa näillä orgaanisen kasvun strategiaansa. Hankinnoilla Talenom vahvistaa asemaansa Pohjanmaalla ja erityisesti suomenruotsalaisten keskuudessa, missä yhtiön asema on ollut heikko. Yhtiö aikookin nyt suunnata myyntityötään ja palveluntarjontaansa erityisesti ruotsinkielisiin asiakkaisiin ja alueisiin. Liike tarjoaa myös tiettyjä synergioita, kun Talenom on laajentunut myös Ruotsiin.

Kauppahinta on kohtuullinen

Kauppahinta on mielestämme kohtuullinen. Toteutuneella tuloksella EV/EBITDA on 7,6x, mikä on suhteellisen korkea perinteisestä ja korkeintaan kohtuullisesti kannattavasta (liikevoittomarginaali 8,5 %) tilitoimistosta. Toisaalta volyympohjainen EV/S-kerroin on maltillinen 0,7x. Talenomin integroidessa

yhtiöt omiin järjestelmiinsä ostokohteen tehokkuus ja sitä kautta kannattavuus tulevat arviomme mukaan nousemaan voimakkaasti, minkä jälkeen myös kasvu on erittäin kannattavaa. Odotamme selkeitä parannuksia kannattavuudessa jo ensi vuonna. Jos Talenom onnistuu myyntistrategiassaan, yritysosto tulee arviomme mukaan luomaan omistaja-arvoa. Kaupoilla ei ole lyhyellä aikavälillä merkittävää vaikutusta Talenomin taloudelliseen asemaan.

Kauppahinta on yhteensä 1,59 MEUR, josta 690 TEUR maksetaan Talenomin uusilla osakkeilla ja loppuosa käytännössä käteisvaroilla. Suunnatussa osakeannissa tarjotaan merkittäväksi 20 280 uutta osaketta (vastaa 0,29 % kaikista osakkeista ennen uusien osakkeiden antamista). Osakkeet rekisteröidään kaupparekisteriin mahdollisimman pian osakkeiden merkinnän jälkeen, ja ne nostavat Talenomin osakemäärän 6 972 672 osakkeeseen.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2019e			2020e			2021e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	58,9	59,6	1 %	70,2	72,4	3 %	82,1	84,7	3 %
Käyttökate	19,6	19,7	1 %	24,4	24,7	1 %	28,7	29,3	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,0	12,1	1 %	15,1	15,4	2 %	18,1	18,6	3 %
Liikevoitto	12,0	12,1	1 %	15,1	15,4	2 %	18,1	18,6	3 %
Tulos ennen veroja	11,3	11,5	1 %	14,5	14,8	2 %	17,5	18,0	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,29	1,31	1 %	1,66	1,70	2 %	2,00	2,07	3 %
Osakekohtainen osinko	0,78	0,79	1 %	1,00	1,02	2 %	1,20	1,24	3 %

Lähde: Inderes

Arvostus on noussut oikealle tasolle

Talenomin osake on noussut vuoden alusta noin 80 % ja arvostustaso on noussut samalla haastavaksi (2019e P/E 27x). Kohtuuton arvostustaso ei missään nimessä ole, mutta mielestämme markkinat hinnoittelevat nyt jo voimakkaasti lähivuosien tuloskasvua ja pidämme Talenomin riski/tuotto-suhdetta nykytasolla varsin neutraalina. Pidämme Talenomia edelleen erinomaisena sijoitustarinana, mutta lyhyellä tähtäimellä osakkeen nousuvara on rajallinen. Mielestämme onkin aika jäähdytellä kierroksia ja antaa tuloskoneen kieriä välillä osakekurssia kiinni. Odottamme tuloskasvun realisoituessa osakkeeseen syntyä jälleen hiljalleen nousuvara.

Mielestämme osake on oikein hinnoiteltu

Emme ole tehneet muutoksia näkemyksestämme Talenomin arvosta, ja pidämme tavoitehintamme ennallaan 36,0 euroa. Osakekurssi on viime aikoina noussut hyvin lähelle tavoitehintamme syöden lyhyen aikavälin nousuvara. Mielestämme Talenomin arvostuskertoimet ovat samalla nousseet tasolle, jossa absoluuttiset kertoimet ovat korkeat mutta taustalla olevan vahvan tuloskasvunäkymän kautta perustellut. Vuoden 2019e P/E on nyt noin 27x, mikä on lähellä hyväksymäämme tasoa (27-28x). Tämä antaa edelleen seuraavan kolmen vuoden ennustetulla tuloskasvulla (noin 30 %) edelleen alle 1x PEG-kertoimen, mutta tuloskasvuodotuksia on nyt ladattu paljon. Emme ole tehneet ennusteisiimme merkittäviä muutoksia, mutta huomioimme niissä nyt tuoreet yritysostot. Huomautamme, että yritysostot toivat mukanaan myös pienen diluution.

Vahvan tuloskasvun takia ensi vuoden kertoimet ovat huomattavasti maltillisempia. Tällä hetkellä 2020e P/E on noin 21x ja EV/EBITDA noin 11x. Kertoimet ovat

hyvin perusteltavissa, mutta vaativat vahvan tuloskasvun jatkumista myös vuonna 2020.

Mielestämme arvostustaso onkin tällä hetkellä pitkälti neutraali ja nyt onkin hyvä aika jäähdytellä kuumentuneita arvostuskertoimia ja antaa tuloskoneen kieriä välillä osakekurssia kiinni, jolloin osakkeen riski/tuotto -suhde jälleen paranee.

Kovat odotukset nostavat riskejä

Vaikka Talenomin liiketoiminnan riskiprofiilin on mielestämme erittäin matala, osakekurssin todella voimakkaan nousun jälkeen arvostustasoon sekä koviin tulosodotuksiin liittyvät riskit ovat merkittävästi koholla. Mahdolliset tulospettymykset voivat aiheuttaa painetta sekä ennusteisiin että kertoimiin. Viime aikoina myös riski osakemarkkinoiden merkittävästä laskusta on mielestämme selvästi kasvanut. Vaikka Talenomin liiketoiminta on erittäin defensiivistä, olisi sen hyväksyttävä arvostustaso todennäköisesti paineessa, jos osakemarkkinoilla nähtäisiin merkittävä ja pidempikestoisempi lasku.

Tuloskasvun realisoituminen poistaa odotuksiin liittyvää riskiä ja luo osakkeelle ajan kuluessa jälleen myös lisää nousuvara. Tämä pitää pitkäjänteisen sijoittajan tuotto-odotuksen mielestämme hyvänä, vaikka 12 kuukauden tähtäimellä pidämme riski/tuotto-suhdetta tällä hetkellä neutraalina. Osakekurssin hengähdystaukoa ei siis tarvitse nähdä kehotuksena hypätä kokonaan pois Talenomin vahvasta sijoitustarinasta.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	35,1	35,1	35,1
Osakemäärä, milj. kpl	6,97	6,97	6,97
Markkina-arvo	245	245	245
Yritysarvo (EV)	269	267	264
P/E (oik.)	26,8	20,6	17,0
P/E	26,8	20,6	17,0
P/Kassavirta	neg.	29,6	21,8
P/B	10,2	8,0	6,5
P/S	4,1	3,4	2,9
EV/Liikevaihto	4,5	3,7	3,1
EV/EBITDA (oik.)	13,7	10,8	9,0
EV/EBIT (oik.)	22,3	17,3	14,1
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,9 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Hyväksytyt arvostus	Nyt	Aik.	Muutos
P/E (oik.)	27,5	27,7	-0,8 %
P/B	10,4	10,5	-0,6 %
EV/Liikevaihto	4,6	4,7	-1,3 %
EV/EBITDA (oik.)	14,0	14,2	-1,1 %
EV/EBIT (oik.)	22,9	23,3	-1,8 %
DCF-laskelma	40,9	38,2	7 %

Lähde: Inderes

Arvostusmenetelmä	Arvo	Ero. Vrt. Tavoite
P/E 2019e	36,0	0 %
EV/EBITDA 2019e	36,0	0 %
DCF	40,9	14 %
BULL	47,6	32 %
BEAR	28,9	-20 %

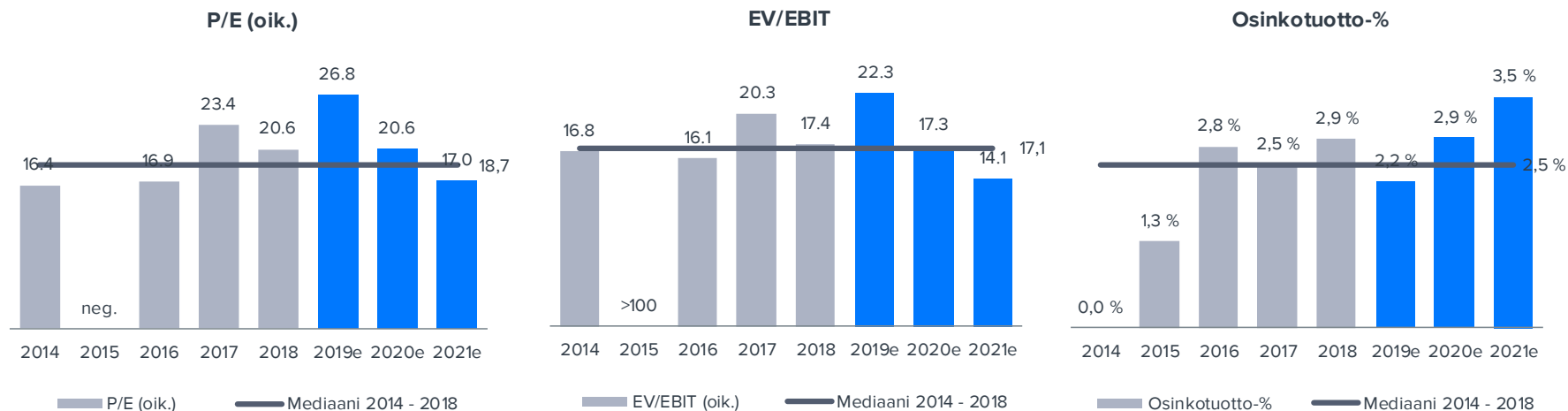
Keskiarvo/ Tavoitehintana 37,9 36,0

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,26	5,26	7,20	12,8	19,1	35,1	35,1	35,1	35,1
Osakemäärä, milj. kpl	5,16	6,81	6,81	6,81	6,87	6,97	6,97	6,97	6,97
Markkina-arvo	27	36	49	87	131	245	245	245	245
Yritysarvo (EV)	53	55	67	105	149	269	267	264	260
P/E (oik.)	16,4	neg.	16,9	23,4	20,6	26,8	20,6	17,0	14,2
P/E	>100	neg.	16,9	25,5	20,6	26,8	20,6	17,0	14,2
P/Kassavirta	neg.	5,1	20,4	40,3	65,5	neg.	29,6	21,8	18,6
P/B	37,9	3,6	4,2	6,2	7,0	10,2	8,0	6,5	5,3
P/S	0,9	1,1	1,3	2,1	2,7	4,1	3,4	2,9	2,5
EV/Liikevaihto	1,8	1,7	1,8	2,5	3,0	4,5	3,7	3,1	2,6
EV/EBITDA (oik.)	8,5	11,2	9,9	11,0	10,9	13,7	10,8	9,0	7,6
EV/EBIT (oik.)	16,8	>100	16,1	20,3	17,4	22,3	17,3	14,1	11,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	neg.	46,9 %	63,9 %	59,4 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,9 %	2,2 %	2,9 %	3,5 %	4,2 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	41,4	12,7	12,5	11,1	12,4	48,9	14,8	15,1	14,0	15,7	59,6	72,4	84,7	98,3
Käyttökate	9,5	3,9	3,8	3,2	2,7	13,7	5,3	5,3	4,6	4,4	19,7	24,7	29,3	34,0
Poistot ja arvonalennukset	-4,7	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-5,1	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-7,6	-9,3	-10,7	-11,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,2	2,6	2,6	1,9	1,5	8,5	3,4	3,4	2,7	2,5	12,1	15,4	18,6	22,1
Liikevoitto	4,8	2,6	2,6	1,9	1,5	8,5	3,4	3,4	2,7	2,5	12,1	15,4	18,6	22,1
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Tulos ennen veroja	4,3	2,5	2,4	1,8	1,3	8,0	3,3	3,2	2,6	2,4	11,5	14,8	18,0	21,5
Verot	-0,9	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-1,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-2,3	-3,0	-3,6	-4,3
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	3,4	2,0	2,0	1,4	1,0	6,4	2,6	2,6	2,1	1,9	9,1	11,9	14,4	17,2
EPS (oikaistu)	0,55	0,29	0,29	0,21	0,15	0,93	0,38	0,37	0,30	0,27	1,31	1,70	2,07	2,46
EPS (raportoitu)	0,50	0,29	0,29	0,21	0,15	0,93	0,38	0,37	0,30	0,27	1,31	1,70	2,07	2,46

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	12,1%	18,1%	17,9%	19,8%	16,3%	18,0%	16,1%	20,2%	26,0%	26,0%	21,9%	21,5%	17,0%	16,0%
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,3%	42,4%	59,2%	128,9%	69,9%	65,9%	30,4%	31,1%	47,9%	71,2%	41,4%	27,6%	20,8%	18,6%
Käyttökate-%	23,0%	30,7%	30,6%	28,5%	22,1%	28,0%	36,1%	35,1%	33,0%	28,1%	33,0%	34,2%	34,6%	34,6%
Oikaistu liikevoitto-%	12,4%	20,7%	20,6%	16,6%	11,8%	17,5%	23,3%	22,5%	19,5%	16,0%	20,3%	21,3%	22,0%	22,5%
Nettotulos-%	8,2%	15,6%	15,6%	12,7%	8,0%	13,0%	17,5%	17,2%	14,7%	12,0%	15,3%	16,4%	17,0%	17,5%

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	29,2	31,5	42,4	44,7	46,4
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Aineettomat hyödykkeet	7,8	10,5	13,2	15,6	17,4
Käyttöomaisuus	2,5	2,2	10,4	10,3	10,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	10,4	11,4	14,3	17,4	20,3
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	5,5	5,5	7,2	8,7	10,2
Likvidit varat	4,9	5,9	7,2	8,7	10,2
Taseen loppusumma	45,9	51,2	67,2	75,0	82,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	13,9	18,7	24,0	30,4	37,7
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,6	7,9	13,2	19,6	26,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muu oma pääoma	12,4	10,9	10,9	10,9	10,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	22,6	23,9	29,3	28,7	25,8
Laskennalliset verovelat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	22,0	23,6	29,1	28,4	25,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset velat	9,4	8,6	13,8	15,8	18,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	0,0	2,8	2,6	3,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,4	7,7	10,1	12,3	14,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9
Taseen loppusumma	45,9	51,2	67,2	75,0	82,2

DCF-laskelma

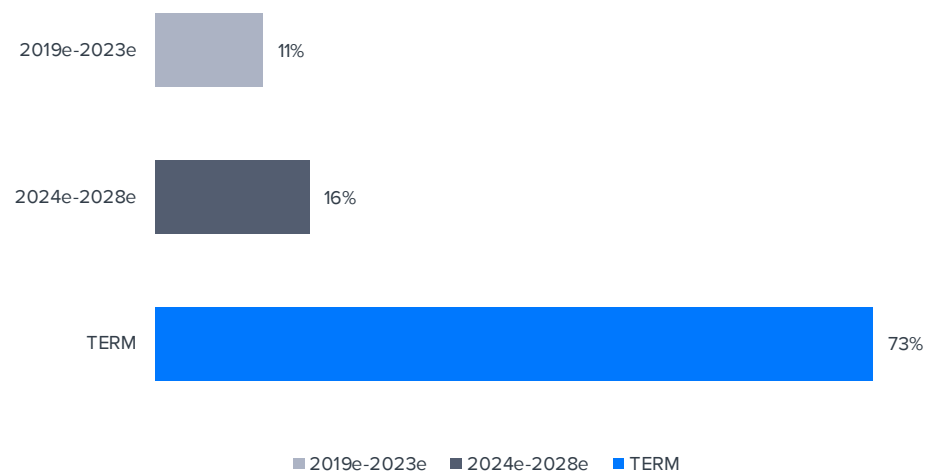
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	8,5	12,1	15,4	18,6	22,1	24,6	26,3	27,6	27,6	27,6	28,5	
+ Kokonaispoistot	5,1	7,6	9,3	10,7	11,9	13,4	15,4	17,3	19,2	21,0	22,6	
- Maksetut verot	-1,5	-2,3	-3,0	-3,6	-4,3	-4,8	-5,1	-5,4	-5,3	-5,3	-5,5	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	-0,3	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,4	0,2	
Operatiivinen kassavirta	11,8	18,0	22,3	26,2	30,3	33,8	37,2	40,0	41,8	43,6	45,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-9,5	-20,7	-14,0	-15,0	-17,1	-20,6	-22,1	-24,2	-25,6	-26,5	-26,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,0	-2,7	8,3	11,2	13,2	13,2	15,1	15,8	16,2	17,0	19,3	
+/- 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	2,0	-2,7	8,3	11,2	13,2	13,2	15,1	15,8	16,2	17,0	19,3	447
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,6	7,4	9,3	10,2	9,5	10,1	9,8	9,4	9,2	9,7	225
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		307	309	302	293	282	273	263	253	243	234	225
Velaton arvo DCF		307										
- Korolliset velat		-23,6										
+ Rahavarat		5,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-3,8										
Oman pääoman arvo DCF		285										
Oman pääoman arvo DCF per osake		40,9										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	37,0	41,4	48,9	59,6	72,4	EPS (raportoitu)	0,43	0,50	0,93	1,31	1,70
Käyttökate	6,8	9,5	13,7	19,7	24,7	EPS (oikaistu)	0,43	0,55	0,93	1,31	1,70
Liikevoitto	4,2	4,8	8,5	12,1	15,4	Operat. kassavirta / osake	1,02	1,42	1,72	2,57	3,20
Voitto ennen veroja	3,6	4,3	8,0	11,5	14,8	Vapaa kassavirta / osake	0,35	0,32	0,29	-0,39	1,19
Nettovoitto	2,9	3,4	6,4	9,1	11,9	Omapääoma / osake	1,72	2,05	2,72	3,45	4,36
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,20	0,32	0,55	0,79	1,02
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	42,3	45,9	51,2	67,2	75,0	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	12 %	18 %	22 %	22 %
Oma pääoma	11,7	13,9	18,7	24,0	30,4	Käyttökateen kasvu-%	40 %	39 %	44 %	44 %	26 %
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	1265 %	23 %	66 %	41 %	28 %
Nettovelat	18,2	17,6	17,7	24,7	22,4	EPS oik. kasvu-%	-454 %	28 %	69 %	41 %	30 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	18,5 %	23,0 %	28,0 %	33,0 %	34,2 %
Käyttökate	6,8	9,5	13,7	19,7	24,7	Oik. Liikevoitto-%	11,3 %	12,4 %	17,5 %	20,3 %	21,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	-0,3	0,7	0,6	Liikevoitto-%	11,3 %	11,7 %	17,5 %	20,3 %	21,3 %
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	11,8	18,0	22,3	ROE-%	26,8 %	26,6 %	39,0 %	42,7 %	43,6 %
Investoinnit	-4,6	-7,4	-9,5	-20,7	-14,0	ROI-%	12,2 %	13,9 %	21,8 %	24,7 %	26,3 %
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	2,0	-2,7	8,3	Omavaraisuusaste	27,8 %	30,5 %	36,7 %	35,9 %	40,7 %
						Nettovelkaantumisaste	155,2 %	126,4 %	94,7 %	102,7 %	73,5 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Harri Tahkola			22,8 %			EV/Liikevaihto	1,8	2,5	3,0	4,5	3,7
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			13,9 %			EV/EBITDA (oik.)	9,9	11,0	10,9	13,7	10,8
Markus Tahkola			13,5 %			EV/EBIT (oik.)	16,1	20,3	17,4	22,3	17,3
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt			5,8 %			P/E (oik.)	16,9	23,4	20,6	26,8	20,6
Hallintarekisteröity (SEB)			4,2 %			P/B	4,2	6,2	7,0	10,2	8,0
Hallintarekisteröity (Nordea)			4,0 %			Osinkotuotto-%	2,8 %	2,5 %	2,9 %	2,2 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenettelyt ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Inderesin analytiikko Juha Kinnusella on 18.12.2017 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Talenom Oyj.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24.5.2016	Osta	6,50 €	5,11 €
19.8.2016	Osta	7,50 €	6,40 €
8.9.2016	Lisää	7,50 €	7,10 €
14.12.2016	Osta	8,00 €	6,50 €
14.2.2017	Osta	10,00 €	8,13 €
28.3.2017	Osta	10,50 €	8,72 €
9.5.2017	Osta	12,50 €	10,50 €
12.6.2017	Osta	13,50 €	11,80 €
15.8.2017	Osta	13,50 €	11,50 €
6.10.2017	Lisää	13,50 €	12,48 €
3.11.2017	Lisää	13,50 €	11,80 €
28.11.2017	Osta	13,50 €	11,57 €
16.1.2018	Lisää	14,00 €	13,25 €
9.2.2018	Lisää	13,50 €	12,05 €
27.4.2018	Lisää	15,00 €	13,90 €
3.8.2018	Lisää	18,00 €	16,65 €
11.9.2018	Vähennä	18,00 €	17,45 €
18.9.2018	Lisää	20,00 €	18,40 €
23.10.2018	Lisää	21,00 €	19,55 €
27.11.2018	Osta	21,00 €	17,75 €
13.12.2018	Osta	22,00 €	19,10 €
5.2.2019	Lisää	25,00 €	23,00 €
25.2.2019	Lisää	26,50 €	23,80 €
5.4.2019	Lisää	32,00 €	28,90 €
24.4.2019	Lisää	36,00 €	32,00 €
5.6.2019	Vähennä	36,00 €	35,10 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**