

Talenom

Yhtiöpäivitys

23.7.2019

- Toistamme tavoitehintamme 36,0 euroa, mutta nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä)
- Talenom julkistaa Q2-raporttinsa ensi viikon maanantaina, ja odotamme yhtiöltä jälleen vahvaa tuloskasvua
- Loppuvuoden tuloskasvunäkymät ovat edelleen vahvat
- Arvostus on korkea, mutta perusteltavissa erittäin hyvällä tuloskasvunäkymällä

Palaamme lisää-puolelle ennen Q2-tulosta

Talenom julkaisee Q2-raporttinsa ensi maanantaina kello 13:30. Odotamme yhtiöltä jälleen vahvaa tulosta sekä voimakkaan tuloskasvun jatkumista, jota tukee voimakas kasvu sekä kannattavuuden skaalautuminen. Merkittävin epävarmuus liittyy alkuvuonna tehtyjen yritysostojen vaikutuksiin. Osake on laskenut edellisestä päivityksestämme, minkä takia nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Näkemyksemme yhtiöstä ei ole muuttunut ja tavoitehintamme on ennallaan (36,0 euroa).

Odotamme vahvan tuloskasvun jatkuneen Q2:llä

Ennustamme Talenomin liikevaihdon kasvaneen reilut 20 % ja liikevaihdon olleen noin 15,1 MEUR. Vahvaa orgaanista kasvua tukee hieman yritysostot, koska Talenom laajeni Q2:n aikana Ruotsiin Wakers -yritysostolla ja laajeni kesäkuussa myös Vaasaan (Wasa Tilit ja WT Företagstjänster). Liikevoiton odotamme olleen jaksolla 3,4 MEUR (Q2'18: 2,6 MEUR), mikä tarkoittaisi erittäin vahvaa 22,5 %:n liikevoittomarginaalia ja selkeää parannusta vertailukaudesta (Q2'18: 20,6 %). Osakekohtaisen tuloksen odotamme olevan 0,37 euroa, missä kasvua vertailukaudesta olisi noin 30 %. Odotamme siis yhtiön erittäin vahvan tuloskehityksen jatkuneen myös Q2:llä, missä taustalla on aktiivisen myynnin tuoma asiakasmäärän jatkuva kasvu ja toiminnan jatkuva tehostuminen kirjanpidon automatisoinnin edetessä. Merkittävin epävarmuus liittyy alkuvuoden yritysostojen vaikutuksiin, sillä yritysostojen kannattavuudet ovat lähtökohtaisesti selvästi alhaisempia kuin Talenomin. Lisäksi markkinoiden kasvu voi olla hieman heikentynyt Suomen talouden mukana, mutta kirjanpitomarkkina on kuitenkin yleisesti erittäin defensiivinen.

Loppuvuonna suhteellisten parannuksien pitäisi olla vielä suurempia

Talenom nosti ohjeistustaan Wakers -yritysoston yhteydessä huhtikuun alussa. Yhtiö arvioi vuoden 2019 liikevaihdon kasvuprosentin olevan vuotta 2018 suurempi (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan 2018 tasosta (17,5 %). Ennustamme tällä hetkellä liikevaihdon kasvavan 21,9 % ja liikevoittomarginaalin olevan 20,3 % vuonna 2019. On mahdollista, että yhtiö tarkentaa ohjeistustaan Q2-raportin yhteydessä. Yritysostojen pitäisi kiihdyttää kasvua erityisesti loppuvuonna ja lisäksi Talenom on kertonut, että kirjanpidon tuotantolinjan seuraava kehitysvaihe ollaan ottamassa käyttöön syksyllä. Päivityksen yhteydessä kirjanpito prosessi yksinkertaistuu merkittävästi, minkä pitäisi johtaa prosessin tehostumiseen ja vahvistaa edelleen kannattavuuden skaalautuvuutta. Lisäksi odotamme H1-raportissa lisätietoja yhtiön muiden liiketoimintojen kehityksestä, joihin kuuluvat mm. Talenomin asiantuntijayksikön tuottamilla vero-, laki- ja talousneuvontapalvelut. Erityisen mielenkiintoisena näemme rahoituspalveluiden kehityksen, missä Talenom on mielestämme erittäin hyvässä positiossa.

Palaamme positiiviselle puolelle osakkeen laskettua hieman

Emme ole tehneet ennustemuutoksia tai muuttaneet näkemystämme Talenomin osakkeesta. Osakekurssi on kuitenkin laskenut sen verran, että osakkeessa on jälleen lisää -suositukselle riittävä nousunvara ja näemme osakkeen riski/tuotto-suhteen kääntyneen jälleen positiiviseksi. Osakkeen arvostustaso on korkea, mutta mielestämme tämä on perusteltavissa erittäin vahvalla tuloskasvunäkymällä. Hyväksymme yhtiölle suunnilleen 2019e P/E-luvun 28x, mikä antaa seuraavan kolmen vuoden ennustetulla tuloskasvulla (CAGR: 29,5 %) edelleen alle 1x PEG-kertoimen. Pidämme Talenomia edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarinana, koska yhtiöllä on vahva asema ja selkeä kilpailuetu kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu.

Analytytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Vähennä)



36,00 EUR

(aik. 36,00 EUR)

Osakekurssi: 34,10 EUR

Potentiaali: 5,6 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

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

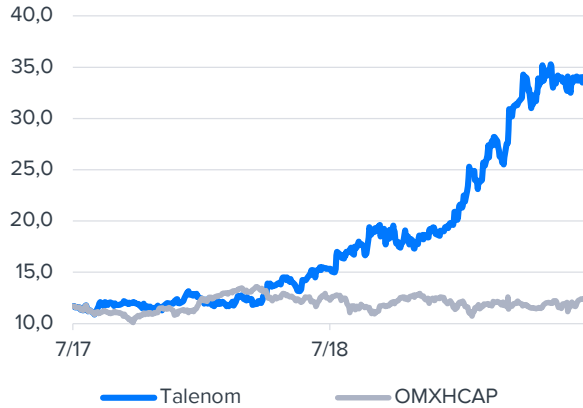
Avainluvut

	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	26,0	20,0	16,5
P/B	7,0	9,9	7,8	6,3
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,3 %	3,0 %	3,6 %
EV/EBIT (oik.)	17,4	21,7	16,9	13,8
EV/EBITDA	10,9	13,3	10,5	8,8
EV/Liikevaihto	3,0	4,4	3,6	3,0

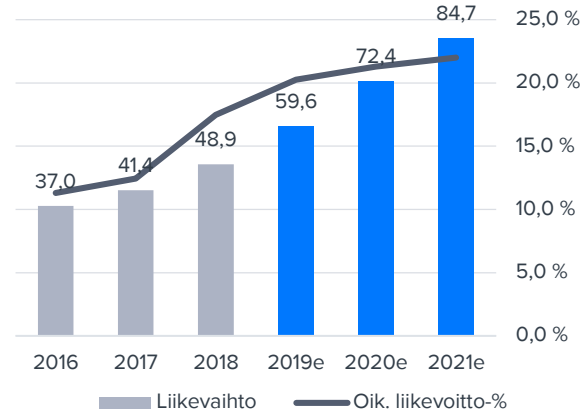
Lähde: Inderes

Osakekurssi



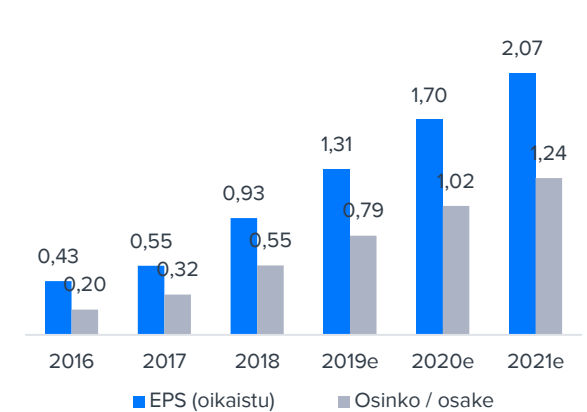
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP

238

MEUR

EV

262

MEUR

EV/EBIT

16,9

2020e

P/E (oik.)

20,0

2020e



Arvoajurit

- Ennustamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina noin 30 % vuosittain (CAGR-%)
- Selkeät kilpailuedut tukevat markkinaosuuden kasvattamista myös jatkossa
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, joka 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 kiristytävä 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

Tuloskasvu jatkuu vahvana

Odotamme Talenomin vahvan tuloskasvun jatkuvan myös Q2:lla. Loppuvuonna tahdin pitäisi kiihtyä edelleen, kun yritysostot kiihdyttävät kasvua ja uusi tuotantolinjan kehitysvaihe parantaa tehokkuutta.

Q2-tulos tulee olemaan vahva

Ennustamme Talenomin liikevaihdon kasvaneen reilut 20 % ja liikevaihdon olleen noin 15,1 MEUR. Vahvaa orgaanista kasvua tukee hieman yritysostot, koska Talenom laajeni Q2:n aikana Ruotsiin Wakers -yritysostolla ja laajeni kesäkuussa myös Vaasaan (Wasa Tilit ja WT Företagstjänster). Molemmat yritysostot ovat pieniä: Wakersin liikevaihto noin 2,6 MEUR/vuosi ja Vaasan hankinnat 2,2 MEUR/vuosi. Jälkimmäisen vaikutus Q2:lle on marginaalinen, ja molemmat heijastuvat Talenomin kasvuun erityisesti H2:lla ja kausiluontoisesti vahvemmalla H1:llä 2020.

Liikevoiton odotamme olleen jaksolla 3,4 MEUR (Q2'18: 2,6 MEUR), mikä tarkoittaisi erittäin vahvaa

22,5 %:n liikevoittomarginaalia ja selkeää parannusta vertailukaudesta (Q2'18: 20,6 %). Osakekohtaisen tuloksen odotamme olevan 0,37 euroa, missä kasvua vertailukaudessa olisi noin 30 %.

Odotamme siis yhtiön erittäin vahvan tuloskehityksen jatkuneen myös Q2:lla, missä taustalla on aktiivisen myynnin tuoma asiakasmäärän jatkuva kasvu ja toiminnan jatkuva tehostuminen kirjanpidon automatisoinnin edetessä. Suhteessa liikevaihtoon henkilöstökulujen osuuden pitäisi jatkaa laskuaan, joskin yritysostot heikentävät oletettavasti vaikutusta hieman Q2:lla. Edellisen päivityksemme jälkeen franchising-ketju on laajentunut Kirkkonummelle.

Näkymät ovat erittäin hyvät myös H2:lle

Talenom on arvioinut vuoden 2019 liikevaihdon kasvuprosentin olevan vuotta 2018 suurempi (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan 2018 tasosta (17,5 %). Ennustamme liikevaihdon kasvavan 21,9 % ja

liikevoittomarginaalin olevan 20,3 % vuonna 2019. On mahdollista, että yhtiö tarkentaa ohjeistustaan Q2-raportin yhteydessä. Mahdollisesti yhtiö haluaa kuitenkin ensin nähdä, että tuotantolinjan uusi kehitysvaihe toimii odotetusti. Talenom on kertonut, että kirjanpidon tuotantolinjan seuraava kehitysvaihe ollaan ottamassa käyttöön syksyllä. Päivityksen yhteydessä kirjanpito prosessi yksinkertaistuu merkittävästi, minkä pitäisi johtaa prosessin tehostumiseen ja vahvistaa edelleen kannattavuuden skaalautuvuutta.

Lisäksi odotamme H1-raportissa lisätietoja yhtiön muiden liiketoimintojen kehityksestä, joihin kuuluvat mm. Talenomin asiantuntijayksikön tuottamalla vero-, laki- ja talousneuvontapalvelut. Erityisen mielenkiintoisena näemme rahoituspalveluiden kehityksen, missä Talenom on mielestämme erittäin hyvässä positiossa.

Ennustetaulukko	Q2'19		Q2'19e		Konsensus		2019e
	MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Alin	Ylin	
Liikevaihto		12,5		15,1			59,6
Liikevoitto		2,6		3,4			12,1
EPS (oik.)		0,29		0,37			1,31
Liikevaihdon kasvu-%		17,9 %		20,2 %			21,9 %
Liikevoitto-% (oik.)		20,6 %		22,5 %			20,3 %

Lähde: Inderes

Arvostus ei ole edullinen, mutta hyvin perusteltavissa

Emme ole tehneet ennustemuutoksia tai muuttaneet näkemystämme Talenomin osakkeen arvosta. Osakekurssi on kuitenkin laskenut sen verran, että osakkeessa on jälleen lisää -suositukselle riittävä nousunvara.

Suosituksemme kääntyi jälleen positiiviselle puolelle

Emme ole tehneet muutoksia näkemyksestämme Talenomin arvosta, ja pidämme tavoitehintamme ennallaan 36,0 euroa. Laskimme Talenomin suosituksen vähennä-tasolle 5.6. minkä jälkeen osakekurssin alkuvuoden hurja nousu onkin rauhoittunut, ja osakekurssi on laskenut hieman.

Lyhyen tähtäimen nousuvara on edelleen rajallinen tuloskehityksen ollessa odotuksien mukainen, mutta pidemmällä tähtäimellä olisi mielestämme virhe olla ulkona Talenomin sijoitustarinasta. Viime vuosien track-recordin perusteella yllätykset ovat painottuneet vahvasti positiiviselle puolelle ja yhtiö on onnistunut erinomaisesti arvonluonnissa. Mielestämme osakkeen riski/tuotto-profiili kallistuukin jälleen positiiviselle puolelle ja osakkeessa on riittävästi nousunvara lisää-suositukselle.

Arvostuskertoimet ovat edelleen korkeita

Osakkeen arvostustaso on perinteisillä arvostuskertoimilla korkea, mutta mielestämme tämä on perusteltavissa erittäin vahvalla tuloskasvunäkymällä. Hyväksymme yhtiölle edelleen suunnilleen 2019e P/E-luvun 28x, mikä antaa seuraavan kolmen vuoden ennustetulla tuloskasvulla (CAGR: 29,5 %) edelleen alle 1x PEG-kertoimen. Vuoden 2019e P/E on tällä hetkellä noin 26x, mikä on historiallisesti yhtiölle korkea. Hyväksyttävän arvostustason nousu on kuitenkin perusteltua tuloskasvunäkymän ja nopeuden parannuttua

viimeisen 12-kuukauden aikana selvästi.

Vastaavasti 2020e P/E on noin 20x ja EV/EBITDA noin 10-11x, mitkä ovat jo yhtiölle houkuttelevia. Samalla kertoimet kuitenkin vaativat vahvan tuloskasvun jatkumista myös vuonna 2020. Q2'19-tuloksen jälkeen markkinat painottavat todennäköisesti yhä enemmän 2020-kertoimia, joihin ennakoitu voimakas tuloskasvu tarjoaisi jälleen nousunvara. Tätä ennen Talenomin on kuitenkin vahvistettava Q2:lla, että tällä hetkellä ennustettu tuloskasvupolku on perusteltu.

Sijoitustarinan perusteet ennallaan

Pidämme Talenomia edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarinana. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tiloimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu. Koko toiminnan ytimessä on mielestämme se, että Talenom hyödyntää sen teknologista kilpailuetua (kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja ja palvelukeskusmalli) yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla. Käytännössä yhtiön kasvu vahvistaa koko ajan yhtiön jo nyt vahvaa kilpailuetua.

Vaikka Talenomin liiketoiminnan riskiprofiili 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 kertoiimiin. Tuloskasvun realisoituminen poistaa odotuksiin liittyvää riskiä ja luo osakkeelle ajan kuluessa jälleen myös lisää nousunvara. Tämä pitää pitkäjänteisen sijoittajan tuotto-odotuksen mielestämme hyvänä.

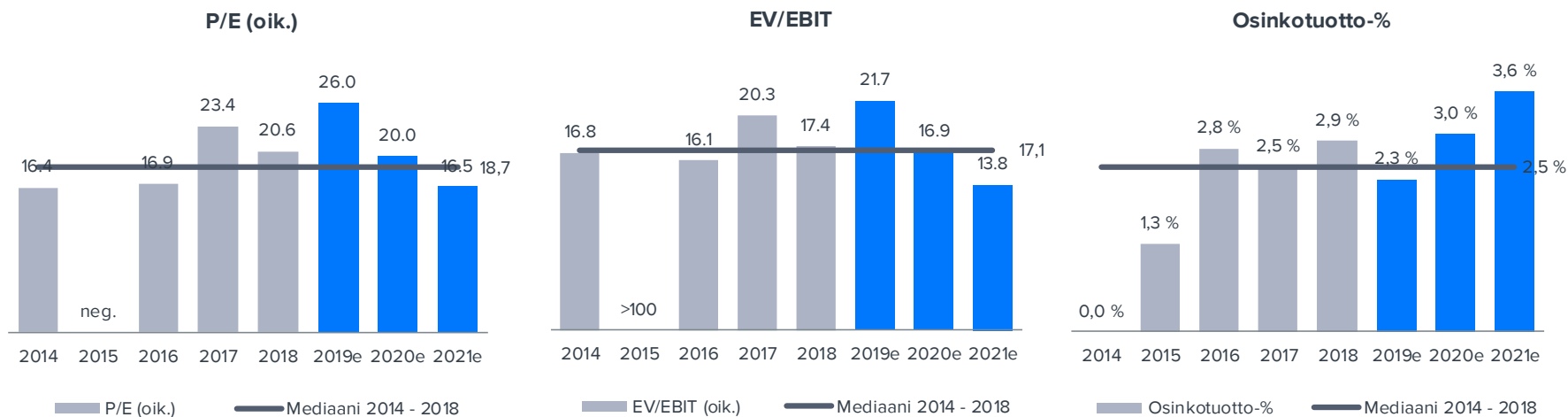
Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	34,1	34,1	34,1
Osakemäärä, milj. kpl	6,97	6,97	6,97
Markkina-arvo	238	238	238
Yritysarvo (EV)	262	260	257
P/E (oik.)	26,0	20,0	16,5
P/E	26,0	20,0	16,5
P/Kassavirta	neg.	28,8	21,2
P/B	9,9	7,8	6,3
P/S	4,0	3,3	2,8
EV/Liikevaihto	4,4	3,6	3,0
EV/EBITDA (oik.)	13,3	10,5	8,8
EV/EBIT (oik.)	21,7	16,9	13,8
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	3,0 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,26	5,26	7,20	12,8	19,1	34,1	34,1	34,1	34,1
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	238	238	238	238
Yritysarvo (EV)	53	55	67	105	149	262	260	257	253
P/E (oik.)	16,4	neg.	16,9	23,4	20,6	26,0	20,0	16,5	13,8
P/E	>100	neg.	16,9	25,5	20,6	26,0	20,0	16,5	13,8
P/Kassavirta	neg.	5,1	20,4	40,3	65,5	neg.	28,8	21,2	18,1
P/B	37,9	3,6	4,2	6,2	7,0	9,9	7,8	6,3	5,1
P/S	0,9	1,1	1,3	2,1	2,7	4,0	3,3	2,8	2,4
EV/Liikevaihto	1,8	1,7	1,8	2,5	3,0	4,4	3,6	3,0	2,6
EV/EBITDA (oik.)	8,5	11,2	9,9	11,0	10,9	13,3	10,5	8,8	7,4
EV/EBIT (oik.)	16,8	>100	16,1	20,3	17,4	21,7	16,9	13,8	11,4
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 %	2,3 %	3,0 %	3,6 %	4,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Fortnox	133,40	763	741	48,6	37,3	40,8	32,5	63,3	48,9	0,4	0,6	32,0
Admicom	48,00	232	222	31,7	24,7	31,7	24,7	43,6	34,0	1,6	2,0	16,3
Fondia	10,00	39	33	16,6	11,0	11,0	8,3	21,7	15,4	3,9	4,3	5,3
Vincit	4,68	56	51	10,2	8,5	8,5	6,3	13,4	10,2	3,8	4,7	2,6
Gofore	8,64	121	109	12,8	11,5	10,4	9,5	14,6	13,1	2,7	3,1	4,1
Siili Solutions	8,90	62	60	12,0	8,5	7,5	6,0	13,1	10,2	3,8	5,4	
Talenom (Inderes)	34,10	238	262	21,7	16,9	13,3	10,5	26,0	20,0	2,3	3,0	9,9
Keskiarvo				20,6	16,1	16,7	13,4	26,3	20,5	2,6	3,3	10,2
Mediaani				12,8	11,0	10,4	8,3	14,6	13,1	2,7	3,1	4,7
Erotus-% vrt. mediaani				69 %	53 %	28 %	27 %	78 %	53 %	-13 %	-4 %	111 %

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

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

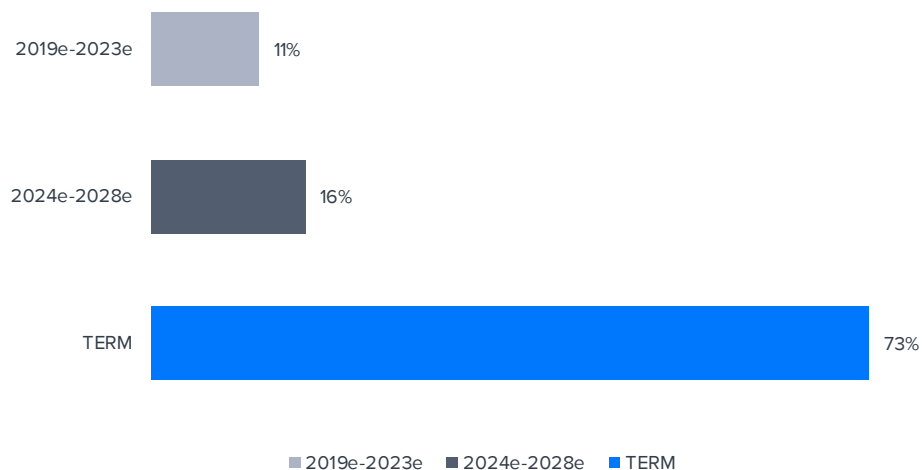
Lähde: Inderes

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 muutos	-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	7,5	9,4	10,3	9,6	10,2	9,9	9,5	9,3	9,8	227
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		310	312	305	295	285	276	265	255	246	237	227
Velaton arvo DCF		310										
- Korolliset velat		-23,6										
+ Rahavarat		5,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,8										
Oman pääoman arvo DCF		288										
Oman pääoman arvo DCF per osake		41,3										

Rahavirran jakauma jaksoittain



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-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

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	Käyttökatteen 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	4,4	3,6
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			13,9 %			EV/EBITDA (oik.)	9,9	11,0	10,9	13,3	10,5
Markus Tahkola			13,5 %			EV/EBIT (oik.)	16,1	20,3	17,4	21,7	16,9
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt			5,8 %			P/E (oik.)	16,9	23,4	20,6	26,0	20,0
Hallintarekisteröity (SEB)			4,2 %			P/B	4,2	6,2	7,0	9,9	7,8
Hallintarekisteröity (Nordea)			4,0 %			Osinkotuotto-%	2,8 %	2,5 %	2,9 %	2,3 %	3,0 %

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 suosituksen 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 arvonmääritysmenettelmät 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
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 €
24.7.2019	Lisää	36,00 €	34,10 €

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. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, 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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**