

Kannattavan kasvun tarina vain vahvistuu

Talenomin eilen julkaisema Q2-tulos oli erinomainen ja ylitti selvästi odotuksemme, kun kannattavuus skaalautui ennakoimaamme voimakkaammin. Yhtiö kuitenkin toisti koko vuoden ohjeistuksensa ja loppuvuonna positiivinen kehitys hidastunee selvästi, joskin näemme merkittävän mahdollisuuden ohjeistuksen nostolle. Olemme nostaneet lähivuosien tulosennusteitamme ja tavoitehintamme 18,0 euroon (aik. 15,0 euroa). Toistamme jo haastavasta arvostustasosta huolimatta lisää-suosituksemme, koska yhtiö on erinomaisessa asemassa luomaan omistaja-arvoa myös lähivuosina.

Kannattavuuspotentiaali näytti merkkejä realisoitumisesta

Liikevaihto kasvoi Q2:lla lähes 18 % yhteensä 12,5 MEUR:oon, mikä jäi hieman ennusteestamme. Sen sijaan kannattavuus oli erinomainen ja käyttökatemarginaali oli peräti 29,3 % (ennuste 24,3 %, Q2'17: 21,7 %). Yhtiön ylivoimaisesti suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka olivat H1:llä 53,5 % (H1'17: 56,3 %) liikevaihdosta. Talenomin pitkälle automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan jatkuva tehostuminen ja hyödyntäminen tarkoittaa, ettei yhtiön tarvitse rekrytoida lisää kirjanpitäjiä liikevaihdon kasvaessa. Samalla henkilöstöllä voidaan siis pyrittää koko ajan suurempaa liiketoimintaa, mikä tarkoittaa skaalautuvaa kannattavuutta ja tekee liikevaihdon kasvusta yhtiölle kriittisimmän ajurin. Kasvu vaatii jatkuvia myyntipanostuksia ja asiakaspäällikköjä, joten täysin skaalautuva liiketoimintamalli ei ole, mutta jatkuva liikevaihdon kasvu vahvistaa samalla koko ajan Talenomin kilpailuetua.

Ohjeistus viittaa heikompaan H2-kehitykseen, mutta näkymät ovat silti vahvat

Talenom toisti erinomaisesta Q2-tuloksesta huolimatta vuoden 2018 ohjeistuksensa, jonka mukaan liikevaihdon kasvu on selvästi edellistä vuotta nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoitto on 6,3-7,0 MEUR. Ensimmäisellä puoliskolla liikevoittoa kertyi jo 5,2 MEUR (H1'17: 3,2 MEUR), joten jo H2'17-liikevoittotaso (1,6 MEUR) veisi 6,8 MEUR:n tasolle. Liikevaihdon ennustettu noin 18-19 %:n kasvu, johon näkyvyys on huomattavasti parempi, tukee kannattavuuden parantumista kasvavista kuluista huolimatta. Ennustamme 2018-liikevoiton asetettuvan noin 7,2 MEUR:n tasolle, mikä sisältää jo kullarakenteen nousua. Erityisesti myyntipanostukset, joissa kulut ovat etupainotteisia ja viive liikevaihtoon on merkittävä, voivat hyvin heijastua kannattavuuteen negatiivisesti H2:lla. Yhtiön ulkopuolelta kehitystä on vaikea arvioida, mutta mielestämme oleellista on kannattavuuden positiivinen trendi. Kirjanpidon pitkälle automatisoitu tuotantolinja tehostuu koko ajan, mikä tarkoittaa kannattavuuden skaalautumista pidemmällä aikavälillä. Olemmekin nostaneet lähivuosien kannattavuusennusteita merkittävästi, ja sitä kautta tulosennusteitamme noin 11-13 %.

Tuotto-odotus on edelleen hyvä, mutta turvamarginaali on kutistunut

Ennusteidemme noususta huolimatta arvostustaso on kohonnut voimakkaan kurssinousun takia. Vuoden 2018 P/E on noin 21x ja EV/EBITDA 11x, mutta hyvän näkyvyyden takia annamme jo enemmän painoarvoa vuoden 2019 vastaaville kertoimille 18x ja 9x. Olemme perinteisesti hyväksyneet osakkeelle 20x P/E:n ja 10x EV/EBITDA:n, mutta kasvunopeuden ja uusien mahdollisuuksien mukana hyväksyttävä taso on nousussa. Lähivuosien tuloskasvunäkymät ovat erittäin hyvät, toimiala defensiivinen sekä Talenomin riskiprofiili yleisesti alhainen. Samalla myös kurssilaskun riskit ovat kuitenkin kasvaneet, kun sekä tulosodotukset että arvostuskertoimet ovat nyt vaativampia. Aikaisemmin selkeä turvamarginaali on nyt siis selvästi pienentynyt.

Analytikko

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



Suositus

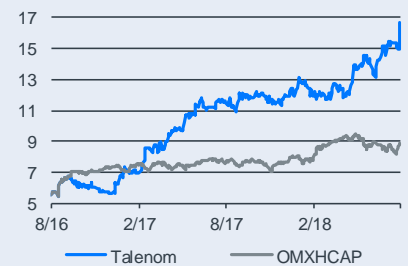
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 18,00 EUR

Edellinen: 15,00



Lähde: Reuters

Eiilisen päätös 16,65 EUR

12 kk vaihteluväli 10,72-15,85 EUR

Potentiaali 8,1 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2017	41,4	4,8	11,7 %	4,3	0,50	0,32	2,5	11,0	20,3	23,4	2,5 %
2018e	49,0	7,2	14,8 %	6,7	0,78	0,47	2,7	10,9	18,2	21,5	2,8 %
2019e	55,4	8,6	15,5 %	8,1	0,94	0,56	2,3	8,9	15,1	17,8	3,4 %
2020e	62,6	10,0	16,0 %	9,5	1,10	0,66	2,1	7,8	12,9	15,1	4,0 %
Markkina-arvo, MEUR			114,6	OPO / osake 2018e, EUR			2,49	CAGR EPS, 2017-2020, %			30 %
Nettovelka 2018e, MEUR			16,9	P/B 2018e			6,7	CAGR kasvu, 2017-2020, %			15 %
Yritysarvo (EV), MEUR			131,5	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			99,1 %	ROE 2018e, %			34,4 %
Taseen koko 2018e, MEUR			50,7	Omavaraisuusaste 2018e, %			33,8 %	ROCE 2018e, %			19,1 %

Kannattavuuskehitys vilautti potentiaalia

Liikevaihto kasvoi odotetusti

Talenomin liikevaihto kasvoi Q2:lla lähes 18 % yhteensä 12,5 MEUR:oon, mikä jäi hieman ennusteestamme (12,7 MEUR). Taso oli käytännössä saman kuin Q1:llä, mikä kertoo liikevaihdon korkeasta toistuvuudesta (yli 90 %). Lievä liikevaihtopetymys johtuu arviomme mukaan siitä, että olemme arvioineet alkuvuoden pienien yritysostojen kontribuution todellista suuremmksi. Ydinliiketoiminta vaikuttaa kehittyvän tasaisesti ja odotuksien mukaisesti.

Uusien liiketoimintojen, joita kutsutaan nykyään muiksi liiketoiminnoiksi, liikevaihto oli Q2:lla noin 1,0 MEUR (H1'18: 1,8 MEUR). Liikevaihto oli odotuksien mukainen ja muodostui pääasiassa neuvontapalveluista ja henkilöstövuokrauksesta. Muille liiketoiminnoille oli myös hankittu uusi johtaja, joka on myös johtoryhmän uusi jäsen.

Kannattavuus skaalautui voimakkaasti

Vaikka liikevaihto jäi hieman odotuksista, kannattavuus oli erinomainen ja käyttökatemarginaali oli peräti 29,3 % (ennuste 24,3 %, Q2'17: 21,7 %). Samalla tavalla myös liikevoittomarginaali ylitti myös selvästi odotukset, eikä tuloslaskelman alariveillä ollut yllätyksiä. Lopulta osakekohtainen tulos oli peräti 0,29 euroa, kun ennusteemme oli 0,20 euroa. Huomautamme, että alla olevassa taulukossa olevat konsensusennusteet eivät käsityksemme mukaan olleet ajan tasalla ennen tulosta. Silti tulos ylitti selvästi myös konsensusennusteet.

Ennustetaulukko	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus		Erutus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	10,6	12,5	12,7	11,0	11,0	11,0	-1 %	49,0
Käyttökate	2,3	3,7	3,1	2,0	2,0	2,0	20 %	12,1
Liikevoitto	1,3	2,6	1,8	1,1	1,0	1,2	40 %	7,2
EPS (oikaistu)	0,18	0,29	0,20	0,10	0,08	0,12	43 %	0,78
Liikevaihdon kasvu-%	9,0 %	17,9 %	19,0 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	-1,1 %-yks.	18,3 %
Käyttökate-%	21,7 %	29,3 %	24,3 %	18,2 %	18,2 %	18,2 %	5 %-yks.	24,7 %

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Luottamuksemme skaalautuvaan kasvuun on vahvistunut

Loppuvuonna tahti hidastuu, jos tulosohjeistukseen on uskomista

Talenom toisti erinomaisesta Q2-tuloksesta huolimatta vuoden 2018 ohjeistuksensa, jonka mukaan liikevaihdon kasvu on selvästi edellistä vuotta nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoitto on 6,3-7,0 MEUR. Ensimmäisellä puoliskolla liikevoittoa kertyi jo 5,2 MEUR (H1'17: 3,2 MEUR), joten jo H2'17-liikevoittotasoa (1,6 MEUR) veisi 6,8 MEUR:n tasolle. Liikevaihdon ennustettu noin 18-19 %:n kasvu, johon näkyvyys on huomattavasti parempi, tukee kannattavuuden parantumista kasvavista kuluista huolimatta. Näin ollen tulosohjeistus vaikuttaa erittäin konservatiiviselta.

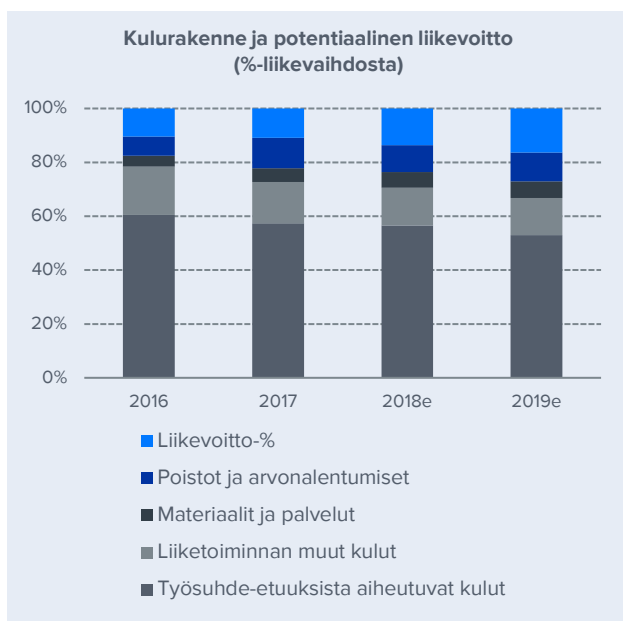
Yhtiön ylivoimaisesti suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka olivat H1:llä 53,5 % (H1'17: 56,3 %) liikevaihdosta. Talenomin pitkälle automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan jatkuva tehostuminen ja hyödyntäminen tarkoittaa, ettei yhtiön tarvitse rekrytoida lisää kirjanpitäjiä liikevaihdon kasvaessa. Samalla henkilöstöllä voidaan siis pyörittää koko ajan suurempaa liiketoimintaa, mikä tarkoittaa skaalautuvaa kannattavuutta ja tekee liikevaihdon kasvusta yhtiölle kriittisimmän ajurin. Kasvu vaatii jatkuvia myyntipanostuksia ja asiakaspäälliköitä, joten täysin skaalautuva liiketoimintamalli ei ole, mutta kasvu vahvistaa samalla koko ajan Talenomin kilpailuetua. Koko toiminnan ytimessä onkin mielestämme se, että yhtiö hyödyntää sen teknologista kilpailuetua yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla. Tämän takia myös yritysostot, jotka tätä skaalaa kasvattaisivat, olisivat aiempaa perustellumpia nykytilanteessa.

Kasvuinvestoinnit jatkuivat, mutta kassavirta oli hyvä

Ensimmäisellä vuosipuoliskolla liiketoiminnan nettorahavirta oli 6,6 MEUR (H1'17: 4,65 MEUR), mistä yhtiö kuitenkin investoi takaisin kasvuun ja teknologiaan 4,9 MEUR (H1'17: 3,6 MEUR). Tämä luo edelleen pohjaa tulevalle kasvulle, mutta samalla tase on kuitenkin myös vahvistunut nopeasti. Omavaraisuusaste oli Q2:n lopussa 34,1 % (Q2'17: 29,7 %) ja nettovelkaantumistaso ”enää” 119 % (Q2'17: 153 %). Sinänsä korkeista tasoista huolimatta tase on jo Talenomin hyvin ennakoitava kassavirtaprofiili huomioiden yhtiölle vahva, ja taseessa alkaa olla jo ylimääräistä puskuria myös esimerkiksi suurempia yritysostoja ajatellen.

Lähivuosina tuloskasvu jatkuu vahvana

Mielestämme oleellisinta on kannattavuuden positiivinen trendi. Kirjanpidon pitkälle automatisoitu tuotantolinja tehostuu koko ajan, mikä tarkoittaa kannattavuuden skaalautumista pidemmällä aikavälillä. Merkittävin tekijä tässä on henkilöstökulujen suhteellinen laskeminen, mutta myöskään muiden kulujen ei pitäisi kasvaa liikevaihdon kasvun nopeudella. Alla olevassa graafissa olemme esittäneet kulurakennetta ja liikevoittomarginaalia suhteessa liikevaihtoon. Kyseessä on tiedossa ollut pitkän aikavälin trendi, mutta olemme aikaisemmin olleet varovaisia kannattavuusparannuksen ennustamisessa, koska kyseessä on osittain strateginen valinta kannattavuuden ja kasvun välillä. Nyt yhtiön skaala ja tehokkuus vaikuttaisivat kuitenkin olevan niillä tasoilla, että yhtiö pystyy kasvamaan hyvää vauhtia samalla kuitenkin parantaen kannattavuutta.



Olemme aikaisempaa luottavaisempia yhtiön tuloskehityksestä, ja olemme nostaneet lähivuosien kannattavuusennusteita merkittävästi. Tätä kautta tulosennusteemme nousi noin 11-13 %, mikä näkyy alla olevasta taulukosta. Kulujen ennakoimme edelleen kasvavan varsin nopeasti, mikä liittyy kasvun suhteelliseen kallistumiseen. Vaikka pidämme edelleen ennusteitamme suhteellisen maltillisina erityisesti tällä hetkellä vallitseva suotuisa markkinaympäristö huomioiden, on ennusteissa aikaisemmin ollut turvamarginaali selvästi alhaisempi.

Talenom on laajentumassa kansainvälisesti

Talenom kertoi Q2-raportin yhteydessä varsin suoraan kansainvälistymissuunnitelmista. Asia on ollut esillä aikaisemminkin, mutta nyt suunnitelmissa oli selvästi enemmän konkretiaa ja pidämme liikkeitä mahdollisena nopeastikin. Vaikka yhtiö ei varsinaisesti suoraan puhunut kansainvälistymisen suunnasta, on selvästi todennäköisin suunta Ruotsi. Talenomin on tarkoituksena monistaa Suomessa toimivaksi todistettu konsepti Ruotsissa. Tämä vaatisi käytännössä yritysostoa, jolla saadaan kasvupohja maassa. Markkina on erittäin pirstaloitunut, tilitoimistoja on Ruotsissa jopa 17 000 (Suomessa noin 4200). Isoja toimijoita on vähän, ja yritysosto olisi näkemyksemme mukaan pieni. Tämä pienentää riskejä, mutta toisaalta tarkoittaa, että merkittävän markkinaosuuden valloittamiseen kuluu pitkä aika.

Suhtaudumme kansainväliseen laajentumiseen hieman ristiriitaisesti, sillä esimerkiksi Ruotsin markkinalle tunkeutuminen on arviomme mukaan haastavaa ja vaatii vuosien työn. Lyhyellä aikavälillä laajentumisella on lähtökohtaisesti negatiivinen tulosvaikutus ja se nostaa riskejä. Samalla Ruotsi moninkertaistaisi potentiaalisen markkinan ja mahdollistaisi Talenomin teknologisen kilpailuedun skaalaamisen uuteen kokoluokkaan. Huomautamme, että tällä hetkellä ennusteemme eivät huomioi kansainvälistä laajentumista pois lukien hieman koholla olevat kuluennusteet.

Ennustemuutokset	2018e		Muutos	2019e		Muutos	2020e		Muutos
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
MEUR / EUR			%			%			%
Liikevaihto	49,2	49,0	-1 %	55,6	55,4	-1 %	62,9	62,6	-1 %
Käyttökate	11,8	12,1	3 %	13,5	14,5	7 %	15,3	16,5	8 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,8	7,2	6 %	7,8	8,6	10 %	8,9	10,0	12 %
Liikevoitto	6,8	7,2	6 %	7,8	8,6	10 %	8,9	10,0	12 %
Tulos ennen veroja	6,3	6,7	6 %	7,2	8,1	11 %	8,4	9,5	13 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,73	0,78	6 %	0,84	0,94	11 %	0,97	1,10	13 %
Osakekohtainen osinko	0,44	0,47	6 %	0,51	0,56	11 %	0,58	0,66	13 %

Lähde: Inderes

Arvostus on haastava, mutta perusteltavissa tulokasvulla

Kertoimissa täytyy nojata myös ensi vuoteen

Ennusteidemme noususta huolimatta arvostustaso on kohonnut voimakkaan kurssinousun takia. Vuoden 2018 P/E on noin 21x ja EV/EBITDA 11x, mutta hyvän näkyvyyden takia annamme jo enemmän painoarvoa vuoden 2019 vastaaville kertoimille 18x ja 9x. Talenomin vuoden 2018 tulos on kuitenkin tässä vaiheessa jo pääosin tehty. Olemme perinteisesti hyväksyneet osakkeelle 20x P/E:n ja 10x EV/EBITDA:n, mutta kasvunopeuden ja uusien mahdollisuuksien mukana hyväksyttävä taso on nousussa. Lisäksi liiketoimintamallin vahvuus, Talenomin teknologinen kilpailuetu ja toisaalta digitalisoitumisen ajama murros ovat tällä hetkellä yhä selkeämpiä ja näihin liittyvät riskit ovat pienempiä.

Muitakin potentiaalisia positiivisia ajureita osakkeella on. Näkyvyys muiden liiketoimintojen kehitykseen paranee loppuvuoden aikana, mikä voi olla yhtiölle kohtuullinen tulosajuri onnistuessaan. Mielenkiintoinen optio on myös myöhemmin (aikaisintaan 2019) mahdollinen teknologian kaupallistaminen, minkä potentiaalia ei mielestämme toistaiseksi huomioida Talenomin arvostuksessa. Tämä keskustelu on vasta aloitettu ja vaatii vielä pitkäjänteistä T&K-työtä, minkä jälkeen esimerkiksi suuret organisaatiot voisivat olla hyvin potentiaalisia hyödyntäjiä järjestelmälle. Näin Talenomilla olisi vahvempi tarjonta myös pk-sektorin ulkopuolelle.

Tuloskasvua tukee nyt paranevat marginaalit

Odotamme Talenomin tuloskasvun olevan noin 18 % vuosittain myös vuoden 2018 merkittävän tulosparannuksen jälkeen, mikä on aikaisempaa korkeampi ennuste. Tuloskasvua tukevat nyt liikevaihdon lisäksi jatkuvasti paranevat marginaalit. Tämä tukee hyväksyttävää arvostusta ja nostaa tuotto-odotusta. Lähivuosien erittäin hyvät tuloskasvunäkymät antavat mielestämme osakkeelle hyvän tuotto-odotuksen seuraavalle 12 kuukaudelle, ja kun tähän lisätään toimialan defensiivisyys sekä Talenomin yleisesti alhainen riskiprofiili, on osakkeen riski/tuotto-suhde mielestämme edelleen positiivinen.

Riskit ovat myös kasvaneet

Talenomin liiketoiminnan riskit ovat alhaisia, sillä toimiala on defensiivinen ja kassavirrat hyvin ennakoitavia. Osakekurssi on kuitenkin noussut voimakkaasti ja samalla osakkeeseen liittyvä kurssilaskun riski on mielestämme kuitenkin kasvanut, kun sekä tulosodotukset että arvostuskertoimet ovat nyt vaativampia. Toisin sanoen aikaisempi selkeä turvamarginaali on nyt selvästi pienentynyt. Sijoittajien onkin tärkeää huomioida, että nykykurssiin on jo hinnoiteltu paljon hyvää ja yhtiön on onnistuttava kasvutarinassaan, jotta kurssi on perusteltu.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Talenom	16,65	105	125	17,9	15,5	10,4	9,4	21,1	17,9	2,7	3,1	6,3
PRGX Global	8,95	178	177	23,3	14,9	8,2	6,9	43,7	24,9			
Paychex	68,96	21146	20783	18,8	18,1	16,9	16,3	26,9	24,2	2,9	3,2	12,0
Zalaris	39,40	83	107	18,3	12,6	8,5	6,8	19,9	14,1	3,1	4,5	5,6
Innofactor	0,74	27	41		16,3	13,6	8,2	37,5	10,7			1,1
Siili	11,90	81	73	11,7	10,2	10,2	9,0	15,7	13,7	4,2	5,5	3,5
Solteq	1,56	30	53	13,3	10,7	7,6	7,6	17,3	13,0	1,3	2,6	1,3
Fondia	12,35	48	41	13,7	10,3	13,7	10,3	19,5	17,3	3,4	3,8	6,0
Talenom (Inderes)	16,65	115	131	18,2	15,1	10,9	8,9	21,5	17,8	2,8	3,4	6,7
Keskisarvo				16,7	13,6	11,1	9,3	25,2	17,0	2,9	3,8	5,1
Mediaani				17,9	13,7	10,3	8,6	20,5	15,7	3,0	3,5	5,6
Erotus-% vrt. mediaani				1 %	10 %	5 %	4 %	5 %	13 %	-7 %	-4 %	20 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

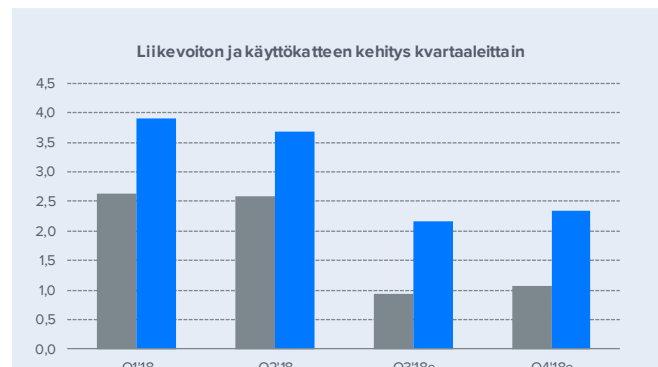
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	37,0	10,8	10,6	9,3	10,7	41,4	12,7	12,5	11,0	12,7	49,0	55,4	62,6
Käyttökate	6,8	2,9	2,3	1,9	2,4	9,5	3,9	3,7	2,2	2,4	12,1	14,5	16,5
Poistot ja arvonalennukset	-2,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,6	-4,7	-1,3	-1,1	-1,2	-1,3	-4,9	-5,9	-6,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,2	1,9	1,6	0,8	0,9	5,2	2,6	2,6	0,9	1,1	7,2	8,6	10,0
Liikevoitto	4,2	1,9	1,3	0,8	0,9	4,8	2,6	2,6	0,9	1,1	7,2	8,6	10,0
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	3,6	1,7	1,2	0,6	0,7	4,3	2,5	2,4	0,8	0,9	6,7	8,1	9,5
Verot	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,9	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	-1,4	-1,6	-1,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,9	1,4	1,0	0,5	0,6	3,4	2,0	2,0	0,6	0,8	5,3	6,4	7,6
EPS (oikaistu)	0,43	0,20	0,18	0,07	0,09	0,55	0,29	0,29	0,09	0,11	0,78	0,94	1,10
EPS (raportoitu)	0,56	0,20	0,14	0,07	0,09	0,50	0,29	0,29	0,09	0,11	0,78	0,94	1,10

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	12,0 %	13,4 %	9,0 %	12,9 %	13,2 %	12,1 %	18,1 %	17,9 %	18,3 %	18,8 %	18,3 %	13,0 %	13,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	1265,0 %	129,9 %	-12,7 %	-9,6 %	40,6 %	23,3 %	42,4 %	59,2 %	15,6 %	25,2 %	40,6 %	18,5 %	16,6 %
Käyttökate-%	18,5 %	26,5 %	21,7 %	20,6 %	22,7 %	23,0 %	30,7 %	29,3 %	19,7 %	18,5 %	24,7 %	26,2 %	26,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,3 %	17,2 %	15,3 %	8,7 %	8,1 %	12,4 %	20,7 %	20,6 %	8,5 %	8,5 %	14,8 %	15,5 %	16,0 %
Nettotulos-%	7,9 %	12,7 %	9,1 %	5,2 %	5,5 %	8,2 %	15,6 %	15,6 %	5,8 %	5,9 %	10,9 %	11,6 %	12,1 %

Lähde: Inderes



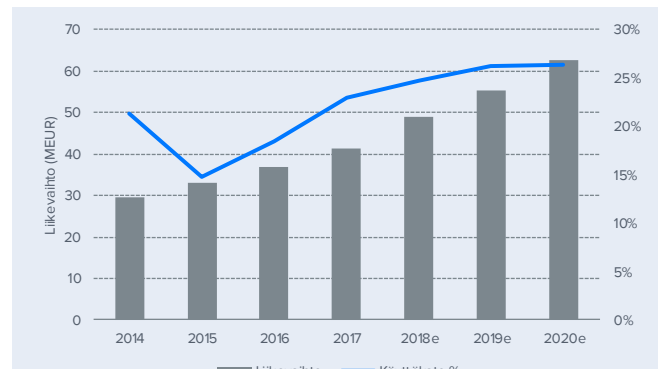
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



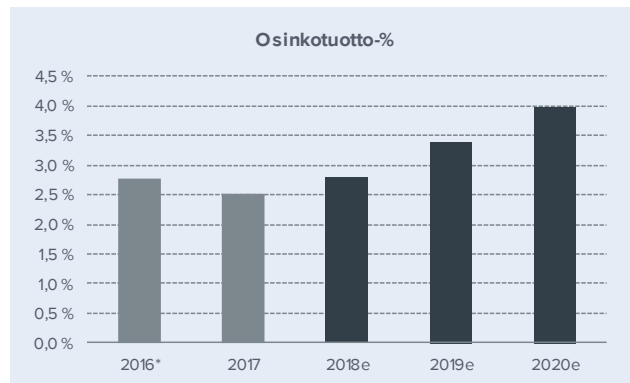
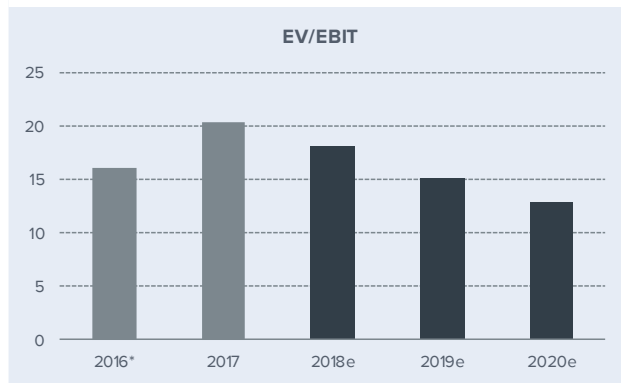
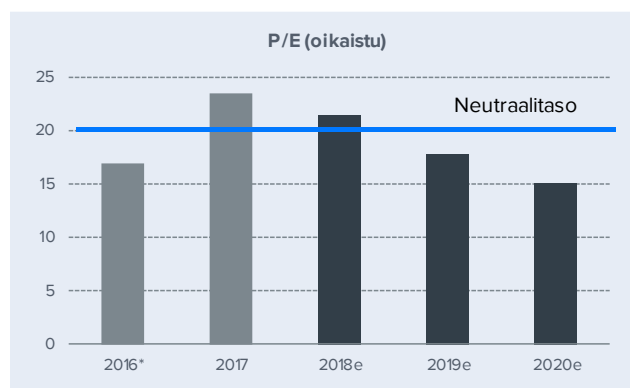
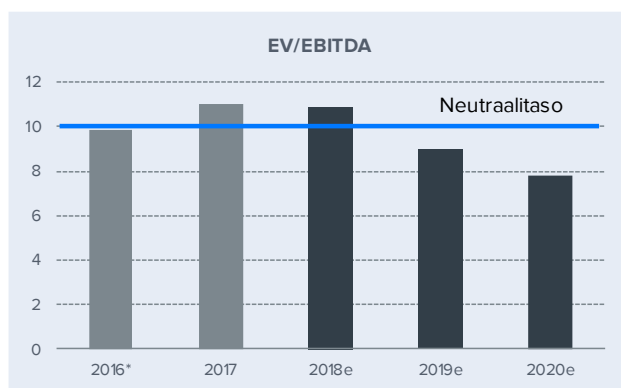
Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015*	2016*	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi			5,26	7,20	12,79	16,65	16,65	16,65
Markkina-arvo			35,8	49,0	87,1	114,6	114,6	114,6
Yritysarvo (EV)			54,8	67,2	104,7	131,5	129,7	128,9
P/E (oik.)			neg.	16,9	23,4	21,5	17,8	15,1
P/E			neg.	17	25,5	21,5	17,8	15,1
P/Kassavirta			5	20	40,3	34,6	21,2	22,6
P/B			3,6	4,2	6,2	6,7	5,6	4,8
P/S			1,1	1,3	2,1	2,3	2,1	1,8
EV/Liikevaihto			1,7	1,8	2,5	2,7	2,3	2,1
EV/EBITDA			11,2	9,9	11,0	10,9	8,9	7,8
EV/EBIT*			179,2	16,1	20,3	18,2	15,1	12,9
Osinko/tulos (%)			-19,5 %	46,9 %	63,9 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%			1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,8 %	3,4 %	4,0 %

Lähde: Inderes

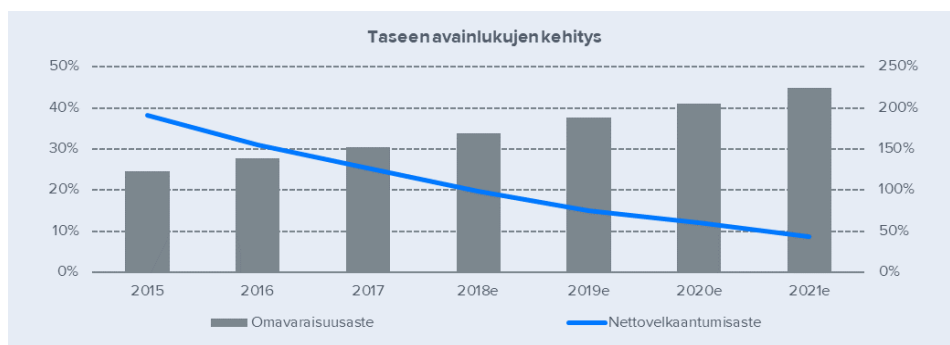
* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla



Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

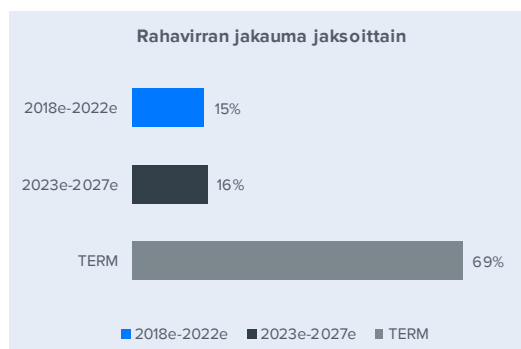
Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	33,1	35,6	38,3	40,2	Oma pääoma	11,7	13,9	17,1	20,3
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4	Osakepääoma	13,8	0,1	0,1	0,1
Aineettomat oikeudet	11,5	14,2	16,3	18,0	Kertyneet voittovarot	-1,9	1,6	4,8	8,0
Käyttöomaisuus	2,5	2,5	3,2	3,3	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2	Muu oma pääoma	0,0	12,4	12,4	12,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,2	0,2	0,2	Pitkäaikaiset velat	22,1	22,6	22,2	21,0
Vaihtuvat vastaavat	9,2	10,4	12,4	14,0	Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	21,5	22,0	21,7	20,4
Myyntisaamiset	4,8	5,5	6,6	7,5	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	4,3	4,9	5,8	6,5	Muut pitkäaikaiset velat	0,6	0,5	0,5	0,5
Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,7	54,2	Lyhytaikaiset velat	8,5	9,4	11,4	12,9
Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS	Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	0,5	1,0	1,2
					Lyhytaikaiset korottomat velat	7,1	8,4	9,8	11,1
					Muut lyhytaikaiset velat	0,4	0,6	0,6	0,6
					Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,7	54,2
					Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	4,8	7,2	8,6	10,0	11,6	12,5	12,9	13,0	13,3	12,9	13,3	
+ Kokonaispoistot	4,7	4,9	5,9	6,5	7,5	8,2	9,0	9,9	10,8	11,4	12,0	
- Maksetut verot	-0,6	-1,4	-1,6	-1,9	-2,2	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitusuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,8	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	9,7	10,9	13,2	15,0	17,3	18,7	19,8	20,8	21,8	22,1	22,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,4	-7,6	-7,8	-9,9	-10,1	-10,7	-12,2	-12,8	-12,8	-13,5	-13,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,2	3,3	5,4	5,1	7,3	8,0	7,7	8,0	9,0	8,6	9,3	
+/- 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	2,2	3,3	5,4	5,1	7,3	8,0	7,7	8,0	9,0	8,6	9,3	215,1
Diskontattu vapaa kassavirta		3,2	4,9	4,3	5,7	5,8	5,2	5,1	5,3	4,7	4,7	109,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		158,3	155,1	150,2	146,0	140,3	134,5	129,3	124,2	118,9	114,2	109,5
Velaton arvo DCF		158,3										
- Korolliset velat		-22,5										
+ Rahavarat		4,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-2,2										
Oman pääoman arvo DCF		138,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		20,13										

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 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	33,0	37,0	41,4	49,0	55,4
EBITDA	4,9	6,8	9,5	12,1	14,5
EBITDA-marginaali (%)	14,8	18,5	23,0	24,7	26,2
EBIT	-1,3	4,2	4,8	7,2	8,6
Voitto ennen veroja	-2,5	3,6	4,3	6,7	8,1
Nettovoitto	-2,4	2,9	3,4	5,3	6,4
Kertaluontoiset erät	-1,6	0,0	-0,3	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,7	54,2
Oma pääoma	11,7	13,9	17,1	20,3
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4
Korolliset velat	22,5	22,5	22,7	21,7

Kassavirta	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	6,8	9,5	12,1	14,5
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	0,3	0,4
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	10,9	13,2
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	3,3	5,4

Yhtiökuvaus
Talenom on vuonna 1972 perustettu tilitoimisto, joka tarjoaa asiakkailleen laajan valikoiman tilitoimistopalveluja sekä muita sen asiakkaiden liiketoimintaa tukevia asiantuntijapalveluita. Yhtiöllä on omaa ohjelmistokehitystä ja se tarjoaa tilitoimistoasiakkailleen sähköisen taloushallinnon työkaluja.

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,43	0,50	0,78	0,94
EPS oikaistu	0,43	0,55	0,78	0,94
Operat. kassavirta/osake	1,02	1,42	1,59	1,92
Tasearvo/osake	1,72	2,05	2,49	2,96
Osakekohtainen osinko	0,20	0,32	0,47	0,56
Osinko/tulos (%)	47	64	60	60
Osinkotuotto-%	2,8	2,5	2,8	3,4

Tunnusluvut	2017	2018e	2019e
P/E (oikaistu)	23,4	21,5	17,8
P/B	6,2	6,7	5,6
P/Liikevaihto	2,1	2,3	2,1
P/Kassavirta	9,0	10,5	8,7
EV/Liikevaihto	2,5	2,7	2,3
EV/EBITDA	11,0	10,9	8,9
EV/EBIT (oikaistu)	20,3	18,2	15,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Tahkola	22,8 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	17,2 %
Markus Tahkola	15,4 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	6,4 %
SR Danske Invest Suomi yhteisöosake	3,4 %
Eq Pohjoismaat Pienyhtiöt	2,3 %

Suositus historia

Päivämäärä	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 €

Vastuuvapauslauseke

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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>