

Tarina etenee pienistä kuopista huolimatta

Tilitoimisto Talenomin Q2-tulos oli kokonaisuutena pettymys, mutta taustalla oli kertaluonteisia tekijöitä kuten päälistalle siirtymiseen liittyneet kulut. Yhtiö toisti ohjeistuksensa ja iso kuva on mielestämme pitkälti ennallaan, joten emme ole tehneet merkittäviä ennustemuutoksia. Lopulta H1-raportti oli mielestämme pitkälti neutraali ja näemme eilisen negatiivisen kurssireaktion ostomahdollisuutena. Arvostustaso on korkeahko, mutta mielestämme hyvin perusteltavissa defensiiviselle kasvuyhtiölle. Toistamme osta-suosituksemme tavoitehinnalla 13,5 euroa.

Tulos jäi odotuksista, mutta liiketoiminnan kannattavuus oli odotetulla tasolla

Talenomin liikevaihto kasvoi Q2:lla vain 9,0 % yhteensä 10,6 MEUR:oon, mikä oli lievä pettymys ennusteemme oltua 11,0 MEUR (+12,7 %). Tämä johtui pääasiassa liikevaihdon painottumisesta Q1:lle, koska Q2:lla oli 3 työpäivää normaalia vähemmän. Orgaaninen kasvu tuli suoraan asiakasmäärän kasvusta, eli talouden piristyminen ei ole toistaiseksi heijastunut asiakkaiden volyymeihin. Markkina voi antaa tukea H2:lla tai viimeistään ensi vuonna, mutta merkittävää vetoapua ei mielestämme kannata odottaa. Käyttökate oli Q2:lla 2,3 MEUR eli 21,7 % liikevaihdosta, mikä jäi selvästi 2,7 MEUR:n ennusteemme alapuolelle. Tulos kuitenkin sisälsi 0,3 MEUR:n kertaluonteisia kuluja liittyen yhtiön päälistalle siirtymiseen, mitä emme olleet huomioineet ennusteissamme. Ilman tätä tulos olisi ollut lähes linjassa odotuksiemme kanssa. Operatiivinen kannattavuus oli odotuksiemme mukaisesti hyvällä tasolla (puhdistettu käyttökate 24,4 %) ja kuvastaa automatisoidun kirjanpitolinjan tuomaa tehokkuusetua kirjanpitolpalveluiden prosesseihin. Osakekohtainen tulos ilman kertaeriä oli 0,18 euroa, kun ennusteemme oli 0,19 euroa. Vaikka tulos oli siis lievä pettymys, emme näe kannattavuudessa pitkävaikutteisia negatiivisia ajureita.

Talenom toisti ohjeistuksensa, operatiivisiin ennusteisiin ei oleellisia muutoksia

Talenom piti vuoden 2017 ohjeistuksensa ennallaan eli odottaa liikevaihdon kasvavan 11,5-13,5 % (2016: 12,0 %) ja käyttökateprosentin olevan 22-24 % (2016: 18,5 %, IFRS). Ohjeistus koskee käsittääksemme raportoitua käyttökateprosenttia eikä sisällä kertaerien oikaisuja. Markkinatilanteessa ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia ja yhtiön johto vaikutti luottavaiselta positiivisen kehityksen jatkumisesta myös H2:lla. Kasvuajurit ovat vahvat ilmankin markkinatilanteen piristymistä, mikä voi tarjota loppuvuodelle positiivista vetoapua. Tätä on kuitenkin edelleen vaikea arvioida eikä sen varaan kannata laskea. Emme ole tehneet oleellisia muutoksia operatiivisiin ennusteisiimme (+/- 1%), mutta olemme nyt huomioineet -0,3 MEUR:n kertaerän raportoidussa tuloksessa. Tämä ei kuitenkaan kerro liiketoiminnan kannattavuuskehityksestä.

Negatiivinen kurssireaktio tarjoaa ostomahdollisuuden kohtuullisen arvostuksella

Osakkeen arvostustaso on korkeahko (2017e P/E 19x, EV/EBITDA 10x ja osinkotuotto 2,6 %), mutta hyvin perusteltavissa. Huomioiden Talenomin vahva asema kasvavalla (2001-2015: CAGR 5,2 %), defensiivisellä ja murroksessa olevalla toimialalla, pidämme arvostustasoa edelleen houkuttelevana. Odotamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 17 % vuosittain 2017-2020 (osinko CAGR: 25 %), mikä antaa osakkeelle nousuvaraa. Mielestämme yhtiön riskit ovat hyvin maltillisia, kun tuotanto-linja on nyt todistanut toimivuutensa. Toimiala itsessään on hyvin defensiivinen ja digitalisaation tuomaan murrokseen Talenom on erittäin hyvin positioitunut. Uskomme yhtiön kuuluvan toimialan voittajiin ja olevan hyvä omistaja-arvon luoja pitkällä aikavälillä.

Analytikko

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



Suositus

Osta



Edellinen: Osta

Tavoitehinta 13,50 EUR

Edellinen: 13,50



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös 11,49 EUR

12 kk vaihteluväli 5,54-12,98 EUR

Potentiaali 17,4 %

Ohjeistus

Talenom arvioi vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan 11,5-13,5 % (2016: 12,0 %) ja käyttökateprosentin olevan 22-24% (2016: 18,5 %, IFRS) liikevaihdosta.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

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)	%
2016	37,0	4,2	11,3 %	3,6	0,43	0,20	1,8	9,9	16,1	16,9	2,8 %
2017e	41,5	5,3	12,8 %	4,8	0,56	0,30	2,3	10,4	17,1	18,9	2,6 %
2018e	46,7	6,4	13,7 %	5,9	0,69	0,35	2,0	8,7	14,8	16,6	3,0 %
2019e	52,5	7,4	14,0 %	6,9	0,81	0,48	1,8	7,5	12,6	14,3	4,2 %
Markkina-arvo, MEUR			78,3	OPO / osake 2017e, EUR			2,08	CAGR EPS, 2016-2019, %			24 %
Nettovelka 2017e, MEUR			17,7	P/B 2017e			5,5	CAGR kasvu, 2016-2019, %			12 %
Yritysarvo (EV), MEUR			96,1	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			125,1 %	ROE 2017e, %			29,7 %
Taseen koko 2017e, MEUR			45,0	Omavaraisuusaste 2017e, %			31,7 %	ROCE 2017e, %			15,1 %

Q2-tulos oli lievä pettymys

Markkina ei tarjonnut vielä vetoapua, vaan kasvu syntyi uusista asiakkaista

Talenomin liikevaihto kasvoi Q2:lla ”vain” 9,0 % yhteensä 10,6 MEUR:oon, mikä oli lievä pettymys ennusteemme oltua 11,0 MEUR (+12,7 %). Tämä johtui pääasiassa liikevaihdon painottumisesta Q1:lle, koska Q2:lla oli 3 työpäivää normaalia vähemmän. Orgaaninen kasvu tuli suoraan asiakasmäärän kasvusta, eli talouden piristyminen ei ole toistaiseksi heijastunut asiakkaiden volyymeihin. Markkina voi antaa tukea H2:lla tai viimeistään ensi vuonna, mutta merkittävää vetoapua ei mielestämme kannata odottaa. Hinnottelu pysyi vakaana, mikä on mielestämme odotettua. Mielestämme vakaat hinnat sopivat Talenomille hyvin, sillä yhtiö pystyy tehostamaan omia prosessejaan pitkälti automatisoidun rutiinikirjanpidon ansiosta.

Uudet yrittäjien tukipalvelut eivät tuoneet vielä oleellista liikevaihtoa ja tukipalveluiden potentiaalia pystymme arviomaan paremmin vasta 2017 tilinpäätöksen yhteydessä. Yhtiö kertoi uusien liiketoimintojen myynnin onnistuneen suunnitellusti ja erityisesti vero- ja lakipalveluiden asiantuntijaportaalin lanseeraus on tuottanut tulosta. Laajempi tarjooma näkyi H1:lla 19 %:n liikevaihdon kasvuna, joten asiantuntijapalveluiden kasvu on ollut vahvaa. Tätä yhtiöllä on kuitenkin ollut jo aikaisemmin, mutta nyt portaalin kautta on annettu mahdollisuuksia myös yhtiön ulkopuolisille asiantuntijoille.

Tulos jäi odotuksista pääasiassa listautumiskulujen takia, operatiivinen kannattavuus hyvällä tasolla

Käyttökate oli Q2:lla 2,3 MEUR eli 21,7 % liikevaihdosta, mikä jäi selvästi 2,7 MEUR:n ennusteemme alapuolelle. Tulos kuitenkin sisälsi 0,3 MEUR:n kertaluonteisia kuluja liittyen yhtiön päälisalle siirtymiseen, mitä emme olleet huomioineet ennusteissamme. Ilman tätä tulos olisi ollut lähes linjassa odotuksiemme kanssa.

Operatiivinen kannattavuus oli odotuksiemme mukaisesti hyvällä tasolla (puhdistettu käyttökate 24,4 %) ja kuvastaa automatisoidun kirjanpitolinjan tuomaa tehokkuusetua kirjanpitopalveluiden prosesseihin. Osakekohtainen tulos ilman kertaeriä oli 0,18 euroa, kun ennusteemme oli 0,19 euroa.

Vaikka tulos oli siis lievä pettymys, emme näe kannattavuudessa pitkävaikutteisia negatiivisia ajureita. Loppuvuodelle kasvu- ja kannattavuusajurit ovat edelleen vahvoja ja uskomme yhtiön pystyvän selkeään tulosparannukseen jaksolla, jonka vertailutasot eivät ole erityisen vahvoja. Epävarmuutta nostaa kuitenkin edelleen kvartaalitason vertailulukujen puute, mikä vaikeuttaa liikevaihdon ja tuloksen Q3/Q4-jakauman arviointia.

H1:n rahavirta oli hyvällä tasolla, taseen tunnusluvut vahvistuvat

Talenomin liiketoiminnan nettorahavirta oli H1:llä 4,65 MEUR (H1'16: 3,35 MEUR), mikä oli hyvällä tasolla. Liiketoiminta tuottaa yhtiölle tasaista kassavirtaa, mitä yhtiö toisaalta investoi edelleen uusasiakashankintaan sekä (1,7 MEUR) ja ohjelmistojen kehittämiseen (1,5 MEUR) kehittääkseen edelleen tuotantolinjan automatisaatiota ja tehokkuutta. Yhteensä nettoinvestoinnit H1:lla olivat 3,6 MEUR (H1'16: 2,6 MEUR). Uskomme investointien parantavan yhtiön kasvua ja kilpailuetua pitkällä aikavälillä, joten pidämme panostuksia sijoittajien kannalta järkevinä.

Jaksolle osui myös pääomanpalautuksen maksu, mutta yhtiön tase vahvistui kuitenkin selvästi vuodentakaisesta. Jakson lopussa omavaraisuusaste oli 29,7 % (Q2'16: 26,8 %) ja nettovelkaantumisaste 152 % (Q2'16: 175 %). Vaikka velkavipua on edelleen paljon, mielestämme tase on Talenomille vahva huomioiden vakaat ja hyvin ennustettavat kassavirrat. Taseen tunnusluvut vahvistuvat hiljalleen oman pääoman mukana.

Ennustetaulukko	Q2'16	Q2'17	Q2'17e	Q2'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	9,8	10,6	11,0				41,5
Käyttökate	2,6	2,3	2,7				9,3
Liikevoitto	1,9	1,3	1,7				5,3
EPS (oikaistu)		0,18	0,19				0,61
Liikevaihdon kasvu-%	13,3 %	9,0 %	12,7 %				12,3 %
Käyttökate-%	26,5 %	21,7 %	24,7 %				22,3 %

Lähde: Inderes

Liiketoiminta kehittyi pitkälti odotuksiemme mukaisesti

Ohjeistus ja näkymät ennallaan

Talenom piti vuoden 2017 ohjeistuksensa ennallaan eli odottaa liikevaihdon kasvavan 11,5-13,5 % (2016: 12,0 %) ja käyttökateprosentin olevan 22-24 % (2016: 18,5 %, IFRS). Ohjeistus koskee käsittääksemme raportoitua käyttökatetta eikä sisällä kertaerien oikaisuja. Markkinatilanteessa ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia ja yhtiön johto vaikutti luottavaiselta positiivisen kehityksen jatkumisesta myös H2:lla. Yhtiön kasvuajurit ovat vahvat ilmankin markkinatilanteen piristymistä, mikä voi tarjota loppuvuodelle positiivista vetoapua. Tätä on kuitenkin edelleen vaikea arvioida eikä sen varaan kannata laskea.

Emme ole tehneet oleellisia muutoksia operatiivisiin ennusteisiimme (+/- 1%), mutta olemme nyt huomioineet -0,3 MEUR:n kertaerien raportoidussa tuloksessa. Vaikka raportoitu tulos jää siis todennäköisesti aikaisemmasta arviostamme vuonna 2017, itse liiketoiminta kehittyi odotuksiemme mukaisesti. Suhteessa yo. ohjeistukseen odotamme nyt liikevaihdon kasvavan 12,3 % ja käyttökateprosentin olevan 22,3 %, mitkä ovat lähellä ohjeistushaarukan keskikohtaa. Tarkemmat ennustemuutokset olemme esittäneet ao. taulukossa.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	41,8	41,5	-1 %	47,0	46,7	-1 %	52,9	52,5	-1 %
Käyttökate	9,6	9,3	-3 %	10,9	10,9	0 %	12,3	12,3	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,6	5,6	0 %	6,4	6,4	-1 %	7,4	7,4	-1 %
Liikevoitto	5,6	5,3	-6 %	6,4	6,4	-1 %	7,4	7,4	-1 %
Tulos ennen veroja	5,1	4,8	-6 %	5,9	5,9	-1 %	6,9	6,9	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,60	0,61	1 %	0,70	0,69	-1 %	0,81	0,81	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	1 %	0,35	0,35	-1 %	0,49	0,48	-1 %

Lähde: Inderes

Arvostus ei ole alhainen, mutta houkuttelee silti

Tuloskasvu luo nousuvaraa

Osakkeen arvostustaso on korkeahko (2017e P/E 19x, EV/EBITDA 10x ja osinkotuotto 2,6 %), mutta hyvin perusteltavissa. Huomioiden Talenomin vahva asema kasvavalla (2001-2015: CAGR 5,2 %), defensiivisellä ja murroksessa olevalla toimialalla, pidämme arvostustasoa edelleen houkuttelevana. Odotamme Talenomin osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 17 % vuosittain 2017-2020 (osinko CAGR: 24 %), mikä antaa osakkeelle nousuvaraa. Koska yhtiö luo arviomme mukaan koko ajan omistaja-arvoa, on aika omistajien puolella.

Mielestämme yhtiön riskit ovat hyvin maltillisia, kun tuotantolinja on nyt todistanut toimivuutensa. Toimiala itsessään on hyvin defensiivinen ja digitalisaation tuomaan murrokseen Talenom on erittäin hyvin sijoitunut. Uskomme Talenomin olevan hyvä omistaja-arvon luoja pitkällä aikavälillä ja kuuluvan toimialan voittajiin. Samalla on kuitenkin hyvä huomioida, että hyväksymämme arvostustaso (P/E noin 20x ja EV/EBITDA noin 10x) vaatii vahvan tuloskasvun jatkumista ja odotusten kasvaessa myös pettymysten riskit nousevat.

Lähi vuosien tuloskasvuodotukset ennallaan

Odotamme Talenomin liikevaihdon kasvun pysyvän 12-13 %:n haarukassa 2018-2020 kuten aikaisemminkin. Kannattavuuden odotamme nousevan noin 23 %:n käyttökatemarginaalin tuntumaan, mutta poistot eivät arviomme mukaan kasva suhteessa liikevaihtoon. Näin ollen kertaeristä oikaistu liikevoittomarginaali nousee ennusteissamme suhteellisen tasaisesti vuoden 2017 13,5 %:n tasolta vuoden 2020 14,7 %:n tasolle. Tämä tuo mukanaan tulosvivan, vaikka emme ennustakaan käyttökatteen paranevan. Mielestämme yhtiöllä olisi hyvä edellytykset parantaa kannattavuutta edelleen, mutta kehitykseen vaikuttavat merkittävästi yhtiön strategiset valinnat ja erityisesti kasvupanostukset.

Arvioimme liikevoiton kasvavan 2018-2020 keskimäärin noin 15-16 %:n vauhtia (CAGR-%) ja osakekohtaisen tuloksen kasvun pitäisi olla hieman tätä nopeampaa vuosittain. Osingon arvioimme kasvavan noin 24 %:n vauhtia (2017-2020 CAGR-%) kassavirtojen vahvistuessa.

Arvostusta tukevia tekijöitä

Talenomin arvostustaso ei mielestämme huomioi yhtiön tulospotentiaalia ja toimialan murrosta. Uskomme viime vuosien (ja edelleen jatkuvien) kalliiden kasvuponnisteluiden luovan arvoa huomioiden toimialan luonne ja rakennemuutos, fragmentoituneisuus sekä digitalisaatio. Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostusta tukevat erityisesti seuraavat tekijät:

- Liiketoiminnan jatkuvuus on noin 94 %, mikä kuvastaa hyvin defensiivistä liiketoimintaa ja markkinaa
- Yhtiö on skaalaan ja toimintamalliin perustuvien kilpailuetujensa ansiosta toimialan murroksen voittajia ja tulee kasvamaan selvästi markkinoita nopeammin
- Liiketoiminta ja kannattavuus ovat skaalautuvia
- Yhtiö on yksi kotimarkkinan selkeistä edelläkävijöistä
- Tukipalvelut luovat yhtiölle uusia kasvumahdollisuuksia

Talenomin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, kysyntä on kirjanpidon lakisääteisyyden takia hyvin defensiivistä,

liiketoiminta on skaalautuvaa ja kilpailuedut ovat vahvoja. Lisäksi yhtiö toimii fragmentoituneella markkinalla, jonka konsolidaatio on väistämättä edessä seuraavan vuosikymmenen aikana digitalisaation edetessä. Tässä alan edelläkävijällä on mielestämme erittäin hyvä mahdollisuus luoda omistaja-arvoa.

Ei hyvää verrokkiryhmää

Olemme esittäneet seuraavalla sivulla joitakin ”verrokkeja” Talenomille, mutta todellisuudessa yhtiölle ei ole hyviä verrokkeja Helsingin pörssissä tai Pohjoismaissa. Vastaavia listattuja yhtiöitä ei vain ole lähimarkkinoilla.

Hyvien verrokkien puutteen takia vertaamme Talenomin arvostustasoa pääasiassa Helsingin pörssin yleisesti hyväksymään arvostustasoon huomioiden kuitenkin 1) Talenomin keskimääräistä korkeampi kasvu, 2) toimialan defensiivisyys ja murrosvaihe, 3) yhtiön selkeät kilpailuedut ja vahva asema sekä 4) suhteellisen pieni koko ja osakkeen heikko likviditeetti. Mielestämme tässäkin suhteessa Talenomin arvostustaso on erittäin houkutteleva.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Heeros	3,25	14	12		11,9	11,9	5,9	162,5	25,0			4,1
PRGX Global	6,00	114	114	30,2	23,8	6,5	6,0	63,2	66,7			2,2
Paychex	54,24	16492	16218	15,5	14,5	14,1	13,2	24,0	22,9	3,3	3,4	10,2
Zalaris	49,00	103	100	26,0	12,6	13,1	8,9	39,2	18,7	1,7	2,8	7,3
Affecto	3,59	78	79	10,7	8,8	9,5	7,6	14,1	11,1	5,3	5,8	1,1
Innofactor	1,38	50	64	21,3	12,4	11,5	8,1	20,0	12,4		0,5	1,8
Siili	11,84	81	72	12,8	11,1	12,2	9,9	17,8	15,2	3,5	4,2	3,8
Solteq	1,69	32	54	17,9	13,4	10,7	7,7	21,3	14,2	3,5	4,1	1,5
Fondia	10,00	39	36	18,0	12,0	18,0	12,0	21,5	19,1	3,0	3,6	6,7
Talenom (Inderes)	11,49	78	96	17,1	14,8	10,3	8,7	18,9	16,6	2,6	3,0	5,5
Keskiarvo				19,1	13,4	11,9	8,8	42,6	22,8	3,4	3,5	4,3
Mediaani				18,0	12,4	11,9	8,1	21,5	18,7	3,4	3,6	3,8
Erotus-% vrt. mediaani				-5 %	20 %	-13 %	7 %	-12 %	-11 %	-21 %	-15 %	45 %

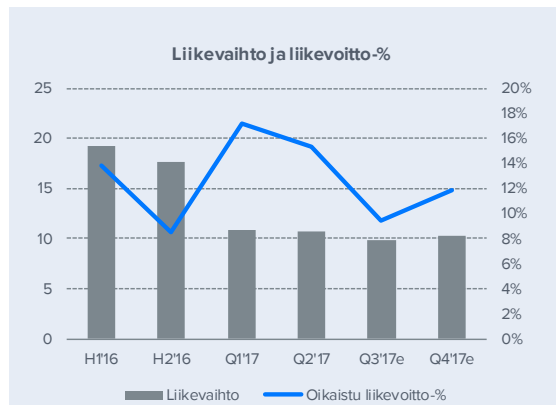
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

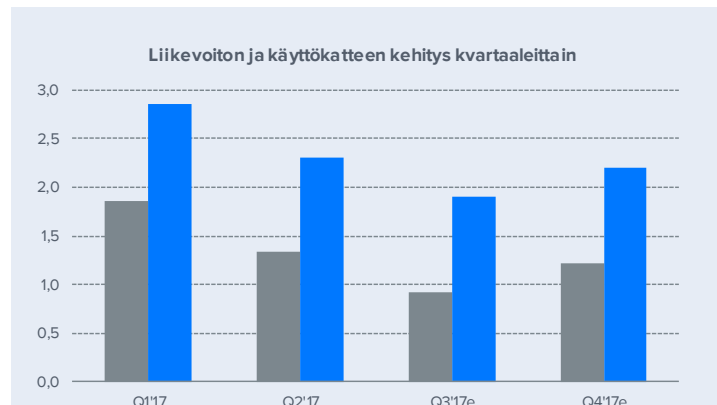
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	H1'16	H2'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	33,0	19,3	17,7	37,0	10,8	10,6	9,8	10,3	41,5	46,7	52,5
Käyttökate	4,9	4,0	2,8	6,8	2,9	2,3	1,9	2,2	9,3	10,9	12,3
Poistot ja arvonalennukset	-6,2	-1,3	-1,3	-2,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-3,9	-4,5	-5,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	2,7	1,5	4,2	1,9	1,6	0,9	1,2	5,6	6,4	7,4
Liikevoitto	-1,3	2,7	1,5	4,2	1,9	1,3	0,9	1,2	5,3	6,4	7,4
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,3	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	-2,5	2,4	1,2	3,6	1,7	1,2	0,8	1,1	4,8	5,9	6,9
Verot	0,0	-0,5	-0,2	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-1,2	-1,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-2,4	1,9	1,0	2,9	1,4	1,0	0,6	0,9	3,8	4,7	5,5
EPS (oikaistu)	-0,12	0,28	0,14	0,43	0,20	0,18	0,09	0,13	0,61	0,69	0,81
EPS (raportoitu)	-0,47	0,28	0,14	0,43	0,20	0,14	0,09	0,13	0,56	0,69	0,81

Tunnusluvut	2015	H1'16	H2'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	11,6 %	15,2 %	8,8 %	12,0 %					12,3 %	12,5 %	12,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-90,3 %	158,8 %	-308,1 %	1265,0 %					34,5 %	13,9 %	15,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	14,8 %	20,7 %	16,0 %	18,5 %	26,5 %	21,7 %	19,5 %	21,4 %	22,3 %	23,3 %	23,5 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	0,9 %	13,8 %	8,5 %	11,3 %	17,2 %	15,3 %	9,4 %	11,8 %	13,5 %	13,7 %	14,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	-7,4 %	10,0 %	5,5 %	7,9 %	12,7 %	9,1 %	6,4 %	8,5 %	9,3 %	10,1 %	10,4 %

Lähde: Inderes



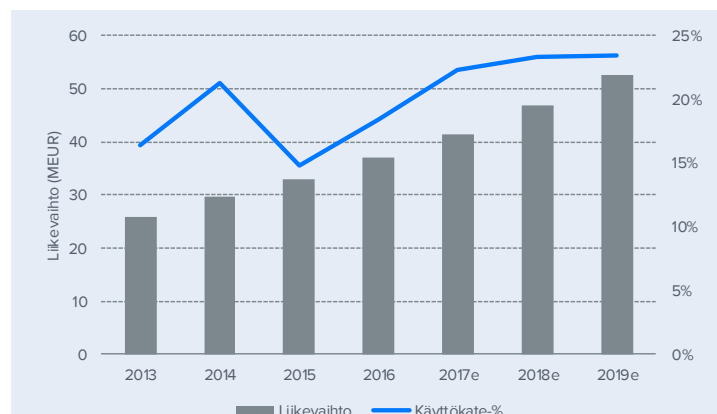
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



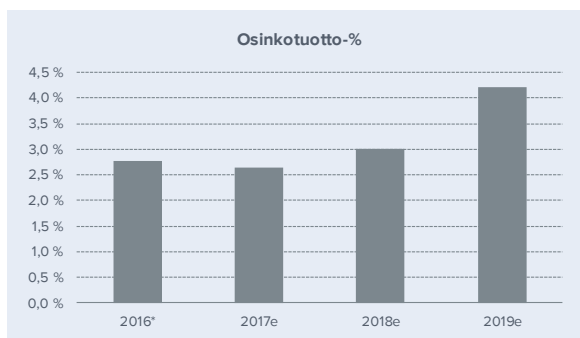
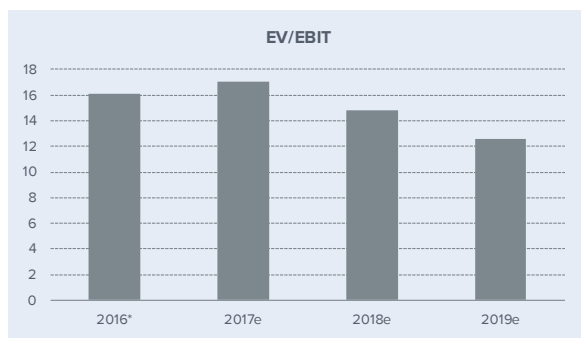
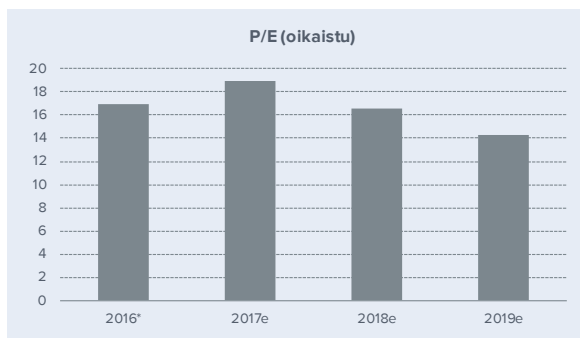
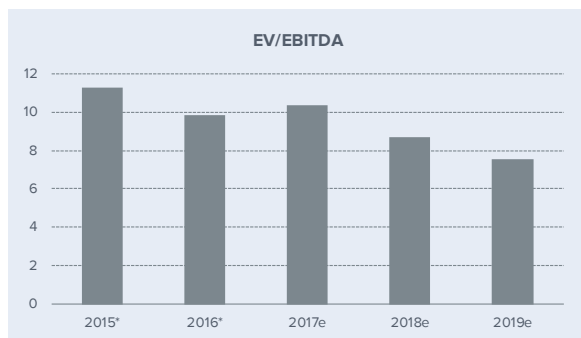
Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015*	2016*	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi				5,26	7,20	11,49	11,49	11,49
Markkina-arvo				35,8	49,0	78,3	78,3	78,3
Yritysarvo (EV)				54,8	67,2	96,0	94,7	92,7
P/E (oik.)				neg.	16,9	18,9	16,6	14,3
P/E				neg.	16,9	20,3	16,6	14,3
P/Kassavirta				5	20,4	35,7	20,8	16,4
P/B				3,6	4,2	5,5	4,6	3,9
P/S				1,1	1,3	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto				1,7	1,8	2,3	2,0	1,8
EV/EBITDA				11,2	9,9	10,3	8,7	7,5
EV/EBIT*				179,2	16,1	17,1	14,8	12,6
Osinko/tulos (%)				-19,5 %	46,9 %	53,7 %	50,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%				1,3 %	2,8 %	2,6 %	3,0 %	4,2 %

Lähde: Inderes

* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla

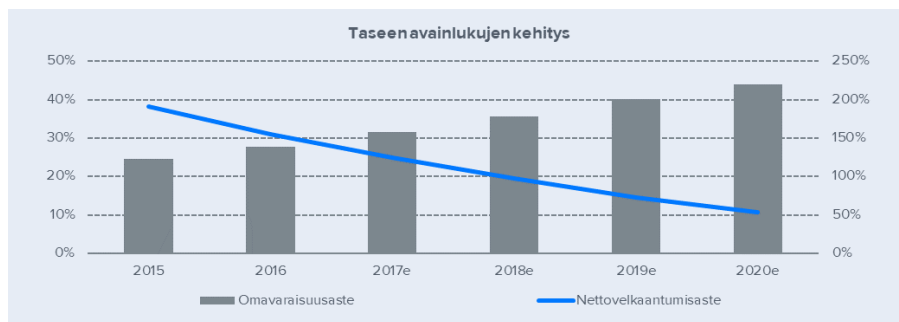


Lähde: Inderes

Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

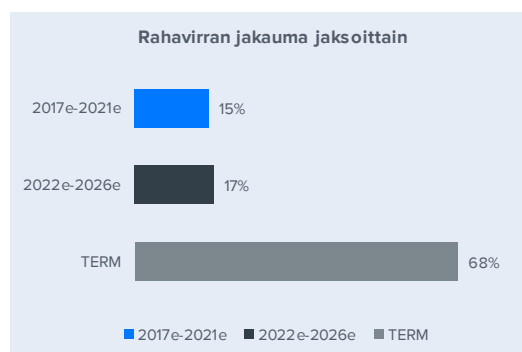
Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e	Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	30,6	33,1	34,8	35,9	Oma pääoma	9,9	11,7	14,2	16,8
Liikearvo	16,8	18,4	18,4	18,4	Osakepääoma	14,7	13,8	13,8	13,8
Aineettomat oikeudet	11,4	11,5	12,7	13,7	Kertyneet voittovarot	-4,8	-1,9	0,5	3,2
Käyttöomaisuus	2,1	2,5	2,9	3,0	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2	Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,5	0,5	0,5	Pitkäaikaiset velat	23,0	22,1	21,9	21,2
Vaihtuvat vastaavat	9,9	9,2	10,2	11,5	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	0,2	0,1	0,1	0,1	Lainat rahoituslaitoksilta	22,5	21,5	21,3	20,6
Myyntisaamiset	4,4	4,8	5,6	6,3	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	5,4	4,3	4,6	5,1	Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,6	0,6	0,6
Taseen loppusumma	40,5	42,3	45,0	47,4	Lyhytaikaiset velat	7,5	8,5	8,9	9,4
Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS	Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	1,0	1,0	1,0
					Lyhytaikaiset korottomat velat	4,1	7,1	7,5	7,9
					Muut lyhytaikaiset velat	1,6	0,4	0,4	0,4
					Taseen loppusumma	40,5	42,3	45,0	47,4
					Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	4,2	5,3	6,4	7,4	8,7	9,6	10,3	10,5	10,5	9,2	9,4	
+ Kokonaispoistot	2,6	3,9	4,5	5,0	5,1	5,3	5,6	6,0	6,4	6,8	7,0	
- Maksetut verot	-1,2	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,8	-2,0	-2,0	-2,0	-1,7	-1,8	
- 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 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	1,5	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	7,0	7,8	9,4	10,5	11,6	13,1	13,9	14,5	14,9	14,2	14,6	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-4,6	-5,6	-5,6	-5,7	-6,0	-6,2	-7,1	-7,5	-7,7	-7,6	-7,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,4	2,2	3,8	4,8	5,7	6,9	6,8	7,0	7,2	6,5	7,2	
+/- 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	2,4	2,2	3,8	4,8	5,7	6,9	6,8	7,0	7,2	6,5	7,2	165,1
Diskontattu vapaa kassavirta		2,1	3,4	4,0	4,4	5,0	4,6	4,4	4,2	3,6	3,7	83,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	123,1	121,0	117,6	113,6	109,1	104,1	99,5	95,1	90,9	87,3	83,6	
Velaton arvo DCF	123,1											
- Korolliset velat		-22,5										
+ Rahavarat		4,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-1,4										
Oman pääoman arvo DCF	103,6											
Oman pääoman arvo DCF per osake	15,21											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
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)	7,5 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	29,6	33,0	37,0	41,5	46,7
EBITDA	6,3	4,9	6,8	9,3	10,9
EBITDA-marginaali (%)	21,3	14,8	18,5	22,3	23,3
EBIT	1,5	-1,3	4,2	5,3	6,4
Voitto ennen veroja	0,2	-2,5	3,6	4,8	5,9
Nettovoitto	0,0	-2,4	2,9	3,8	4,7
Kertaluontoiset erät	-1,6	-1,6	0,0	-0,3	0,0

Tase	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	40,5	42,3	45,0	47,4
Oma pääoma	9,9	11,7	14,2	16,8
Liikearvo	16,8	18,4	18,4	18,4
Korolliset velat	24,4	22,5	22,3	21,6

Kassavirta	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	4,9	6,8	9,3	10,9
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	1,5	-0,4	-0,2
Operatiivinen kassavirta	5,1	7,0	7,8	9,4
Vapaa kassavirta	7,0	2,4	2,2	3,8

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	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-0,36	0,43	0,56	0,69
EPS oikaistu	-0,12	0,43	0,61	0,69
Operat. kassavirta/osake	0,75	1,02	1,14	1,37
Tasearvo/osake	1,46	1,72	2,08	2,47
Osakekohtainen osinko	0,07	0,20	0,30	0,35
Osinko/tulos (%)	-20	47	54	50
Osinkotuotto-%	0,0	1,3	2,8	2,6

Tunnusluvut	2016	2017e	2018e
P/E (oikaistu)	16,9	18,9	16,6
P/B	4,2	5,5	4,7
P/Liikevaihto	1,3	1,9	1,7
P/Kassavirta	7,0	10,1	8,4
EV/Liikevaihto	1,8	2,3	2,0
EV/EBITDA	9,9	10,4	8,7
EV/EBIT (oikaistu)	16,1	17,1	14,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Tahkola	23,0 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	17,3 %
Markus Tahkola	15,6 %
Suomen Teollisuussijoitus	8,9 %
Mikko Siuruainen	2,4 %
EQ Pohjoismaat Pienyhtiöt	2,4 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.2.2016	Osta	6,80 €	5,00 €
23.3.2016	Osta	6,50 €	4,95 €
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 €	11,49 €

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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

Suositus	Nousuvara 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 sijoittavassa 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, 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/>