

Tarina etenee odotuksien mukaisesti

Tilitoimisto Talenomin eilen julkaisema Q3-liiketoimintakatsaus oli mielestämme isoa kuvaa ajatellen neutraali. Liikevaihto jäi selvästi odotuksista, mutta tämä johtui kausivaihtelun virheellisestä arvioinnista eikä kasvun hidastumisesta. Kannattavuus oli erittäin hyvällä tasolla ja tulos oli hyvä kausiluontoisesti heikolle Q3:lle. Osakkeen arvostustaso on edelleen houkutteleva huomioiden yhtiön vahva kasvu defensiivisellä toimialalla. Toistamme Talenomille tavoitehintamme 13,5 euroa lisää-suosituksella.

Liikevaihdon kasvu oli hyvä, kausiluontoisuuden ennustamisessa haasteita

Talenomin liikevaihto oli Q3:lla 9,3 MEUR, mikä jäi selvästi odotuksista. Kasvu oli kuitenkin hyvällä 12,9 %:n tasolla ja odotettua vaisumman liikevaihdon taustalla oli kausiluontoisuus. Talenom siirtyi raportoimaan kvartaalituloksia vuoden alusta eikä Q3'16-vertailutietoja julkaistu ennen tulosta, minkä takia kausiluontoisuuden voimakkuus oli markkinoille vielä arvoitus. Tämän takia liikevaihtoennusteet olivat harhaanjohtavia, eikä Q3-liikevaihtotasoa voida mielestämme pitää pettymyksenä. Käsityksemme mukaan kasvu tuli edelleen aktiivisella myyntityöllä saaduista uusista asiakkuuksista, eikä tilitoimistomarkkina tarjonnut oleellista vetoapua.

Kannattavuus kehitty odotuksien mukaisesti

Kannattavuus oli ennakoitua alhaisemmasta liikevaihtotasosta huolimatta odotuksia parempi ja käyttökatemarginaali asettui 20,6 %:n tasolle (ennuste 19,5 %). Tämä vahvistaa edelleen näkemystämme siitä, että yhtiö pystyy erinomaiseen kannattavuuden pitkälle automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan ansiosta. Tämä on näkemysmme mukaan suhteellisen kestävä kilpailuetu ja vahvistuu volyymin eli kasvavan liikevaihdon mukana. Poistot olivat kuitenkin odotuksiamme suuremmat, minkä takia 0,8 MEUR:n liikevoitto jäi hieman ennusteestamme. Kertaeristä oikaistu EPS oli 0,07 euroa, kun ennusteemme oli 0,09 euroa (konsensus 0,10 euroa).

Näkymissä ei oleellisia muutoksia, kasvupanostukset kasvussa

Tulevaisuuden kasvua ajatellen nettoinvestoinnit kiihtyivät edelleen Q3:lla ja olivat Q1-Q3'17-jaksolla 5,2 MEUR. Investoinnit jakautuvat ilmeisesti suunnilleen puoliiksi uusasiakashankintaan sekä IT-järjestelmiin, joilla kirjanpidon tuotantolinjan automatisointia lisätään muun muassa robotiikan avulla. Suhtaudumme investointeihin lähtökohtaisesti positiivisesti nykytilanteessa, kunhan asiakashankintoihin liittyvät aktivoinnit heijastuvat myös liikevaihdon kasvuun eikä asiakashankinta muutu kalliimmaksi. Yhtiö toisti odotetusti vuodelle 2017 annetun ohjeistuksen. Olemme tehneet lähivuosien ennusteisiin ainoastaan marginaalisia muutoksia.

Arvostustaso edelleen maltillinen suhteessa tulospotentiaaliin

Osakkeen arvostustaso on korkeahko (2018e P/E alle 17x, EV/EBITDA alle 9x ja osinkotuotto 3,3 %), mutta hyvin perusteltavissa. Talenomilla on vahva asema ja mielestämme selkeä kilpailuetu kasvavalla (2001-2015: CAGR 5,2 %), defensiivisellä ja murroksessa olevalla toimialalla. Odotamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 18 % vuosittain 2017-2020 (osinko CAGR: 25 %), mikä tarjoaa osakkeelle nousuvaraa. Talenom on erittäin hyvin positiioitunut toimialan digitalisaation tuomaan murrokseen. Uskomme yhtiön kuuluvan toimialan voittajiin ja olevan hyvä omistaja-arvon luoja pitkällä aikavälillä.

Analyttikko

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



Suositus

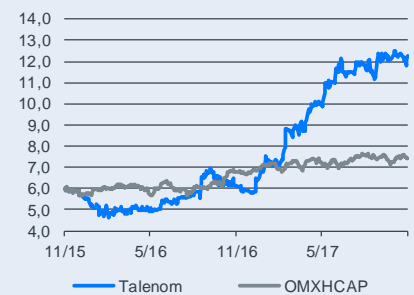
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 13,50 EUR

Edellinen: 13,50



Lähde: Reuters

Eiillisen päätös 11,80 EUR

12 kk vaihteluväli 5,77-12,98 EUR

Potentiaali 14,4 %

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 | 41,6 | 5,3 | 12,7 % | 4,7 | 0,55 | 0,30 | 2,4 | 10,1 | 17,6 | 19,7 | 2,5 % |
| 2018e | 47,0 | 6,5 | 13,9 % | 6,0 | 0,71 | 0,39 | 2,1 | 8,7 | 14,9 | 16,7 | 3,3 % |
| 2019e | 52,9 | 7,5 | 14,1 % | 6,9 | 0,81 | 0,49 | 1,8 | 7,6 | 12,9 | 14,5 | 4,1 % |
| Markkina-arvo, MEUR | | | 80,4 | OPO / osake 2017e, EUR | | | 2,07 | CAGR EPS, 2016-2019, % | | | 24 % |
| Nettovelka 2017e, MEUR | | | 18,1 | P/B 2017e | | | 5,7 | CAGR kasvu, 2016-2019, % | | | 13 % |
| Yritysarvo (EV), MEUR | | | 98,4 | Nettovelkaisuusaste 2017e, % | | | 128,0 % | ROE 2017e, % | | | 29,1 % |
| Taseen koko 2017e, MEUR | | | 45,2 | Omavaraisuusaste 2017e, % | | | 31,3 % | ROCE 2017e, % | | | 14,9 % |

Tuloskehitys jatkaa oikealla uralla

Liikevaihto kasvoi hyvää vauhtia

Talenomin liikevaihto oli Q3:lla 9,3 MEUR, mikä jäi selvästi odotuksista. Kasvu oli kuitenkin hyvällä 12,9 %:n tasolla ja odotettua vaisumman liikevaihdon taustalla oli kausiluontoisuus. Talenom siirtyi raportoimaan kvartaalituloksia vuoden alusta eikä Q3'16-vertailutietoja julkaistu ennen tulosta, minkä takia kausiluontoisuuden voimakkuus oli markkinoille vielä arvoitus. Tämän takia ennakoitua kasvulukemat alla olevassa taulukossa näyttävät hölmöiltä - emme usko konsensuksen odottaneen yli 20 %:n kasvua, vaan arvioineen Q3-vertailutason virheellisesti. Näin ollen Q3-liikevaihtotasoa ei voida mielestämme pitää pettymyksenä.

Käsityksemme mukaan kasvu tuli edelleen aktiivisella myyntityöllä saaduista uusista asiakkuuksista eikä tilitoimistomarkkina tarjonnut oleellista vetoapua. Yhtiö alkoi nostaa kasvupanostuksiaan alkuvuonna, mikä alkaa näkymään nyt kasvavana liikevaihtona.

Kannattavuus hyvällä tasolla

Kannattavuus oli ennakoitua alhaisemmasta liikevaihtotasosta huolimatta odotuksia parempi ja käyttökatemarginaali asettui 20,6 %:n tasolle (ennuste 19,5 %). Tämä on selkeä parannus vertailukaudelta (Q3'16: 17,9 %) ja vahvistaa edelleen näkemystämme siitä, että yhtiö pystyy erinomaiseen kannattavuuden pitkälle automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan ansiosta. Tämä on näkemysmme mukaan suhteellisen kestävä kilpailuetu ja vahvistuu volyymin eli kasvavan liikevaihdon mukana. Lopulta marginaalikehitykseen vaikuttaa kuitenkin voimakkaasti myös yhtiön omat valinnat kasvuhakuisuuden ja kannattavuuden painotuksen välillä.

Poistot olivat kuitenkin odotuksiamme suuremmat, minkä takia 0,8 MEUR:n liikevoitto jäi hieman ennusteestämme. Kertaeristä oikaistu EPS oli 0,07 euroa, kun ennusteemme oli 0,09 euroa (konsensus 0,10 euroa). Tuloskehitys oli mielestämme kokonaisuudessaan odotetun vahvaa, kun huomioimme edellä mainitun kausiluontoisuuden.

| Ennustetaulukko | Q3'16 | Q3'17 | Q3'17e | Q3'17e | Konsensus | | Erotus (%) | 2017e |
|----------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|------|------------------|---------|
| | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin | Ylin | Tot. vs. Inderes | Inderes |
| Liikevaihto | 8,2 | 9,3 | 9,8 | 10,0 | | | -5 % | 41,6 |
| Käyttökate | 1,5 | 1,9 | 1,9 | 2,0 | | | 0 % | 9,7 |
| Liikevoitto | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | | | -15 % | 5,3 |
| EPS (oikaistu) | 0,09 | 0,07 | 0,09 | 0,10 | | | -20 % | 0,60 |
| Liikevaihdon kasvu-% | | 12,9 % | 19,0 % | 21,8 % | | | -6 %-yks. | 12,5 % |
| Käyttökate-% | 17,9 % | 20,6 % | 19,5 % | 19,9 % | | | 1,1 %-yks. | 23,3 % |

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Ennustemuutokset jäivät marginaalisiksi

Ohjeistus ennallaan, näkyvyys hyvä lähivuosille

Yhtiö toisti vuodelle 2017 odotetusti ohjeistuksensa, jossa se arvioi liikevaihdon kasvavan 11,5-13,5 % (2016: +12,0 %) ja käyttökateprosentin olevan 22-24 % (2016: 18,5 %). Vuoden 2017 ennusteemme ovat linjassa ohjeistuksen kanssa: odotamme liikevaihdon kasvavan noin 12,5 % ja käyttökateprosentin olevan noin 23,3 %. Ennusteisiin yltäminen vaatii vahvaa loppuvuotta, mutta edellytykset tähän ovat erittäin vahvat ja yhtiöllä on tässä vaiheessa jo erinomainen näkyvyys.

Olemme tehneet lähivuosien ennusteisiin ainoastaan marginaalisia muutoksia. Olemme hyvin luottavaisia Talenomin lähivuosien tuloskehityksen suhteen yhtiön liikevaihdon ollessa valtaosin jatkuvaa ja kassavirtojen erittäin defensiivisiä. Lopulta suurin epävarmuustekijä ensi vuoden tuloskehityksen suhteen on yhtiön oma strateginen valinta lyhyen tähtäimen kasvun ja kannattavuuden välillä. Tästä saamme lisätietoa, kun yhtiö julkaisee tilinpäätöksensä ja ohjeistaa vuoden 2018 tuloskehitystä.

Investoinnit painavat kassavirtaa

Tulevaisuuden kasvua ajatellen nettoinvestoinnit kiihtyivät edelleen Q3:lla ja olivat Q1-Q3'17-jaksolla 5,2 MEUR. Investoinnit jakautuvat käsityksemme mukaan suunnilleen puoliksi uusasiakashankintaan sekä IT-järjestelmiin, joilla kirjanpidon tuotantolinjan automatisointia lisätään muun muassa robotiikan avulla. Suhtaudumme investointeihin lähtökohtaisesti positiivisesti nykytilanteessa, kunhan asiakashankintoihin liittyvät aktivoinnit heijastuvat myös liikevaihdon kasvuun eikä asiakashankinta muutu kalliimmaksi.

Joka tapauksessa kassavirta jätti Q3:lla toivomisen varaa ja likvidit varat olivat alemmat kuin vertailujaksolla (4,1 MEUR vs. 4,4 MEUR). Toisaalta tämä tarkoittanee kasvun kiihtymistä ensi vuonna. Jos liikevaihdon kasvu ei kiihdy panostuksien tahdissa eli asiakkaiden hankintaan liittyvä suhteellinen kulu kasvaa, olemme huolestuneempia tuloskehityksestä.

| Ennustemuutokset MEUR / EUR | 2017e | | Muutos % | 2018e | | Muutos % | 2019e | | Muutos % |
|--------------------------------|-------|------|-------------|-------|------|-------------|-------|------|-------------|
| | Vanha | Uusi | | Vanha | Uusi | | Vanha | Uusi | |
| Liikevaihto | 41,5 | 41,6 | 0 % | 46,7 | 47,0 | 1 % | 52,5 | 52,9 | 1 % |
| Käyttökate | 9,3 | 9,7 | 5 % | 10,9 | 11,1 | 2 % | 12,3 | 12,6 | 2 % |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 5,6 | 5,6 | -1 % | 6,4 | 6,5 | 2 % | 7,4 | 7,5 | 1 % |
| Liikevoitto | 5,3 | 5,3 | -1 % | 6,4 | 6,5 | 2 % | 7,4 | 7,5 | 1 % |
| Tulos ennen veroja | 4,8 | 4,7 | -1 % | 5,9 | 6,0 | 2 % | 6,9 | 6,9 | 1 % |
| EPS (ilman kertaeriä) | 0,61 | 0,60 | -2 % | 0,69 | 0,71 | 2 % | 0,81 | 0,81 | 1 % |
| Osakekohtainen osinko | 0,30 | 0,30 | -2 % | 0,35 | 0,39 | 12 % | 0,48 | 0,49 | 1 % |

Lähde: Inderes

Arvostus kohtuullinen, tuloskasvu tarjoaa nousuvaraa

Osakkeen arvostustaso on korkeahko (2018e P/E alle 17x, EV/EBITDA alle 9x ja osinkotuotto 3,3 %), mutta hyvin perusteltavissa. Talenomilla on vahva asema ja mielestämme selkeä kilpailuetu kasvavalla (2001-2015: CAGR 5,2 %), defensiivisellä ja murroksessa olevalla toimialalla. Odotamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 18 % vuosittain 2017-2020 (osinko CAGR: 25 %), mikä tarjoaa osakkeelle nousuvaraa. Talenom on erittäin hyvin positioitunut toimialan digitalisaation tuomaan murrokseen. Uskomme yhtiön kuuluvan toimialan voittajiin ja olevan hyvä omistaja-arvon luoja pitkällä aikavälillä.

Mielestämme yhtiön riskit ovat hyvin maltillisia, kun tuotantolinjat on nyt todistanut toimivuutensa. Toimiala itsessään on hyvin defensiivinen ja digitalisaation tuomaan murrokseen Talenom on erittäin hyvin positioitunut. 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 odotuksien kasvaessa myös pettymysten riskit nousevat.

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.

Talenomin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, kysyntä on kirjanpidon lakisääteisyys 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.

| 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 | 2,37 | 10 | 9 | | | 9,1 | | | | | | 4,5 |
| PRGX Global | 7,45 | 143 | 143 | 37,2 | 29,3 | 8,0 | 7,4 | 77,9 | 82,2 | | | 2,8 |
| Paychex | 64,12 | 19821 | 19553 | 18,3 | 17,1 | 16,7 | 15,6 | 28,3 | 26,9 | 2,8 | 3,0 | 12,1 |
| Zalaris | 48,20 | 101 | 115 | 36,8 | 15,2 | 15,4 | 10,2 | 53,6 | 19,8 | 1,7 | 2,9 | 8,0 |
| Affecto | 4,52 | 101 | 104 | 14,8 | 11,5 | 12,9 | 10,4 | 20,5 | 14,1 | 4,4 | 5,3 | 1,5 |
| Innofactor | 1,07 | 40 | 54 | 80,6 | 16,4 | 19,4 | 9,2 | 46,7 | 12,1 | | 0,6 | 1,5 |
| Silli | 11,50 | 82 | 76 | 14,6 | 11,3 | 12,6 | 10,0 | 18,4 | 15,1 | 3,5 | 4,2 | 3,9 |
| Solteq | 1,60 | 30 | 54 | 54,5 | 13,6 | 13,6 | 9,1 | 20,1 | 14,6 | 3,7 | 4,3 | 1,5 |
| Fondia | 11,70 | 45 | 39 | 13,1 | 13,1 | 13,1 | 13,1 | 21,7 | 18,3 | 2,6 | 3,7 | 7,1 |
| Talenom (Inderes) | 11,80 | 80 | 98 | 17,6 | 14,9 | 10,1 | 8,7 | 19,7 | 16,7 | 2,5 | 3,3 | 5,7 |
| Keskiarvo | | | | 33,7 | 15,9 | 14,0 | 10,4 | 35,9 | 25,4 | 3,1 | 3,4 | 4,8 |
| Mediaani | | | | 27,6 | 14,4 | 13,3 | 10,0 | 25,0 | 16,7 | 3,1 | 3,7 | 3,9 |
| Erotus-% vrt. mediaani | | | | -36 % | 4 % | -24 % | -13 % | -21 % | 0 % | -19 % | -10 % | 46 % |

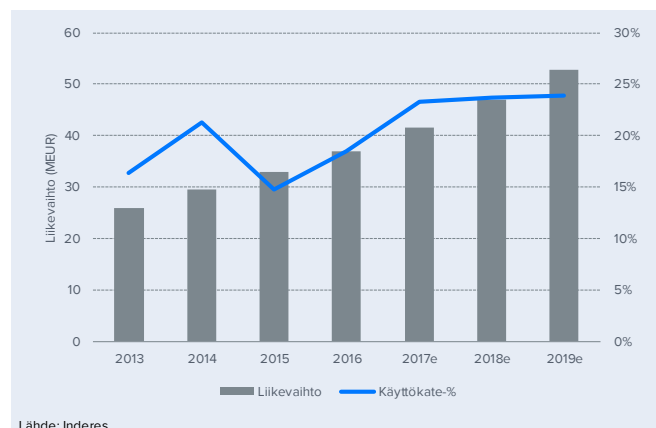
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

| Tuloskehitys kvartaalitasolla | 2015 | Q1'16 | Q2'16 | Q3'16 | Q4'16 | 2016 | Q1'17 | Q2'17 | Q3'17 | Q4'17e | 2017e | 2018e | 2019e |
|------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto | 33,0 | 9,5 | 9,8 | 8,2 | 9,5 | 37,0 | 10,8 | 10,6 | 9,3 | 10,9 | 41,6 | 47,0 | 52,9 |
| Käyttökate | 4,9 | 1,4 | 2,6 | 1,5 | 1,4 | 6,8 | 2,9 | 2,3 | 1,9 | 2,6 | 9,7 | 11,1 | 12,6 |
| Poistot ja arvonalennukset | -6,2 | -0,6 | -0,7 | -0,6 | -0,7 | -2,6 | -1,0 | -1,0 | -1,1 | -1,3 | -4,4 | -4,6 | -5,2 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 0,3 | 0,8 | 1,9 | 0,9 | 0,6 | 4,2 | 1,9 | 1,6 | 0,8 | 1,3 | 5,6 | 6,5 | 7,5 |
| Liikevoitto | -1,3 | 0,8 | 1,9 | 0,9 | 0,6 | 4,2 | 1,9 | 1,3 | 0,8 | 1,3 | 5,3 | 6,5 | 7,5 |
| Nettorahoituskulut | -1,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,6 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,5 | -0,5 | -0,5 |
| Tulos ennen veroja | -2,5 | 0,7 | 1,7 | 0,8 | 0,5 | 3,6 | 1,7 | 1,2 | 0,6 | 1,2 | 4,7 | 6,0 | 6,9 |
| Verot | 0,0 | -0,1 | -0,3 | -0,1 | -0,1 | -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 | 0,0 | 0,0 |
| Nettotulos | -2,4 | 0,5 | 1,4 | 0,6 | 0,4 | 2,9 | 1,4 | 1,0 | 0,5 | 0,9 | 3,8 | 4,8 | 5,5 |
| EPS (oikaistu) | -0,12 | 0,08 | 0,20 | 0,09 | 0,05 | 0,43 | 0,20 | 0,18 | 0,07 | 0,14 | 0,60 | 0,71 | 0,81 |
| EPS (raportoitu) | -0,47 | 0,08 | 0,20 | 0,09 | 0,05 | 0,43 | 0,20 | 0,14 | 0,07 | 0,14 | 0,55 | 0,71 | 0,81 |

| Tunnusluvut | 2015 | Q1'16 | Q2'16 | Q3'16 | Q4'16 | 2016 | Q1'17 | Q2'17 | Q3'17 | Q4'17e | 2017e | 2018e | 2019e |
|--------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|----------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 11,6 % | | | | | 12,0 % | 13,4 % | 9,0 % | 12,9 % | 14,8 % | 12,5 % | 13,0 % | 12,5 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | -90,3 % | | | | | 1265,0 % | 129,9 % | -12,7 % | -9,6 % | 111,7 % | 33,8 % | 17,1 % | 13,9 % |
| Käyttökate-% | 14,8 % | 14,7 % | 26,4 % | 17,9 % | 14,4 % | 18,5 % | 26,5 % | 21,7 % | 20,6 % | 24,1 % | 23,3 % | 23,7 % | 23,9 % |
| Oikaistu liikevoitto-% | 0,9 % | 8,5 % | 19,1 % | 10,9 % | 6,5 % | 11,3 % | 17,2 % | 15,3 % | 8,7 % | 12,0 % | 13,4 % | 13,9 % | 14,1 % |
| Nettotulos-% | -7,4 % | 5,7 % | 14,2 % | 7,4 % | 3,9 % | 7,9 % | 12,7 % | 9,1 % | 5,2 % | 8,6 % | 9,0 % | 10,3 % | 10,5 % |

Lähde: Inderes

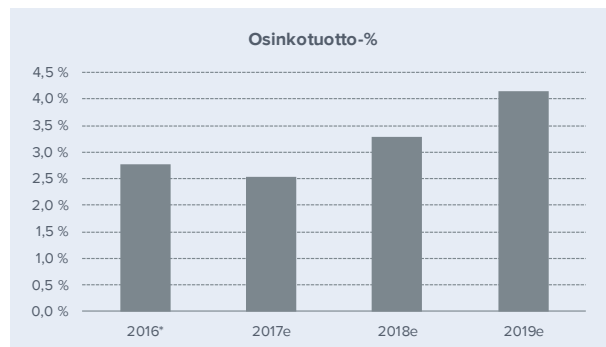
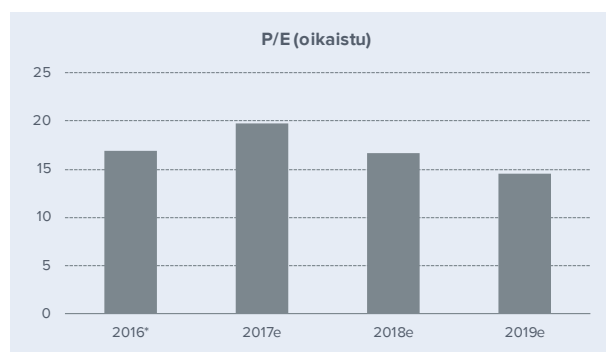
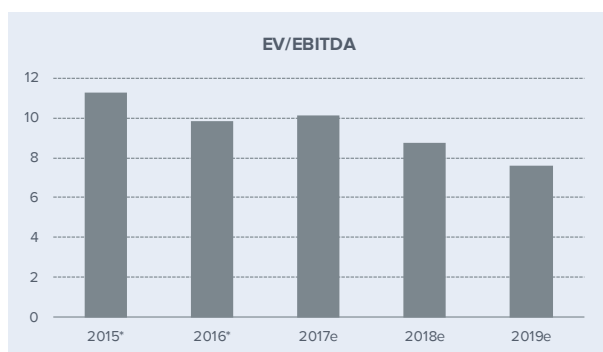


Arvostus

| Arvostustaso | 2012 | 2013 | 2014 | 2015* | 2016* | 2017e | 2018e | 2019e |
|------------------|------|------|------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | | | | 5,26 | 7,20 | 11,80 | 11,80 | 11,80 |
| Markkina-arvo | | | | 35,8 | 49,0 | 80,4 | 80,4 | 80,4 |
| Yritysarvo (EV) | | | | 54,8 | 67,2 | 98,4 | 97,5 | 95,9 |
| P/E (oik.) | | | | neg. | 16,9 | 19,7 | 16,7 | 14,5 |
| P/E | | | | neg. | 16,9 | 21,4 | 16,7 | 14,5 |
| P/Kassavirta | | | | 5 | 20,4 | 42,5 | 23,6 | 17,5 |
| P/B | | | | 3,6 | 4,2 | 5,7 | 4,8 | 4,1 |
| P/S | | | | 1,1 | 1,3 | 1,9 | 1,7 | 1,5 |
| EV/Liikevaihto | | | | 1,7 | 1,8 | 2,4 | 2,1 | 1,8 |
| EV/EBITDA | | | | 11,2 | 9,9 | 10,1 | 8,7 | 7,6 |
| EV/EBIT* | | | | 179,2 | 16,1 | 17,6 | 14,9 | 12,9 |
| Osinko/tulos (%) | | | | -19,5 % | 46,9 % | 54,1 % | 55,0 % | 60,0 % |
| Osinkotuotto-% | | | | 1,3 % | 2,8 % | 2,5 % | 3,3 % | 4,1 % |

Lähde: Inderes

* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla

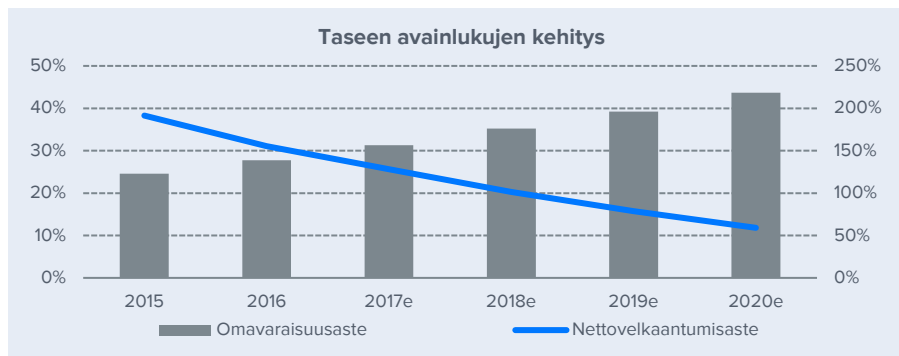


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

| Vastaavaa (MEUR) | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Pysyvät vastaavat | 30,6 | 33,1 | 35,0 | 36,6 |
| Liikearvo | 16,8 | 18,4 | 18,4 | 18,4 |
| Aineettomat oikeudet | 11,4 | 11,5 | 12,9 | 14,4 |
| Käyttöomaisuus | 2,1 | 2,5 | 2,9 | 3,1 |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut sijoitukset | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Muut pitkäaikaiset varat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Laskennalliset verosaamiset | 0,0 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Vaihtuvat vastaavat | 9,9 | 9,2 | 10,2 | 11,6 |
| Varastot | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Myyntisaamiset | 4,4 | 4,8 | 5,6 | 6,3 |
| Likvidit varat | 5,4 | 4,3 | 4,6 | 5,2 |
| Taseen loppusumma | 40,5 | 42,3 | 45,2 | 48,1 |
| Kirjanpitostandardi | FAS | IFRS | IFRS | IFRS |

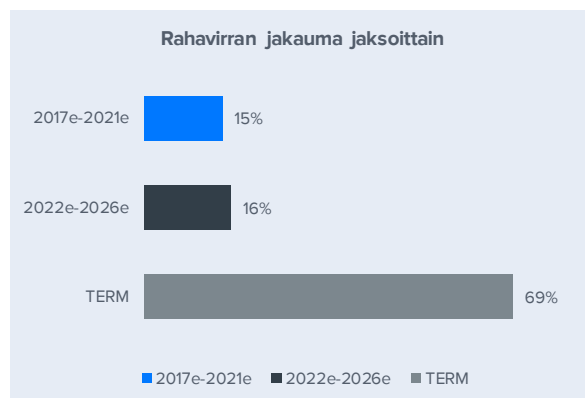
| Vastattavaa (MEUR) | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Oma pääoma | 9,9 | 11,7 | 14,1 | 16,9 |
| Osakepääoma | 14,7 | 13,8 | 13,8 | 13,8 |
| Kertyneet voittovarot | -4,8 | -1,9 | 0,5 | 3,2 |
| Omat osakkeet | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Uudelleenarvostusrahasto | 0,0 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| Muu oma pääoma | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Vähemmistöosuus | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pitkäaikaiset velat | 23,0 | 22,1 | 22,2 | 21,8 |
| Laskennalliset verovelat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Varaukset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 22,5 | 21,5 | 21,6 | 21,2 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Lyhytaikaiset velat | 7,5 | 8,5 | 8,9 | 9,4 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 1,9 | 1,0 | 1,1 | 1,1 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 4,1 | 7,1 | 7,5 | 8,0 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 1,6 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Taseen loppusumma | 40,5 | 42,3 | 45,2 | 48,1 |
| 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 | 6,5 | 7,5 | 8,8 | 9,7 | 10,4 | 10,6 | 10,5 | 9,2 | 9,5 | |
| + Kokonaispoistot | 2,6 | 4,4 | 4,6 | 5,2 | 5,4 | 5,6 | 5,9 | 6,4 | 6,8 | 7,3 | 7,6 | |
| - Maksetut verot | -1,2 | -1,0 | -1,2 | -1,4 | -1,7 | -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 | 8,2 | 9,6 | 10,8 | 12,0 | 13,5 | 14,3 | 14,9 | 15,4 | 14,7 | 15,2 | |
| + 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 | -4,6 | -6,3 | -6,2 | -6,2 | -6,4 | -6,8 | -7,4 | -8,1 | -8,4 | -8,4 | -8,4 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | 2,4 | 1,9 | 3,4 | 4,6 | 5,7 | 6,6 | 6,9 | 6,8 | 7,0 | 6,4 | 6,9 | |
| +/- 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 | 1,9 | 3,4 | 4,6 | 5,7 | 6,6 | 6,9 | 6,8 | 7,0 | 6,4 | 6,9 | 167,1 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | 1,9 | 3,1 | 3,9 | 4,5 | 4,9 | 4,8 | 4,4 | 4,2 | 3,5 | 3,6 | 3,6 | 86,6 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | 125,4 | 123,6 | 120,4 | 116,5 | 112,0 | 107,0 | 102,3 | 97,9 | 93,7 | 90,1 | 86,6 | |
| Velaton arvo DCF | 125,4 | | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -22,5 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | | 4,3 | | | | | | | | | | |
| - Vähemmistöosuus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| - Osinko/pääomapalautus | | -1,4 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | 105,9 | | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | 15,55 | | | | | | | | | | | |

| 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 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|-----------------------|------|------|------|-------|-------|
| Liikevaihto | 29,6 | 33,0 | 37,0 | 41,6 | 47,0 |
| EBITDA | 6,3 | 4,9 | 6,8 | 9,7 | 11,1 |
| EBITDA-marginaali (%) | 21,3 | 14,8 | 18,5 | 23,3 | 23,7 |
| EBIT | 1,5 | -1,3 | 4,2 | 5,3 | 6,5 |
| Voitto ennen veroja | 0,2 | -2,5 | 3,6 | 4,7 | 6,0 |
| Nettovoitto | 0,0 | -2,4 | 2,9 | 3,8 | 4,8 |
| Kertaluontoiset erät | -1,6 | -1,6 | 0,0 | -0,3 | 0,0 |

| Tase | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|-------------------|------|------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 40,5 | 42,3 | 45,2 | 48,1 |
| Oma pääoma | 9,9 | 11,7 | 14,1 | 16,9 |
| Liikearvo | 16,8 | 18,4 | 18,4 | 18,4 |
| Korolliset velat | 24,4 | 22,5 | 22,6 | 22,3 |

| Kassavirta | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|---------------------------|------|------|-------|-------|
| EBITDA | 4,9 | 6,8 | 9,7 | 11,1 |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 0,2 | 1,5 | -0,4 | -0,2 |
| Operatiivinen kassavirta | 5,1 | 7,0 | 8,2 | 9,6 |
| Vapaa kassavirta | 7,0 | 2,4 | 1,9 | 3,4 |

| Yhtiökuvaus |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Talenom on vuonna 1972 perustettu tiitoimisto, joka tarjoaa asiakkailleen laajan valikoiman tiitoimistopalveluja sekä muita sen asiakkaiden liiketoimintaa tukevia asiantuntijapalveluita. Yhtiöllä on omaa ohjelmistokehitystä ja se tarjoaa tiitoimistoasiakkailleen sähköisen taloushallinnon työkaluja. |

| Osakekohtaiset luvut | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|--------------------------|-------|------|-------|-------|
| EPS | -0,36 | 0,43 | 0,55 | 0,71 |
| EPS oikaistu | -0,12 | 0,43 | 0,60 | 0,71 |
| Operat. kassavirta/osake | 0,75 | 1,02 | 1,20 | 1,41 |
| Tasearvo/osake | 1,46 | 1,72 | 2,07 | 2,48 |
| Osakekohtainen osinko | 0,07 | 0,20 | 0,30 | 0,39 |
| Osinko/tulos (%) | -20 | 47 | 54 | 55 |
| Osinkotuotto-% | 0,0 | 1,3 | 2,8 | 2,5 |

| Tunnusluvut | 2016 | 2017e | 2018e |
|--------------------|------|-------|-------|
| P/E (oikaistu) | 16,9 | 19,7 | 16,7 |
| P/B | 4,2 | 5,7 | 4,8 |
| P/Liikevaihto | 1,3 | 1,9 | 1,7 |
| P/Kassavirta | 7,0 | 9,8 | 8,4 |
| EV/Liikevaihto | 1,8 | 2,4 | 2,1 |
| EV/EBITDA | 9,9 | 10,1 | 8,7 |
| EV/EBIT (oikaistu) | 16,1 | 17,6 | 14,9 |

| Suurimmat omistajat | %-osakkeista |
|--------------------------------------|--------------|
| Harri Tahkola | 23,0 % |
| Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera | 17,3 % |
| Markus Tahkola | 15,6 % |
| Suomen Teollisuussijoitus | 8,0 % |
| SR Danske Invest Suomi yhteisöosake | 3,4 % |
| SR Danske Invest Suomen pienyhtiöt | 2,5 % |

Suositushistoria

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 21.11.2015 | Osta | 7,50 € | 6,10 € |
| 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 € | 11,50 € |
| 6.10.2017 | Lisää | 13,50 € | 12,48 € |
| 3.11.2017 | Lisää | 13,50 € | 11,80 € |

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 nousuvaraan 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/>