

Vahva kehitys jatkuu myös lähivuosina

Talenomin eilen julkaisema tilinpäätös oli kokonaisuudessaan vahva. Olemme nostaneet hieman operatiivisen kannattavuusennusteitamme ja toisaalta tehneet rakenteellisia muutoksia ennusteisiin yhtiön siirtyessä IFRS-kirjanpitostandardiin. Tämä parantaa selvästi tuloslukuja, tekee niistä vertailukelpoisia ja selkeyttää yleisesti tuloslaskelmaa. Näkemyksemme mukaan Talenom kuuluu tilitoimistoalan murroksen selkeisiin voittajiin, mihin suhteutettuna arvostustaso on edelleen edullinen. Toistamme osta-suosituksemme ja nostamme tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 8,0 euroa).

Tuotantolinja toimii, toiminta tehostuu ja kannattavuus paranee

Talenomin H2-tulos oli yllätyksetön yhtiön joulukuussa antaman tarkennetun ohjeistuksen takia. Vuonna 2016 Talenomin liikevaihto kasvoi 12 % ja käyttökate kasvoi 55 % marginaalin noustua 20,5 %:n tasolle (2015: 14,6 %). Parannus johtui pääasiassa yhtiön automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan tuomasta tehokkuusparannuksesta. Tämä jatkuu myös ensi vuonna, kuten myös kirjanpidon sähköistyminen ja digitalisointi, ja ne tuottavat etuja myös tulevaisuudessa. Osinkoehdotus oli 0,20 euroa/osake pääomanpalautusta eli noin 50 % oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta. Kassavirta kääntyi positiiviseksi myös investointien jälkeen, mikä vahvisti tasetta. Omavaraisuusaste oli vuoden lopussa 25,1 %, joka on hyvin riittävä taso huomioiden liiketoiminnan vakaat kassavirrat.

Siirtyminen IFRS-kirjanpitoon tukee ja selkeyttää tuloslukuja

Talenom ohjeisti liikevaihdon kasvun jatkuvan vuonna 2017 samalla tasolla kuin vuonna 2016 (12,0 %) ja käyttökateprosentin parantuvan hieman edelliseen vuoteen verrattuna (2016: 20,5 %). Ennustamme nyt liikevaihdon kasvavan 12,3 % (aik. 12,5 %) ja käyttökateprosentin nousevan 21,1 %:n tasolle. Käyttökateennusteemme nousivat 5 %, mikä on puhtaasti operatiivista muutosta. Nousu voimistuu tuloslaskelman alemmilla riveillä yhtiön tulosvivan takia. Tämän lisäksi teimme ennusteisiin kuitenkin merkittäviä rakenteellisia muutoksia, koska yhtiö siirtyi IFRS-kirjanpitoon (aik. FAS) vuoden 2017 alusta. Koska konserniliikearvon poistot (2016: 1,6 MEUR) jäivät samalla pois, nousevat tulosennusteet selvästi. Lopulta esimerkiksi liikevoittoennusteemme nousi 83 %. IFRS:ään siirtyminen tekee Talenomin luvuista huomattavasti selkeämpiä, vertailukelpoisia ja poistaa kirjanpitoon aikaisemmin liittyneet kysymykset mm. aktivointeihin liittyen. Lisäksi IFRS:n mukaiset luvut ovat selvästi houkuttelevampia kuin aikaisemmat. Yhtiö antaa viimeistään Q1-liiketoimintakatsauksen yhteydessä lisätietoja IFRS:n siirtymisen vaikutuksista taloudelliseen informaatioon.

Arvostus edelleen houkutteleva huomioiden vahvat tuloskasvunäkymät

Talenomin pitkän aikavälin ajurit ovat vahvat. Yhtiö kuuluu tilitoimistoalan edelläkävijöihin ja arvioimme yhtiön kuuluvan murroksen voittajiin Suomen fragmentoituneella ja konsolidoituvalla tilitoimistoalalla. Osakkeen arvostustaso on mielestämme edelleen houkutteleva huomioiden yhtiön vahva tuloskasvunäkymä. Vuoden 2017 ennusteilla P/E on noin 16x, EV/EBITDA noin 8x ja osinkotuotto noin 3,1 %. Yhtiö on vahvassa asemassa kasvavalla, mutta hyvin defensiivisellä toimialalla. Odotamme yhtiön tuloskasvun ylittävän lähivuosina 15 %:iin, mikä muodostuu noin 12 %:n liikevaihdon kasvusta ja kannattavuuden skaalautumisesta. Lähivuosina myös kasvupanostukset tulevat kuitenkin olemaan korkeita, mikä painaa marginaaleja.

Analyttikko

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



Suositus

Osta



Edellinen: Osta

Tavoitehintaa 10,00 EUR

Edellinen: 8,00



Lähde: Bloomberg

Eiillisen päätös 8,13 EUR

12 kk vaihteluväli 4,81-8,35 EUR

Potentiaali 23,0 %

Ohjeistus

Liikevaihdon kasvun arvioidaan jatkuvan samalla tasolla kuin vuonna 2016 (12,0%). Käyttökateprosentin liikevaihdosta (2016: 20,5%) odotetaan parantuvan hieman edelliseen vuoteen verrattuna

Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinkotuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	37,0	1,6	4,4 %	1,1	0,10	0,20	1,8	8,9	21,1	22,1	2,8 %
2017e	41,5	4,8	11,6 %	4,2	0,50	0,25	1,8	8,3	15,2	16,4	3,1 %
2018e	46,5	5,4	11,7 %	4,9	0,57	0,29	1,5	7,1	13,1	14,2	3,5 %
2019e	52,1	6,2	12,0 %	5,5	0,65	0,32	1,3	6,3	11,0	12,6	4,0 %
Markkina-arvo, MEUR			55,4	OPO / osake 2017e, EUR			1,78	CAGR EPS, 2016-2019, %			89 %
Nettovelka 2017e, MEUR			17,8	P/B 2017e			4,6	CAGR kasvu, 2016-2019, %			12 %
Yritysarvo (EV), MEUR			73,2	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			146,9 %	ROE 2017e, %			30,4 %
Taseen koko 2017e, MEUR			41,9	Omavaraisuusaste 2017e, %			29,0 %	ROCE 2017e, %			14,4 %

Tuotantolinjan toimivuus vahvistettu

H2-tulos oli tarkennetun ohjeistuksen mukainen

Talenomin H2-liikevaihto oli 17,7 MEUR, mikä tarkoittaa noin 8,8 %:n kasvua vertailukaudesta. Tämä jäi hieman odotuksista. Käyttökate oli 3,3 MEUR, mikä oli linjassa ennusteemme kanssa. Liikevoitto ennen konserniliikearvon poistoa oli 1,1 MEUR (H2'15: -0,7 MEUR) ja raportoitu liikevoitto 0,3 MEUR (H2'15: -1,5 MEUR), mikä jäi hieman odotuksista. Tulosparannus vertailukaudesta on kuitenkin vahva, mikä johtui pääosin uuden skaalautuvan kirjanpitolinjan selvästi aiempaa paremmasta tehokkuudesta. H2-tulos sisälsi noin 0,77 MEUR konserniliikearvon poistoja. Olemme oikaisseet nämä osakekohtaisesta tuloksesta, koska IFRS:n mukaan niitä ei olisi. Oikaistu osakekohtainen tulos oli 0,11 euroa jääden hieman ennusteestamme 0,13 euroa. H2-tulos oli jo pääosin tiedossa, sillä Talenom arvioi joulukuussa 2016 liikevaihdon asettuvan 36,9-37,4 MEUR:n tasolle ja käyttökateen olevan 7,3-7,8 MEUR.

Vuonna 2016 Talenomin liikevaihto kasvoi 12 % ja käyttökate kasvoi 55 % marginaalin noustua 20,5 %:n tasolle (2015: 14,6 %). Parannus johtui pääasiassa yhtiön automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan tuomasta tehokkuusparannuksesta. Tämä jatkuu myös ensi vuonna, kuten myös kirjanpidon sähköistyminen ja digitalisointi. Nämä tekijät tuottavat etuja myös tulevaisuudessa.

Osinkoa nostettiin selvästi, kassavirta vahvistunut

Varojenjakoehdotus oli 0,20 euroa/osake pääomanpalautusta, kun ennusteemme oli 0,10 euroa (2015: 0,07 euroa). Merkittävä nousu ei ole suuri yllätys, sillä yhtiön tase on vahvistunut ja liiketoiminnan rahavirrat ovat vahvoja (2016: 6,8 MEUR). Osinkoehdotus on noin 50 % yhtiön oikaistusta osakokohtaisesta tuloksesta ("IFRS-tulos"), mikä linjaa arviomme mukaan myös tulevia osinkoja (politiikka 30-50 % tuloksesta).

Olemme nostaneet myös tulevien vuosien osinkoennusteet noin 50 %:n tasolle nettotuloksesta. Odottamme tuloskasvun takia myös osinkotuotto nousee koko ajan lähivuosina.

Vuoden lopussa myös investointien jälkeinen rahavirta kääntyi positiiviseksi, kuten yhtiö oli ohjeistanut. H2:lla liiketoiminnan rahavirta oli 3,5 MEUR, investoinnit 3,3 MEUR ja niiden jälkeinen rahavirta 0,2 MEUR. Omavaraisuusaste oli 25,1 % ja nettovelkaantumisaste 187 %. Vaikka luvut vaikuttavat heikoilta, ne ovat tukevia huomioiden liiketoiminnan vakaat kassavirrat, hyvä näkyvyys ja toimialan defensiivisyys.

Strategia edistyy hyvin

Yhtiö ei antanut paljoa uutta tietoa uuden strategian mukaisista lisäarvopalveluista. Toimitusjohtaja Paason mukaan uusien liiketoimintojen myyntityö on käynnistynyt ja ensimmäisten asiakaskokemusten palaute on ollut rohkaiseva. Yhtiö jatkaa aktiivista myyntityötä sekä tuotteiden edelleen kehittämistä ja tulee julkistamaan lisää ratkaisuja vuoden edetessä.

Kokonaisuudessaan yhtiön strategia on edistynyt viime aikoina erittäin hyvin: yhtiö on todistanut uuden kirjanpitolinjan skaalahyödyt, tuonut asiakkailleen uusia palveluita ja franchising-ketju on laajentunut nopeasti. Saman kehityksen odotamme jatkuvan myös tänä vuonna, mikä luo pohjaa tulevaisuuden tuloskasvulle.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H2'15	H2'16	H2'16e	H2'16e	Konsensus		Erutus (%)	2016
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Toteutunut
Liikevaihto	16,3	17,7	17,9				-1 %	37,0
Käyttökate	1,8	3,5	3,3				5 %	7,6
Liikevoitto	-1,5	0,3	0,4				-26 %	1,6
Tulos ennen veroja	-2,0	0,0	0,1				-57 %	1,1
EPS (oikaistu)	-0,16	0,11	0,13				-13 %	0,33
Osinko/osake	0,07	0,20	0,10				100 %	0,20
Liikevaihdon kasvu-%	11,2 %	8,8 %	10,1 %				-1,3 %-yks.	12,0 %
Käyttökate-%	11,1 %	19,6 %	18,3 %				1,2 %-yks.	20,5 %

Lähde: Inderes

Ennusteisiin merkittäviä rakenteellisia muutoksia

Ohjeistus indikoi voimakasta tuloskasvua

Talenom ohjeisti liikevaihdon kasvun jatkuvan vuonna 2017 samalla tasolla kuin vuonna 2016 (12,0 %) ja käyttökateprosentin parantuvan hieman edelliseen vuoteen verrattuna (2016: 20,5 %). Ennustamme nyt liikevaihdon kasvun 12,3 % (aik. 12,5 %) ja käyttökatemarginaalin nousevan 21,1 %:n tasolla. Käyttökate-ennusteemme nousivat 5 %, mikä on puhtaasti operatiivista

muutosta. Nousu voimistuu tuloslaskelman alemmilla riveillä yhtiön tulosvivun takia.

Tämän lisäksi teimme ennusteisiin kuitenkin merkittäviä rakenteellisia muutoksia, koska yhtiö siirtyy IFRS-kirjanpitoon (aik. FAS) vuoden 2017 alusta. Koska konserniliikearvon poistot (2016: 1,6 MEUR) jäävät samalla pois, nousevat tulosennusteet selvästi. Lopulta esimerkiksi liikevoittoennusteemme nousi 83 %.

IFRS:ään siirtyminen tekee Talenomin luvuista huomattavasti selkeämpiä, vertailukelpoisia ja poistaa kirjanpitoon aikaisemmin liittyneet kysymykset mm. aktivointeihin liittyen. Lisäksi IFRS:n mukaiset luvut ovat selvästi houkuttelevampia kuin aikaisemmat. Yhtiö antaa viimeistään Q1-liiketoimintakatsauksen yhteydessä lisätietoja IFRS:n siirtymisen vaikutuksista taloudelliseen informaatioon. Tämä muutos tulee ilmeisesti vaikuttamaan myös taserakenteeseen, mutta vaikutus on rajallinen (muutamia miljoonia euroja) ja tase kestää tämän hyvin. Myös aktivoinnit ja poistot voivat muuttua, mutta merkittävin muutos on käsittääksemme kuitenkin konserniliikearvopoistojen jääminen pois.

Pitkän aikavälin ajurit edelleen erittäin vahvat

Talenomin pitkän aikavälin ajurit ovat vahvat. Yhtiö kuuluu tilitoimistoalan edelläkävijöihin ja arvioimme yhtiön kuuluvan murroksen voittajiin Suomen fragmentoituneella ja konsolidoituvalla tilitoimistoalalla. Talenomin skaalaedut, palvelukeskusmalli, oma sähköinen taloushallinnon järjestelmä, automaation tuoma sisäinen tehokkuus sekä laaja-alaiset

asiantuntijapalvelut antavat mielestämme sille selkeän kilpailuedun. Lisäksi uusi strategia avaa yhtiölle uusia merkittäviä kasvumahdollisuuksia. Yhtiö pyrkii tarjoamaan asiakkailleen palveluita, joilla suuren asiakasryhmän ostovoima yhdistämällä voidaan pk-yrityksille tarjota aikaisemmin suuryrityksille kuuluneita skaalaetuja. Näemme uusissa palveluissa merkittäviä kasvumahdollisuuksia lähivuosien aikana, mutta ennusteissamme näitä on huomioitu erittäin vähän. Odotamme edelleen yhtiöltä lisänäyttöjä strategian toimivuudesta ja tulosvaikutuksesta.

Yleisesti näemme yhtiöllä edelleen merkittäviä mahdollisuuksia parantaa kannattavuutta, kun automatisoidun tuotantolinjan, kirjanpidon sähköistymisen ja digitalisaation tuomat skaalaedut näkyvät yhä voimakkaammin. Lähivuosina marginaaleja painavat kuitenkin suuret kasvupanostukset ja myös merkittävät investoinnit järjestelmään. Talenomilla on kuitenkin hyvät mahdollisuudet nostaa käyttökatemarginaalia vuosittain, ja kysymys on pitkälti strategisista valinnoista.

Ennustemuutokset	2016e	2016	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	37,2	37,0	-1 %	41,8	41,5	-1 %	46,8	46,5	-1 %
Käyttökate	7,5	7,6	1 %	8,3	8,8	5 %	9,8	10,1	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,3	3,2	-4 %	4,3	4,8	13 %	5,4	5,4	1 %
Liikevoitto	1,7	1,6	-6 %	2,6	4,8	83 %	3,7	5,4	45 %
Tulos ennen veroja	1,1	1,1	-4 %	2,0	4,2	107 %	3,2	4,9	53 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,34	0,33	-5 %	0,48	0,50	4 %	0,57	0,57	1 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,20	100 %	0,14	0,25	77 %	0,18	0,29	59 %

Lähde: Inderes

Arvostus edelleen maltillinen huomioiden tulokasvunäkymät

Tulokasvu luo nousuvaraa

Osakkeen arvostustaso on mielestämme edelleen houkutteleva huomioiden yhtiön vahva tulokasvunäkymä. Vuoden 2017 ennusteilla P/E on noin 16x, EV/EBITDA noin 8x ja osinkotuotto noin 3,1 %. Mielestämme yhtiölle voidaan perustella ainakin EV/EBITDA-kerroin 10x tämän vuoden tuloksella. Ensi vuoden vastaavat kertoimet ovat jo hyvin houkuttelevia eli 14x, 7x ja 3,5 %. Myös osinkotuotto alkaa siis olla kohtuullisella tasolla.

Odotamme yhtiön tulokasvun ylittävän lähivuosina 15 %, mikä muodostuu noin 12 %:n liikevaihdon kasvusta ja kannattavuuden paranemisesta skaalautuvuuden ansiosta. Lähivuosina myös kasvupanostukset tulevat kuitenkin olemaan korkeita, mikä painaa marginaaleja. Yhtiö on vahvassa asemassa kasvavalla, mutta hyvin defensiivisellä toimialalla. Lisäksi erityisesti kassavirtojen defensiivisyys nyt, kun liiketoimintamallin toimivuus on mielestämme todistettu, nostavat mielestämme yhtiölle hyväksyttävää arvostusta.

Päällistä kutsuu lähivuosina

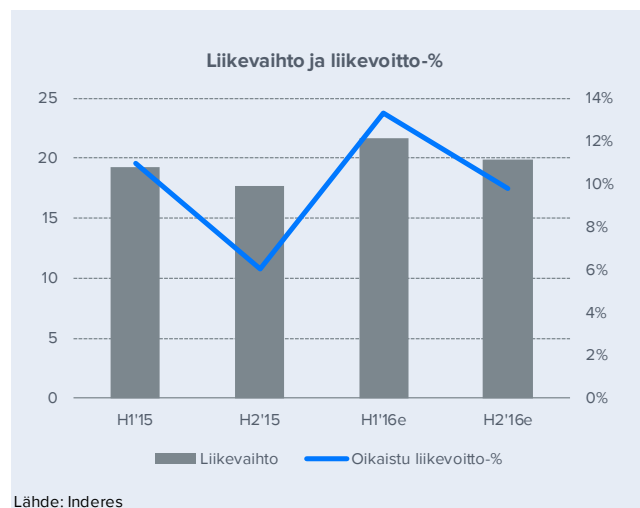
Yhtiö kertoi myös siirtyvänsä IFRS-kirjanpitoon vuoden 2017 alusta osana suunnitelmaa siirtyä pörssin päälliställe vuoteen 2020 mennessä. Emme näe Talenomin siirtymiselle päälliställe mitään estettä myöskään huomattavasti aikaisin, ja mielestämme se voi olla ajankohtaista jo ensi vuonna. Yhtiö alkaa myös julkaista aiempien puolivuotisraporttien lisäksi myös Q1 ja Q3 osavuosisista liiketoimintakatsaukset parantaakseen sijoittajaviestintää. Nämä ovat mielestämme positiivisia askelia sijoittajien kannalta. Päälliställe siirtyminen lisää arviomme mukaan Talenomiin kohdistuvaa kiinnostusta ja tuo likviditeetin mukana yhtiölle uusia potentiaalisia sijoittajia. Tätä ennen piensijoittajien kannattaa mielestämme hyödyntää nykyinen tilanne, jossa rajallinen likviditeetti pitää suuremmat sijoittajat poissa osakkeesta.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	H1'15	H2'15	2016	H1'16e	H2'16e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	33,0	19,3	17,7	37,0	21,6	19,9	41,5	46,5	52,1
Käyttökate	4,9	4,2	3,5	7,6	4,9	3,9	8,8	10,1	10,9
Poistot ja arvonalennukset	-6,2	-2,9	-3,2	-5,9	-2,0	-2,0	-4,0	-4,6	-4,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	2,1	1,1	3,2	2,9	1,9	4,8	5,4	6,2
Liikevoitto	-1,3	1,3	0,3	1,6	2,9	1,9	4,8	5,4	6,2
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7
Tulos ennen veroja	-2,5	1,0	0,0	1,1	2,6	1,6	4,2	4,9	5,5
Verot	0,0	-0,4	-0,1	-0,4	-0,5	-0,3	-0,8	-1,0	-1,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-2,4	0,7	0,0	0,7	2,1	1,3	3,4	3,9	4,4
EPS (oikaistu)	-0,12	0,22	0,11	0,33	0,30	0,19	0,50	0,57	0,65
EPS (raportoitu)	-0,47	6,70	-0,26	0,10	0,30	0,19	0,50	0,57	0,65

Tunnusluvut	2015	H1'15	H2'15	2016	H1'16e	H2'16e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	11,6 %	15,2 %	8,8 %	12,0 %	12,2 %	12,4 %	12,3 %	12,0 %	12,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-90,3 %	105,0 %	-247,3 %	939,9 %	36,0 %	82,4 %	51,6 %	12,7 %	14,9 %
<i>Käyttökate-%</i>	14,8 %	21,9 %	19,6 %	20,5 %	22,4 %	19,7 %	21,1 %	21,7 %	20,9 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	0,9 %	11,0 %	6,0 %	8,6 %	13,3 %	9,8 %	11,6 %	11,7 %	12,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	-7,4 %	3,5 %	-0,1 %	1,8 %	9,5 %	6,6 %	8,1 %	8,4 %	8,5 %

Lähde: Inderes



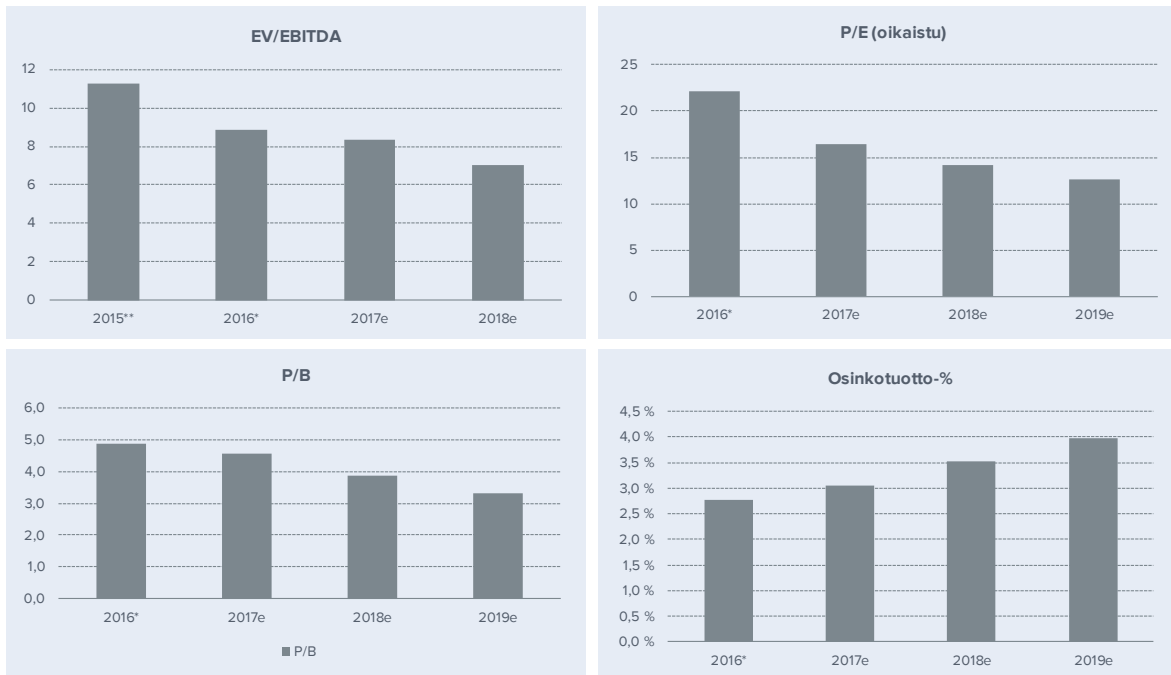
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015**	2016*	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi				5,26	7,20	8,13	8,13	8,13
Markkina-arvo				35,8	49,0	55,4	55,4	55,4
Yritysarvo (EV)				54,8	67,2	73,2	71,1	68,7
P/E (oik.)				neg.	22,1	16,4	14,2	12,6
P/E				neg.	75,2	16,4	14,2	12,6
P/Kassavirta				5	27,8	25,1	13,0	11,3
P/B				3,6	4,9	4,6	3,9	3,3
P/S				1,1	1,3	1,3	1,2	1,1
EV/Liikevaihto				1,7	1,8	1,8	1,5	1,3
EV/EBITDA				11,2	8,9	8,3	7,1	6,3
EV/EBIT*				179,2	21,1	15,2	13,1	11,0
Osinko/tulos (%)				-19,5 %	209,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%				1,3 %	2,8 %	3,1 %	3,5 %	4,0 %

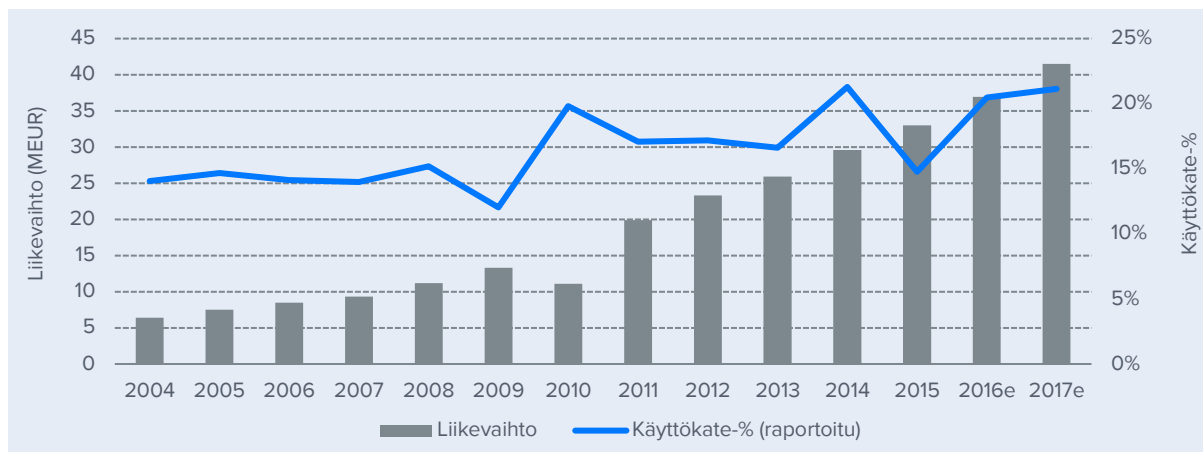
Lähde: Inderes

* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla

** Vuoden 2014 osakekurssi asetettu 2015 tasolle



Pitkän aikavälin tulostrendi



Tase ja kassavirtalaskelma

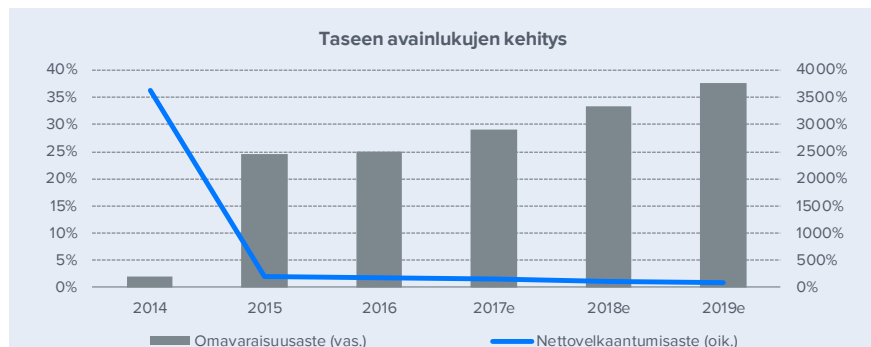
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	30,6	30,9	31,6	31,7
Liikearvo	16,8	15,7	15,7	15,7
Aineettomat oikeudet*	11,4	12,6	13,2	13,1
Käyttöomaisuus	2,1	2,3	2,5	2,7
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	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	9,9	9,6	10,3	11,5
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	4,4	5,2	5,6	6,3
Likvidit varat	5,4	4,3	4,6	5,1
Taseen loppusumma	40,5	40,5	41,9	43,2

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	9,9	10,1	12,1	14,3
Osakepääoma	14,7	14,2	14,2	14,2
Kertyneet voittovarot	-4,8	-4,1	-2,1	0,1
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	23,0	21,9	21,1	19,6
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	20,7	19,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,4	0,4	0,4
Lyhytaikaiset velat	7,5	8,5	8,7	9,3
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	1,0	1,6	1,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,1	5,9	5,4	6,0
Muut lyhytaikaiset velat	1,6	1,7	1,7	1,7
Taseen loppusumma	40,5	40,5	41,9	43,2

* Sisälsi vuonna 2015:

- Aktivoituja omien ohjelmistojen kehityskuluja 5,4 MEUR
- Aktivotuja kasvun kuluja 4,9 MEUR

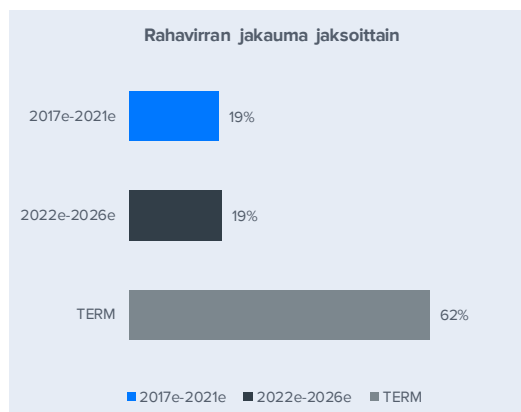


DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	1,6	4,8	5,4	6,2	7,1	7,6	7,5	7,7	7,8	8,1	8,5	
+ Kokonaispoistot	5,9	4,0	4,6	4,7	4,7	4,8	4,8	4,8	4,2	3,8	3,6	
- Maksetut verot	-0,4	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-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	1,1	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	8,1	6,9	9,0	9,6	10,4	10,8	10,8	10,9	10,4	10,3	10,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-6,2	-4,7	-4,7	-4,7	-4,9	-5,0	-4,7	-3,1	-3,2	-3,2	-3,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,8	2,2	4,3	4,9	5,4	5,8	6,1	7,8	7,2	7,1	7,0	
+/- 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	1,8	2,2	4,3	4,9	5,4	5,8	6,1	7,8	7,2	7,1	7,0	137,9
Diskontattu vapaa kassavirta	2,0	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8	3,6	4,3	3,6	3,2	2,9	57,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	92,0	90,0	86,4	82,6	78,8	75,0	71,4	67,1	63,5	60,3	57,4	
Velaton arvo DCF	92,0											
- Korolliset velat	-22,5											
+ Rahavarat	4,3											
- Vähemmistöosuus	0,0											
- Osinko/pääomapalautus	0,0											
Oman pääoman arvo DCF	73,9											
Oman pääoman arvo DCF per osake	10,84											

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,3 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	29,6	33,0	37,0	41,5	46,5
EBITDA	6,3	4,9	7,6	8,8	10,1
EBITDA-marginaali (%)	21,3	14,8	20,5	21,1	21,7
EBIT	1,5	-1,3	1,6	4,8	5,4
Voitto ennen veroja	0,2	-2,5	1,1	4,2	4,9
Nettovoitto	0,0	-2,4	0,7	3,4	3,9
Kertaluontoiset erät	-1,6	-1,6	-1,6	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	40,5	40,5	41,9	43,2
Oma pääoma	9,9	10,1	12,1	14,3
Liikearvo	16,8	15,7	15,7	15,7
Korolliset velat	24,4	22,5	22,4	20,8

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

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	0,10	0,50	0,57
EPS oikaistu	-0,12	0,33	0,50	0,57
Operat. kassavirta/osake	0,75	1,19	1,02	1,31
Tasearvo/osake	1,46	1,48	1,78	2,11
Osakekohtainen osinko	0,07	0,20	0,25	0,29
Osinko/tulos (%)	-20	209	50	50
Osinkotuotto-%	0,0	1,3	2,8	3,1

Tunnusluvut	2016	2017e	2018e
P/E (oikaistu)	22,1	16,4	14,2
P/B	4,9	4,6	3,9
P/Liikevaihto	1,3	1,3	1,2
P/Kassavirta	6,0	8,0	6,2
EV/Liikevaihto	1,8	1,8	1,5
EV/EBITDA	8,9	8,3	7,1
EV/EBIT (oikaistu)	21,1	15,2	13,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Tahkola	22,9 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	17,3 %
Suomen Teollisuussijoitus	17,3 %
Markus Tahkola	16,7 %
Mikko Siuruainen	2,4 %
Keskinäinen Työeläkeyhtiö Varma	2,1 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

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 €

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 suosituksin 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/>