

Tukipalvelut kasvattavat tulospotentiaalia

Toistamme Talenomille osta-suosituksen ja nostamme Talenomin tavoitehinnan 10,5 euroon (aik. 10,0 euroa). Olemme nostaneet lähivuosien ennusteita noin 5-15 % ja osakkeen arvostustaso on mielestämme edelleen maltillinen suhteessa vahvoihin tuloskasvunäkymiin. Lisäksi tarkastelimme laajasti uudistetun strategian mukaisia yrittäjän tukipalveluita, joissa näemme huomattavaa kasvu- ja tulospotentiaalia Talenomille lähivuosina. Odotamme yhtiöltä kuitenkin näyttöjä tukipalveluiden menestyksestä ennen kuin huomioimme ne näkemyksessämme osakkeesta.

Tukipalvelut avaavat huomattavan mahdollisuuden

Talenomin asiakkaiden vuosittaiset ostot ovat yhtiön mukaan noin kolme miljardia euroa. Asiakasjoukon kysynnän yhdistämisen tuoman suuren volyymin tarjoamasta skaalaedusta johtuen Talenom voi tarjota nykyistä jakelukanavaa hyödyntäen näitä palveluita jatkossa myös pienyrityksille. Käytännössä Talenom pyrkii keskittämään asiakaskuntansa ostoja valitsemilleen kumppaneille (esimerkiksi Gigantti), antamaan skaalaetuja asiakkaille ja ottamaan oman osuutensa välistä. Ajatus on mielestämme yksinkertainen, mutta erittäin hyvä. Kirjapitäjä on monille pk-yrityksille tärkeä osa yhtiön hallintoa ja asiakassuhteet ovat monesti tiiviitä. Näin ollen pohja menestyvälle konseptille on mielestämme hyvä, vaikka nyt ollaan toki vasta alussa.

Asiakaskohtainen myynti voi nousta huomattavasti

Tukipalvelut antavat mielestämme erityisesti mahdollisuuden kasvattaa asiakaskohtaista myyntiä. Oletamme laskelmissamme, että Talenomilla oli vuonna 2016 noin 7020 asiakasta, joiden keskiostos oli 5265 euroa/vuosi. Varsinaisten tilitoimistopalveluiden tuoman liikevaihdon arvioimme olevan noin 5000 euroa vuodessa ja loput tulevat neuvonantopalveluista (kuten veroneuvonta). Uusien tukipalveluiden lähivuosina tuoma myynti tulisi näiden päälle, ja voisi nostaa merkittävästi keskiostosta. Odotamme tukipalveluiden myynnin käynnistyvän kunnolla vuonna 2018, jolloin odotamme myynnin nousevan noin 2,5 MEUR:n tasolle. Tämäkin olisi vain noin 292 euroa asiakasta kohden, joten jos 29 % asiakkaista käyttäisi tukipalveluihin 1000 euroa vuodessa, olisi luku jo ”täynnä”. Kuitenkin tämä tarkoittaisi yli 5 %:n kasvua asiakaskohtaisessa myynnissä verrattuna 2016 arvioituun tasoon. Mahdollisuudet ovat mielestämme huomattavasti suurempia pidemmällä aikavälillä.

Tarkistimme ennusteita ylöspäin, arvostus edelleen houkutteleva

Olemme tarkistaneet lähivuosien aikaisemmin varovaisia ennusteita ylöspäin 5-15 %, kun luottamuksemme tuloskehitykseen on edelleen vahvistunut. Arviomme mukaan yhtiö pystyy kasvattamaan liikevaihtoaan suhteellisen kivuttomasti nykyistä noin 12 %:n vauhtia yhtiön vahvojen kilpailualueiden ansiosta. Kasvu tuo mukanaan kannattavuuden skaalautumisen, minkä suhteen olemme kuitenkin edelleen hyvin varovaisia yhä suurien kasvu- ja T&K-panostuksien takia. Odotamme käyttökatemarginaalin tasaantuvan lähivuosina noin 22 %:n tasolle. Talenomin automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan ja palvelukeskusmallin tuomat skaalaedut vain vahvistuvat yhtiön kokoluokan kasvaessa, minkä takia kannattavuusparannukselle on hyvät edellytykset. Mielestämme yhtiölle voidaan perustella 2017e P/E-kerroin 20x ja EV/EBITDA-kerroin 10x. Nämä ovat vielä suhteellisen maltillisia huomioiden vahvat tuloskasvunäkymät ja defensiiviset kassavirrat. Kertoimet kuitenkin vaativat vahvan tuloskasvun jatkumista.

Analytikko

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



Suositus

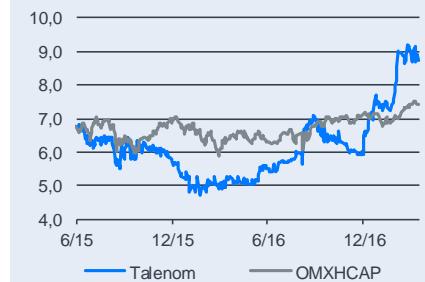
Osta



Edellinen: Osta

Tavoitehinta 10,50 EUR

Edellinen: 10,00



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 8,72 EUR

12 kk vaihteluväli 5,04-9,54 EUR

Potentiaali 20,4 %

Ohjeistus

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

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	1,6	4,4 %	1,1	0,10	0,20	1,8	8,9	21,1	22,1	2,8 %
2017e	41,5	5,0	12,0 %	4,4	0,52	0,26	1,8	8,6	15,3	16,7	3,0 %
2018e	46,5	5,7	12,2 %	5,2	0,61	0,30	1,6	7,2	13,1	14,4	3,5 %
2019e	52,1	6,8	13,1 %	6,3	0,74	0,37	1,4	6,2	10,5	11,8	4,2 %
Markkina-arvo, MEUR			59,4	OPO / osake 2017e, EUR			1,80	CAGR EPS, 2016-2019, %			98 %
Nettovelka 2017e, MEUR			17,2	P/B 2017e			4,8	CAGR kasvu, 2016-2019, %			12 %
Yritysarvo (EV), MEUR			76,6	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			140,0 %	ROE 2017e, %			31,7 %
Taseen koko 2017e, MEUR			41,9	Omavaraisuusaste 2017e, %			29,4 %	ROCE 2017e, %			15,0 %

Tukipalvelut avaavat huomattavan mahdollisuuden

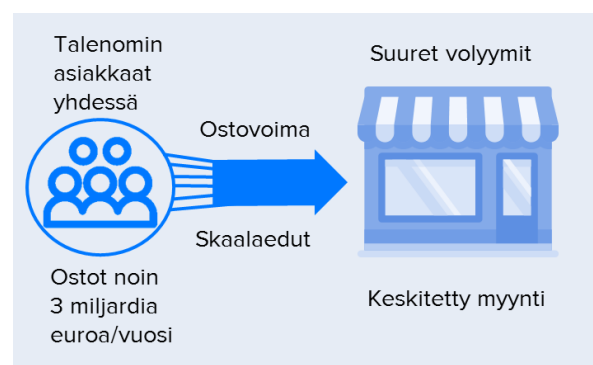
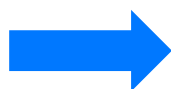
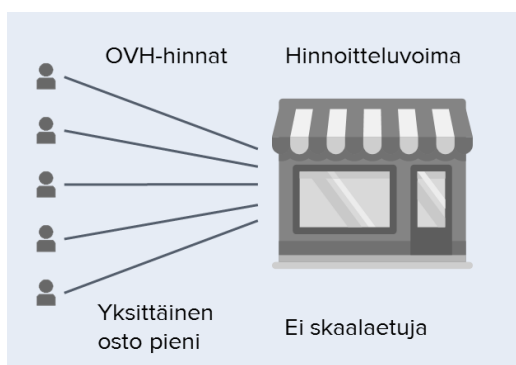
Asiakaskohtainen myynti voi nousta huomattavasti

Talenomin tilitoimistopalveluihin liittyvä kysyntä on valtaosin jatkuvaa ja myös sen kasvu on suhteellisen hyvin ennustettavissa. Tästä osoituksena on yhtiön vahva pitkän aikavälin track-record. Samaan kategoriaan laskemme myös neuvontapalvelut, joiden osuuden odotamme kasvavan hiljalleen. Toisaalta yhtiön uuteen strategiaan liittyvä yrittäjän arjen tukipalveluiden kontribuutio voi olla todella merkittävä, mutta siihen liittyy toistaiseksi myös huomattavaa epävarmuutta. Koska yhtiöllä ei ole näyttöjä uuden strategian mukaisien tukipalveluiden myynnistä, olemme toistaiseksi jättäneet ne valtaosin omien ennusteidemme ulkopuolelle. Pyrimme tässä kuitenkin avaamaan tukipalveluiden potentiaalia.

Tukipalveluiden mahdollista vaikutusta on mielestämme helpointa hahmottaa Talenomin asiakasmäärän ja asiakkaiden keskimääräisten ostoksien kautta. Yhtiö ei ole julkistanut asiakasmääriä viime vuosina, mutta arviomme mukaan asiakkaiden keskiostos on noussut viime vuonna noin 5200-5300 euron vuositasolla. Silloin vuoden 2016 liikevaihto 37,0 MEUR tarkoittaisi, että Talenomilla oli reilut 7000 asiakasta. Näin ollen viime vuosien liikevaihdon kasvu on tullut valtaosin asiakasmäärän kasvulla. Ennuste on karu, mutta se on arviomme mukaan riittävän tarkka kokonaisuuden arviointia varten. Tällä hetkellä noin 5265 euron keskiostos sisältää valtaosin arviomme mukaan tilitoimistopalveluita (90-95 %) eli kirjanpitoa sekä hieman neuvontapalveluita (5-10 %) eli asiantuntijapalveluita kuten veroneuvontaa. Uusien tukipalveluiden tuoma myynti tulisi näiden palveluiden päälle, ja voisi nostaa merkittävästi asiakkaan keskiostosta huomioiden palveluiden sisältö.

Logiikka tukipalveluiden taustalla

Talenom sai kesällä 2016 päätökseen uuden viiden vuoden strategian, jonka ytimessä on palvelutarjonnan laajentaminen selvästi nykyisistä kirjanpito- ja konsultaatiopalveluista. Talenom aikoo täyttää asiakkaidensa tarpeita taloushallintopalveluiden lisäksi myös muissa hallinto- ja tukipalveluissa, sekä laajentamalla omaa tarjontaansa että yhteistyökumppaniverkoston kautta. Valtaosa palveluista tullaan tuottamaan kumppaneiden kautta, jossa Talenom toimii asiakkaan suuntaan palvelun jakelukanavana. Näin toteutettavilla toimitusketjuilla yhtiö pystyy varmistamaan skaalautuvuuden, mikä mahdollistaa nopean kasvun.



Talenomin asiakkaiden vuosittaiset ostot ovat yhtiön mukaan noin kolme miljardia euroa vuodessa. Asiakasjoukon kysynnän yhdistämisen tuoman suuren volyymin tarjoamasta skaalaedusta johtuen Talenom voi tarjota nykyistä jakelukanavaa hyödyntäen näitä palveluita jatkossa myös pienyrityksille. Käytännössä Talenom pyrkii keskittämään asiakaskuntansa ostoja valitsemilleen kumppaneille, antamaan skaalaetuja asiakkaille ja ottamaan osuutensa välistä. Ajatus on mielestämme yksinkertainen, mutta erittäin hyvä. Kirjapitäjä on monille pk-yrityksille tärkeä osa yhtiön hallintoa ja asiakassuhteet ovat monesti tiiviitä. Jos Talenom pystyy tarjoamaan yrittäjälle sen kaipaamia tuotteita ja palveluita skaalaetujen ansiosta muita edullisempaan hintaan, on pohja strategian toimivuudelle vahva.

Monet isot organisaatiot haluaisivat myydä myös pienille yrityksille tuotteitaan ja palveluitaan, mutta myynnin kustannus suhteessa kaupan kokoon on liian suuri. Samaan aikaan pienet yritykset maksavat ostoksistaan normaalia hintaa, koska käänteisesti ostoksen koko on pieni eikä neuvotteluvoimaa ole. Talenomin tarkoitus on yhdistää nämä asiat tuomalla yhteistyökumppaneille merkittäviä volyymeja ja asiakkaille taloudellisia hyötyjä. Potentiaali Talenomille on erittäin merkittävä ja uuden strategian onnistuessa yhtiöstä voi tulla yrittäjien tavara- ja palvelutalo.

Tukipalvelutarjonta

Talenom on jakanut tukipalvelunsa ICT, henkilöstö ja vaihdopalvelut kategorioihin. Ohessa lyhyesti eri palveluiden perusajatus:

- ICT: Yritys voi ostaa käyttövalmiin työaseman ylläpitoineen tai ylläpidon olemassa olevaan työasemaan. ICT-palvelu pitää huolen, että laite on aina käytettävissä työnteekoon.
- Henkilöstöpalvelussa tarjotaan tarvittava työvoima ja osaaminen pk-yrityksen toistuvien hallinnollisten rutiinien hoitamiseen. Palvelussa resursoitava työ voi liittyä joko asiakasyrityksen sisäisiin taloushallinnon rutiineihin tai muihin liiketoiminnan rutiineihin.
- Vaihdopalvelut ovat ratkaisu yritykselle, joka haluaa asiakaspalvelunsa olevan tavoitettavissa nykyvaatimusten mukaisesti. Vaihdopalvelun avulla yritys on tavoitettavissa oikealla hetkellä.

Myynnillisesti todennäköisesti merkittävin tukipalveluiden alle kuuluva yhteistyösopimus Talenomilla on Gigantin kanssa. Talenom jälleenmyy omissa jakelukanavissaan pk-yrityksille suunnattuja tuotteita ”poikkeuksellisen kustannustehokkain hinnoin”. Yhteistyö Gigantin kanssa on yksi Talenomien uuden strategian mukaisista toimista ja ensimmäinen laajoja tavaravirtoja koskeva liiketoiminta-avaus. Giganti on Suomen suurin kodinkoneiden ja -elektroniikan jälleenmyyjä (liikevaihto 492 MEUR), jonka palveluksessa työskentelee yli tuhat henkilöä myymälöissä, yritysmyyntissä, verkkokaupassa sekä asiakaspalvelussa.

Lisäksi huomattava mahdollisuus piilee mielestämme Talenomien SaaS-ratkaisuna (Software as a Service) asiakkailleen tarjoamissa kahdessa uudessa taloushallinnon järjestelmässä, jotka ovat Talenom Pro ja Business Intelligence. Talenom Pro on tarkoitettu tuoda asiakkaiden saataville H1'17:lla, mutta Business Intelligence-ratkaisu on jo asiakkaiden saataville. Talenom Pro-palvelun kautta Talenom tarjoaa asiakkailleen toiminnanohjausjärjestelmää (ERP) yhdistettynä tehokkaaseen kirjanpitojärjestelmään. SaaS-mallilla käyttöönotto on kevyempää ja kustannukset saadaan painettua alas, kun palvelu hyödyntää asiakkaidensa yhdistettyä ostovoimaa. Talenom Business Intelligence on Talenomien ja asiakkaiden omia tietokantoja yhdistelevä big data-ratkaisu pk-yrityksien kasvaviin tiedonhallintatarpeisiin.

Merkittävää potentiaalia on toki myös henkilöstöpalveluissa sekä vaihdopalveluissa. Näiden uskomme soveltuvan hyvin pienille yhtiöille (työllistävät <10 henkilöä) ja joustaviin työvoimatarpeisiin. Lisäksi Talenom on tehnyt sopimuksen myyntiyhteistyöstä henkivakuutusosakeyhtiö Mandatum Lifen kanssa, mitä kautta tarjontaa laajennetaan vakuutuksien puolelle.

Tukipalveluiden ansaintapotentiali

Mahdollisuus saada suurempi osuus rahavirroista

Oletamme laskelmissamme, että Talenomilla oli vuonna 2016 7020 asiakasta, joiden keskiostos oli 5265 euroa/vuosi. Tämä jakautui mallissamme 95 %:sti tilitoimistopalveluihin ja 5 %:n osuudella neuvonantopalveluihin. Varsinaisten tilitoimistopalveluiden tuoman liikevaihdon odotamme siis olevan noin 5000 euroa vuodessa, mikä on mielestämme perustellulla tasolla. Yhtiö ei ole paljastanut asiakasmäärää tai liikevaihdon jakaumaa, mutta uskomme arviomme olevan riittävän tarkka kokonaisuuden arviointia varten. Uusien tukipalveluiden lähivuosina tuoma myynti tulisi näiden palveluiden päälle, ja voisi nostaa merkittävästi keskiostosta huomioiden palveluiden sisältö.

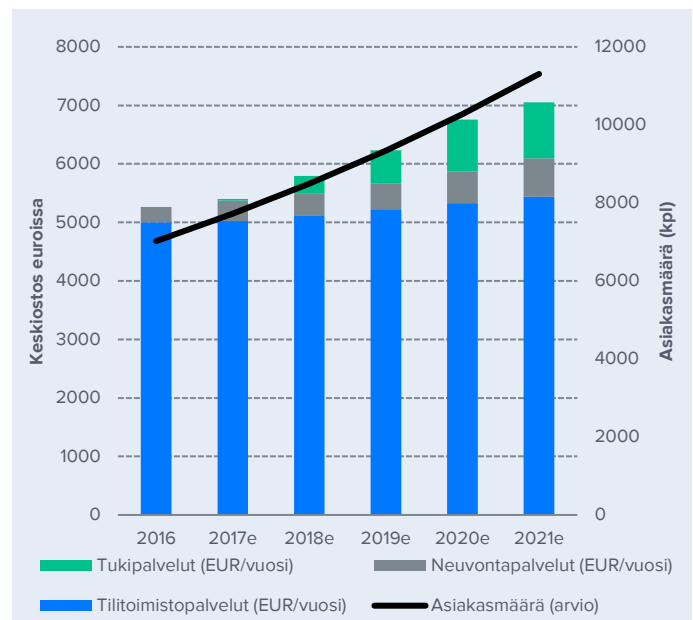
Tukipalveluiden myynnistä Talenomilla ei ole toistaiseksi näyttöä, mutta liiketoimintamallin mukana tuleva asiakasvastaava sekä järjestelmät tarjoavat valmiin myyntikanavan. Huomioiden yhtiön tarjonta, on kuitenkin mielestämme helppo nähdä tukipalveluiden suuri potentiaali. Esimerkiksi Gigantin kautta Talenom pystynee tarjoamaan tietokoneita, älypuhelimia ja muuta elektroniikkaa asiakkailleen hyvin kilpailukykyiseen hintaan. Näihin hankintoihin yhtiöillä kuluu vuosittain merkittäviä summia, joten pieninkin osan hankinnoista suuntautuessa tähän kanavaan, voi keskiostos nousta huomattavasti. Tässä vaiheessa palvelutarjontaa kehitetään ja ajetaan sisään yhtiön prosesseihin, joten tänä vuonna odotamme kehityksen olevan vielä hidasta. Odotamme tukipalveluiden myynnin jäävän vuonna 2017 vielä merkityksättömän pieniksi. Vuonna 2018 tukipalveluiden

Tukipalveluiden lisäksi myös neuvonantopalveluihin on tehty merkittäviä panostuksia

Talenomin asiantuntijayksikkö tarjoaa pk-yrityksille laajasti juridiikkaan, verotukseen sekä talouteen liittyviä neuvonantopalveluita. Viime vuosina neuvonantopalveluiden osuus liikevaihdosta on vielä käsityksemme mukaan jäänyt noin 5 %:n tasolle liikevaihdosta, mutta helmikuussa Talenom kertoi kaksinkertaistavansa asiantuntijoiden määrän ja lanseerasi verkkoajanvarauksen palveluille. Verkkoajanvarauksen myötä Talenomien omien asiantuntijoiden lisäksi myös ulkopuoliset asiantuntijat voivat ryhtyä Talenomien asiantuntijakumppaniksi. Helmikuussa verkkoajanvarauksen kautta palveluita on mahdollista varata 32 asiantuntijalle, joista 18 on Talenomien kanssa sopimuksen tehneitä yhtiön ulkopuolisia asiantuntijoita. Tämä on tapa kasvattaa potentiaalia ilman, että Talenom itse kasvattaa kiinteitä kulujaan. Samalla tämä mahdollistaa neuvonantopalveluiden tarjoamisen myös pk-yrityksille, jotka eivät vielä ole Talenomien kanssa asiakassuhteessa.

Uusien asiantuntijoiden myötä Talenomien neuvonanto laajentuu käsittämään jatkossa juridiikan, verotuksen ja talouden lisäksi myös kansainvälistymisen, julkisen rahoituksen, riskienhallinnan, liiketoiminnan kehityksen ja johtamisen sekä henkilöstöhallinnon neuvonantopalvelut. Tämä tarjoaa jälleen uusia kasvumahdollisuuksia. Pidämme mahdollisena, että tulevaisuudessa julkistetaan uusia, suurempia yhteistyökumppaneita myös palvelutarjoajina.

myynnin pitäisi mielestämme lähteä kunnolla käyntiin ja odotamme myynnin nousevan kokonaisuudessaan noin 2,5 MEUR:n tasolle. Tämäkin on kuitenkin vain noin 292 euroa asiakasta kohden, joten jos 29 % asiakkaista käyttäisi tukipalveluiden 1000 euroa vuodessa, olisi luku jo ”täynnä”. Tämä kuitenkin tarkoittaisi jo yli 5 %:n kasvua asiakaskohtaisessa myynnissä verrattuna vuoden 2016 arvioituun tasoon, mikä kuvastaa suurta potentiaalia.



Skenaarioanalyysi vaikutuksista Talenomiin

Olemme laskeneet tukipalveluiden potentiaalia kuvaamaan kolme eri skenaariota, joilla pyrimme havainnollistamaan tukipalveluiden potentiaalia. Seuraavassa taulukossa olemme esittäneet tärkeimmät oletukset laskelmien taustalla. Muutoksia olemme tehneet yksinkertaisuuden vuoksi ainoastaan keskiostoksessa, minkä kautta potentiaalia voi hahmottaa.

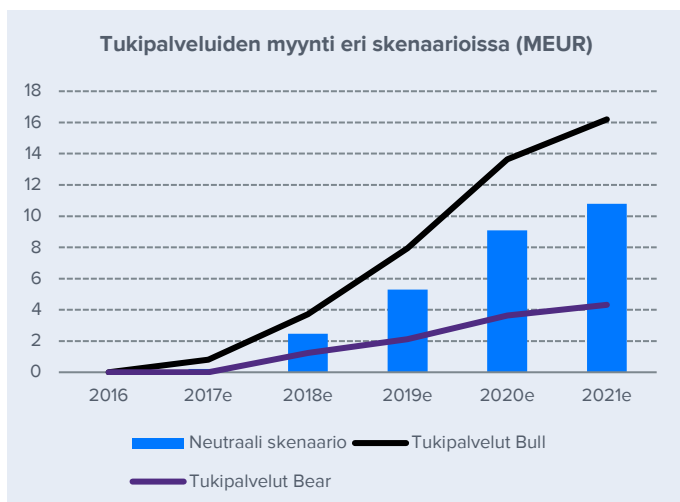
Tukipalveluiden myyntiskenaariot	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Asiakasmäärä (kpl)	7020	7722	8494	9344	10278	11306
Myynti/asiakas (EUR/vuosi)						
Neutraali	0	27	292	567	884	955
Bull	0	104	437	850	1326	1433
Bear	0	0	146	227	354	382
Tukipalveluiden myynti (MEUR)						
Neutraali	0,0	0,2	2,5	5,3	9,1	10,8
Bull	0,0	0,8	3,7	7,9	13,6	16,2
Bear	0,0	0,0	1,2	2,1	3,6	4,3
Tukipalveluiden myynti suhteessa vuoden 2017 ennustettuun kokonaisliikevaihtoon (%)						
Neutraali	0%	1%	6%	13%	22%	26%
Bull	0%	2%	9%	19%	33%	39%
Bear	0%	0%	3%	5%	9%	10%

Lähde: Inderes

Neutraalissa skenaariossa asiakkaan keskiostos kiipeää hiljalleen ja päättyy 955 euron tasolle vuonna 2021. Korostamme, että asiakaskohtaisesti tukipalveluiden käyttö tulee vaihtelevan todella paljon. Jotkut asiakkaat voivat keskittää suuren osan palveluiden alla olevista ostoistaan Talenomille, kun taas merkittävä osa jää todennäköisesti kokonaan ulos tukipalveluista. Tuhannen euron keskiostos voidaan saavuttaa esimerkiksi sillä, että noin 25 % asiakkaista aktivoituu palvelun käytössä ja ostaa keskimäärin 4000 eurolla vuodessa.

Taulukon alimmassa kategoriassa olemme suhteuttaneet tukipalveluiden mahdollista myyntiä ja sen tuomaa kasvumahdollisuutta vertaamalla eri skenaarioiden myyntiä Talenomien vuoden 2017 liikevaihtoon ennusteeseemme. Huomautamme, että myynti ei tarkoita automaattisesti liikevaihtoa, mitä selvennämme myöhemmin raportissa.

Positiivisessa Bull-skenaariossa keskiostos nousee nopeammin ja päättyy 1433 euron vuositasolle ja negatiivisessa Bear-skenaariossa keskiostos jää vaisulle 382 euron tasolle. Asiakasmäärän olemme oletaneet kasvavan kaikissa skenaarioissa noin 10 %:n vuosivauhtia, mikä on Talenomille mielestämme neutraali taso. Olettamalla asiakasmäärän kasvulla kokonaisynti kehittyisi eri skenaarioissa seuraavasti:

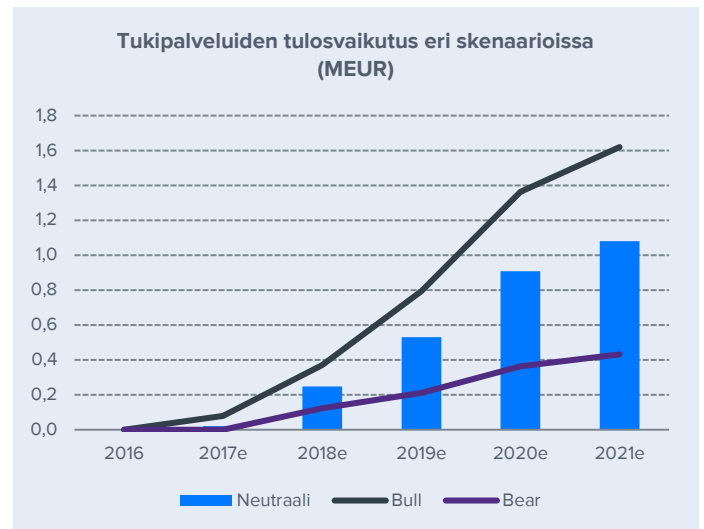


Mahdollisesti merkittävä tulosvaikutus

Odotamme Talenomien käyttökateen olevan tukipalveluissa keskimäärin noin 10 %:n tasolla. Tämä on selvästi heikompi kuin Talenomien ydinliiketoiminnan käyttökate, jonka arviomme normalisoituvan selvästi yli 20 %:n tasolle. Tukipalvelut ovat kuitenkin hyvin kannattavaa liiketoimintaa, johon liittyy Talenomien kannalta erittäin pieni riski. Hyvin toimiessaan Talenom pystyy rakentamaan arvokkaan verkoston palveluita, saamaan merkittäviä alennuksia toimittajilta tarjoamansa skaalan takia ja hinnoittelemaan palvelut houkuttelevasti asiakkaille omasta katteestaan huolimatta.

Neutraalissa skenaariossamme tukipalveluiden liikevaihto nousee vuonna 2021 selvästi yli 10 MEUR:n tason, mikä tarkoittaisi 10 %:n marginaalilla yli miljoonan tuloskontribuutiota. Vaikka vertailukelpoisuuden vuoksi käsittelemme tätä käyttökatteena, ei tukipalvelut lähtökohtaisesti lisää poistoja tai rahoituskuluja. Näin ollen tämä valuisi tuloslaskelmassa suoraan riville voitto ennen veroja. Vertailukohtaksi on hyvä huomioida, että odotamme Talenomien vuoden 2017 voiton ennen veroja olevan noin 4,4 MEUR. Tähän suhteutettuna tukipalvelut tarjoavat huomattavan tuloskasvumahdollisuuden lähivuosille.

Positiivisen tulosvaikutuksen lisäksi onnistuessaan tukipalvelut sitovat asiakkaat yhä voimakkaammin Talenomien ekosysteemiin ja nostavat edelleen asiakkaiden pysyvyyttä. Tämä on strategisesti tärkeää, muttei heijastu tulosennusteisiin.



Vaikutukset liikevaihtoon pienempiä

Talenom on siirtymässä IFRS-kirjanpitoon, mikä on myös uudistumassa. Uuden kirjanpitoimenetelmän alla tukipalveluiden alle kuuluva tuote/tavaramyyni (tietokoneet, älypuhelimet ja muut vastaavat) määritellään käsityksemme mukaan agentuuri toiminnan alle, minkä takia liikevaihtovaikutusta ei käytännössä ole. Sen sijaan Talenomien oma palkkio-osuus näkyisi käytännössä suoraan käyttökaterivillä. Sen sijaan palveluista tuleva myynti kiertäisi myös liikevaihtona. Olemme alustavasti oletaneet, että noin puolet tukipalveluiden myynnistä on palveluita ja puolet tuotteita. Käytännössä kirjanpidollisella käsittelyllä ei ole sijoittajien kannalta merkitystä, mutta tämä on hyvä huomioida mallinnuksessa. Kirjanpitokäsittely on myös syy sille, että olemme käsitelleet tukipalveluita koko ajan myyntinä emmekä liikevaihtona.

Olemme nostaneet lähivuosien ennusteita

Tukipalvelut eivät vielä mukana tulosenusteissa

Tukipalveluiden myynti on toistaiseksi ollut hyvin vähäistä, vaikka strategia on edistynyt suhteellisen hyvin. Toistaiseksi meillä ei ole kuitenkaan riittävä näkyvyys siihen, että ottaisimme tukipalvelut mukaan Talenomien ennusteisiimme. Tällä hetkellä virallisissa ennusteissamme tukipalvelut eivät siis ole mukana, joskin olemme ottaneet ydinliiketoiminnan kasvulle hieman aggressiivisemmän kasvulinjan mitä aikaisemmin osittain niiden potentiaalin takia. Lisäksi odotamme neuvonantopalveluiden osuuden kasvavan hiljalleen. Näin ollen ennusteemme tulevat lähivuosina nousemaan selvästi, jos ydinliiketoiminnan kasvu pysyy odottamallamme kasvu-uralla ja tukipalvelut onnistuvat yhtiön suunnitelmien mukaisesti. Nyt odotamme kuitenkin vielä yhtiöltä lisänäyttöjä.

Nostimme hieman 2017 ennusteita

Olemme tarkistaneet lähivuosien aikaisemmin varovaisia ennusteita hieman ylöspäin, kun luottamuksemme yhtiön tuloskehitykseen on vahvistunut. Talenom ohjeisti tilinpäätöksen yhteydessä yhtiön liikevaihdon kasvun jatkuvan vuonna 2017 samalla tasolla kuin vuonna 2016 (12,0 %) ja käyttökateprosentin parantuvan hieman edelliseen vuoteen verrattuna (2016: 20,5 %). Ennustamme edelleen liikevaihdon kasvavan 12,3 %, vaikka mielestämme Suomen talouden viimeaikainen piristyminen voi tarjota viime vuosina puuttunutta kasvua myös tilitoimistoille. Liikevaihto voi siten yllättää positiivisesti.

Sen sijaan kannattavuuden suhteen nostimme ennusteitamme hieman. Odotamme käyttökatemarginaalin nousevan 21,6 %:n (aik. 21,1 %) tasolle ja paranevan erityisesti vuoden ensimmäisellä puoliskolla. H1'16:lla yhtiön kirjanpidon tuotantolinja ei ollut vielä täysin hyödynnettävissä, vaan tämä tapahtui vasta H2'16:lla. Tämän takia yhtiöllä pitäisi olla H1'17:lla edellytykset selkeään tulosparannukseen liikevaihdon kasvaessa. Mielestämme kannattavuustasossa olisi edelleen selkeää parantamisen varaa, mutta ilmeisesti Talenom jatkaa edelleen merkittäviä investointeja sekä tuotantolinjan jatkokehittämiseen sekä uusasiakashankintaan. Nämä painavat kannattavuutta lyhyellä tähtämellä, mutta tehokkuuden ja toisaalta liikevaihdon kasvu enemmän kuin kompensoivat nämä pidemmällä aikavälillä.

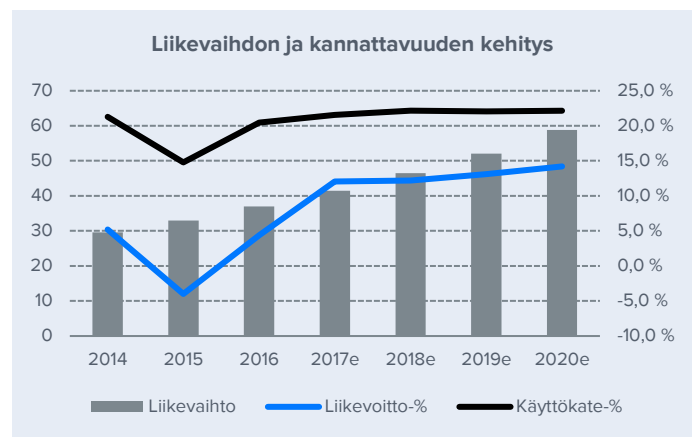
Lisäksi olemme laskeneet hieman ennustamiemme poistoja. Tältä osin kuva kuitenkin tarkentuu selvästi Q1-liiketoimintakatsauksen jälkeen, kun saamme todennäköisesti laajempia tietoja IFRS-kirjanpitoon siirtymisen vaikutuksista.

Lähivuosina odotettavissa vahvaa tuloskasvua

Lähivuosien ennusteita nostimme hieman lyhyen tähtäimen 2017 ennusteita enemmän (katso taulukko seuraavalla sivulla). Tämä johtuu pääasiassa luottamuksemme kasvusta siihen, että liiketoimintamallin marginaalitasot ovat vähintäänkin kestäviä liikevaihdon kasvun jatkuessa. Olemme mielestämme edelleen hyvin konservatiivisia siinä, että odotamme

käyttökatemarginaalin tasaantuvan jo noin 22 %:n tasolle tulevina vuosina. Talenomien automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan ja palvelukeskuksellisen tuotantolinjan skaalaedut vain vahvistuvat yhtiön kokoluokan kasvaessa, mikä takaa kannattavuusparannukselle on hyvät edellytykset. Selkeiden kilpailuetujensa ansiosta Talenomilla olisi mielestämme mahdollisuuksia selvästi korkeampiinkin marginaaleihin. Pidämme itse noin 25 %:n käyttökateprosenttia täysin realistisena ilman, että yhtiö vähentäisi kohtuuttomasti kasvupanostuksiaan.

Yhtiö tulee kuitenkin edelleen painottamaan kasvua todennäköisesti seuraavat 10 vuotta, mikä tehdään osittain kannattavuuden kustannuksella. Näin ollen on mielestämme järkevää pitää kannattavuusodotukset toistaiseksi suhteellisen maltillisella tasolla. Emme kuitenkaan usko, että yhtiö päästää enää kannattavuuttaan laskemaan alle 20 %:n käyttökateprosentin.



Myös pidemmän aikavälin tulosajurit ovat vahvat

Talenomien pitkän aikavälin ajurit ovat vahvat. Yhtiö on tilitoimistoalan edelläkävijöitä ja arvioimme yhtiön kuuluvan murroksen voittajiin Suomen fragmentoituneella ja konsolidoituvalla tilitoimistoalalla. Talenomien skaalaedut, palvelukeskuksellinen, oma sähköinen taloushallinnon järjestelmä, automaation tuoma sisäinen tehokkuus sekä laaja-alaiset asiantuntijapalvelut antavat mielestämme sille selkeän kilpailuedun. Tukipalveluista kirjoitimme laajasti jo aikaisemmin, mutta korostamme edelleen, etteivät ne ole toistaiseksi mukana ennusteissamme. Odotamme yhtiöltä näyttöjä tukipalveluissa, ennen kuin olemme valmiita hinnoittelemaan nekin sisään.

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. Arvioimme mukaan Talenomilla on kuitenkin hyvät mahdollisuudet nostaa käyttökatemarginaalia vuosittain, ja kysymys on pitkälti strategisista valinnoista.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	41,5	41,5	0 %	46,5	46,5	0 %	52,1	52,1	0 %
Käyttökate	8,8	9,0	2 %	10,1	10,3	2 %	10,9	11,5	5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,8	5,0	4 %	5,4	5,7	4 %	6,2	6,8	9 %
Liikevoitto	4,8	5,0	4 %	5,4	5,7	4 %	6,2	6,8	9 %
Tulos ennen veroja	4,2	4,4	5 %	4,9	5,2	6 %	5,5	6,3	14 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,50	0,52	5 %	0,57	0,61	6 %	0,65	0,74	14 %
Osakekohtainen osinko	0,25	0,26	5 %	0,29	0,30	6 %	0,32	0,37	14 %

Lähde: Inderes

Arvostus edelleen houkutteleva huomioiden tuloskasvunäkymät

Erittäin hyvät lähtökohdat arvonluonnille

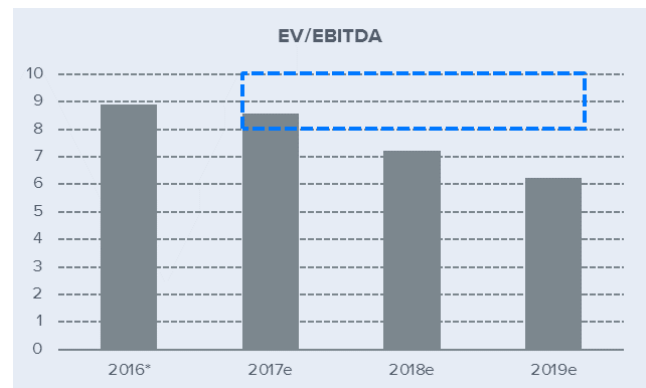
Talenomin arvostustaso on mielestämme kurssinoususta huolimatta suhteellisen maltillinen, eikä täysimääräisesti huomioi yhtiön tulospotentiaalia ja toimialan murrosta. Uskomme viime vuosien kalliiden kasvuponnisteluiden luovan arvoa huomioiden toimialan luonne ja rakennemuutos, fragmentoituneisuus sekä digitalisaatio. Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostusta tukevat erityisesti seuraavat tekijät:

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

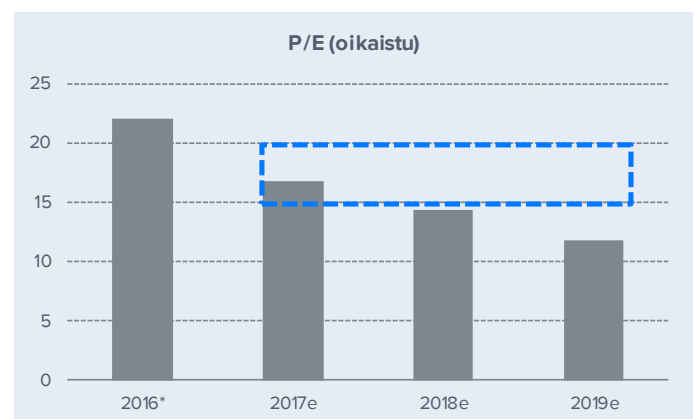
Talenomin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, kysyntä on kirjanpidon lakisääteisyys takia hyvin defensiivistä, liiketoiminta on skaalautuvaa ja kilpailuedut ovat vahvoja. Lisäksi yhtiö toimii fragmentoituneella markkinalla, jonka konsolidaatio on väistämättä edessä seuraavan vuosikymmenen aikana digitalisaation edetessä. Tässä alan edelläkävijällä on mielestämme erittäin hyvä mahdollisuus luoda omistaja-arvoa. Kokonaisuutena näemme yhtiön riskiprofiilin matalana erityisesti sen jälkeen, kun yhtiön automatisoitu kirjanpidon tuotantolinja on saatu todistetusti toimimaan ja liiketoiminnan skaalautuvuus on näkyvillä. Teknologiaan liittyvät riskit ovat nyt huomattavasti aikaisempaa alhaisempia. Selvästi positiivisia ajureita ovat mielestämme myös IFRS-kirjanpitoon siirtyminen, mikä selkeyttää kirjanpitokäytäntöjä ja tekee niistä vertailukelpoisia, sekä päälliställe siirtyminen myöhemmin tänä vuonna.

Näemme arvostuksessa lievää nousuvaraa

Mielestämme edellä mainittujen arvostusta tukevien tekijöiden ansiosta yhtiölle voidaan perustella noin 8-10x EV/EBITDA-kerroin tuloksen ollessa ”normaalilla” tasolla. Kuluvaan vuoden ennusteilla Talenomin EV/EBITDA on tällä hetkellä 8,6x, mutta luottamuksen kasvaessa olemme valmiita hinnoittelemaan osittain jo myös ensi vuoden tuloskasvua. Vuoden 2018 ennusteella EV/EBITDA putoaa 7,2x tasolle, missä on jo selkeää nousuvaraa. Pitkän aikavälin näkyvien pysyessä suotuisina, emme näe mitään syytä arvostuskertoimien laskulle ilman osakemarkkinoiden yleisien arvostustasojen merkittävää laskua.



Yhtiön siirtyessä IFRS-kirjanpitoon ja tuloksen nousua jälleen järkevälle tasolle myös P/E-kertoimet ovat jälleen hyödyllisiä. Talenomin 2017e P/E on nyt hieman alle 17x ja ensi vuoden vastaava on yli 14x. Mielestämme yhtiölle voidaan perustella kuluvalle vuodelle noin 20x P/E-kerroin, mikä vastaa suunnilleen 10x EV/EBITDA-kerrointa. Tällä tasolla molemmat kertoimet ovat vielä suhteellisen maltillisia huomioiden vahvat tuloskasvunäkymät ja defensiiviset kassavirrat. Kertoimet kuitenkin vaativat taakseen tuloskasvun jatkumista myös 2018.



Tiettyä tukea arvostukselle antaa myös osinkotuotto, vaikka se on edelleen suhteellisen matala. Tänä keväänä osinkotuotto oli 0,20 euron pääomanpalautuksella muutaman prosentin tasoa. Lähivuosina osinko ja sitä kautta osinkotuotto on kuitenkin voimakkaasti kasvava, sillä uskomme yhtiön maksavan noin 50 % tuloksestaan ulos osinkoina. Tämän hetken ennusteillamme 2017 osinkotuotto on 3,0 %, vuoden 2018 noin 3,5 % ja vuoden 2019 jo 4,2 %. Vahvojen kassavirtojen ansiosta osinkoihin on hyvin varaa ja samalla tase vahvistuu kuitenkin koko ajan.

Tukipalveluiden menestys kasvattaisi nousupotentiaalia

Raportissa laajasti käsitellyjä tukipalveluita emme ole huomioineet ennusteissamme, joten ne eivät myöskään näy suoraan tavoitehinnassamme. Mielestämme tukipalveluiden tuomaa potentiaalia ei ole tällä hetkellä hinnoiteltu osakkeeseen, joten menestys toisi lisää nousuvaraa. Emme näe, että ansaintalogiikan osittainen muuttuminen vaikuttaisi hyväksyttäviin arvostuskertoimiin, joten nousupotentiaalia voidaan hahmottaa tulosvaikutuksen kautta.

Tukipalveluiden neutraalissa skenaariossa ne kasvattivat Talenomin tulosta (käyttökate ja liikevoitto) reilulla miljoonalla eurolla vuonna 2021. EV/EBITDA-kertoimella 10x tämä tarkoittaisi noin 10 MEUR:n arvonnousua yritysarvossa. Talenomin yritysarvo on tällä hetkellä noin 77 MEUR, joten tukipalveluiden kohtuullinen onnistuminen lisäisi osakkeen nousuvaraa seuraavan reilun kolmen vuoden aikana noin 13 %:lla.

Samalla tukipalveluissa onnistuminen loisi luonnollisesti kassavirtaa, vahvistaisi tasetta, parantaisi kannattavuutta ja vahvistaisi yhtiön kilpailuetua, joten todellisuudessa vaikutus olisi tätä korkeampi. Lisäksi on hyvä huomata, että tukipalveluiden Bull-skenaariossa jo pelkkä arvonnousu tuloksen kautta antaisi noin 20 % lisää nousuvaraa.

Tukipalveluiden menestyessä niiden tulospotentiaalia aletaan hinnoittelemaan sisään jo ennen potentiaalin realisoitumista, joten sijoittajien ei kannata ajatella tämän potentiaalin olevan relevantti vasta yli kolmen vuoden päässä. Joka tapauksessa kyseessä on mielestämme arvokas optio, jonka sijoittajat saavat tällä hetkellä käytännössä ilmaiseksi Talenomin vahvan ydinliiketoiminnan päälle.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

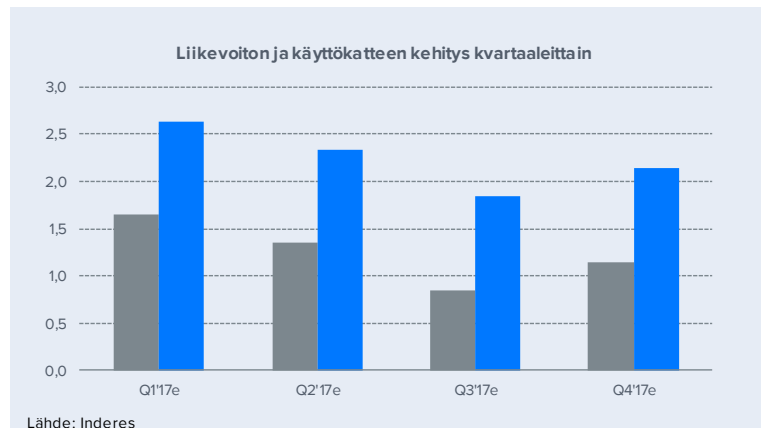
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	H1'16	H2'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	33,0	19,3	17,7	37,0	11,4	10,2	9,4	10,5	41,5	46,5	52,1
Käyttökate	4,9	4,2	3,5	7,6	2,6	2,3	1,8	2,1	9,0	10,3	11,5
Poistot ja arvonalennukset	-6,2	-2,9	-3,2	-5,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,0	-4,6	-4,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	2,1	1,1	3,2	1,7	1,4	0,9	1,2	5,0	5,7	6,8
Liikevoitto	-1,3	1,3	0,3	1,6	1,7	1,4	0,9	1,2	5,0	5,7	6,8
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	-2,5	1,0	0,0	1,1	1,5	1,2	0,7	1,0	4,4	5,2	6,3
Verot	0,0	-0,4	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	-1,0	-1,3
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	0,7	0,0	0,7	1,2	1,0	0,6	0,8	3,6	4,1	5,0
EPS (oikaistu)	-0,12	0,22	0,11	0,33	0,18	0,14	0,08	0,12	0,52	0,61	0,74
EPS (raportoitu)	-0,47	0,10	0,00	0,10	0,18	0,14	0,08	0,12	0,52	0,61	0,74

Tunnusluvut	2015	H1'16	H2'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	11,6 %	15,2 %	8,8 %	12,0 %	0,0 %	-47,1 %	0,0 %	-40,6 %	12,3 %	12,0 %	12,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-90,3 %	105,0 %	-247,3 %	939,9 %		-36,1 %		7,7 %	57,1 %	13,4 %	20,3 %
Käyttökate-%	14,8 %	21,9 %	19,6 %	20,5 %	23,1 %	22,9 %	19,5 %	20,4 %	21,6 %	22,2 %	22,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,9 %	11,0 %	6,0 %	8,6 %	14,5 %	13,2 %	9,0 %	11,0 %	12,0 %	12,2 %	13,1 %
Nettotulos-%	-7,4 %	3,5 %	-0,1 %	1,8 %	10,6 %	9,5 %	6,0 %	7,7 %	8,6 %	8,9 %	9,7 %

Lähde: Inderes

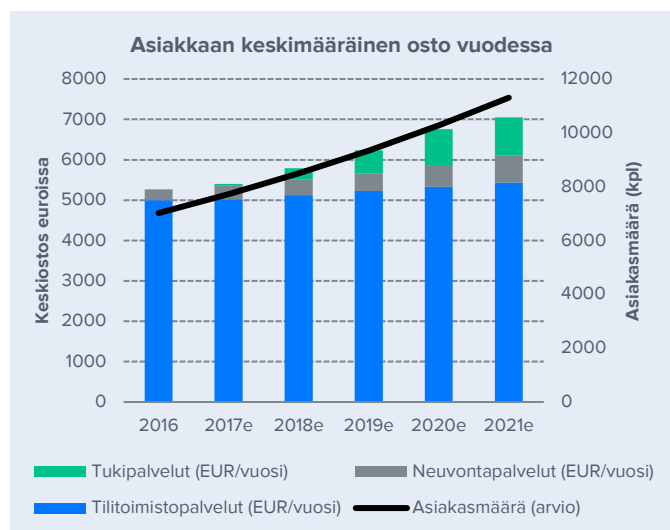
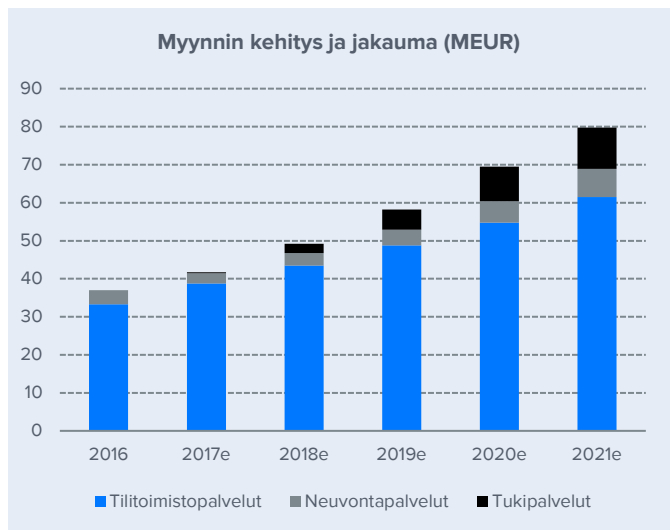


Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Tukipalveluiden mahdollinen kontribuutio



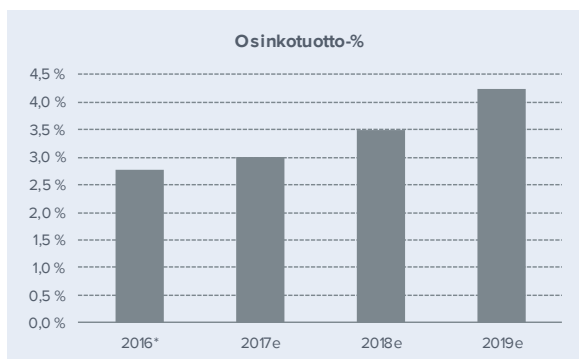
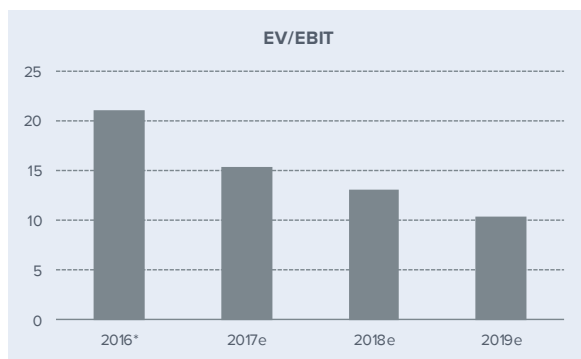
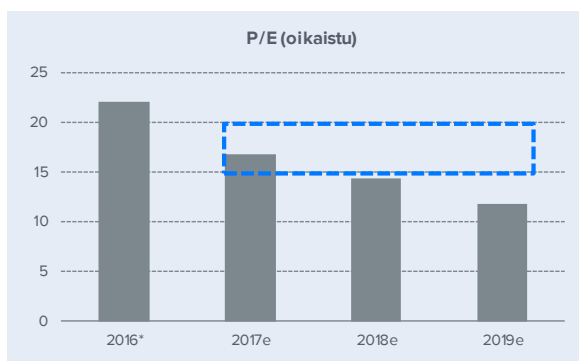
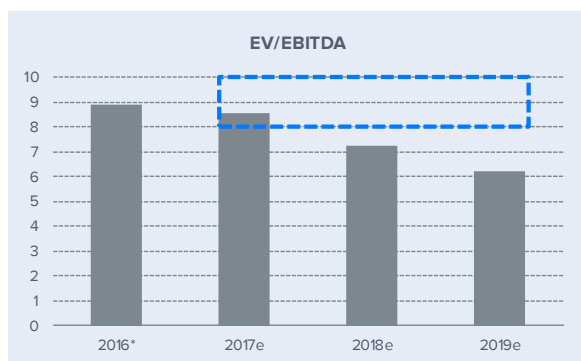
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015**	2016*	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi				5,26	7,20	8,72	8,72	8,72
Markkina-arvo				35,8	49,0	59,4	59,4	59,4
Yritysarvo (EV)				54,8	67,2	76,6	74,3	71,4
P/E (oik.)				neg.	22,1	16,7	14,4	11,8
P/E				neg.	75,2	16,7	14,4	11,8
P/Kassavirta				5	27,8	21,5	13,2	11,0
P/B				3,6	4,9	4,8	4,1	3,4
P/S				1,1	1,3	1,4	1,3	1,1
EV/Liikevaihto				1,7	1,8	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA				11,2	8,9	8,6	7,2	6,2
EV/EBIT*				179,2	21,1	15,3	13,1	10,5
Osinko/tulos (%)				-19,5 %	209,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%				1,3 %	2,8 %	3,0 %	3,5 %	4,2 %

Lähde: Inderes

* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla

** Vuoden 2014 osakekurssi asetettu 2015 tasolle



Tase ja kassavirtalaskelma

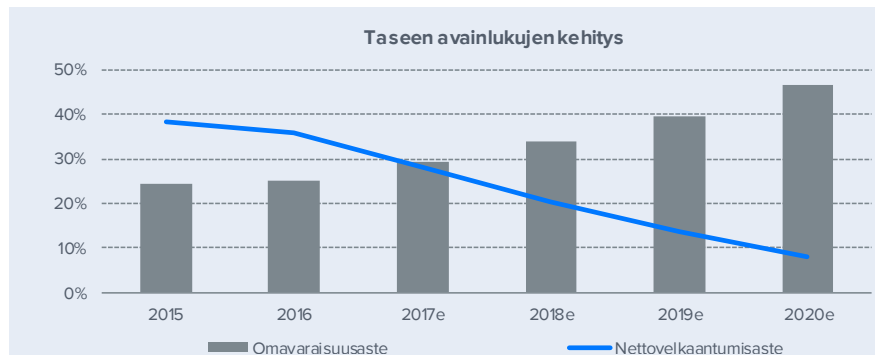
Tase

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	12,3	14,7
Osakepääoma	14,7	14,2	14,2	14,2
Kertyneet voittovarot	-4,8	-4,1	-1,9	0,4
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	20,5	18,8
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	20,2	18,5
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	9,1	9,7
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	1,0	1,6	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,1	5,9	5,8	6,5
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
- Aktivoituja kasvun kuluja 4,9 MEUR

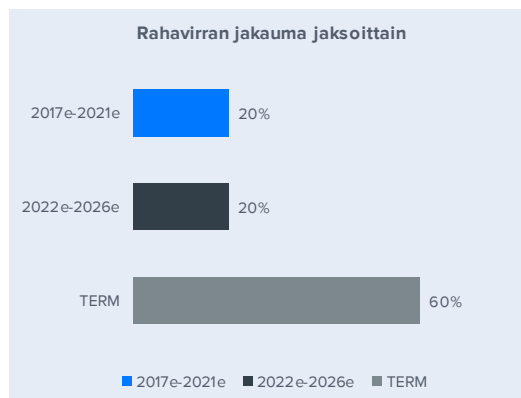


DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	1,6	5,0	5,7	6,8	8,4	9,2	9,5	9,7	10,4	10,5	10,9	
+ Kokonaispoistot	5,9	4,0	4,6	4,7	4,7	4,8	4,9	4,9	5,0	5,1	5,2	
- Maksutut verot	-0,4	-0,9	-1,0	-1,3	-1,6	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	
- 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	1,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	8,1	7,5	9,2	10,1	11,4	12,2	12,5	12,6	13,3	13,5	13,9	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-6,2	-4,7	-4,7	-4,7	-5,0	-5,1	-4,9	-5,2	-5,3	-5,3	-5,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,8	2,8	4,5	5,4	6,4	7,1	7,6	7,4	8,1	8,2	8,0	
+/- 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	2,8	4,5	5,4	6,4	7,1	7,6	7,4	8,1	8,2	8,0	143,1
Diskontattu vapaa kassavirta	2,6	3,8	4,2	4,6	4,6	4,6	4,6	4,1	4,0	3,8	3,4	60,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	99,9	97,3	93,5	89,3	84,7	80,0	75,4	71,4	67,3	63,5	60,2	
Velaton arvo DCF	99,9											
- Korolliset velat		-22,5										
+ Rahavarat		4,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	81,7											
Oman pääoman arvo DCF per osake	12,00											

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu 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	9,0	10,3
EBITDA-marginaali (%)	21,3	14,8	20,5	21,6	22,2
EBIT	1,5	-1,3	1,6	5,0	5,7
Voitto ennen veroja	0,2	-2,5	1,1	4,4	5,2
Nettovoitto	0,0	-2,4	0,7	3,6	4,1
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	12,3	14,7
Liikearvo	16,8	15,7	15,7	15,7
Korolliset velat	24,4	22,5	21,8	20,0

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

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	0,52	0,61
EPS oikaistu	-0,12	0,33	0,52	0,61
Operat. kassavirta/osake	0,75	1,19	1,10	1,35
Tasearvo/osake	1,46	1,48	1,80	2,15
Osakekohtainen osinko	0,07	0,20	0,26	0,30
Osinko/tulos (%)	-20	209	50	50
Osinkotuotto-%	0,0	1,3	2,8	3,0

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

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.6.2015	Osta	9,30 €	6,78 €
19.8.2015	Osta	9,00 €	6,14 €
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 €

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/>