

Kasvutarina etenee, mutta vaatii kärsivällisyyttä

Tilitoimisto Talenomin Q4-tulos jäi odotuksistamme, mutta ydinliiketoiminnan suorittaminen oli kuitenkin tutun vakaata. Näkymät vuoteen 2018 ovat vahvat ja yhtiön kasvutarina on raiteillaan, mutta suhteellista kannattavuutta painaa uusien tuotteiden ylösajo. Isossa kuvassa ei ole tapahtunut muutoksia, mutta olemme laskeneet 2018 tulosennusteitamme noin 8 % ja tarkistaneet tavoitehintamme 13,5 euroon (aik. 14,0 euroa). Toistamme lisää-suosituksemme ja pidämme Talenomia erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoituskohteena vakaiden tuloskasvunäkymien ansiosta.

Q4-kannattavuus jäi odotuksista

Talenomin liikevaihto kasvoi Q4:llä 13,2 % yhteensä 10,7 MEUR:oon, mikä jäi aavistuksen ennusteestamme (10,9 MEUR). Q4-käyttökate oli 2,4 MEUR (noin 22,7 % liikevaihdosta) eli hieman ennakoimaamme heikompi. Poistot olivat kuitenkin selvästi odotuksiamme suuremmat, koska yhtiö oli alaskirjannut aineetonta omaisuutta vanhentuneesta teknologiasta. Kun vielä rahoituskulut nousivat Q4:llä odotuksiamme suuremmiksi, jäi osakekohtainen tulos 0,09 euroa selvästi ennustamastamme 0,14 eurosta. Uusien liiketoimintojen ("yrittäjien tukipalvelut") liikevaihto oli vuonna 2017 noin 450 TEUR painottuen vahvasti vuoden toiselle puoliskolle (tavaramyynti ei mukana liikevaihdossa). Uudet liiketoiminnat ovat ylösajovaiheessa ja painoivat myös kannattavuutta loppuvuonna, selittäen osittain myös tulospettymystä. Valtaosan tulospettymyksestä selittää käsityksemme mukaan Q4:llä tehty alaskirjaus.

Tuloskasvu jatkuu vuonna 2018, mutta marginaalit eivät parane merkittävästi

Talenom ohjeisti yhtiön liikevaihdon kasvun olevan vuonna 2018 selvästi edellisvuotta nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan hieman edellisvuodesta (2017: 11,7 %). Ennustimme ennen Q4-raporttia liikevaihdon kasvavan 17,2 % ja käyttökatemarginaalin paranevan hieman, mutta liikevoittomarginaalin ennakoimme nousevan selvästi emmekä olleet huomioineet uusien liiketoimintojen kannattavuutta dilutoivaa vaikutusta. Tänä vuonna uusien liiketoimintojen liikevaihto nousee mahdollisesti noin 2 MEUR:n kokoluokkaan, mutta tuloskontribuutio jäänee nolnaan. Emme ole tehneet oleellisia muutoksia liikevaihtoennusteeseemme, mutta liikevoittomarginaalin odotamme nyt olevan 12,9 % (aik. 13,9 %). Olemme siten laskeneet tulosennusteitamme vuodelle 2018 noin 8 %. Markkinatilanteessa ei ole vielä kukaan piristymisen merkkejä, joten tämän varaan ei mielestämme kannata laskea - Suomen talouskasvu tuskin kiihtyy nykyisestä erittäin hyvästä tasosta.

Arvostustaso edelleen houkutteleva huomioiden tuloskasvunäkymät

Osakkeen arvostustaso on korkeahko (2018e P/E 18x, EV/EBITDA alle 9x ja osinkotuotto 3,3 %), mutta hyvin perusteltavissa Talenomille. Odotamme yhtiöltä noin 18 %:n vuosittaista tuloskasvua vuosina 2018-2021, mikä tarjoaa osakkeelle edelleen nousuvaraa. Talenomilla on vahva asema ja mielestämme selkeä kilpailuetu kasvavalla (2001-2016: CAGR 4,9 %), defensiivisellä ja murroksessa olevalla toimialalla. Yhtiö on hyvin positioitunut toimialan digitalisaation tuomaan murrokseen ja automatisoinnissa muita edellä. Uskomme yhtiön kuuluvan toimialan voittajiin ja olevan hyvä omistaja-arvon luoja pitkällä aikavälillä. Pidämme myös osakkeen riskiprofiilia poikkeuksellisen houkuttelevana, mutta arvostukseen liittyviä riskejä siinäkin tuki on.

Analytiikko

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



Suositus

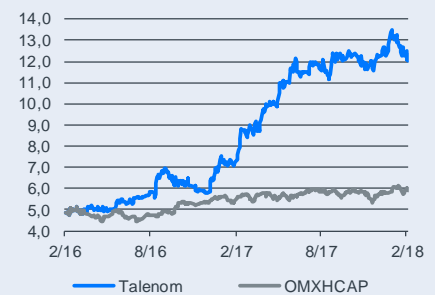
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 13,50 EUR

Edellinen: 14,00



Lähde: Reuters

Eiillisen päätös 12,05 EUR

12 kk vaihteluväli 7,08-13,6 EUR

Potentiaali 12,0 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



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)	%
2017	41,4	4,8	11,7 %	4,3	0,50	0,32	2,5	11,0	20,3	23,4	2,5 %
2018e	48,7	6,3	12,9 %	5,7	0,67	0,40	2,1	9,1	16,2	18,0	3,3 %
2019e	55,0	7,4	13,4 %	6,8	0,79	0,47	1,8	7,8	13,7	15,3	3,9 %
2020e	61,9	8,6	13,9 %	8,0	0,93	0,56	1,6	6,8	11,6	12,9	4,6 %
Markkina-arvo, MEUR		82,9		OPO / osake 2018e, EUR			2,38	CAGR EPS, 2017-2020, %			23 %
Nettovelka 2018e, MEUR		18,8		P/B 2018e			5,1	CAGR kasvu, 2017-2020, %			14 %
Yritysarvo (EV), MEUR		101,8		Nettovelkaisuusaste 2018e, %			115,2 %	ROE 2018e, %			30,3 %
Taseen koko 2018e, MEUR		50,4		Omavaraisuusaste 2018e, %			32,6 %	ROCE 2018e, %			16,3 %

Q4-tulos jäi odotuksista, mutta 2017 tuloskasvu oli silti vakuuttavaa

”Kauneusvirheitä” Q4-tuloksessa

Talenomin Q4-tulos jäi odotuksistamme, mutta varsinainen ydinliiketoiminta kehittyi kuitenkin pitkälti odotuksiamme mukaisesti. Liikevaihto kasvoi Q4:llä 13,2 % yhteensä 10,7 MEUR:oon, mikä jäi aavistuksen ennusteestamme (10,9 MEUR). Q4-käyttökate oli 2,4 MEUR (noin 22,7 % liikevaihdosta) eli hieman ennakoimaamme (2,6 MEUR) heikompi. Tämän selittää arviomme mukaan uusien liiketoimintojen pienet tappiot, ja ydinliiketoiminnan kannattavuus on käsityksemme mukaan edelleen oikealla uralla.

Poistot olivat kuitenkin selvästi odotuksiamme suuremmat, koska yhtiö oli alaskirjannut aineetonta omaisuutta vanhentuneesta (ja korvattavasta) teknologiasta. Käsityksemme mukaan alaskirjaus oli 300-400 TEUR. Poistot olivat Q4:llä noin 0,5 MEUR vuoden 2017 vallinnutta tasoa korkeammat, joten suuruusluokka lienee oikea. Kun vielä rahoituskulut nousivat Q4:llä hieman odotuksiamme suuremmiksi, jäi osakekohtainen tulos 0,09 euroa selvästi ennustamastamme 0,14 eurosta. Valtaosan tulospettymyksestä selittää käsityksemme mukaan alaskirjaus, emmekä ole ainakaan toistaiseksi huolestuneita Talenomin tuloskehityksestä.

Uudet tukipalvelut on saatu käyntiin

Uusien liiketoimintojen (”yrittäjien tukipalvelut”) liikevaihto oli vuonna 2017 noin 450 TEUR painottuen vahvasti vuoden toiselle puoliskolle (tavaramyynti ei mukana liikevaihdossa). Liikevaihto on vielä erittäin pientä Talenomin kokoluokassa, mutta uudet liiketoiminnat ovat edelleen ylösajovaiheessa ja valtaosa myynnistä kertyi loppuvuonna. Uudet liiketoiminnat painoivat myös kannattavuutta loppuvuonna, selittäen osittain myös tulospettymystä.

Tänä vuonna uusien liiketoimintojen liikevaihto nousee mahdollisesti noin 2 MEUR:n kokoluokkaan, mutta tuloskontribuutio jäänee kuitenkin nolnaan. Kehitystä on kuitenkin erittäin vaikea arvioida, koska kyseessä on Talenomille kokonaan uusi alue eikä sen dynamiikkaa toistaiseksi tunneta. Joka tapauksessa uudet liiketoiminnat painavat hieman Talenomin suhteellista kannattavuutta, sillä ne nostavat hieman kiinteitä kuluja eivätkä niiden katetasot ole lähelläkään ydinliiketoiminnan marginaaleja. Jos uusien liiketoimintojen kehitys on vahvaa, on panostuksien takaisinmaksuaika lopulta lyhyt.

Pidämme uusia tukipalveluita erittäin mielenkiintoisina, sillä ne voivat nostaa Talenomin asiakkaiden keskiostosta ja samalla vahvistaa yhtiön asiakassuhteita. Viime vuosina liikevaihto on kasvanut pitkälti linjassa asiakasmäärän mukana, eikä vanhoille asiakkaille ole pystytty myymään enempää palveluita. Tukipalvelut antavat tähän erinomaisen mahdollisuuden, ja Talenomin skaalalla myös hintoja asiakkaille voidaan painaa. Odotamme yhtiöltä kuitenkin näyttöjä ennen kuin lähdemme nostamaan lähivuosien tulosennusteita näiden suhteen.

Vuoden 2017 kehitys oli silti erittäin vakuuttavaa

Suhteellisen vaisuksi jääneestä Q4-tuloksesta huolimatta vuoden 2017 kehitys oli vakuuttavaa: liikevaihto kasvoi 12 %, käyttökate 39 % ja listautumiskuluista oikaistu osakekohtainen tulos 28 %. Myös kassavirta oli yhtiön kasvu- ja investointivaihe huomioiden hyvällä tasolla, mikä vahvisti jälleen tasetta. Omavaraisuusaste nousi vuoden vaihteessa 30,5 %:n tasolle (2016: 27,8 %) ja nettovelkaantumisaste oli 133 % (2016: 163 %). Talenomin liiketoiminnan hyvä näkyvyys ja vakaus huomioiden tase on mielestämme hyvässä kunnossa. Osinkoehdotus oli 0,32 euroa ja kasvoi voimakkaasti edellisvuodesta (2016: 0,20 euroa, ennuste 0,30 euroa).

Ennustetaulukko	Q4'16	Q4'17	Q4'17e	Q4'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Toteutunut
Liikevaihto	9,5	10,7	10,9	10,8	10,3	11,0	-1 %	41,4
Käyttökate	1,4	2,4	2,6	2,5	2,0	3,0	-7 %	9,5
Liikevoitto	0,6	0,9	1,3	1,1	1,0	1,3	-34 %	4,8
EPS (oikaistu)	0,05	0,09	0,14	0,14	0,14	0,14	-37 %	0,55
Osinko/osake	0,20	0,32	0,30	0,28	0,25	0,30	7 %	0,32
Liikevaihdon kasvu-%		13,2 %	14,8 %	13,9 %	9,0 %	16,4 %	-1,6 %-yks.	12,1 %
Käyttökate-%	14,4 %	22,7 %	24,1 %	23,2 %	9,7 %	11,8 %	-1,4 %-yks.	23,0 %

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Kannattavuus ei nouse nopeasti, mutta tulos kasvaa silti

Ohjeistus indikoi odotetusti kannattavaa kasvua

Näkymät vuodelle 2018 eivät sisältäneet suuria yllätyksiä, mutta kannattavuuden suhteen olimme olleet aikaisemmin liian positiivisia. Taustalla on kuitenkin pitkälti strategisia valintoja, joilla pyritään luomaan arvo pitkällä aikavälillä. Talenom ohjeisti yhtiön liikevaihdon kasvun olevan vuonna 2018 selvästi edellisvuotta nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoittoprosentin

parantuvan hieman edellisvuodesta (2017: 11,7 %). Ennustimme ennen Q4-raporttia liikevaihdon kasvavan 17,2 % ja käyttökatemarginaalin paranevan hieman, mutta liikevoittomarginaalin ennakoimme nousevan selvästi emmekä olleet huomioineet uusien liiketoimintojen kannattavuutta dilutoivaa vaikutusta. Myös investoinnit kasvuun sekä pitkälle automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan jatkokehitykseen jatkuvat voimakkaina.

Emme ole tehneet oleellisia muutoksia liikevaihto-ennusteeseemme, mutta liikevoittomarginaalin odotamme nyt olevan 12,9 % (aik. 13,9 %). Tämä lienee lähellä Talenomin ohjeistuksen ylälaitaa, sillä yli prosenttiyksikön parannus liikevoittomarginaalissa on mielestämme vähintään ”hieman”. Samalla prosenttiyksikön lasku aikaisemmasta ennusteestamme tarkoittaa, että tulostenusteemme vuodelle 2018 laskivat 8-9 %. Laskimme hieman myös vuoden 2019 ennusteita, missä on myös taustalla tarkistetut oletukset kannattavuuskehityksestä. Kuten olemme aikaisemmin monesti toistaneet, Talenom pystyy osittain tasapainoilemaan kannattavuuden ja kasvun optimoinnin kanssa. Nyt kasvua painotetaan hieman aikaisempaa enemmän.

Markkinatilanteessa ei yhtiö vielä näkynyt pristymisen merkkejä, eikä tämän varaan enää mielestämme kannata laskea. Emme pidä realistisena, että Suomen talouskasvu kiihtyisi enää nykyisestä hyvästä tasosta. Tilitoimistomarkkinan murros voi olla muuttanut myös perinteistä dynamiikkaa, jossa aktiviteetin kasvu heijastuu hiljalleen myös tilitoimistojen aktiviteettiin. Tämä ei merkittävästi kuitenkaan vaikuta ennusteisiimme, sillä olemme olleet varovaisia markkinakasvun huomioimisen suhteen.

Ennustemuutokset	2017e	2017	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	41,6	41,4	0 %	48,7	48,7	0 %	54,8	55,0	0 %
Käyttökate	9,7	9,5	-2 %	11,4	11,2	-2 %	13,0	13,0	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,6	5,2	-8 %	6,8	6,3	-8 %	7,7	7,4	-5 %
Liikevoitto	5,3	4,8	-8 %	6,8	6,3	-8 %	7,7	7,4	-5 %
Tulos ennen veroja	4,7	4,3	-10 %	6,3	5,7	-9 %	7,2	6,8	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,60	0,55	-8 %	0,73	0,67	-9 %	0,84	0,79	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,32	7 %	0,40	0,40	-1 %	0,51	0,47	-6 %

Lähde: Inderes

Arvostus on edelleen houkutteleva tuloskasvunäkymä huomioiden

Korkeahko arvostus on hyvin perusteltavissa

Osakkeen perinteiset arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti varsin korkeita, mutta mielestämme Talenomin profiili huomioiden ne ovat hyvin perusteltavissa. Vuoden 2018 ennusteilla P/E on 18x, EV/EBITDA 9x ja osinkotuotto 3,3 %, kun yhtiölle neutraali taso on mielestämme noin P/E 20x ja EV/EBITDA 10x. Mielestämme arvostustaso ei vielä täysin täysimääräisesti huomioi yhtiön tulospotentiaalia ja toimialan murrosta. Uskomme vuosia kestäneiden ja edelleen jatkuvien kalliiden kasvuponnisteluiden luovan arvoa, kun huomioidaan toimialan luonne ja rakennemuutos, toimialan fragmentoituneisuus sekä digitalisaatio. Pidemmän aikavälin nousuvara perustuu kuitenkin valtaosin yhtiön tuloskasvuun.

Tuloskasvu luo jatkuvasti nousuvaraa

Talenomilla on vahva asema ja mielestämme selvä kilpailuetu kasvavalla (2001-2016: CAGR 4,9 %), defensiivisellä ja murroksessa olevalla toimialalla. Odotamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 18 % vuosittain 2017-2020 (osinko CAGR: 25 %). Talenom on erittäin hyvin sijoitettu toimialan digitalisaation tuomaan murrokseen. Arviomme mukaan ala tulee keskittymään suurille yhtiöille, jotka saavat merkittäviä skaalaetuja digitalisaation ja automatisaation kautta. Yhtiö kuuluu tilitoimistoalan edelläkävijöihin ja mielestämme yhtiön palvelukeskusmalli, kirjanpidon pitkälle automatisoitu tuotantolinja ja palveluvalikoima antavat sille selvän kilpailuedun. Arviomme mukaan Talenom kuuluu toimialan tulevaisuuden voittajiin ja sen markkinaosuus (nyt < 4 %) tulee kasvamaan voimakkaasti vuosien edetessä. Näin ollen uskomme yhtiön olevan myös hyvä omistaja-arvon luoja pitkällä aikavälillä.

Riskiprofiili on maltillinen

Mielestämme Talenomin riskit ovat hyvin maltillisia, kun kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja on nyt todistanut toimivuutensa. 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 digitalisaation ja robotiikan edelläkävijällä on mielestämme erittäin hyvä mahdollisuus luoda omistaja-arvoa.

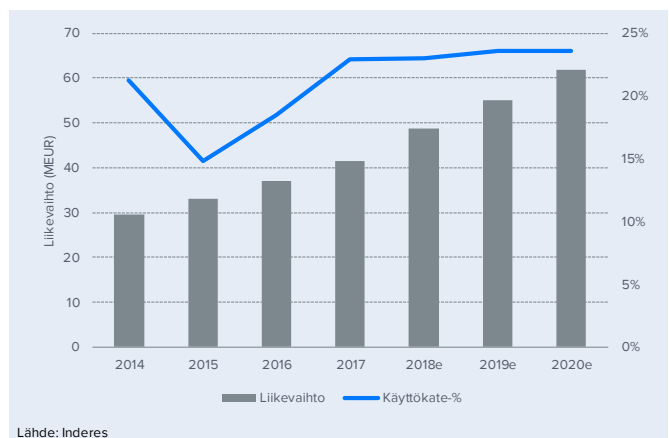
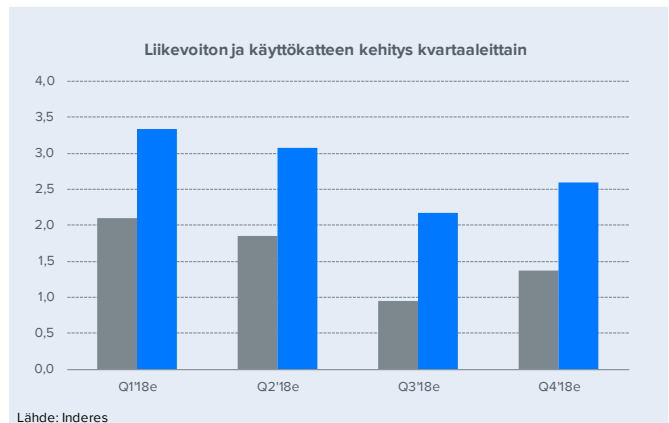
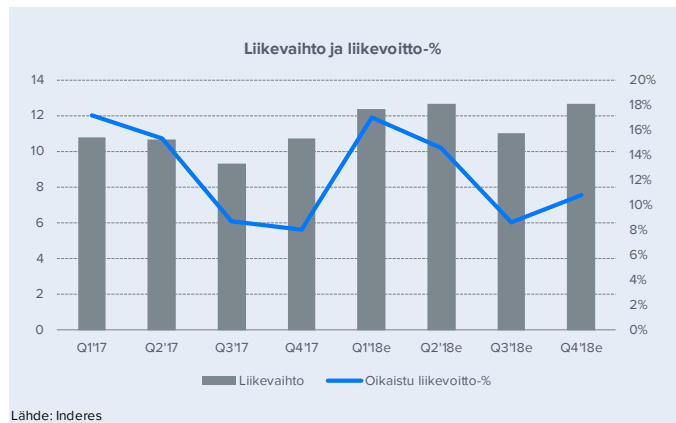
Riskeihin kuuluu oletettu vahva asiakaspysyvyys sekä kasvun mahdollinen kallistuminen. Näiden tekijöiden heikentyminen heikentäisi Talenomin tarinaa. Lisäksi osakkeen likviditeetti on edelleen heikohko. Ja lisäksi hyväksymämme arvostustaso (P/E noin 20x ja EV/EBITDA noin 10x) vaatii vahvan tuloskasvun jatkumista ja odotusten kasvaessa myös pettymysten riskit nousevat. Osakkeelle hyväksyttävät arvostuskertoimet voisivat laskea myös Helsingin pörssin yleisen arvostustason mukana, jos pitkään jatkunut nousumarkkina taittuisi. Vaikka Talenomin liiketoiminta on hyvin defensiivistä, osake ei ole immuuni mahdolliselle laskumarkkinalle pörssissä. Pitkän tähtäimen kehityksen määrittää kuitenkin lopulta yhtiön tuloskasvu.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	37,0	10,8	10,6	9,3	10,7	41,4	12,4	12,7	11,0	12,6	48,7	55,0	61,9
Käyttökate	6,8	2,9	2,3	1,9	2,4	9,5	3,3	3,1	2,2	2,6	11,2	13,0	14,6
Poistot ja arvonalennukset	-2,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,6	-4,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-4,9	-5,6	-6,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,2	1,9	1,6	0,8	0,9	5,2	2,1	1,8	0,9	1,4	6,3	7,4	8,6
Liikevoitto	4,2	1,9	1,3	0,8	0,9	4,8	2,1	1,8	0,9	1,4	6,3	7,4	8,6
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	3,6	1,7	1,2	0,6	0,7	4,3	2,0	1,7	0,8	1,2	5,7	6,8	8,1
Verot	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,9	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	-1,4	-1,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,9	1,4	1,0	0,5	0,6	3,4	1,6	1,4	0,7	1,0	4,6	5,5	6,5
EPS (oikaistu)	0,43	0,20	0,18	0,07	0,09	0,55	0,23	0,20	0,09	0,14	0,67	0,79	0,94
EPS (raportoitu)	0,56	0,20	0,14	0,07	0,09	0,50	0,23	0,20	0,09	0,14	0,67	0,79	0,94

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	12,0 %	13,4 %	9,0 %	12,9 %	13,2 %	12,1 %	14,8 %	19,0 %	18,2 %	18,2 %	17,5 %	13,0 %	12,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	1265,0 %	129,9 %	-12,7 %	-9,6 %	40,6 %	23,3 %	13,6 %	13,6 %	16,9 %	58,3 %	21,6 %	17,7 %	16,7 %
<i>Käyttökate-%</i>	18,5 %	26,5 %	21,7 %	20,6 %	22,7 %	23,0 %	26,9 %	24,3 %	19,8 %	20,5 %	23,0 %	23,6 %	23,6 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	11,3 %	17,2 %	15,3 %	8,7 %	8,1 %	12,4 %	17,0 %	14,6 %	8,6 %	10,8 %	12,9 %	13,4 %	13,9 %
<i>Nettotulos-%</i>	7,9 %	12,7 %	9,1 %	5,2 %	5,5 %	8,2 %	12,8 %	10,9 %	5,9 %	7,8 %	9,4 %	9,9 %	10,4 %

Lähde: Inderes

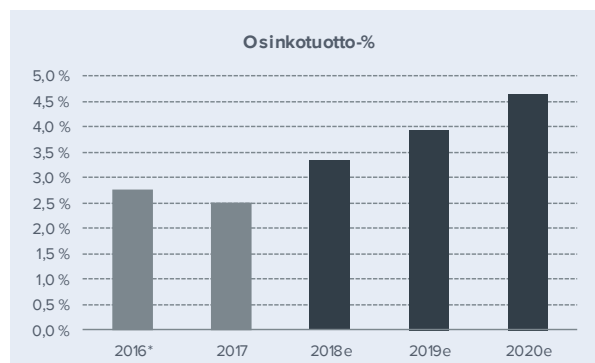
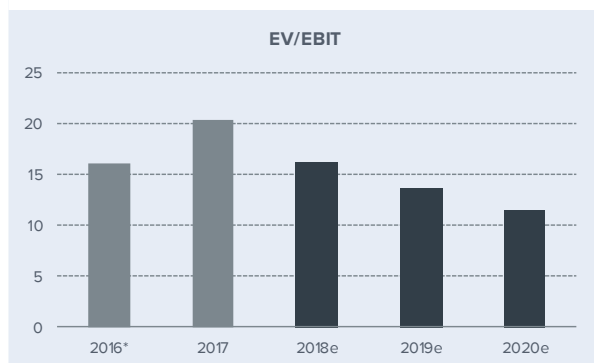
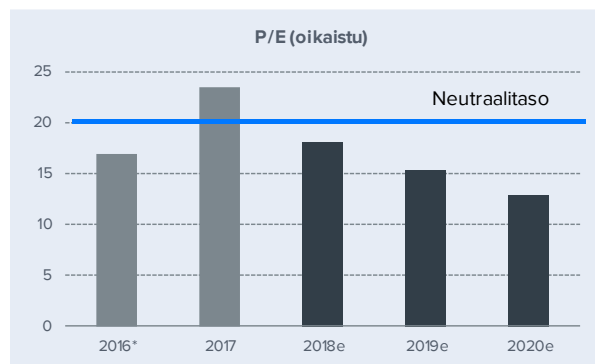
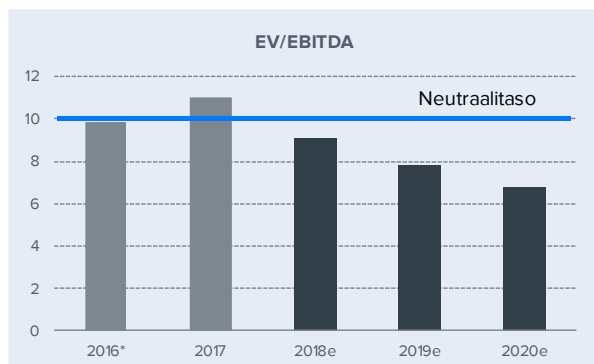


Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016*	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi				7,20	12,79	12,05	12,05	12,05
Markkina-arvo				49,0	87,1	82,9	82,9	82,9
Yritysarvo (EV)				67,2	104,7	101,8	100,8	99,4
P/E (oik.)				16,9	23,4	18,0	15,3	12,9
P/E				17	25,5	18,0	15,3	12,9
P/Kassavirta				20	40,3	60,6	19,8	16,1
P/B				4,2	6,2	5,1	4,4	3,7
P/S				1,3	2,1	1,7	1,5	1,3
EV/Liikevaihto				1,8	2,5	2,1	1,8	1,6
EV/EBITDA				9,9	11,0	9,1	7,8	6,8
EV/EBIT*				16,1	20,3	16,2	13,7	11,6
Osinko/tulos (%)				46,9 %	63,9 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%				2,8 %	2,5 %	3,3 %	3,9 %	4,6 %

Lähde: Inderes

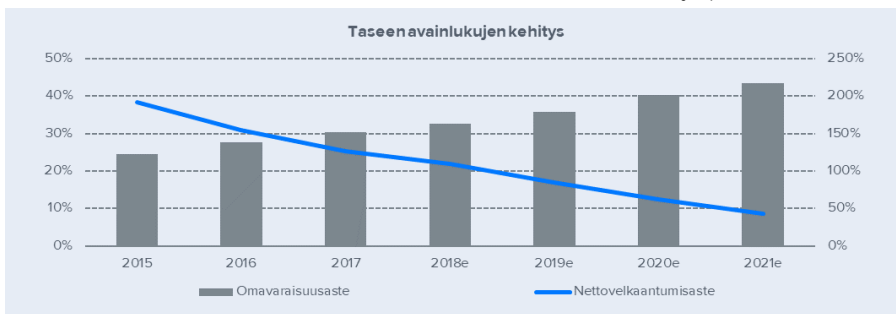
* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla



Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

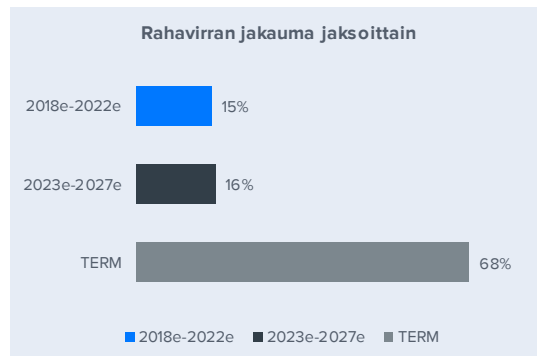
Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	33,1	35,6	38,0	39,4	Oma pääoma	11,7	13,9	16,4	19,0
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4	Osakepääoma	13,8	0,1	0,1	0,1
Aineettomat oikeudet	11,5	14,2	16,0	17,3	Kertyneet voittovarot	-1,9	1,6	4,0	6,7
Käyttöomaisuus	2,5	2,5	3,2	3,3	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2	Muu oma pääoma	0,0	12,4	12,4	12,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,2	0,2	0,2	Pitkäaikaiset velat	22,1	22,6	23,6	19,1
Vaihtuvat vastaavat	9,2	10,4	12,3	13,9	Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	21,5	22,0	23,0	18,5
Myyntisaamiset	4,8	5,5	6,6	7,4	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	4,3	4,9	5,7	6,5	Muut pitkäaikaiset velat	0,6	0,5	0,5	0,5
Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,4	53,3	Lyhytaikaiset velat	8,5	9,4	10,4	15,3
Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS	Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	0,5	1,5	5,9
					Lyhytaikaiset korottomat velat	7,1	8,4	8,3	8,8
					Muut lyhytaikaiset velat	0,4	0,6	0,6	0,6
					Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,4	53,3
					Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	4,8	6,3	7,4	8,6	10,0	10,8	11,0	11,0	10,6	10,1	10,4	
+ Kokonaispoistot	4,7	4,9	5,6	6,0	6,4	6,7	7,2	7,7	8,2	8,5	8,9	
- Maksetut verot	-0,6	-1,1	-1,4	-1,6	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,0	-1,9	-2,0	
- 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	0,8	-1,2	-0,3	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	9,7	8,7	11,2	12,4	14,5	15,4	16,1	16,6	16,7	16,6	17,2	
+ 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	-7,4	-7,4	-7,0	-7,3	-7,7	-8,3	-9,1	-9,3	-9,4	-9,7	-9,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,2	1,4	4,2	5,1	6,8	7,1	7,0	7,2	7,3	6,9	7,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,2	1,4	4,2	5,1	6,8	7,1	7,0	7,2	7,3	6,9	7,5	173,9
Diskontattu vapaa kassavirta	1,3	3,7	4,2	5,1	5,0	4,6	4,4	4,2	3,7	3,7	3,7	85,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	125,3	124,0	120,3	116,2	111,0	106,0	101,4	97,0	92,8	89,2	85,5	
Velaton arvo DCF	125,3											
- Korolliset velat		-22,5										
+ Rahavarat		4,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	107,6											
Oman pääoman arvo DCF per osake	15,65											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	33,0	37,0	41,4	48,7	55,0
EBITDA	4,9	6,8	9,5	11,2	13,0
EBITDA-marginaali (%)	14,8	18,5	23,0	23,0	23,6
EBIT	-1,3	4,2	4,8	6,3	7,4
Voitto ennen veroja	-2,5	3,6	4,3	5,7	6,8
Nettovoitto	-2,4	2,9	3,4	4,6	5,4
Kertaluontoiset erät	-1,6	0,0	-0,3	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,4	53,3
Oma pääoma	11,7	13,9	16,4	19,0
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4
Korolliset velat	22,5	22,5	24,6	24,4

Kassavirta	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	6,8	9,5	11,2	13,0
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	-1,2	-0,3
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	8,7	11,2
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	1,4	4,2

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

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,43	0,50	0,67	0,79
EPS oikaistu	0,43	0,55	0,67	0,79
Operat. kassavirta/osake	1,02	1,42	1,27	1,62
Tasearvo/osake	1,72	2,05	2,38	2,77
Osakekohtainen osinko	0,20	0,32	0,40	0,47
Osinko/tulos (%)	47	64	60	60
Osinkotuotto-%	2,8	2,5	3,3	3,9

Tunnusluvut	2017	2018e	2019e
P/E (oikaistu)	23,4	18,0	15,3
P/B	6,2	5,1	4,4
P/Liikevaihto	2,1	1,7	1,5
P/Kassavirta	9,0	9,5	7,4
EV/Liikevaihto	2,5	2,1	1,8
EV/EBITDA	11,0	9,1	7,8
EV/EBIT (oikaistu)	20,3	16,2	13,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Tahkola	23,0 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	17,3 %
Markus Tahkola	15,6 %
Suomen Teollisuussijoitus	5,1 %
SR Danske Invest Suomi yhteisöosake	3,4 %
Hulkko Juha	2,5 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.2.2016	Osta	6,80 €	5,00 €
23.3.2016	Osta	6,50 €	4,95 €
24.5.2016	Osta	6,50 €	5,11 €
19.8.2016	Osta	7,50 €	6,40 €
8.9.2016	Lisää	7,50 €	7,10 €
14.12.2016	Osta	8,00 €	6,50 €
14.2.2017	Osta	10,00 €	8,13 €
28.3.2017	Osta	10,50 €	8,72 €
9.5.2017	Osta	12,50 €	10,50 €
12.6.2017	Osta	13,50 €	11,80 €
15.8.2017	Osta	13,50 €	11,50 €
6.10.2017	Lisää	13,50 €	12,48 €
3.11.2017	Lisää	13,50 €	11,80 €
28.11.2017	Osta	13,50 €	11,57 €
16.1.2018	Lisää	14,00 €	13,25 €
9.2.2018	Lisää	13,50 €	12,05 €

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla 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/>