

Arvostus on noussut perustellulle tasolle

Laskemme Talenomin suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää) osakkeen arvostuksen noustua mielestämme perustellulle tasolle. Näkemyksemme yhtiön arvosta on ennallaan ja toistamme tavoitehintamme 18,0 euroa. Talenomilla on vahva positio sekä selkeä kilpailuetu fragmentoituneella ja digitalisaation takia murroksessa olevalla tilitoimistoalalla, minkä takia näemme yhtiön vahvana omistaja-arvon luojana myös tulevaisuudessa. Mielestämme haastava arvostus huomioi kuitenkin jo vahvat tuloskasvunäkymät, minkä takia pidämme perusteltuna ottaa henkeä osakkeen vahvan kurssinousun jälkeen.

Arvostus huomioi nyt yhtiön vahvat tuloskasvunäkymät

Talenomin osakekurssi on noussut yli 36 % vuoden vaihteesta ja samalla aliarvostus on mielestämme korjaantunut. Vuoden 2018 P/E-luku on noussut jo lähes 23x-tasolle ja EV/EBITDA on yli 11x, mutta ensi vuoden ennusteilla vastaavat kertoimet painuvat 19x- ja 9x-tasolle. Nämä ovat lähellä näkemyksemme mukaisia tasoja, sillä pidämme 20x- ja 10x-tasoja neutraaleina Talenomille. Näin ollen pidämme osaketta tällä hetkellä suunnilleen oikein hinnoiteltuna, ja näkemämme nousuvara jää suhteellisen pieneksi ilman ennustemuutoksia. Osinkotuotto vuodelta 2018 on arviolta 2,7 %, mutta nousee 3,2 %:n tasolle vuonna 2019. Tasot ovat kohtuullisia ja samalla tase vahvistuu edelleen. Kokonaisuutena arvostustaso on siis mielestämme neutraali, mutta aikaisempi aliarvostus ja sitä kautta saatu turvamarginaali ovat nyt mielestämme poistuneet.

Näkemyksemme yhtiöstä ei ole muuttunut

Näkemyksemme Talenomista ei ole muuttunut ja pidämme yhtiötä edelleen erittäin hyvänä pitkän aikavälin sijoitustarinana. Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu. Koko toiminnan ytimessä onkin mielestämme se, että yhtiö hyödyntää sen teknologista kilpailuetua (kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja ja palvelukeskusmalli) yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla. Ennustamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen kasvavan seuraavan kolmen vuoden aikana keskimäärin noin 18 % vuodessa (CAGR-%), mikä toteutuessaan antaa osakkeelle merkittävää nousuvaraa pitkällä aikavälillä. Vaikka pitkän aikavälin näkymät ovat siis mielestämme erittäin hyvät, pidämme lyhyellä aikavälillä nousuvaraa kuitenkin rajallisena. Viime vuosien vahvan nousun jälkeen onkin mielestämme perusteltua kotiuttaa osa voitoista arvostustason noustua järkevälle tasolle.

Liikevaihdon ja skaalan kasvu ovat yhtiölle kriittisiä

Talenomin pitkälle automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan jatkuva tehostuminen ja hyödyntäminen tarkoittaa, että samalla henkilöstöllä voidaan pyörittää koko ajan suurempaa liiketoimintaa. Tämä tarkoittaa skaalautuvaa kannattavuutta ja tekee liikevaihdon kasvusta yhtiölle kriittisimmän ajurin. Koko toiminnan ytimessä onkin mielestämme se, että yhtiö hyödyntää sen teknologista kilpailuetua yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla. Samalla myös yritysostot, jotka tätä skaalaa kasvattaisivat, olisivat aiempaa perustellumpia. Kasvu vaatii yhtiöltä jatkuvia myyntipanostuksia ja markkinaosuuksien voittamista, minkä takia kasvun suhteellisen kalleuden nousu (panostus vs. saatu liikevaihto) onkin mielestämme yhtiön kehityksen mahdollisia riskejä. Toistaiseksi merkkejä yhtiön kasvun kallistumisesta ei ole näkynyt.

Analyttikko

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



Suositus

Vähennä



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 18,00 EUR

Edellinen: 18,00



Lähde: Reuters

Eiillisen päätös 17,45 EUR

12 kk vaihteluväli 10,91-18,00 EUR

Potentiaali 3,2 %

Ohjeistus

Talenom arvioi vuoden 2018 liikevaihdon kasvun olevan selvästi edellistä vuotta nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoiton arvioidaan olevan 6,3-7,0 MEUR.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

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	49,0	7,2	14,8 %	6,7	0,78	0,47	2,8	11,3	18,9	22,5	2,7 %
2019e	55,4	8,6	15,5 %	8,1	0,94	0,56	2,4	9,3	15,8	18,6	3,2 %
2020e	62,6	10,0	16,0 %	9,5	1,10	0,66	2,1	8,1	13,4	15,8	3,8 %
Markkina-arvo, MEUR			120,1	OPO / osake 2018e, EUR			2,49	CAGR EPS, 2017-2020, %			30 %
Nettovelka 2018e, MEUR			16,9	P/B 2018e			7,0	CAGR kasvu, 2017-2020, %			15 %
Yritysarvo (EV), MEUR			137,0	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			99,1 %	ROE 2018e, %			34,4 %
Taseen koko 2018e, MEUR			50,7	Omavaraisuusaste 2018e, %			33,8 %	ROCE 2018e, %			19,1 %

Emme ole tehneet ennustemuutoksia

Emme ole tehneet ennustemuutoksia Q2:n jälkeisen päivityksemme jälkeen, eli odotamme yhtiöltä edelleen voimakasta tuloskasvua lähivuosina. Ennustamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen kasvavan seuraavan kolmen vuoden aikana keskimäärin noin 18 % vuodessa (CAGR-%), mikä vaatii yhtiöltä hiljalleen skaalautuvaa kannattavuutta sekä jatkuvasti selvästi markkinaa voimakkaampaa kasvua eli markkinaosuuksien voittamista. Edellytykset tähän ovat erittäin hyvät, mutta luonnollisesti kehitykseen liittyy epävarmuutta. Olemme avanneet ennusteitamme huomattavasti laajemmin aiemmissa päivityksissämme.

Lyhyellä aikavälillä kiinnostus kohdistuu luonnollisesti H2'18-tuloskehitykseen, jolloin tuloskasvun pitäisi hidastua selvästi alkuvuodesta. H2 on myös kausiluontoisesti selvästi H1-tasoa heikompi, ja nyt tämä vaihtelu voi korostua edelleen. Talenom toisti erinomaisesta Q2-tuloksesta huolimatta 2018

ohjeistuksensa, jonka mukaan liikevaihdon kasvu on selvästi edellistä vuotta nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoitto on 6,3-7,0 MEUR. H1:llä liikevoittoa kertyi jo 5,2 MEUR (H1'17: 3,2 MEUR), joten jo H2'17-liikevoittotaso (1,6 MEUR) veisi 6,8 MEUR:n tasolle ja tulosohjeistus vaikuttaa erittäin konservatiiviselta.

Yhtiö voi hyvin nostaa tulosohjeistustaan loppuvuoden aikana ja ennustamme 2018-liikevoiton asettuvan noin 7,2 MEUR:n tasolle, mikä sisältää jo kulurakenteen nousua. Erityisesti myyntipanostukset, joissa kulut ovat etupainotteisia ja viive liikevaihtoon on merkittävä, voivat hyvin heijastua kannattavuuteen negatiivisesti H2:lla. Uskomme Talenomien ohjeistuksen olevan vähintäänkin erittäin varovainen, mutta toisaalta tulosodotuksemme ovat myös jo vaativia. Yleisesti Talenomiin kohdistuvat odotukset ovat nousseet koko ajan osakkeen mukana.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018e			2019e			2020e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	49,0	49,0	0 %	55,4	55,4	0 %	62,6	62,6	0 %
Käyttökate	12,1	12,1	0 %	14,5	14,5	0 %	16,5	16,5	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,2	7,2	0 %	8,6	8,6	0 %	10,0	10,0	0 %
Liikevoitto	7,2	7,2	0 %	8,6	8,6	0 %	10,0	10,0	0 %
Tulos ennen veroja	6,7	6,7	0 %	8,1	8,1	0 %	9,5	9,5	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,78	0,78	0 %	0,94	0,94	0 %	1,10	1,10	0 %
Osakekohtainen osinko	0,47	0,47	0 %	0,56	0,56	0 %	0,66	0,66	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuksessa ei enää turvamarginaalia

Arvostus huomioi nyt myös 2019-tuloskasvun

Talenomin osakekurssi on noussut yli 36 % vuoden vaihteesta ja samalla aliarvostus on mielestämme korjaantunut. Vuoden 2018 P/E-luku on noussut jo lähes 23x-tasolle ja EV/EBITDA on yli 11x, mutta ensi vuoden ennusteilla vastaavat kertoimet painuvat 19x- ja 9x-tasolle. Nämä ovat lähellä näkemysme mukaisia tasoja, sillä pidämme 20x- ja 10x-tasoja neutraaleina Talenomille. Näin ollen pidämme osaketta tällä hetkellä suunnilleen oikein hinnoiteltuna, ja näkemämme nousuvara jää suhteellisen pieneksi ilman ennustemuutoksia. Osinkotuotto vuodelta 2018 on arviolta 2,7 %, mutta nousee 3,2 %:n tasolle vuonna 2019. Kokonaisuutena arvostustaso on siis mielestämme neutraali, mutta aikaisempi aliarvostus on mielestämme poistunut eikä osaketta enää voi mielestämme sanoa edulliseksi.

Potentiaalia on edelleen

Pidemmällä aikavälillä merkittävin ajuri on kannattava kasvu, mutta yhtiöllä on avauksia myös ydinliiketoiminnan ulkopuolella. Näkyvyys muiden liiketoimintojen kehitykseen paranee loppuvuoden aikana, mikä voi olla yhtiölle kohtuullinen tulosajuri onnistuessaan. Lyhyellä aikavälillä tulosvaikutuksen ei pitäisi kuitenkaan olla merkittävä. Mielenkiintoinen optio on myös myöhemmin (aikaisintaan 2019) mahdollinen teknologian

kaupallistaminen, minkä potentiaalia ei mielestämme toistaiseksi huomioida Talenomien arvostuksessa. Tämä keskustelu on vasta aloitettu ja vaatii vielä pitkäjänteistä T&K-työtä, minkä jälkeen esimerkiksi suuret organisaatiot voisivat olla hyvin potentiaalisia hyödyntäjiä järjestelmälle. Näin Talenomilla olisi vahvempi tarjonta myös pk-sektorin ulkopuolelle. Vielä pidemmällä aikavälillä lisää potentiaalia luo yhtiön kansainvälistyminen (arvioimme mukaan Ruotsiin), minkä lyhyen tähtäimen vaikutus voi kuitenkin hyvin olla negatiivinen. Odotamme mielenkiinnolla yhtiön mahdollista avausta Ruotsiin, mikä tarkoittanee lopulta yritysostoa. Tämän jälkeen tilannetta on helpompi arvioida.

Riskit ovat myös kasvaneet

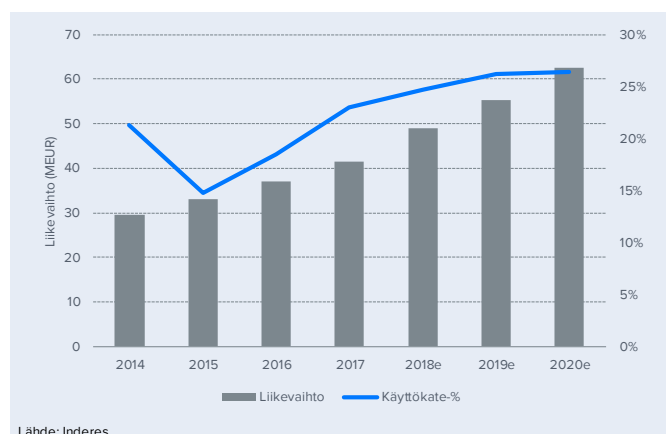
Talenomin liiketoiminnan riskit ovat alhaisia, sillä toimiala on defensiivinen ja kassavirrat hyvin ennakoitavia. Osakekurssi on kuitenkin noussut voimakkaasti ja samalla osakkeeseen liittyvä kurssilaskun riski on mielestämme selvästi kasvanut, kun sekä tulosodotukset että arvostuskertoimet ovat nyt selvästi aikaisempaa vaativampia. Toisin sanoen aikaisempi selkeä turvamarginaali on nyt mielestämme poistunut, mikä heijastuu näkemysme. Sijoittajien onkin tärkeää huomioida, että nykykurssiin on jo hinnoiteltu paljon hyvää ja yhtiön on onnistuttava kasvutarinassaan, jotta nykykurssi on perusteltu.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	37,0	10,8	10,6	9,3	10,7	41,4	12,7	12,5	11,0	12,7	49,0	55,4	62,6
Käyttökate	6,8	2,9	2,3	1,9	2,4	9,5	3,9	3,7	2,2	2,4	12,1	14,5	16,5
Poistot ja arvonalennukset	-2,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,6	-4,7	-1,3	-1,1	-1,2	-1,3	-4,9	-5,9	-6,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,2	1,9	1,6	0,8	0,9	5,2	2,6	2,6	0,9	1,1	7,2	8,6	10,0
Liikevoitto	4,2	1,9	1,3	0,8	0,9	4,8	2,6	2,6	0,9	1,1	7,2	8,6	10,0
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	3,6	1,7	1,2	0,6	0,7	4,3	2,5	2,4	0,8	0,9	6,7	8,1	9,5
Verot	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,9	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	-1,4	-1,6	-1,9
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	2,0	2,0	0,6	0,8	5,3	6,4	7,6
EPS (oikaistu)	0,43	0,20	0,18	0,07	0,09	0,55	0,29	0,29	0,09	0,11	0,78	0,94	1,10
EPS (raportoitu)	0,56	0,20	0,14	0,07	0,09	0,50	0,29	0,29	0,09	0,11	0,78	0,94	1,10

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	12,0 %	13,4 %	9,0 %	12,9 %	13,2 %	12,1 %	18,1 %	17,9 %	18,3 %	18,8 %	18,3 %	13,0 %	13,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	1265,0 %	129,9 %	-12,7 %	-9,6 %	40,6 %	23,3 %	42,4 %	59,2 %	15,6 %	25,2 %	40,6 %	18,5 %	16,6 %
Käyttökate-%	18,5 %	26,5 %	21,7 %	20,6 %	22,7 %	23,0 %	30,7 %	29,3 %	19,7 %	18,5 %	24,7 %	26,2 %	26,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,3 %	17,2 %	15,3 %	8,7 %	8,1 %	12,4 %	20,7 %	20,6 %	8,5 %	8,5 %	14,8 %	15,5 %	16,0 %
Nettotulos-%	7,9 %	12,7 %	9,1 %	5,2 %	5,5 %	8,2 %	15,6 %	15,6 %	5,8 %	5,9 %	10,9 %	11,6 %	12,1 %

Lähde: Inderes

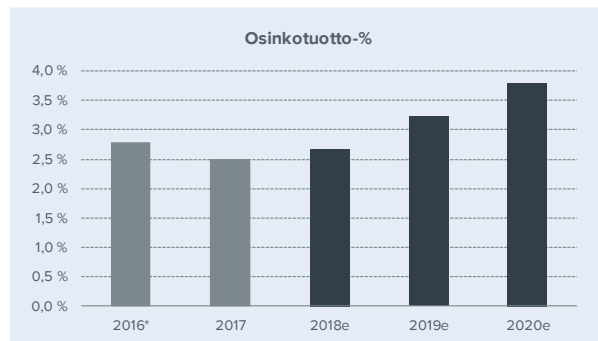
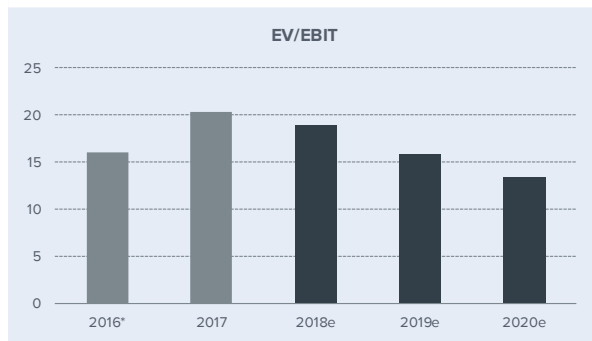
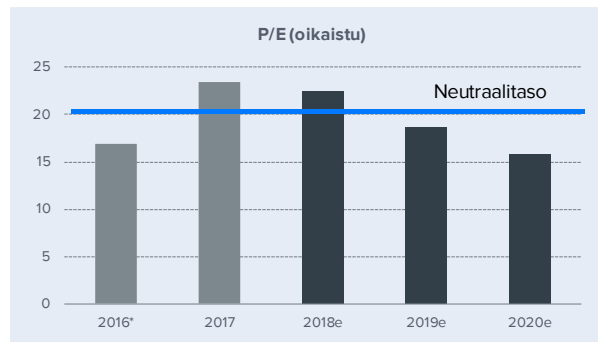
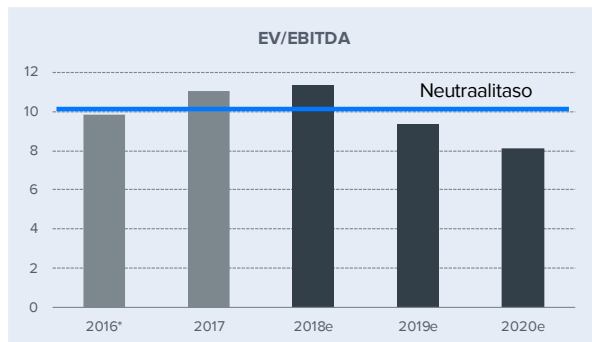


Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015*	2016*	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi			5,26	7,20	12,79	17,45	17,45	17,45
Markkina-arvo			35,8	49,0	87,1	120,1	120,1	120,1
Yritysarvo (EV)			54,8	67,2	104,7	137,0	135,2	134,1
P/E (oik.)			neg.	16,9	23,4	22,5	18,6	15,8
P/E			neg.	17	25,5	22,5	18,6	15,8
P/Kassavirta			5	20	40,3	36,3	22,2	22,3
P/B			3,6	4,2	6,2	7,0	5,9	5,0
P/S			1,1	1,3	2,1	2,5	2,2	1,9
EV/Liikevaihto			1,7	1,8	2,5	2,8	2,4	2,1
EV/EBITDA			11,2	9,9	11,0	11,3	9,3	8,1
EV/EBIT*			179,2	16,1	20,3	18,9	15,8	13,4
Osinko/tulos (%)			-19,5 %	46,9 %	63,9 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%			1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,7 %	3,2 %	3,8 %

Lähde: Inderes

* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla



Tase ja kassavirtalaskelma

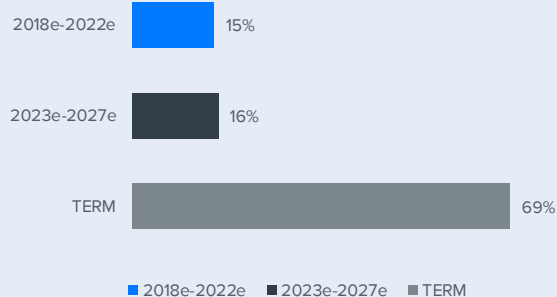
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	33,1	35,6	38,3	40,2	Oma pääoma	11,7	13,9	17,1	20,3
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4	Osakepääoma	13,8	0,1	0,1	0,1
Aineettomat oikeudet	11,5	14,2	16,3	18,0	Kertyneet voittovarot	-1,9	1,6	4,8	8,0
Käyttöomaisuus	2,5	2,5	3,2	3,3	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	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	22,2	21,0
Vaihtuvat vastaavat	9,2	10,4	12,4	14,0	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	21,7	20,4
Myyntisaamiset	4,8	5,5	6,6	7,5	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	4,3	4,9	5,8	6,5	Muut pitkäaikaiset velat	0,6	0,5	0,5	0,5
Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,7	54,2	Lyhytaikaiset velat	8,5	9,4	11,4	12,9
Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS	Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	0,5	1,0	1,2
					Lyhytaikaiset korottomat velat	7,1	8,4	9,8	11,1
					Muut lyhytaikaiset velat	0,4	0,6	0,6	0,6
					Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,7	54,2
					Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	4,8	7,2	8,6	10,0	11,6	12,5	12,9	13,0	13,3	12,9	13,3	
+ Kokonaispoistot	4,7	4,9	5,9	6,5	7,5	8,2	9,0	9,9	10,8	11,4	12,0	
- Maksetut verot	-0,6	-1,4	-1,6	-1,9	-2,2	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	
- 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	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	9,7	10,9	13,2	15,0	17,3	18,7	19,8	20,8	21,8	22,1	22,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-7,4	-7,6	-7,8	-9,6	-10,3	-10,7	-12,2	-12,8	-12,8	-13,5	-13,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,2	3,3	5,4	5,4	6,9	8,0	7,7	8,0	9,0	8,6	9,3	
+/- 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	3,3	5,4	5,4	6,9	8,0	7,7	8,0	9,0	8,6	9,3	215,1
Diskontattu vapaa kassavirta		3,2	4,9	4,6	5,5	5,9	5,2	5,1	5,4	4,7	4,8	110,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		159,5	156,3	151,4	146,8	141,4	135,5	130,3	125,2	119,8	115,1	110,3
Velaton arvo DCF		159,5										
- Korolliset velat		-22,5										
+ Rahavarat		4,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-2,2										
Oman pääoman arvo DCF		139,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		20,31										
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-preemio												4,75 %
Likviditeettipreemio												0,75 %
Riskitön korko												3,0 %
Oman pääoman kustannus												8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)												7,4 %

Rahavirran jakauma jaksottain



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	33,0	37,0	41,4	49,0	55,4
EBITDA	4,9	6,8	9,5	12,1	14,5
EBITDA-marginaali (%)	14,8	18,5	23,0	24,7	26,2
EBIT	-1,3	4,2	4,8	7,2	8,6
Voitto ennen veroja	-2,5	3,6	4,3	6,7	8,1
Nettovoitto	-2,4	2,9	3,4	5,3	6,4
Kertaluontoiset erät	-1,6	0,0	-0,3	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,7	54,2
Oma pääoma	11,7	13,9	17,1	20,3
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4
Korolliset velat	22,5	22,5	22,7	21,7

Kassavirta	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	6,8	9,5	12,1	14,5
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	0,3	0,4
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	10,9	13,2
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	3,3	5,4

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	0,78	0,94
EPS oikaistu	0,43	0,55	0,78	0,94
Operat. kassavirta/osake	1,02	1,42	1,59	1,92
Tasearvo/osake	1,72	2,05	2,49	2,96
Osakekohtainen osinko	0,20	0,32	0,47	0,56
Osinko/tulos (%)	47	64	60	60
Osinkotuotto-%	2,8	2,5	2,7	3,2

Tunnusluvut	2017	2018e	2019e
P/E (oikaistu)	23,4	22,5	18,6
P/B	6,2	7,0	5,9
P/Liikevaihto	2,1	2,5	2,2
P/Kassavirta	9,0	11,0	9,1
EV/Liikevaihto	2,5	2,8	2,4
EV/EBITDA	11,0	11,3	9,3
EV/EBIT (oikaistu)	20,3	18,9	15,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Tahkola	22,8 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	17,2 %
Markus Tahkola	15,2 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	6,4 %
SR Danske Invest Suomi yhteisöosake	3,4 %
Eq Pohjoismaat Pienyhtiöt	2,3 %

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
27.4.2018	Lisää	15,00 €	13,90 €
3.8.2018	Lisää	18,00 €	16,65 €
11.9.2018	Vähennä	18,00 €	17,45 €

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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus 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/>