

## Tulosvaroitus vahvisti vahvan tuloskehityksen

Talenom antoi eilen odottamamme positiivisen tulosvaroituksen. Vuoden 2018 liikevoittoennusteen oli jo nostetussa ohjeistushaarukassa, mutta tarkistimme lähivuosien tulosennusteitamme kuitenkin 3-5 % ylöspäin. Tulosvaroitusta vahvisti Talenomin todella vakuuttavan kannattavuuskehityksen jatkumisen, mikä vahvistaa luottamusta myös lähivuosien kannattavaan kasvuun. Olemme nostaneet tavoitehintamme 22,0 euroon (aik. 21,0 euroa) ja toistamme osta-suosituksemme arvostustason ollessa edelleen houkutteleva suhteessa yhtiön vahvaan ja defensiiviseen tuloskasvuun.

### Kannattavuus skaalautuu odotuksiemme mukaisesti

Talenom arvioi vuoden 2018 toisessa positiivisessa tulosvaroituksessaan vuoden 2018 liikevoiton olevan 8,2-8,7 MEUR, kun aikaisempi haarukka oli 7,4-8,0 MEUR. Yhtiön perustelut olivat myös hyvin samankaltaiset kuin aikaisemmin, eli parantuneen kannattavuusnäkökulman taustalla on edelleenkin teknologisen kehityksen tuoma ennakoitua kiiivaampi toimintojen tehostuminen. Taustalla on Talenomin pitkälle automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan kehitys, minkä ansiosta yhtiön voimakas liikevaihdon kasvu ei vaadi yhtiöltä kirjanpitäjien rekrytointia. Tämä tekee yhtiön kasvusta erittäin hyvin skaalautuvaa. Ohjeistusta nostettiin vain liikevoiton osalta, missä muutos oli varsin merkittävä. Muuten oheistus säilyy ennallaan, eli Talenomin tavoitteena on jatkaa selvästi tilitoimistoalaa nopeampaa kasvua ja yhtiön liikevaihdon kasvun arvioidaan olevan selvästi edellistä vuotta nopeampaa (2017: +12,1%).

### Olemme nostaneet lähivuosien tulosennusteita

Olimme jo aikaisemmin ennakoineet positiivisen tulosvaroituksen ja aiempi 2018 liikevoittoennusteen (8,3 MEUR) oli jo selvästi yli aiemman ohjeistushaarukan. Nostimme kuitenkin nyt 2018 liikevoittoennusteen 8,6 MEUR:oon ja tarkistimme samalla vuoden 2019 tulosennusteita ylöspäin noin 5 %. Positiivinen tulosvaroitusta poisti Q4-ennusteeseemme liittyneen pettymysriskin ja vahvisti jälleen luottamustamme positiivisen kannattavuuskehityksen jatkumiseen, koska teknologinen kehitys jatkuu edelleen. Odotamme liikevoittomarginaalin jatkavan nousuaan lähivuosina (2018e: 17,5 %, 2019e: 18,4 % ja 2020e: 18,8 %), mutta olemme edelleen suhteellisen varovaisia kannattavuuden skaalautuvuuden suhteen. Vuoden 2018 liikevaihdon kasvuennusteen on käytännössä ennallaan 18,5 %:n tasolla.

### Osakkeen tuotto-odotus on edelleen erittäin hyvä

Talenomin osake on noussut edellisestä päivityksestä 7,6 %, mutta toisaalta vuoden tulosennusteemme nousivat noin 5 % ja näkyvyys ensi vuoteen on jo suhteellisen hyvä ydinliiketoiminnan vakauden ansiosta. Ensi vuoden ennusteillamme P/E on alle 17x ja EV/EBITDA 9x, mitkä ovat mielestämme houkuttelevia näkemyksemme hyväksyttävästä arvostustasosta ollessa ennallaan (noin P/E 20x ja EV/EBITDA 10x). Talenomin liikevaihto on pitkälti jatkuvaa (>90 %) ja liiketoiminta on poikkeuksellisen defensiivistä. Yhtiöllä on myös toimialalla erittäin selkeä teknologinen kilpailuetu erityisesti huomioiden toimialan erittäin fragmentoitunut luonne (Suomessa noin 4200 tilitoimistoa, joista valtaosa on erittäin pieniä). Odotamme ensi vuoden tuloskasvun olevan noin 20 %, mikä indikoi mielestämme varsin hyvin osakkeen seuraavan 12 kuukauden tuotto-odotusta vahvan kehityksen jatkuessa.

### Analyttikko

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



### Suositus

**Osta**



Edellinen: Osta

**Tavoitehintana 22,00 EUR**

Edellinen: 21,00



Lähde: Reuters

**Ei-lis päätös 19,10 EUR**

**12 kk vaihteluväli 10,92-20,6 EUR**

**Potentiaali 15,2 %**

### Ohjeistus

Talenom arvioi vuoden 2018 liikevaihdon kasvun olevan selvästi edellisistä vuosista nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoiton arvioidaan olevan 8,2-8,7 MEUR.

**Ohjeistusmuutos: Noussut**

### 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)	%
2017	41,4	4,8	11,7 %	4,3	0,50	0,32	2,5	11,0	20,3	23,4	2,5 %
2018e	49,1	8,6	17,5 %	8,1	0,94	0,56	3,0	11,0	17,4	20,3	3,0 %
2019e	56,5	10,4	18,4 %	9,9	1,15	0,69	2,6	9,0	14,2	16,7	3,6 %
2020e	64,5	12,1	18,8 %	11,6	1,35	0,81	2,3	7,6	12,0	14,2	4,2 %
Markkina-arvo, MEUR			131,4	OPO / osake 2018e, EUR			2,65	CAGR EPS, 2017-2020, %			39 %
Nettovelka 2018e, MEUR			18,0	P/B 2018e			7,2	CAGR kasvu, 2017-2020, %			16 %
Yritysarvo (EV), MEUR			149,4	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			98,9 %	ROE 2018e, %			40,2 %
Taseen koko 2018e, MEUR			52,0	Omavaraisuusaste 2018e, %			35,2 %	ROCE 2018e, %			22,0 %

## Vakuuttava kannattavuuskehitys jatkuu

### Automatisointi etenee ja tehostaa toimintaa edelleen

Talenom arvioi vuoden 2018 toisessa positiivisessa tulosvaroituksessaan vuoden 2018 liikevoiton olevan 8,2-8,7 MEUR, kun aikaisempi haarukka oli 7,4-8,0 MEUR. Taustalla on Talenomin pitkälle automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan kehitys, minkä ansiosta yhtiön voimakas liikevaihdon kasvu ei vaadi yhtiöltä kirjanpitäjien rekrytointia. Yhtiö on jo siirtymässä automatisoinnissa seuraavaan kehitysvaiheeseen, jossa se keskittyy liiketapahtumien automaattikirjaukseen. Pian digitalisoitu aineisto käsitellään kirjanpidossa ilman henkilötyötä, mikä tarkoittaa rutiinitehtävien lähes täyttä automatisaatiota. Tämä tekee yhtiön kasvusta erittäin hyvin skaalautuvaa sen jälkeen, kun asiakashankinta on tehty.

### Nostimme hieman lähivuosisien kasvuennusteita

Nostimme 2018 liikevoittoennusteemme 8,6 MEUR:oon (aik. 8,3 MEUR) ja liikevaihdon kasvuennusteemme on käytännössä ennallaan 18,5 %:n tasolla. Tarkistimme samalla vuoden 2019 tulosennusteita ylöspäin noin 5 %. Positiivinen tulosvaroitusta vahvisti jälleen luottamustamme positiivisen kannattavuuskehityksen jatkumiseen ja teknologinen kehitys jatkuu edelleen. Odotamme liikevoittomarginaalin jatkavan nousuaan lähivuosisina (2018e: 17,5 %, 2019e: 18,4 % ja 2020e: 18,8 %), mutta olemme edelleen suhteellisen varovaisia kannattavuuden skaalautuvuuden suhteen.

Tulevaisuuden kannattavuustasoon vaikuttaa merkittävästi mm. kasvupanostukset ja IT-investoinnit, mahdollinen laajentuminen Ruotsiin sekä investoinnit lisäarvopalveluihin. Jos yhtiö laajenee ensi vuonna Ruotsiin tai muualle ulkomaille, tämä tulee todennäköisesti aiheuttamaan alkuvaiheessa enemmän kuluja kuin tuloja. Tämä on mielestämme merkittävin epävarmuustekijä tulevaisuuden ennusteissa, mutta uskomme laajentumisen olevan joka tapauksessa hallittua ja tapahtuvan maltillisella riskillä. Nämä ovat yhtiön strategisia valintoja, joiden suhteen olemme pyrkineet pitämään kasvu- ja kannattavuusennusteet tasapainossa ja suhteellisen maltillisina. Potentiaalia kannattavuuden skaalautumisen suhteen olisi mielestämme paljon enemmänkin, mutta kasvun painottaminen on lyhyellä aikavälillä pois kannattavuudesta. Pitkällä aikavälillä tämä voisi kuitenkin olla hyvin perusteltua.

### Merkittävä pitkän tähtäimen arvonluontipotentiaali

Pidämme Talenomia 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 on mielestämme se, että Talenom hyödyntää sen teknologista kilpailuetua (kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja ja palvelukeskusmalli) yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla. Käytännössä yhtiön kasvu vahvistaa koko ajan yhtiön jo nyt vahvaa kilpailuetua.

Mielestämme yhtiö on fragmentoituneella tilitoimistoalalla poikkeuksellisen hyvässä asemassa erityisesti suhteessa Suomessa olevaan yli 4200 tilitoimistoon, joista valtaosa on erittäin pieniä. Tilitoimistoala kasvoi myös finanssikriisin keskellä, mikä kertoo toimialan defensiivisyydestä. Olemme myös erittäin luottavaisia Talenomin kilpailukyvyistä toimialalla. Tämä tekee yhtiöstä erittäin houkuttelevan pitkän tähtäimen sijoituskohteen.

### Nostimme hieman lähivuosisien kasvuennusteita

Osakkeen arvostustaso on mielestämme erittäin houkutteleva: 2019e P/E on alle 17x ja EV/EBITDA 9x, kun näkemyksemme hyväksyttävästä arvostustasosta on ennallaan (P/E 20x ja EV/EBITDA 10x). Vaikka osakemarkkinoiden yleinen arvostustaso on laskenut viime aikoina talouskasvun hidastuessa, näkemyksemme mukaan tällä ei ole oleellista vaikutusta yhtiön näkymiin tai hyväksyttävään arvostukseen.

Odotamme ensi vuoden tuloskasvun olevan noin 20 %, mikä indikoi mielestämme varsin hyvin osakkeen seuraavan 12 kuukauden tuotto-odotusta vahvan kehityksen jatkuessa. Ennustamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen kasvavan 2018-2021 noin 18-19 %:n vuosivauhtia (CAGR-%). Tämä on erinomainen taso, mutta Talenom on mielestämme poikkeuksellisen hyvässä asemassa myös toteuttamaan ennusteemme. Sijoittajien kannalta vahva tuloskasvu on edelleen osakkeen tärkein ajuri, vaikka tällä hetkellä osakkeen arvostustasossakin on jonkin verran nousuvaraa.

Ennustemuutokset	2018e		Muutos	2019e		Muutos	2020e		Muutos	
	MEUR / EUR	Vanha		Uusi	Vanha		Uusi	Vanha		Uusi
Liikevaihto		49,0	49,1	0 %	56,4	56,5	0 %	64,3	64,5	0 %
Käyttökate		13,3	13,5	2 %	16,2	16,4	1 %	18,8	19,2	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä		8,3	8,6	3 %	10,0	10,4	4 %	11,8	12,1	3 %
Liikevoitto		8,3	8,6	3 %	10,0	10,4	4 %	11,8	12,1	3 %
Tulos ennen veroja		7,8	8,1	3 %	9,4	9,9	5 %	11,2	11,6	3 %
EPS (ilman kertaeriä)		0,91	0,94	3 %	1,10	1,15	5 %	1,30	1,35	3 %
Osakekohtainen osinko		0,55	0,56	3 %	0,66	0,69	5 %	0,78	0,81	3 %

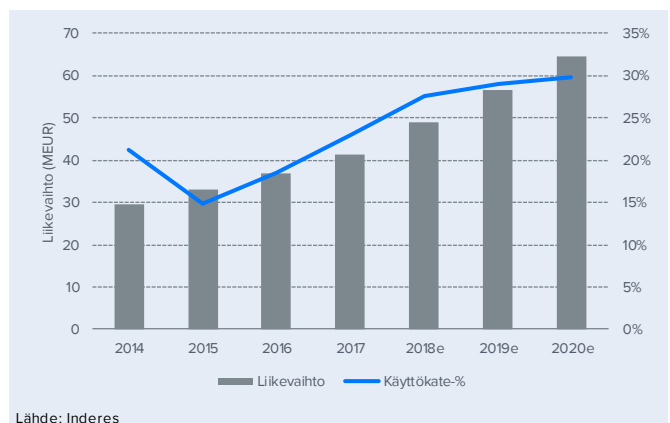
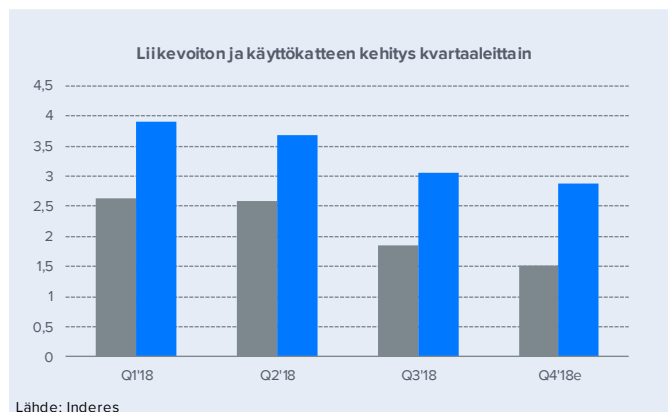
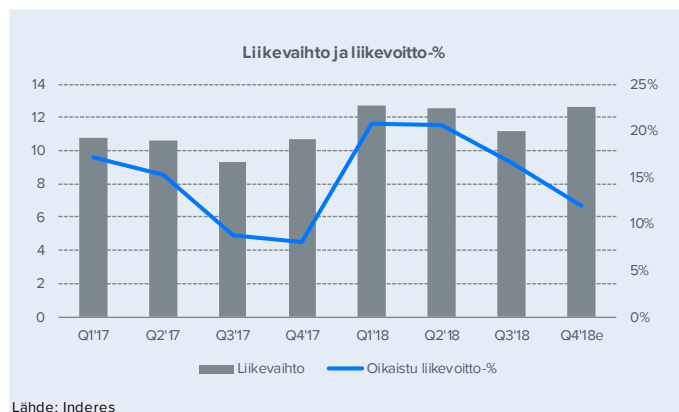
Lähde: Inderes

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>37,0</b>	<b>10,8</b>	<b>10,6</b>	<b>9,3</b>	<b>10,7</b>	<b>41,4</b>	<b>12,7</b>	<b>12,5</b>	<b>11,1</b>	<b>12,6</b>	<b>49,1</b>	<b>56,5</b>	<b>64,5</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>6,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>9,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>13,5</b>	<b>16,4</b>	<b>19,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,6	-4,7	-1,3	-1,1	-1,2	-1,4	-4,9	-6,0	-7,1
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>4,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>5,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>8,6</b>	<b>10,4</b>	<b>12,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>4,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>8,6</b>	<b>10,4</b>	<b>12,1</b>
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
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>4,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>8,1</b>	<b>9,9</b>	<b>11,6</b>
Verot	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,9	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-1,6	-2,0	-2,3
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
<b>Nettotulos</b>	<b>2,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>3,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>6,5</b>	<b>7,9</b>	<b>9,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,43</b>	<b>0,20</b>	<b>0,18</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,55</b>	<b>0,29</b>	<b>0,29</b>	<b>0,21</b>	<b>0,16</b>	<b>0,94</b>	<b>1,15</b>	<b>1,35</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,56</b>	<b>0,20</b>	<b>0,14</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,50</b>	<b>0,29</b>	<b>0,29</b>	<b>0,21</b>	<b>0,16</b>	<b>0,95</b>	<b>1,15</b>	<b>1,35</b>

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	12,0 %	13,4 %	9,0 %	12,9 %	13,2 %	12,1 %	18,1 %	17,9 %	19,8 %	18,2 %	18,5 %	15,2 %	14,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	1265,0 %	129,9 %	-12,7 %	-9,6 %	40,6 %	23,3 %	42,4 %	59,2 %	128,9 %	75,8 %	66,9 %	21,0 %	16,5 %
<i>Käyttökate-%</i>	18,5 %	26,5 %	21,7 %	20,6 %	22,7 %	23,0 %	30,7 %	29,3 %	27,4 %	22,8 %	27,6 %	29,0 %	29,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	11,3 %	17,2 %	15,3 %	8,7 %	8,1 %	12,4 %	20,7 %	20,6 %	16,6 %	12,0 %	17,5 %	18,4 %	18,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	7,9 %	12,7 %	9,1 %	5,2 %	5,5 %	8,2 %	15,6 %	15,6 %	12,7 %	8,7 %	13,2 %	14,0 %	14,4 %

Lähde: Inderes

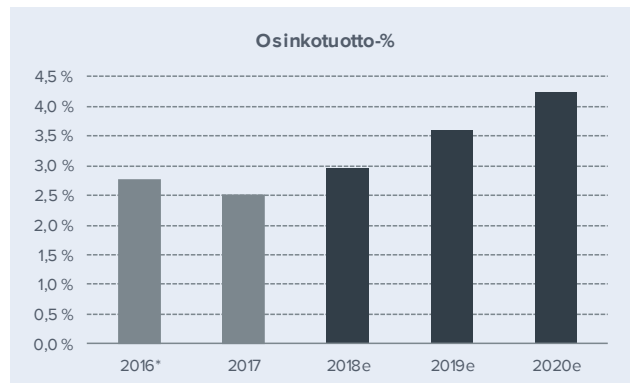
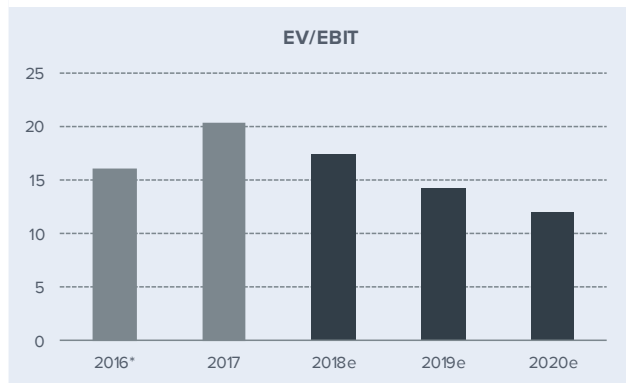
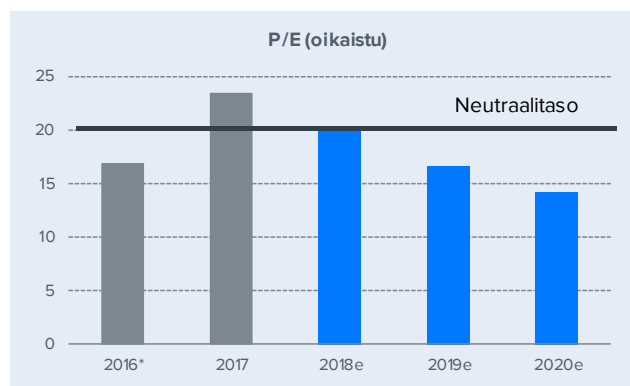
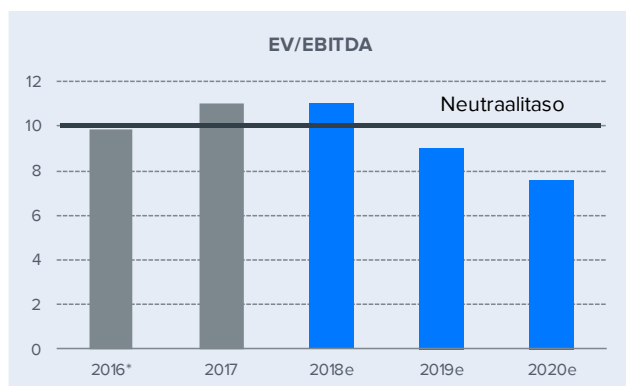


## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015*	2016*	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi			5,26	7,20	12,79	19,10	19,10	19,10
Markkina-arvo			35,8	49,0	87,1	131,4	131,4	131,4
Yritysarvo (EV)			54,8	67,2	104,7	149,4	148,0	145,7
P/E (oik.)			neg.	16,9	23,4	20,3	16,7	14,2
P/E			neg.	17	25,5	20,3	16,7	14,2
P/Kassavirta			5	20	40,3	60,0	23,0	17,5
P/B			3,6	4,2	6,2	7,2	5,9	4,9
P/S			1,1	1,3	2,1	2,7	2,3	2,0
EV/Liikevaihto			1,7	1,8	2,5	3,0	2,6	2,3
EV/EBITDA			11,2	9,9	11,0	11,0	9,0	7,6
EV/EBIT*			179,2	16,1	20,3	17,4	14,2	12,0
Osinko/tulos (%)			-19,5 %	46,9 %	63,9 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%			1,3 %	2,8 %	2,5 %	3,0 %	3,6 %	4,2 %

Lähde: Inderes

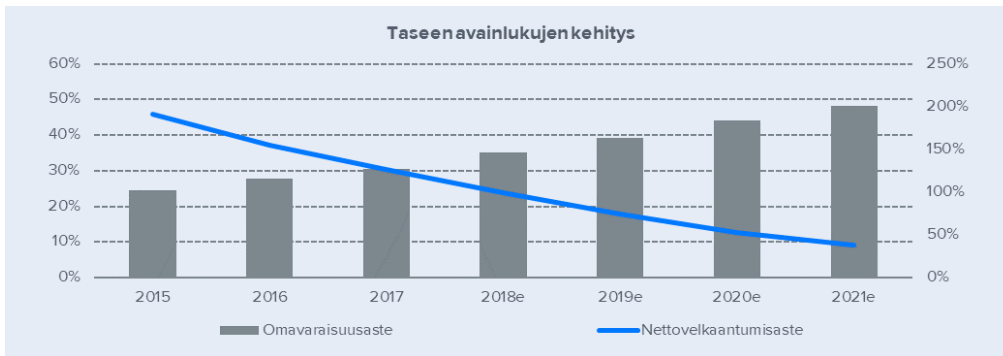
\* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla



## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

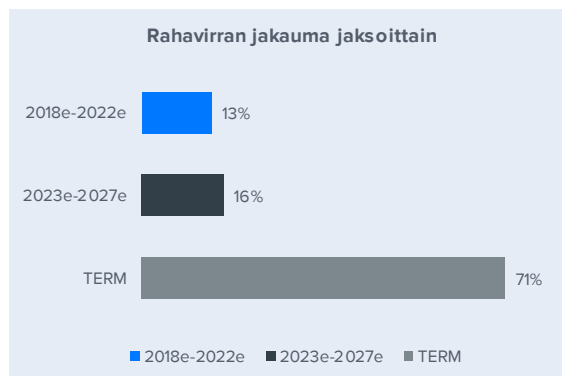
Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>33,1</b>	<b>35,6</b>	<b>39,6</b>	<b>42,5</b>	<b>Oma pääoma</b>	<b>11,7</b>	<b>13,9</b>	<b>18,2</b>	<b>22,2</b>
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4	Osakepääoma	13,8	0,1	0,1	0,1
Aineettomat oikeudet	11,5	14,2	18,3	20,8	Kertyneet voittovarot	-1,9	1,6	5,9	9,9
Käyttöomaisuus	2,5	2,5	2,5	2,8	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	<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>22,1</b>	<b>22,6</b>	<b>23,3</b>	<b>22,3</b>
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>9,2</b>	<b>10,4</b>	<b>12,4</b>	<b>14,3</b>	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	22,7	21,7
Myyntisaamiset	4,8	5,5	6,6	7,6	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	4,3	4,9	5,8	6,7	Muut pitkäaikaiset velat	0,6	0,5	0,5	0,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>42,3</b>	<b>45,9</b>	<b>52,0</b>	<b>56,8</b>	<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>8,5</b>	<b>9,4</b>	<b>10,5</b>	<b>12,3</b>
Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS	Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	0,5	1,1	1,6
					Lyhytaikaiset korottomat velat	7,1	8,4	8,8	10,2
					Muut lyhytaikaiset velat	0,4	0,6	0,6	0,6
					<b>Taseen loppusumma</b>	<b>42,3</b>	<b>45,9</b>	<b>52,0</b>	<b>56,8</b>
					Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,8</b>	<b>8,6</b>	<b>10,4</b>	<b>12,1</b>	<b>14,0</b>	<b>15,5</b>	<b>16,2</b>	<b>16,5</b>	<b>16,4</b>	<b>16,2</b>	<b>16,7</b>	
+ Kokonaispoistot	4,7	4,9	6,0	7,1	7,9	8,8	10,0	11,0	12,0	12,8	13,5	
- Maksetut verot	-0,6	-1,6	-2,0	-2,3	-2,7	-3,0	-3,1	-3,2	-3,2	-3,1	-3,2	
- 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 rahoitusluotoista	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	-0,7	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>9,7</b>	<b>11,1</b>	<b>14,7</b>	<b>17,2</b>	<b>19,5</b>	<b>21,6</b>	<b>23,3</b>	<b>24,5</b>	<b>25,4</b>	<b>26,0</b>	<b>27,0</b>	
+ 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	-8,9	-8,9	-9,7	-11,5	-12,6	-13,5	-14,2	-14,7	-15,1	-15,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,8</b>	<b>11,7</b>	
+/- 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	2,2	5,7	7,5	8,0	9,0	9,7	10,3	10,7	10,8	11,7	271,8
Diskontattu vapaa kassavirta	2,2	2,2	5,3	6,5	6,4	6,7	6,8	6,7	6,4	6,1	6,1	141,9
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>	<b>201,2</b>	<b>199,0</b>	<b>193,7</b>	<b>187,2</b>	<b>180,8</b>	<b>174,0</b>	<b>167,3</b>	<b>160,6</b>	<b>154,1</b>	<b>148,1</b>	<b>141,9</b>	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>201,2</b>											
- Korolliset velat		-22,5										
+ Rahavarat		4,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,2										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>181,4</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>26,36</b>											

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 %



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	33,0	37,0	41,4	49,1	56,5
EBITDA	4,9	6,8	9,5	13,5	16,4
EBITDA-marginaali (%)	14,8	18,5	23,0	27,6	29,0
EBIT	-1,3	4,2	4,8	8,6	10,4
Voitto ennen veroja	-2,5	3,6	4,3	8,1	9,9
Nettovoitto	-2,4	2,9	3,4	6,5	7,9
Kertaluontoiset erät	-1,6	0,0	-0,3	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	42,3	45,9	52,0	56,8
Oma pääoma	11,7	13,9	18,2	22,2
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4
Korolliset velat	22,5	22,5	23,8	23,3

Kassavirta	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	6,8	9,5	13,5	16,4
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	-0,7	0,3
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	11,1	14,7
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	2,2	5,7

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	0,94	1,15
EPS oikaistu	0,43	0,55	0,94	1,15
Operat. kassavirta/osake	1,02	1,42	1,62	2,13
Tasearvo/osake	1,72	2,05	2,65	3,23
Osakekohtainen osinko	0,20	0,32	0,56	0,69
Osinko/tulos (%)	47	64	60	60
Osinkotuotto-%	2,8	2,5	3,0	3,6

Tunnusluvut	2017	2018e	2019e
P/E (oikaistu)	23,4	20,3	16,7
P/B	6,2	7,2	5,9
P/Liikevaihto	2,1	2,7	2,3
P/Kassavirta	9,0	11,8	9,0
EV/Liikevaihto	2,5	3,0	2,6
EV/EBITDA	11,0	11,0	9,0
EV/EBIT (oikaistu)	20,3	17,4	14,2

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Tahkola	22,8 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	17,2 %
Markus Tahkola	13,7 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	5,9 %
SR Danske Invest Suomi yhteisöosake	3,4 %
Hallintarekisteröity	2,8 %

## 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 €
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 €
18.9.2018	Lisää	20,00 €	18,40 €
23.10.2018	Lisää	21,00 €	19,55 €
27.11.2018	Osta	21,00 €	17,75 €
13.12.2018	Osta	22,00 €	19,10 €

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderesin analytikko Juha Kinnusella on 18.12.2017 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Talenom Oyj.

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/>