

Tuloskasvu ei hydy

Talenomin positiivisen tulosvaroitusta vahvistaa yhtiön tuloskasvun jatkumisen vahvana myös H2'18:lla. Pidimme yhtiön aikaisempaa ohjeistusta erittäin konservatiivisena ja liikevoittoennusteemme olivat aiemman haarukan yläpuolelle, mutta olemme silti nostaneet tulosennusteitamme noin 10 %. Käytännössä samassa suhteessa nostamme myös tavoitehintaamme 20,0 euroon (aik. 18,0 euro). Näkemyksemme hyväksyttävästä arvostuksesta ei ole muuttunut, mutta nousseiden ennusteiden jälkeen näemme osakkeessa jälleen nousuvaraa lisää-suositukselle (aik. vähennä).

Positiivinen tulosvaroitusta vahvistaa, ettei tuloskasvu hydy H2:lla

Talenom ohjeistaa nyt vuoden 2018 liikevoiton olevan 7,4-8,0 MEUR (aik. 6,3-7,0 MEUR). Liikevaihdon kasvun suhteen ohjeistus toistettiin, eli kasvun arvioidaan edelleen olevan selvästi edellistä vuotta nopeampaa (2017: 12,1%). Osasimme odottaa ohjeistuksen nostoa loppuvuoden aikana ja liikevoittoennusteemme 7,2 MEUR oli jo aikaisemman haarukan yläpuolella, mutta positiivinen tulosvaroitusta tässä vaiheessa vuotta oli silti lievä yllätys. Tulosvaroitusta ajoitus kertookin meille, että tilitoimistoalalle hiljaiset kesäkuukaudet Q3:lla ovat sujuneet erittäin hyvin. Yhtiön mukaan parantuneen kannattavuusnäkökuvan taustalla on teknologisen kehityksen tuoma ennakoitua kiivaampi toimintojen tehostuminen, mikä vahvistaa näkemystämme liiketoiminnan hyvästä skaalautuvuudesta ja tukee myös lähivuosien näkymiä.

Olemme nostaneet tulosennusteitamme noin 10 %

Olemme nostaneet 2018 liikevoittoennusteemme 7,9 MEUR:oon (aik. 7,2 MEUR) eli ohjeistushaarukan ylälaitaan. Talenom on ohjeistuksissaan konservatiivinen (kuten tänä vuonna olemme nähneet) ja alailaitaan sisältäneen merkittävästi turvamarginaalia. Vuoden 2018 tulosennusteemme nousivat noin 10 % ja olemme nostaneet käytännössä samassa suhteessa myös lähivuosien tulosennusteita. Liikevaihdon kasvuennusteisiimme teimme vain minimaalisia korotuksia, ja pidemmän aikavälin ennusteiden nousun taustalla onkin yhä vahvistuva luottamus yhtiön kannattavuuden skaalautuvuuteen. Odotamme nyt 2018 liikevoittomarginaalin olevan noin 16,1 % (2017: 12,4 %) ja ensi vuonna marginaalin nousevan 16,8 %:n tasolle (2019e: 17,4 %). Yhtiöllä on lähivuosina mahdollisuus huomattavasti suurempiin kannattavuusparannuksiin, jos yhtiö olisi valmis tinkimään merkittävästä kasvupanostuksista.

Ennusteiden nousu loi jälleen nousuvaraa

Näkemyksemme Talenomin hyväksyttävästä arvostustasosta on ennallaan (noin P/E 20x ja EV/EBITDA 10x), mutta ennusteiden selkeä nousu antaa jälleen osakkeelle nousuvaraa. Vuoden 2018 P/E on noin 21-22x ja EV/EBITDA 11x, ja tulosvaroitusta jälkeen 2018 tulos on jo hyvin selvillä. Markkinoiden fokus siirtyykin jo vahvasti 2019 kertoiin (P/E 18x ja EV/EBITDA 9x), joita itekin painotamme hyvän näkyvyyden takia. Lähivuosien tuloskasvunäkymät ovat erittäin hyvät ja yhtiö kuuluu mielestämme selvästi defensiivisen ja murroksessa olevan tilitoimistoalan voittajiin, minkä ansiosta Talenomin riskiprofiili on yleisesti alhainen. Näiden syiden takia yhtiön sijoitustarina on erittäin houkutteleva ja yhtiölle voidaan hyväksyä korkeat arvostuskertoimet. Samalla huomautamme, että osake on noussut viimeisen vuoden aikana lähes 50 % ja samalla yhtiöön kohdistetut odotukset ovat kasvaneet voimakkaasti. Osakkeen nykyinen taso vaatii yhtiöltä voimakkaan kannattavan kasvun jatkumista myös vuonna 2019.

Analyttikko

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



Suositus

Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehinta 20,00 EUR

Edellinen: 18,00



Lähde: Reuters

Eiilisen päätös 18,40 EUR

12 kk vaihteluväli 10,9-18,5 EUR

Potentiaali 8,7 %

Ohjeistus

Talenom arvioi vuoden 2018 liikevaihdon kasvun olevan selvästi edellistä vuotta nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoiton arvioidaan olevan 7,4-8,0 MEUR (aik. 6,3-7,0 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	49,0	7,9	16,1 %	7,3	0,85	0,51	2,9	11,2	18,1	21,6	2,8 %
2019e	55,9	9,4	16,8 %	8,9	1,03	0,62	2,5	9,3	15,1	17,8	3,4 %
2020e	63,1	11,0	17,4 %	10,5	1,22	0,73	2,2	7,9	12,8	15,1	4,0 %
Markkina-arvo, MEUR		126,6		OPO / osake 2018e, EUR			2,56		CAGR EPS, 2017-2020, %		34 %
Nettovelka 2018e, MEUR		16,4		P/B 2018e			7,2		CAGR kasvu, 2017-2020, %		15 %
Yritysarvo (EV), MEUR		143,0		Nettovelkaisuusaste 2018e, %			93,3 %		ROE 2018e, %		37,1 %
Taseen koko 2018e, MEUR		50,8		Omavaraisuusaste 2018e, %			34,8 %		ROCE 2018e, %		20,8 %

Kannattavuus skaalautuu kauniisti

H2:n näkymät selkeytyvät

Talenomin ohjeistuksen nosto ei ollut suuri yllätys, mutta H1-raportin jälkeen yhtiön toistama erittäin varovainen ohjeistus sai meidät kuitenkin epäilemään tuloskasvun mahdollista hiljentymistä H2:lla. Yhtiön kasvupanostukset ovat aina suhteellisen kalliita ja pääosin strategisia valintoja, ja yhtiö olisi voinut painottaa lyhyellä aikavälillä enemmän tulevaisuuden kasvua (vaikutus aina viiveellä). Odotimme kyllä ohjeistuksen nostoa loppuvuoden aikana ja liikevoittoennustemme 7,2 MEUR oli jo aikaisemman haarukan (6,3-7,0 MEUR) yläpuolella, mutta positiivisen tulosvaroituksen jälkeen loppuvuoteen kohdistunut epävarmuus on poistunut ja se oli myös suhteellisen voimakas suhteessa maltilliseen ennusteeseemme. Lisäksi tulosvaroituksen ajoitus kertoo, että yhtiön Q3 on sujunut erittäin hyvin. Tilitoimistoalalle hiljaisilla kesäkuukausilla on eniten vaihtelua myynnissä, minkä takia epävarmuus on normaalia suurempaa. Muuten kysyntä on alalla hyvin ennakoitavaa.

Kirjanpidon tuotantolinja vain tehostuu

Talenomin mukaan parantuneen kannattavuusnäkömän taustalla on teknologisen kehityksen tuoma ennakoitua kiivaampi toimintojen tehostuminen. Käytännössä tämä tarkoittaa, että yhtiön kirjanpidon tuotantolinjan tehokkuutta ja monipuolisuutta on saatu edelleen tehostettua. Yhä pidemmälle etenevä automatisointi tehostaa kirjanpitoa ja yhtiö voi kasvaa ilman rekrytointia. Tämä on toki ollut tiedossa ennenkin, mutta ohjeistus vahvistaa edelleen näkemystämme liiketoiminnan hyvästä skaalautuvuudesta ja tukee myös lähivuosien näkymiä. Lisäksi oleellista on se, ettei yhtiö käsityksemme mukaan ole tinkinyt kasvupanostuksista, vaan parannus tulee tehostuksesta.

Lähivuosien tulosenusteet nousivat noin 10 %

Olemme nostaneet 2018 liikevoittoennustemme 7,9 MEUR:oon (aik. 7,2 MEUR) eli ohjeistushaarukan (7,4-8,0 MEUR) ylälaitaan. Samalla olemme nostaneet myös vuosien 2019-2020 tulosenusteita noin 10 %. Kuten todettua, tulosvaroituksen taustalla oleva teknologinen kehitys ja toiminnan tehostuminen vahvistaa näkemystämme liiketoiminnan ja kannattavuuden skaalautuvuudesta, mikä heijastuu myös pidemmälle aikavälille. Muutokset tulivat kannattavuusennusteiden kautta, sillä olemme tehneet vain minimaalisia korotuksia liikevaihtoennusteisiimme.

Odotamme nyt 2018 liikevoittomarginaalin olevan noin 16,1 % (2017: 12,4 %) ja ensi vuonna marginaalin nousevan 16,8 %:n tasolle (2019e: 17,4 %). Yhtiöllä on lähivuosina mahdollisuus huomattavasti suurempiin kannattavuusparannuksiin, jos yhtiö olisi valmis tinkimään merkittävästä kasvupanostuksista. Uskomme kuitenkin, että voimakkaat panostukset jatkuvat ja liikevaihdon kasvu on lähivuosina ainakin lähellä yhtiön historian keskimääräistä 15 %:n tasoa (2019e: +14 %).

Epävarmuutta liittyy myös muihin kasvuhankkeisiin, eli erityisesti uusiin tuote- ja palvelualueisiin yrittäjien arjen helpottamiseksi, sekä Ruotsin (tai muualle ulkomaille) tehtävään mahdolliseen laajentumiseen. Kansainvälinen laajentuminen voi edelleen alkaa hyvinkin pian, ja lyhyellä aikavälillä se todennäköisesti painaa kannattavuutta (riippuu toki mahdollisesta yritysostokohteesta). Käsitksemme mukaan muut liiketoiminnat eivät ole tehneet läpimurtoa eikä tästä ole toistaiseksi tullut yhtiölle oleellista kasvuajuria. Ydinliiketoiminnan erinomainen kehitys kuitenkin enemmän kuin kompensoi tämän. Kirjanpito palveluissa kannattavuus tulee skaalautumaan kasvun mukana, mikä on pääajuri kannattavalle kasvulle.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018e			2019e			2020e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	49,0	49,0	0 %	55,4	55,9	1 %	62,6	63,1	1 %
Käyttökate	12,1	12,8	5 %	14,5	15,3	6 %	16,5	17,8	7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,2	7,9	9 %	8,6	9,4	9 %	10,0	11,0	10 %
Liikevoitto	7,2	7,9	9 %	8,6	9,4	9 %	10,0	11,0	10 %
Tulos ennen veroja	6,7	7,3	10 %	8,1	8,9	10 %	9,5	10,5	10 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,78	0,85	10 %	0,94	1,03	10 %	1,10	1,22	10 %
Osakekohtainen osinko	0,47	0,51	10 %	0,56	0,62	10 %	0,66	0,73	10 %

Lähde: Inderes

Ennusteiden nousu antaa jälleen nousuvaraa

Hyväksyttävä arvostustaso ennallaan

Viime aikoina lievässä laskussa ollut osakekurssi nousi eilen yli 9 %. Näkemyksemme Talenomin hyväksyttävästä arvostustasosta on ennallaan (noin P/E 20x ja EV/EBITDA 10x), mutta ennusteiden selkeä nousu antaa jälleen osakkeelle nousuvaraa. Vuoden 2018 P/E on noin 21-22x ja EV/EBITDA 11x, ja tulosvaroituksen jälkeen 2018 tulos on jo hyvin selvillä. Markkinoiden fokus siirtyykin jo vahvasti 2019 kertoiimiin (P/E 18x ja EV/EBITDA 9x), joita itsekin painotamme hyvän näkyvyyden takia. Jos yhtiön kasvunopeus kiihtyy ja myös kannattavuuden skaalautuvuus jatkuu, voidaan yhtiölle mahdollisesti tulevaisuudessa hyväksyä myös aikaisempaa korkeammat arvostuskertoimet. Tämä nostaisi kuitenkin myös riskiprofiilia.

Lisäksi yhtiön suhteellisen maltillinen osinkotuotto (2018e: 2,8 %) nousee jatkuvasti tuloksen mukana. Lisäksi vahvat kassavirrat näkyvät myös yhtiön taseessa, minkä ansiosta tasekin on jo hiljalleen yhtiölle erittäin vahva. Hyvän ennakoitavuuden takia liiketoiminnassa on mielestämme järkevää käyttää merkittävää velkavipua, joka ei merkittävästi nosta yhtiön riskiprofiilia.

Pitkän aikavälin sijoitustarina on houkutteleva

Lähivuosien tuloskasvunäkymät ovat erittäin hyvät ja yhtiö kuuluu mielestämme selvästi defensiivisen ja murroksessa olevan tilitoimistoalan voittajiin, minkä ansiosta Talenomin riskiprofiili on yleisesti alhainen. Odotamme Talenomin tuloskasvun olevan noin 18 % vuosittain myös vuoden 2018 merkittävän tulosparannuksen jälkeen. Tuloskasvua tukevat liikevaihdon lisäksi hiljalleen mutta jatkuvasti paranevat marginaalit. Näiden syiden takia yhtiön sijoitustarina on erittäin houkutteleva ja yhtiölle voidaan hyväksyä korkeat arvostuskertoimet.

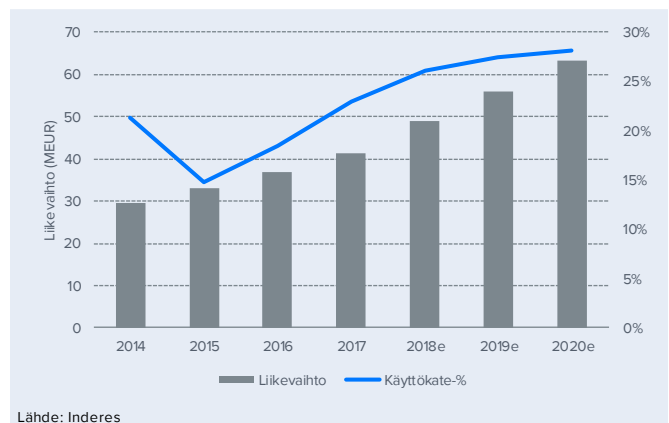
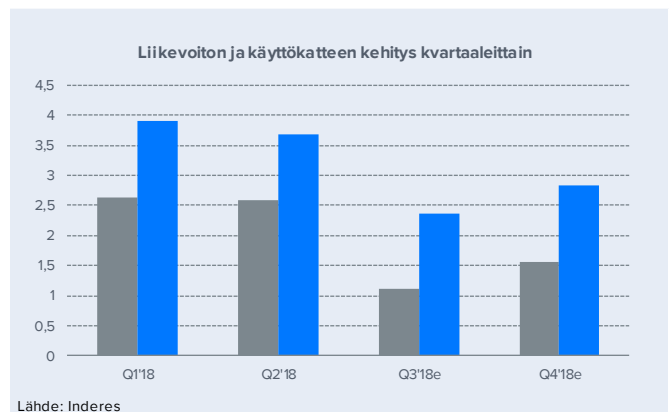
Samalla huomautamme, että osake on noussut viimeisen vuoden aikana lähes 50 % ja samalla yhtiöön kohdistetut odotukset ovat kasvaneet voimakkaasti. Tätä kautta aikaisemmin osakkeessa ollut selkeä turvamarginaali on pienentynyt ja nykyinen taso vaatii yhtiöltä voimakkaan kannattavan kasvun jatkumista myös vuonna 2019. Mahdollisista epäonnistumisista rankaistiin todennäköisesti sekä tulosennusteiden että hyväksyttävien arvostuskertoimien laskun kautta. Lisäksi sijoittajien on hyvä huomioida, että vaikka Talenomin liiketoiminta on erittäin defensiivistä, osakkeen arvostuskertoimiin mahdollinen pörssin yleinen lasku iskisi.

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	55,9	63,1
Käyttökate	6,8	2,9	2,3	1,9	2,4	9,5	3,9	3,7	2,4	2,8	12,8	15,3	17,8
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	-6,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,2	1,9	1,6	0,8	0,9	5,2	2,6	2,6	1,1	1,6	7,9	9,4	11,0
Liikevoitto	4,2	1,9	1,3	0,8	0,9	4,8	2,6	2,6	1,1	1,6	7,9	9,4	11,0
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	1,0	1,4	7,3	8,9	10,5
Verot	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,9	-0,5	-0,5	-0,2	-0,3	-1,5	-1,8	-2,1
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	0,8	1,1	5,9	7,1	8,4
EPS (oikaistu)	0,43	0,20	0,18	0,07	0,09	0,55	0,29	0,29	0,11	0,16	0,85	1,03	1,22
EPS (raportoitu)	0,56	0,20	0,14	0,07	0,09	0,50	0,29	0,29	0,11	0,16	0,86	1,03	1,22

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	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 %	18,3 %	19,0 %	18,3%	14,0 %	13,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	1265,0 %	129,9 %	-12,7 %	-9,6 %	40,6 %	23,3%	42,4 %	59,2 %	38,7 %	80,0 %	53,4%	18,8 %	17,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	18,5 %	26,5 %	21,7 %	20,6 %	22,7 %	23,0%	30,7 %	29,3 %	21,4 %	22,2 %	26,0%	27,4 %	28,1 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	11,3 %	17,2 %	15,3 %	8,7 %	8,1 %	12,4%	20,7 %	20,6 %	10,2 %	12,2 %	16,1%	16,8 %	17,4 %
<i>Nettotulos-%</i>	7,9 %	12,7 %	9,1 %	5,2 %	5,5 %	8,2%	15,6 %	15,6 %	7,1 %	8,9 %	12,0%	12,7 %	13,3 %

Lähde: Inderes

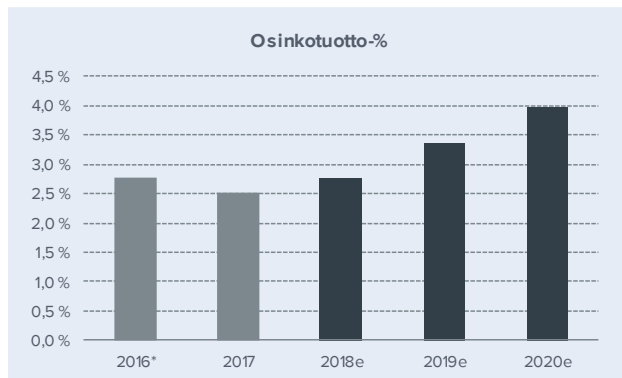
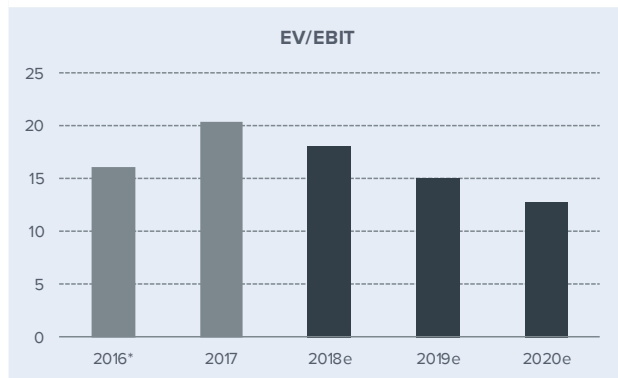
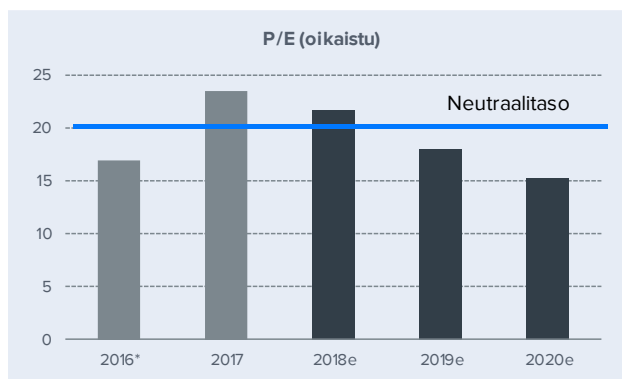
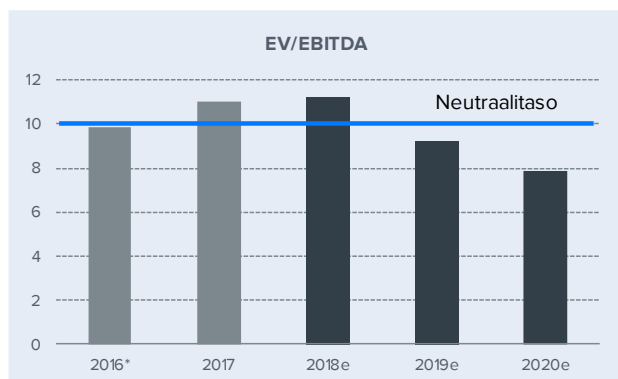


Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015*	2016*	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi			5,26	7,20	12,79	18,40	18,40	18,40
Markkina-arvo			35,8	49,0	87,1	126,6	126,6	126,6
Yritysarvo (EV)			54,8	67,2	104,7	143,0	141,7	140,2
P/E (oik.)			neg.	16,9	23,4	21,6	17,8	15,1
P/E			neg.	17	25,5	21,6	17,8	15,1
P/Kassavirta			5	20	40,3	33,3	24,1	20,4
P/B			3,6	4,2	6,2	7,2	6,0	5,0
P/S			1,1	1,3	2,1	2,6	2,3	2,0
EV/Liikevaihto			1,7	1,8	2,5	2,9	2,5	2,2
EV/EBITDA			11,2	9,9	11,0	11,2	9,3	7,9
EV/EBIT*			179,2	16,1	20,3	18,1	15,1	12,8
Osinko/tulos (%)			-19,5 %	46,9 %	63,9 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%			1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,8 %	3,4 %	4,0 %

Lähde: Inderes

* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla



Tase ja kassavirtalaskelma

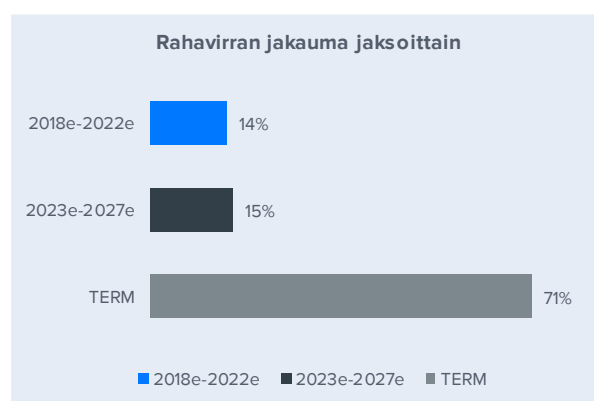
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	33,1	35,6	38,4	41,1	Oma pääoma	11,7	13,9	17,6	21,2
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	18,6	Kertyneet voittovarot	-1,9	1,6	5,3	8,9
Käyttöomaisuus	2,5	2,5	3,2	3,6	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	21,7	21,0
Vaihtuvat vastaavat	9,2	10,4	12,4	14,1	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	21,2	20,5
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	6,6	Muut pitkäaikaiset velat	0,6	0,5	0,5	0,5
Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,8	55,2	Lyhytaikaiset velat	8,5	9,4	11,4	13,0
Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS	Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	0,5	1,0	1,2
					Lyhytaikaiset korottomat velat	7,1	8,4	9,8	11,2
					Muut lyhytaikaiset velat	0,4	0,6	0,6	0,6
					Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,8	55,2
					Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	4,8	7,9	9,4	11,0	12,6	13,4	13,9	14,1	13,9	14,6	15,0	
+ Kokonaispoistot	4,7	4,9	5,9	6,8	7,7	8,6	9,6	10,7	11,6	12,4	13,0	
- Maksetut verot	-0,6	-1,5	-1,8	-2,1	-2,4	-2,6	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8	-2,9	
- 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	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	9,7	11,5	13,9	16,0	18,3	19,8	21,3	22,3	23,1	24,4	25,3	
+ 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	-7,7	-8,6	-9,8	-11,0	-12,0	-13,0	-13,7	-14,2	-14,6	-14,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,2	3,8	5,2	6,2	7,3	7,8	8,2	8,7	8,9	9,8	10,5	
+/- 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	3,8	5,2	6,2	7,3	7,8	8,2	8,7	8,9	9,8	10,5	244,5
Diskontattu vapaa kassavirta		3,7	4,8	5,3	5,8	5,7	5,6	5,5	5,3	5,4	5,4	125,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	178,0	174,3	169,5	164,3	158,5	152,8	147,2	141,6	136,4	131,0	125,6	
Velaton arvo DCF	178,0											
- Korolliset velat		-22,5										
+ Rahavarat		4,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,2										
Oman pääoman arvo DCF	158,2											
Oman pääoman arvo DCF per osake	23,00											

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	49,0	55,9
EBITDA	4,9	6,8	9,5	12,8	15,3
EBITDA-marginaali (%)	14,8	18,5	23,0	26,0	27,4
EBIT	-1,3	4,2	4,8	7,9	9,4
Voitto ennen veroja	-2,5	3,6	4,3	7,3	8,9
Nettovoitto	-2,4	2,9	3,4	5,9	7,1
Kertaluontoiset erät	-1,6	0,0	-0,3	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,8	55,2
Oma pääoma	11,7	13,9	17,6	21,2
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4
Korolliset velat	22,5	22,5	22,2	21,7

Kassavirta	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	6,8	9,5	12,8	15,3
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	0,3	0,4
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	11,5	13,9
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	3,8	5,2

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	0,85	1,03
EPS oikaistu	0,43	0,55	0,85	1,03
Operat. kassavirta/osake	1,02	1,42	1,67	2,02
Tasearvo/osake	1,72	2,05	2,56	3,08
Osakekohtainen osinko	0,20	0,32	0,51	0,62
Osinko/tulos (%)	47	64	60	60
Osinkotuotto-%	2,8	2,5	2,8	3,4

Tunnusluvut	2017	2018e	2019e
P/E (oikaistu)	23,4	21,6	17,8
P/B	6,2	7,2	6,0
P/Liikevaihto	2,1	2,6	2,3
P/Kassavirta	9,0	11,0	9,1
EV/Liikevaihto	2,5	2,9	2,5
EV/EBITDA	11,0	11,2	9,3
EV/EBIT (oikaistu)	20,3	18,1	15,1

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 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €

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 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 sijoittavassa 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/>