

## Kannattavuus skaalautui Q3:lla kauniisti

Talenomin Q3-tulos ylitti selvästi odotuksemme. Liikevaihto oli linjassa odotuksiemme kanssa, mutta automatisaation eteneminen skaalasi kannattavuutta paljon odotuksia voimakkaammin. Erittäin vahvasta Q3-tuloksesta huolimatta yhtiö toisti 2018-tulosohjeistuksensa, joka vaikuttaa erittäin varovaiselta. Olemme nostaneet lähivuosien tulosestimoitukseemme 6-7 % ja nostamme suunnilleen samassa suhteessa myös tavoitehintaamme 21,0 euroon (aik. 20,0 euroa). Toistamme lisää-suosituksemme suhteellisen korkeasta arvostustasosta huolimatta, koska liiketoiminta on defensiivistä.

### Tulos ylitti selvästi odotuksemme

Q3 on yleensä selvästi vuoden heikoin neljännes lomakausien takia. Lähes 20 % 11,1 MEUR:oon kasvanut liikevaihto olikin käytännössä linjassa ennusteemme (11,0 MEUR) kanssa, mutta kulurakenne skaalautui kauniisti automatisaation tehostaessa edelleen merkittävästi yhtiön toimintaa. Tämä on tapahtunut selvästi odotettua nopeammin ja yhtiö on jo siirtymässä seuraavaan kehitysvaiheeseen, jossa se keskittyy liiketapahtumien automaattikirjaukseen. Tästä voidaan odottaa edelleen lisähyötyjä ensi vuonna, joskin yhtä suurta vaikutusta ei kannata odottaa. Kannattavuus ylitti odotuksemme selvästi (käyttökatemarginaali 27,4 % vs. 21,4 %) ja käyttökate nousi 3,1 MEUR:oon (Q3'17: 1,9 MEUR). Osakekohtainen tulos nousi 0,21 euroon, mikä on raju parannus (Q3'17: 0,07 euroa) ja tulositylitys (ennuste 0,11 euroa).

### Ohjeistus vaikuttaa erittäin varovaiselta

Talenom toisti ohjeistuksensa, jossa yhtiö arvioi vuoden 2018 liikevaihdon kasvun olevan selvästi edellistä vuotta nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoiton olevan 7,4-8,0 MEUR. Vaikka yhtiön positiivisesta tulosvaroituksesta on vain reilu kuukausi, ohjeistus vaikuttaa mielestämme erittäin varovaiselta vahvan Q3-tuloksen jälkeen. Käytännössä yhtiön erittäin positiivisen tuloskasvutrendin pitäisi pysähtyä Q4:llä, jotta tulos jäisi ohjeistushaarukkaan. Q4-tulokseen liittyy toki epävarmuutta ja kuluja nostaa todennäköisesti normaalia enemmän esimerkiksi satsaukset lisäarvopalveluiden kehittämiseen ja bonusvaraukset. Myös Q4:n liikevaihtoon liittyy epävarmuutta (palkanlaskennan ajoitukset). Yhtiö voi myös pitää ohjeistuksessa liikkumavaraa esimerkiksi Ruotsin mahdollisen laajennuksen takia, koska tämä olisi hyvin todennäköisesti alussa tappiollista. Kansainvälinen laajentuminen on mielestämme uhka ja mahdollisuus, ja tällä hetkellä merkittävin epävarmuustekijä.

### Nostimme selvästi lähivuosien tulosestimoitusta

Olemme nostaneet 2018 liikevoittoennusteemme 8,3 MEUR:oon (aik. 7,9 MEUR) eli hieman yli ohjeistuksen ylälaidan. Pidämme siis todennäköisenä, että yhtiö antaa vielä positiivisen tulosvaroituksen. Kannattavuuden voimakkaan skaalautumisen takia nostimme jälleen myös lähivuosien kannattavuusennusteitamme, ja tulosestimoitukseemme nousivat 6-7 %. Olemme edelleen suhteellisen varovaisia kannattavuuden skaalautumisen suhteen, sillä tulevaisuuden kannattavuustasoon vaikuttaa merkittävästi mm. kasvupanostukset ja IT-investoinnit, mahdollinen laajentuminen Ruotsiin sekä investoinnit lisäarvopalveluihin. Nämä ovat yhtiön strategisia valintoja, joiden suhteen olemme pyrkineet pitämään kasvu- ja kannattavuusennusteet tasapainossa ja suhteellisen maltillisina. Vaikka odotamme kannattavuuden paranevan lähivuosina suhteellisen maltillisesti, odotamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan 2018-2021 noin 19 %:n vuosivauhtia (CAGR-%).

### Analyttikko

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



### Suositus

Lisää



Edellinen: Lisää

**Tavoitehinta 21,00 EUR**

Edellinen: 20,00



Lähde: Reuters

**Eiilisen päätös 19,55 EUR**

**12 kk vaihteluväli 10,9-19,9 EUR**

**Potentiaali 7,4 %**

### Toimitusjohtajan videohaastattelu



### 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	8,3	17,0 %	7,8	0,91	0,55	3,1	11,5	18,3	21,5	2,8 %
2019e	56,4	10,0	17,7 %	9,4	1,10	0,66	2,7	9,4	15,2	17,8	3,4 %
2020e	64,3	11,8	18,3 %	11,2	1,30	0,78	2,3	7,9	12,7	15,0	4,0 %
Markkina-arvo, MEUR			134,5	OPO / osake 2018e, EUR			2,62	CAGR EPS, 2017-2020, %			38 %
Nettovelka 2018e, MEUR			18,2	P/B 2018e			7,5	CAGR kasvu, 2017-2020, %			16 %
Yritysarvo (EV), MEUR			152,7	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			101,1 %	ROE 2018e, %			39,2 %
Taseen koko 2018e, MEUR			52,0	Omavaraisuusaste 2018e, %			34,8 %	ROCE 2018e, %			21,3 %

## Kannattavuuden skaalautuminen voimistuu edelleen

### Erittäin hyvä suoritus Q3:lla

Q3 on yleensä selvästi vuoden heikoin neljännes lomakausion takia, minkä takia tulos oli perinteisesti vaisu. Lähes 20 % kasvanut liikevaihto 11,1 MEUR oli käytännössä linjassa ennusteamme (11,0 MEUR) kanssa. Kasvu tulee edelleen valtaosin asiakasmäärän kasvun kautta, mutta toisaalta sekä oma myynti että franchising-verkoston myynti etenevät hyvin. Mielenkiintoisen lisäelementin kasvuun luo se, että kirjanpidon rutiinien automatisoituessa edelleen, yhtiön kirjanpitäjät kykenevät tuottamaan korkeampaa lisäarvopalvelua kuten konsultointia asiakkaille. Tässä on hyvä huomata, että omien kirjanpitäjien tekemänä tätä ei yhtiön mukaan raportoida uutena lisäarvopalvelut-liikevaihtona.

Sen sijaan kannattavuus ylitti odotuksemme selvästi. Käyttökatemarginaali nousi 27,4 %:n tasolle (Q3'17: 21,4 %) ja käyttökate nousi 3,1 MEUR:oon (Q3'17: 1,9 MEUR) ylittäen selvästi 2,4 MEUR:n ennusteamme. Kulurakenteen skaalautumisen taustalla on automatisaation edistyminen edelleen, mikä tehostaa merkittävästi yhtiön toimintaa. Tämä on tapahtunut selvästi odotettua nopeammin ja yhtiö on jo siirtymässä seuraavaan kehitysvaiheeseen, jossa se keskittyy liiketapahtumien automaattikirjaukseen. Pian digitalisoitu aineisto käsitellään kirjanpidossa ilman henkilötyötä, mikä tarkoittaa rutiinitehtävien lähes täyttää automatisaatiota. Tuloslaskelman muut rivit, joita yhtiö ei liiketoimintakatsauksessa raportoinut, olivat ilmeisesti suunnilleen odotettuja. Osakekohtainen tulos nousi 0,21 euroon, mikä on raju parannus (Q3'17: 0,07 euroa) ja tulosylitys (ennuste 0,11 euroa).

Ennustetaulukko	Q3'17	Q3'18	Q3'18e	Q3'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	
Liikevaihto	9,3	11,1	11,0				1 %	49,0
Käyttökate	1,9	3,1	2,4				30 %	13,3
Liikevoitto	0,8	1,9	1,1				65 %	8,3
EPS (oikaistu)	0,07	0,21	0,11				80 %	0,91
Liikevaihdon kasvu-%	12,9 %	19,8 %	18,3 %				1,5 %-yks.	18,4 %
Käyttökate-%	20,6 %	27,4 %	21,4 %				6 %-yks.	27,1 %

Lähde: Inderes

## Nostimme 2018-tulosennusteamme yli ohjeistushaarukan

### Ohjeistus vaikuttaa erittäin varovaiselta

Talenom toisti ohjeistuksensa, jossa yhtiö arvioi vuoden 2018 liikevaihdon kasvun olevan selvästi edellistä vuotta nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoiton olevan 7,4-8,0 MEUR. Vaikka yhtiön positiivisesta tulosvaroituksesta on vain reilu kuukausi, ohjeistus vaikuttaa mielestämme erittäin varovaiselta vahvan Q3-tuloksen jälkeen. Käytännössä yhtiön erittäin positiivisen tuloskasvutrendin pitäisi pysähtyä Q4:llä, jotta tulos jäisi ohjeistushaarukkaan. Tämä vaikuttaa nykytiedoilla mielestämme epätodennäköiseltä.

Q4-tulokseen liittyy toki epävarmuutta ja kuluja nostaa todennäköisesti normaalia enemmän esimerkiksi satsaukset

Talenom kertoi raportissa lisäarvopalveluiden liikevaihdon kasvaneen kolmen ensimmäisen neljänneksen edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan nähden 66 % päätyen 2,4 MEUR:oon. Konseptien kehitystyö etenee selvästi oikeaan suuntaan, vaikka liikevaihtotaso on toki edelleen alhainen. Ilmeisesti noin 3-4 MEUR:n liikevaihto-odotus lisäarvopalveluilta vuonna 2018 on edelleen realistinen, mutta todellinen potentiaali selviää vasta pidemmällä aikavälillä.

### Kassavirtakin selvästi positiivinen

Talenom on vahvasti kasvu- ja investointivaiheessa, ja operatiivisesti hyvä kassavirta ohjataan valtaosin kasvuun. Uusista asiakassopimuksista johtuvia investointeja oli katsauskaudella 2,6 MEUR (Q3'17: 2,5 MEUR) ja ohjelmistojen ja digitaalisten palveluiden investoinnit olivat katsauskaudella 2,9 MEUR. Rahavirta oli kuitenkin katsauskaudella selvästi positiivinen myös investointien tai aktivointien jälkeen.

Yhtiön tase vahvistuikin tällä hetkellä nopealla vauhdilla vahvan tuloskehityksen ansiosta. Q3:lla omavaraisuusaste nousi 37,2 %:n tasolle (Q3'17: 30,8 %) ja nettovelkaantumisaste oli jakson lopussa 107 % (Q3'17: 145 %). Tasot ovat Talenomille jo hyvin maltillisia, koska yhtiön kassavirrat ovat hyvin ennakoitavia ja velankantokyky hyvä. Hyvän ennakoitavuuden takia liiketoiminnassa on mielestämme järkevää käyttää merkittävää velkavipua, joka ei merkittävästi nosta yhtiön riskiprofiilia mutta nostaa paljon esimerkiksi oman pääoman tuottoa.

lisäarvopalveluiden kehittämiseen ja bonusvaraukset. Myös Q4:n liikevaihtoon liittyy epävarmuutta (palkanlaskennan ajoitukset). Yhtiö voi myös pitää ohjeistuksessa liikkumavaraa esimerkiksi Ruotsin mahdollisen laajennuksen takia, koska tämä olisi hyvin todennäköisesti alussa tappiollista. Kansainvälinen laajentuminen on mielestämme uhka ja mahdollisuus, ja tällä hetkellä merkittävin epävarmuustekijä.

### Nostimme lähivuosien kannattavuusennusteita

Olemme nostaneet 2018 liikevoittoennusteamme 8,3 MEUR:oon (aik. 7,9 MEUR) eli hieman yli ohjeistuksen ylälaidan. Pidämme siis todennäköisesti, että yhtiö antaa vielä positiivisen tulosvaroituksen. On kuitenkin hyvä huomata, ettei

odottamamme ylitys välttämättä vaadi yhtiöltä erillistä tulosvaroitusta odottamamme ylityksen ollessa varsin pieni. Kannattavuuden voimakkaan skaalautumisen takia nostimme jälleen myös lähivuosien kannattavuusennusteitamme, ja tulosestimmemme nousivat 6-7 %. Olemme edelleen suhteellisen varovaisia kannattavuuden skaalautumisen suhteen, sillä tulevaisuuden kannattavuustasoon vaikuttaa merkittävästi mm. kasvupanostukset ja IT-investoinnit, mahdollinen laajentuminen Ruotsiin sekä investoinnit lisäarvopalveluihin. Nämä ovat yhtiön strategisia valintoja, joiden suhteen olemme pyrkineet pitämään kasvu- ja kannattavuusennusteet tasapainossa ja suhteellisen maltillisina.

Vaikka odotamme kannattavuuden paranevan lähivuosina hitaasti verrattuna esimerkiksi vuoden 2018 suureen harppaukseen, odotamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan 2018-2021 noin 19 %:n vuosivauhtia (CAGR-%). Tämä on luonnollisesti erinomainen taso, mutta Talenom on mielestämme tällä hetkellä poikkeuksellisen hyvässä asemassa myös toteuttamaan ennusteemme. Sijoittajien kannalta tuloskasvu on edelleen osakkeen tärkein ajuri.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	49,0	49,0	0 %	55,9	56,4	1 %	63,1	64,3	2 %
Käyttökate	12,8	13,3	4 %	15,3	16,2	6 %	17,8	18,8	6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,9	8,3	6 %	9,4	10,0	6 %	11,0	11,8	7 %
Liikevoitto	7,9	8,3	6 %	9,4	10,0	6 %	11,0	11,8	7 %
Tulos ennen veroja	7,3	7,8	7 %	8,9	9,4	6 %	10,5	11,2	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,85	0,91	7 %	1,03	1,10	6 %	1,22	1,30	7 %
Osakekohtainen osinko	0,51	0,55	7 %	0,62	0,66	6 %	0,73	0,78	7 %

Lähde: Inderes

## Arvostus on mielestämme kohtuullinen

### Hyväksyttävä arvostustaso ennallaan

Näkemyksemme Talenomien hyväksyttävästä arvostustasosta on ennallaan (noin P/E 20x ja EV/EBITDA 10x), mutta ennusteiden nousu antaa edelleen osakkeelle hieman nousuvaraa. Vuoden 2018 P/E on 21-22x ja EV/EBITDA 11-12x, mutta markkinoiden fokus on jo siirtynyt vuoden 2019 selvästi alhaisempiin kertoimiin. Ensi vuoden P/E on noin 18x ja EV/EBITDA 9x, mitkä ovat mielestämme yhtiölle hyvin perusteltavissa. Talenomien liikevaihdon ollessa pitkälti jatkuvaa (>90 %) ja markkinan ollessa poikkeuksellisen defensiivinen, pidämme näkyvyyttä ensi vuoteen riittävänä näiden kertoimien painottamiseen. Jos yhtiön kasvunopeus kiihtyy ja myös kannattavuuden skaalautuvuus jatkuu, voidaan yhtiölle mahdollisesti tulevaisuudessa hyväksyä myös aikaisempaa korkeammat arvostuskertoimet. Tämä nostaisi kuitenkin myös riskiprofiilia, mikä ei ole mielestämme perusteltua nykyisessä osakemarkkinatilanteessa. Lisäksi yhtiön suhteellisen maltillinen osinkotuotto (2018e: 2,8 %) nousee jatkuvasti tuloksen mukana.

### Kasvun merkitys korostuu

Talenomien pitkälle automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan jatkuva tehostuminen ja hyödyntäminen tarkoittaa, että samalla henkilöstöllä voidaan pyrittäessä 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. Samalla tavalla laajentuminen esimerkiksi Ruotsiin on aiempaa järkevämpää, jos järjestelmää voidaan käyttää ainakin osittain myös siellä.

### Pitkän aikavälin sijoitustarina on houkutteleva

Yhtiöllä on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tiloimistotoimialalla, 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. Lähivuosien tuloskasvunäkymät ovat erittäin hyvät ja yhtiö kuuluu mielestämme murroksessa olevan tiloimistoalan voittajiin, minkä ansiosta Talenomien riskiprofiili on yleisesti alhainen. Näiden syiden takia yhtiön sijoitustarina on erittäin houkutteleva ja yhtiölle voidaan hyväksyä korkeat arvostuskertoimet, vaikka yleisesti hyväksytyt arvostustasot vaikuttavat tällä hetkellä olevan selvässä laskussa.

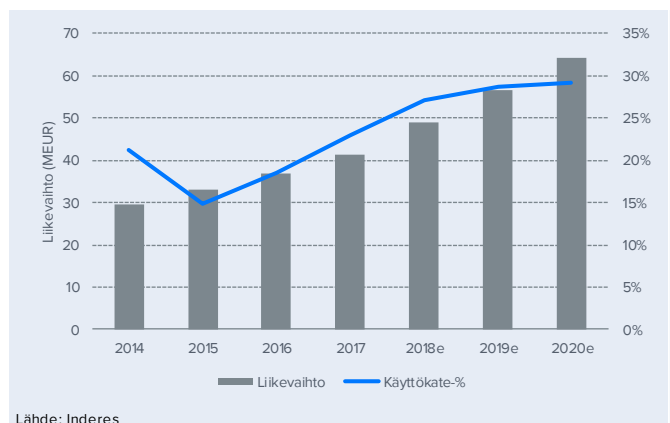
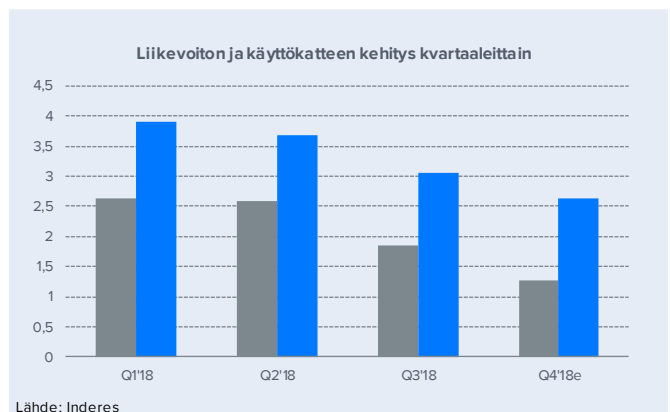
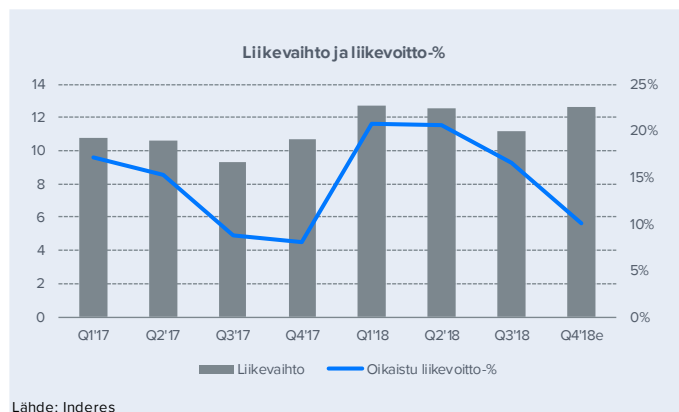
Samalla huomautamme, että osake on noussut viimeisen vuoden aikana yli 60 % ja samalla yhtiöön kohdistetut odotukset ovat kasvaneet voimakkaasti. Tätä kautta aikaisemmin osakkeessa ollut selkeä turvamarginaali on poistunut ja nykyinen taso vaatii yhtiöltä voimakkaan kannattavan kasvun jatkumista myös vuonna 2019. Mahdollisista epäonnistumisista rankaistiin todennäköisesti sekä tulosestimmien että hyväksyttävien arvostuskertoimien laskun kautta. Lisäksi sijoittajien on hyvä huomioida, että vaikka Talenomien 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	Q3'18	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>49,0</b>	<b>56,4</b>	<b>64,3</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>2,6</b>	<b>13,3</b>	<b>16,2</b>	<b>18,8</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	-6,2	-7,0
<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>1,3</b>	<b>8,3</b>	<b>10,0</b>	<b>11,8</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>1,3</b>	<b>8,3</b>	<b>10,0</b>	<b>11,8</b>
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6
<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>1,1</b>	<b>7,8</b>	<b>9,4</b>	<b>11,2</b>
Verot	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,9	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	-1,6	-1,9	-2,2
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>0,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,5</b>	<b>9,0</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>0,13</b>	<b>0,91</b>	<b>1,10</b>	<b>1,30</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>0,13</b>	<b>0,92</b>	<b>1,10</b>	<b>1,30</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 %	18,0 %	18,4 %	15,0 %	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 %	46,3 %	61,9 %	19,7 %	17,9 %
<i>Käyttökate-%</i>	18,5 %	26,5 %	21,7 %	20,6 %	22,7 %	23,0 %	30,7 %	29,3 %	27,4 %	20,9 %	27,1 %	28,7 %	29,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	11,3 %	17,2 %	15,3 %	8,7 %	8,1 %	12,4 %	20,7 %	20,6 %	16,6 %	10,0 %	17,0 %	17,7 %	18,3 %
<i>Nettotulos-%</i>	7,9 %	12,7 %	9,1 %	5,2 %	5,5 %	8,2 %	15,6 %	15,6 %	12,7 %	7,1 %	12,8 %	13,4 %	14,0 %

Lähde: Inderes

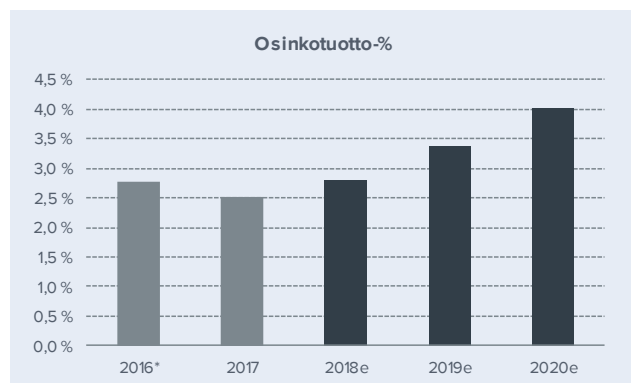
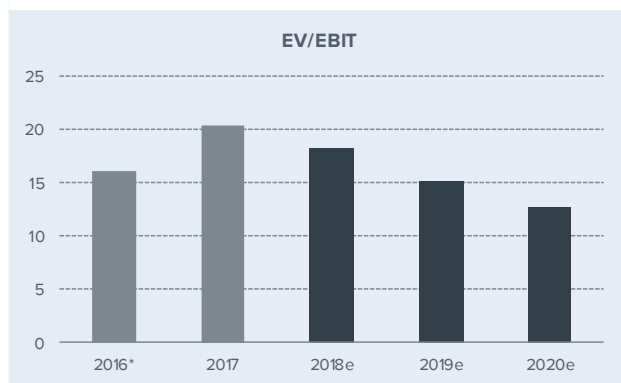
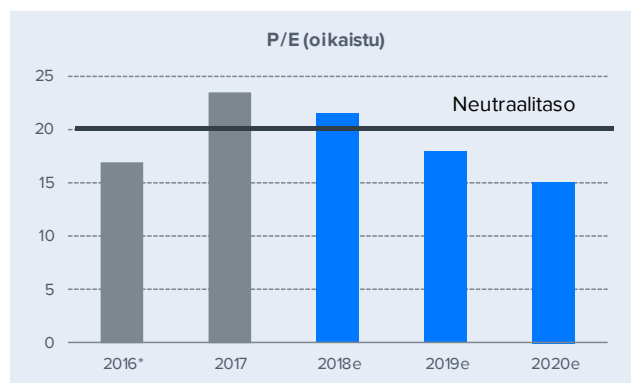
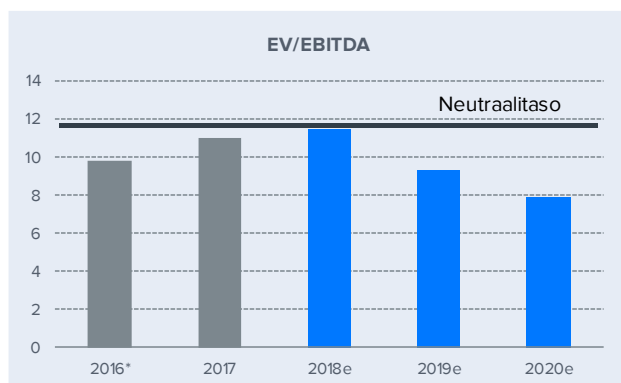


## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015*	2016*	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi			5,26	7,20	12,79	19,55	19,55	19,55
Markkina-arvo			35,8	49,0	87,1	134,5	134,5	134,5
Yritysarvo (EV)			54,8	67,2	104,7	152,7	151,3	149,1
P/E (oik.)			neg.	16,9	23,4	21,5	17,8	15,0
P/E			neg.	17	25,5	21,5	17,8	15,0
P/Kassavirta			5	20	40,3	67,5	23,9	18,9
P/B			3,6	4,2	6,2	7,5	6,2	5,1
P/S			1,1	1,3	2,1	2,7	2,4	2,1
EV/Liikevaihto			1,7	1,8	2,5	3,1	2,7	2,3
EV/EBITDA			11,2	9,9	11,0	11,5	9,4	7,9
EV/EBIT*			179,2	16,1	20,3	18,3	15,2	12,7
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

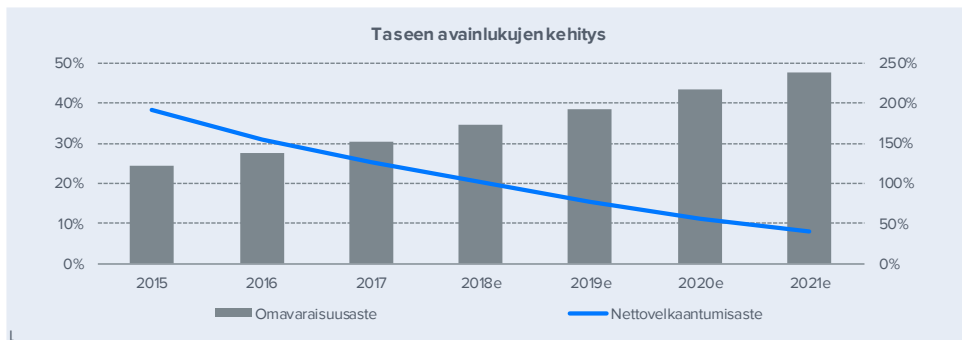
\* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla



## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

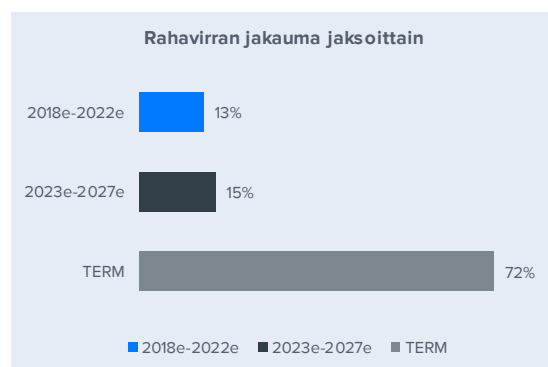
Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>33,1</b>	<b>35,6</b>	<b>39,6</b>	<b>42,2</b>	<b>Oma pääoma</b>	<b>11,7</b>	<b>13,9</b>	<b>18,0</b>	<b>21,8</b>
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4	Osakepääoma	13,8	0,1	0,1	0,1
Aineettomat oikeudet	11,5	14,2	18,3	20,6	Kertyneet voittovarot	-1,9	1,6	5,7	9,5
Käyttöomaisuus	2,5	2,5	2,5	2,8	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	<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>22,1</b>	<b>22,6</b>	<b>23,5</b>	<b>22,4</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	22,9	21,8
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	6,6	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>56,5</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>56,5</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>8,3</b>	<b>10,0</b>	<b>11,8</b>	<b>13,8</b>	<b>14,6</b>	<b>15,2</b>	<b>15,5</b>	<b>15,4</b>	<b>16,1</b>	<b>16,6</b>	
+ Kokonaispoistot	4,7	4,9	6,2	7,0	7,8	8,8	9,9	11,0	11,9	12,8	13,5	
- Maksetut verot	-0,6	-1,6	-1,9	-2,2	-2,6	-2,8	-2,9	-3,0	-2,9	-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>10,9</b>	<b>14,5</b>	<b>16,8</b>	<b>19,3</b>	<b>20,9</b>	<b>22,5</b>	<b>23,7</b>	<b>24,5</b>	<b>25,9</b>	<b>26,9</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	
- Bruttoinvestoinnit	-7,4	-8,9	-8,9	-9,7	-11,4	-12,6	-13,5	-14,2	-14,7	-15,1	-15,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>5,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,0</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</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	2,0	5,6	7,1	7,8	8,3	9,0	9,5	9,8	10,8	11,7	271,0
Diskontattu vapaa kassavirta	2,0	5,2	6,1	6,2	6,2	6,2	6,2	6,1	5,9	6,0	6,0	140,1
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>	<b>195,9</b>	<b>194,0</b>	<b>188,8</b>	<b>182,7</b>	<b>176,5</b>	<b>170,3</b>	<b>164,1</b>	<b>158,0</b>	<b>152,1</b>	<b>146,2</b>	<b>140,1</b>	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>195,9</b>											
- Korolliset velat	-22,5											
+ Rahavarat	4,9											
-Vähemmistöosuus	0,0											
-Osinko/pääomapalautus	-2,2											
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>176,1</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>25,60</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	49,0	56,4
EBITDA	4,9	6,8	9,5	13,3	16,2
EBITDA-marginaali (%)	14,8	18,5	23,0	27,1	28,7
EBIT	-1,3	4,2	4,8	8,3	10,0
Voitto ennen veroja	-2,5	3,6	4,3	7,8	9,4
Nettovoitto	-2,4	2,9	3,4	6,3	7,5
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	56,5
Oma pääoma	11,7	13,9	18,0	21,8
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4
Korolliset velat	22,5	22,5	24,0	23,4

Kassavirta	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	6,8	9,5	13,3	16,2
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	-0,7	0,3
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	10,9	14,5
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	2,0	5,6

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	0,91	1,10
EPS oikaistu	0,43	0,55	0,91	1,10
Operat. kassavirta/osake	1,02	1,42	1,59	2,11
Tasearvo/osake	1,72	2,05	2,62	3,17
Osakekohtainen osinko	0,20	0,32	0,55	0,66
Osinko/tulos (%)	47	64	60	60
Osinkotuotto-%	2,8	2,5	2,8	3,4

Tunnusluvut	2017	2018e	2019e
P/E (oikaistu)	23,4	21,5	17,8
P/B	6,2	7,5	6,2
P/Liikevaihto	2,1	2,7	2,4
P/Kassavirta	9,0	12,3	9,3
EV/Liikevaihto	2,5	3,1	2,7
EV/EBITDA	11,0	11,5	9,4
EV/EBIT (oikaistu)	20,3	18,3	15,2

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 €
18.9.2018	Lisää	20,00 €	18,40 €
23.10.2018	Lisää	21,00 €	19,55 €

## 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 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.

Inderesin analyytikko 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/>