

Erinomainen lähtö vuoteen

Talenomin Q1-tulos oli erinomainen. Sekä kasvu että kannattavuus ylittivät odotukset, kun asiakashankinnassa onnistuttiin ja automatisoitua tuotantolinja tehosti toimintaa edelleen. Lisäksi yhtiö nosti tulosohjeistustaan ja arvioi 2018-liikevoiton olevan noin 6,3-7,0 MEUR. Olemme nostaneet tulosennusteitamme noin 9 % ja samalla nostamme tavoitehintamme 15,0 euroon (aik. 13,5 euroa). Toistamme lisää-suosituksemme osakkeen riski/tuotto-suhteen ollessa edelleen erittäin houkutteleva. Vaikka arvostuskertoimet ovat suhteellisen korkeat, mielestämme ne voidaan hyvin perustella vahvalla kilpailuedulla, matalalla riskiprofiililla sekä erittäin hyvillä tulokasvunäkymillä.

Automatisoitu tuotantolinja tehostuu, mikä näkyy tuloksessa

Liikevaihto kasvoi Q1:llä 18,1 % 12,7 MEUR:oon, kun odotimme yhtiöltä noin 15 %:n kasvua kausiluontoisesti vahvalla jaksolla. Kasvusta valtaosa oli onnistuneen asiakashankinnan kautta orgaanista, mutta sitä tukivat myös kolme pientä yritysostoa. Liikevoitto oli 2,6 MEUR eli peräti 20,7 % liikevaihdosta (Q1'17: 1,9 ja 17,2 %). Kannattavuus oli erinomaisella tasolla, missä taustalla on erityisesti kirjanpidon tuotantolinjan tehokkuuden nousu: järjestelmä kehittyi edelleen automaattisemmaksi ja tehokkaammaksi, minkä lisäksi digitaalisuusaste kasvaa ja tekoälyn hyödyntäminen lisääntyy. Tämän ansiosta kannattavuus skaalautuu yhä paremmin voimakkaista kasvupanostuksista huolimatta, ja yhtiön kilpailuetu vahvenee.

Yhtiö antoi uuden tulosohjeistushaarukan

Virallisesti Talenom tarkisti ohjeistustaan, mutta käytännössä kyseessä oli selkeä ohjeistuksen nosto. Liikevaihdon suhteen yhtiö arvioi edelleen kasvun olevan selvästi edellistä vuotta nopeampaa (2017: 12,1 %). Liikevoiton yhtiö arvioi nyt olevan 6,3-7,0 MEUR toistaen toisaalta odotuksen suhteellisen kannattavuuden parantumisesta. Vuoden 2018 liikevoittoennusteemme oli ennen Q1-katsausta 6,3 MEUR (ohjeistuksen alalaita), mutta olemme nostaneet nyt ennusteemme 6,8 MEUR:n tasolle. Vaikka nostimme ennusteitamme noin 9 %, tästä valtaosa realisoitui jo Q1:n tulositylyksen ansiosta emmekä nostaneet merkittävästi loppuvuoden ennusteita. Talenomin liikevaihdosta yli 90% on uusiutuvaa, minkä ansiosta Q1:n kasvulukemat antavat vahvan indikaation myös loppuvuoden kasvusta.

Arvostus ei ole edullinen, mutta riski/tuotto-suhte on houkutteleva

Talenomin osake on noussut edellisestä päivityksestämme 15 %, ja arvostustaso on noussut kohonneista ennusteista huolimatta. Talenomin teknologinen kilpailuetu vaikuttaa vain vahvistuneen ja heijastuu yhä voimakkaammin myös tuloslukuihin. Eräänlainen uusi optio on myös myöhemmin (aikaisintaan 2019) mahdollinen teknologian kaupallistaminen, minkä potentiaalia ei mielestämme toistaiseksi huomioida Talenomin arvostuksessa. Kokonaisuudessaan luottamuksemme Talenomin sijoitustarina on edelleen kasvanut, minkä takia nykyinen arvostustaso (2018e P/E noin 19x ja EV/EBITDA alle 10x) on mielestämme edelleen houkutteleva. Olemme perinteisesti hyväksyneet osakkeelle 20x P/E:n ja 10x EV/EBITDA:n, mutta kasvunopeuden ja uusien mahdollisuuksien mukana hyväksyttävä taso on nousussa. Yhtiön lähivuosien erittäin hyvät tulokasvunäkymät antavat mielestämme osakkeelle hyvän tuotto-odotuksen seuraavalle 12 kuukaudelle, ja kun tähän lisätään toimialan defensiivisyys sekä Talenomin yleisesti alhainen riskiprofiili, on osakkeen riski/tuotto-suhte mielestämme erittäin hyvä.

Analyttikko

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



Suositus

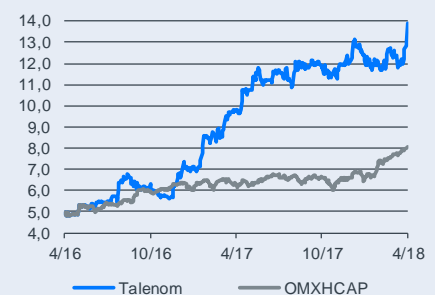
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 15,00 EUR

Edellinen: 13,50



Lähde: Reuters

Eiillisen päätös 13,90 EUR

12 kk vaihteluväli 9,55-13,90 EUR

Potentiaali 7,9 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinko-tuotto
	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	49,2	6,8	13,9 %	6,3	0,73	0,44	2,3	9,6	16,5	18,9	3,2 %
2019e	55,6	7,8	14,0 %	7,2	0,84	0,51	2,0	8,3	14,3	16,5	3,6 %
2020e	62,9	8,9	14,2 %	8,4	0,97	0,58	1,8	7,3	12,5	14,3	4,2 %
Markkina-arvo, MEUR			95,6	OPO / osake 2018e, EUR			2,44	CAGR EPS, 2017-2020, %			25 %
Nettovelka 2018e, MEUR			17,3	P/B 2018e			5,7	CAGR kasvu, 2017-2020, %			15 %
Yritysarvo (EV), MEUR			112,9	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			102,8 %	ROE 2018e, %			32,8 %
Taseen koko 2018e, MEUR			50,9	Omavaraisuusaste 2018e, %			33,1 %	ROCE 2018e, %			18,0 %

Q1-tulos ylitti selvästi odotukset

Kasvu kiihtyi selvästi

Liikevaihto kasvoi Q1:llä 18,1 % 12,7 MEUR:oon, kun odotimme yhtiöltä noin 15 %:n kasvua kausiluontoisesti vahvalla jaksolla. Kasvusta valtaosa oli onnistuneen asiakashankinnan kautta orgaanista, mutta sitä tukivat myös kolme pientä yritysostoa. Lisäksi liikevaihtoa kasvattivat hieman uudet liiketoiminnot, joiden kontribuutio liikevaihtoon oli Q1:llä 0,8 MEUR (keskittyi vahvasti neuvontapalveluihin ja henkilöstövuokraukseen). Tämä on odotuksiin nähden hyvä taso Q1:lle, mutta loppuvuonna tulemme saamaan selkeämmän kuvan uusien liiketoimintojen todellisesta menestyksestä. Nyt yhtiöllä on joka tapauksessa monta tärkeää kasvuajuria. Markkinasta yhtiö ei edelleenkään kertonut saaneensa merkittävää vetoapua, mikä kertoo mielestämme käynnissä olevasta markkinamurroksesta.

Kannattavuudessa skaalautumisen merkkejä

Liikevoitto oli 2,6 MEUR eli peräti 20,7 % liikevaihdosta ja parani selvästi vertailukaudesta (Q1'17: 1,9 ja 17,2 %). Kannattavuus oli erinomaisella tasolla, missä taustalla on erityisesti kirjanpidon tuotantolinjan tehokkuuden nousu: järjestelmä kehittyi edelleen automaattisemmaksi ja tehokkaammaksi, minkä lisäksi digitaalisuusaste kasvaa ja tekoälyn hyödyntäminen lisääntyy.

Ennustetaulukko	Q1'17	Q1'18	Q1'18e	Q1'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	10,8	12,7	12,4	12,2	12,0	12,6	3 %	49,2
Käyttökate	2,9	3,9	3,3	3,0	3,0	3,0	16 %	11,8
Liikevoitto	1,9	2,6	2,1	2,1	2,0	2,2	25 %	6,8
EPS (oikaistu)	0,20	0,29	0,23	0,23	0,23	0,24	27 %	0,73
Liikevaihdon kasvu-%	13,4 %	18,1 %	14,8 %	13,1 %	11,3 %	16,8 %	3,3 %-yks.	18,9 %
Käyttökate-%	26,5 %	30,4 %	26,9 %	24,6 %	25,0 %	23,8 %	3,4 %-yks.	23,9 %

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Nostimme selvästi tulosennusteitamme

Ohjeistusta nostettiin

Virallisesti Talenom tarkisti ohjeistustaan, mutta käytännössä kyseessä oli mielestämme selkeä ohjeistuksen nosto. Liikevaihdon suhteen yhtiö arvioi edelleen kasvun olevan selvästi edellistä vuotta nopeampaa (2017: 12,1 %). Liikevoiton yhtiö arvioi nyt olevan 6,3-7,0 MEUR toistaen toisaalta odotuksen suhteellisen kannattavuuden parantumisesta.

Vuoden 2018 liikevoittoennusteemme oli ennen Q1-katsausta 6,3 MEUR (ohjeistuksen alalaita), mutta olemme nostaneet nyt ennusteemme 6,8 MEUR:n tasolle. Vaikka nostimme vuoden 2018 tulosennusteitamme noin 9 %, tästä valtaosa realisoitui jo Q1:n tulositytyksen ansiosta emmekä nostaneet merkittävästi loppuvuoden ennusteita. Loppuvuoteen ei siis mielestämme ole vielä asetettu kohtuuttomia tulospaineita. Talenomin liikevaihdosta yli 90% on uusiutuvaa, minkä ansiosta Q1:n kasvulukemat antavat vahvan indikaation myös loppuvuoden kasvusta. Kausivaihtelu on toki tilitoimistoalalla voimakasta ja Q1

Tämän ansiosta kannattavuus skaalautuu yhä paremmin voimakkaista kasvupanostuksista huolimatta, ja yhtiön kilpailuetu vahvenee. Mitä enemmän yhtiö pystyy rakentamaan skaalaa liiketoiminnan ympärille, sitä enemmän järjestelmästä saadaan myös hyötyjä irti.

Kasvuinvestoinnit jatkuivat, mutta tase vahvistui silti

Yhtiö investoi edelleen kasvuun ja nettoinvestoinnit olivat Q1:llä 3,3 MEUR (Q1'17: 1,9 MEUR), josta liiketoimintakauppojen osuus 1,1 MEUR. Tämä samalla vahvisti, että arviomme kauppojen hintaluokista olivat suunnilleen oikeat ja ne luovat arviomme mukaan omistaja-arvoa keskipitkällä aikavälillä. Tase vahvistui vuoden takaisesta: omavaraisuusaste oli 30,5 % (Q1'17: 27,5 %) ja nettovelkaantumisaste 145 % (Q1'17: 168 %). Talenomin kassavirtaprofiili on niin vakaa, että velkavivun käyttäminen on mielestämme erittäin hyvin perusteltua. Näin ollen emme näe yhtiön velkaantuneisuuden nostavan oleellisesti riskiprofiilia.

on neljänneksistä selvästi kiireisin, minkä takia vastaavia absoluuttisia lukuja ei kannata odottaa loppuvuonna.

Tuloskasvunäkymät lähivuosille ovat edelleen vahvat

Tarkistimme ylöspäin myös lähivuosien ennusteita. Näkyvyys on pidemmälle toki heikompi, mutta kasvun suhteen olemme hyvin luottavaisia ja skaalaetujen voimistuessa on myös kannattavuuden vaikea nähdä heikentyvän. Merkittäviä marginaaliparannuksia emme kuitenkaan odota kasvuvaiheen jatkuessa myös lähivuosina. Talenom on rakentanut kasvupohjaa pitkään ja kasvupanostukset näkyvät liikevaihdossa merkittävällä viiveellä. Tässä mielessä toimialan ”kellonopeus” on hidas, vaikka toimialalla onkin käynnissä merkittävä murros.

Ennustemuutoksemme ovat näkyvillä seuraavalla sivulla olevassa taulukossa.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	48,7	49,2	1 %	55,0	55,6	1 %	61,9	62,9	2 %
Käyttökate	11,2	11,8	5 %	13,1	13,5	3 %	14,9	15,3	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,3	6,8	9 %	7,4	7,8	6 %	8,6	8,9	4 %
Liikevoitto	6,3	6,8	9 %	7,4	7,8	6 %	8,6	8,9	4 %
Tulos ennen veroja	5,7	6,3	10 %	6,8	7,2	6 %	8,0	8,4	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,67	0,73	10 %	0,79	0,84	6 %	0,93	0,97	4 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,44	10 %	0,48	0,51	6 %	0,56	0,58	4 %

Lähde: Inderes

Riski/tuotto-suhde on edelleen selvästi positiivinen

Yhtiölle on avautumassa myös uusia mahdollisuuksia

Talenomin teknologinen kilpailuetu vaikuttaa vahvistuneen edelleen ja heijastuu yhä voimakkaammin myös tuloslukuihin. Eräänlainen uusi optio on myös myöhemmin (aikaisintaan 2019) mahdollinen teknologian kaupallistaminen, minkä potentiaalia ei mielestämme toistaiseksi huomioida Talenomin arvostuksessa. Tämä keskustelu on vasta aloitettu ja vaatii vielä pitkäjännitteistä T&K-työtä, minkä jälkeen esimerkiksi suuret organisaatiot voisivat olla hyvin potentiaalisia hyödyntäjiä järjestelmälle. Näin Talenomilla olisi vahvempi tarjonta myös pk-sektorin ulkopuolelle. Mielestämme on kuitenkin liian aikaista innostua näistä mahdollisuuksista liikaa. Lyhyemmällä aikavälillä näemme kuitenkin uusien liiketoimintojen menestyksen.

Kokonaisuudessaan jo aikaisemmin vahva luottamuksemme Talenomin sijoitustarina on edelleen kasvanut, ja uskomme yhtiön olevan erittäin hyvä omistaja-arvon luoja myös tulevaisuudessa.

Arvostustaso on noussut, mutta se on hyvin perusteltu

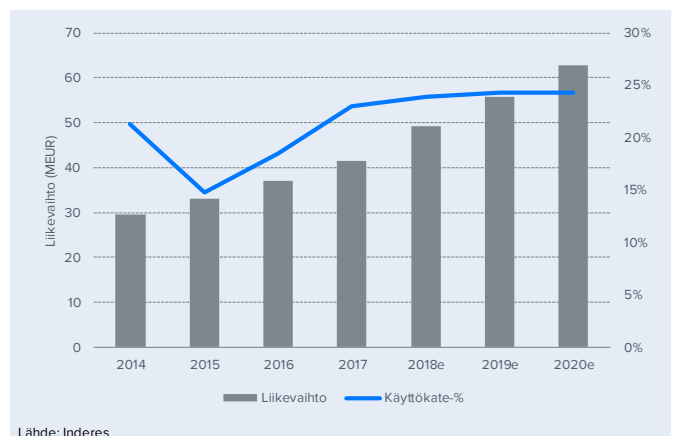
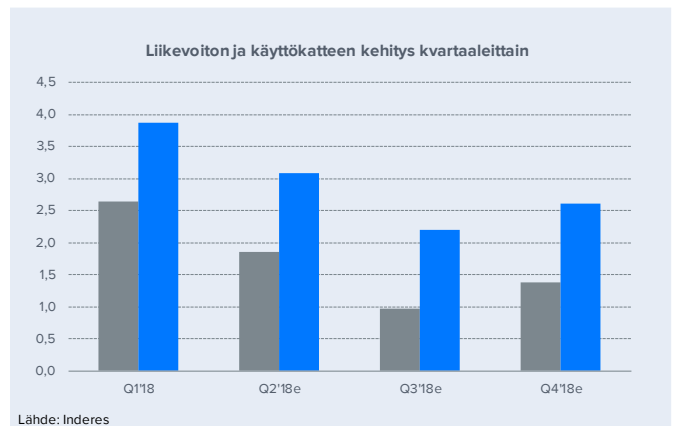
Talenomin osake on noussut edellisestä päivityksestämme 15 %, ja arvostustaso on noussut kohonneista ennusteista huolimatta. Erinomaisen alkuvuoden ja edellä mainittujen tekijöiden takia nykyinen arvostustaso (2018e P/E noin 19x ja EV/EBITDA alle 10x) on mielestämme edelleen houkutteleva. Olemme perinteisesti hyväksyneet osakkeelle 20x P/E:n ja 10x EV/EBITDA:n, mutta kasvunopeuden ja uusien mahdollisuuksien mukana hyväksyttävä taso on mielestämme nousussa ainakin ajatellen 2018-kertoimia. Yhtiön lähivuosien erittäin hyvät tuloskasvunäkymät antavat mielestämme osakkeelle hyvän tuotto-odotuksen seuraavalle 12 kuukaudelle, ja kun tähän lisätään toimialan defensiivisyys sekä Talenomin yleisesti alhainen riskiprofiili, on osakkeen riski/tuotto-suhde mielestämme erittäin hyvä. Talenomin kannattavan kasvun tarinassa kannattaa mielestämme edelleen olla mukana.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	37,0	10,8	10,6	9,3	10,7	41,4	12,7	12,7	11,1	12,8	49,2	55,6	62,9
Käyttökate	6,8	2,9	2,3	1,9	2,4	9,5	3,9	3,1	2,2	2,6	11,8	13,5	15,3
Poistot ja arvonalennukset	-2,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,6	-4,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-4,9	-5,7	-6,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,2	1,9	1,6	0,8	0,9	5,2	2,6	1,8	1,0	1,4	6,8	7,8	8,9
Liikevoitto	4,2	1,9	1,3	0,8	0,9	4,8	2,6	1,8	1,0	1,4	6,8	7,8	8,9
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	-0,6
Tulos ennen veroja	3,6	1,7	1,2	0,6	0,7	4,3	2,5	1,7	0,8	1,3	6,3	7,2	8,4
Verot	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,9	-0,5	-0,3	-0,2	-0,3	-1,3	-1,4	-1,7
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	1,4	0,7	1,0	5,0	5,8	6,7
EPS (oikaistu)	0,43	0,20	0,18	0,07	0,09	0,55	0,29	0,20	0,10	0,15	0,73	0,84	0,97
EPS (raportoitu)	0,56	0,20	0,14	0,07	0,09	0,50	0,29	0,20	0,10	0,15	0,74	0,84	0,97

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	12,0 %	13,4 %	9,0 %	12,9 %	13,2 %	12,1 %	18,1 %	19,0 %	19,0 %	19,5 %	18,9 %	13,0 %	13,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	1265,0 %	129,9 %	-12,7 %	-9,6 %	40,6 %	23,3 %	42,4 %	13,6 %	19,0 %	60,0 %	32,6 %	14,1 %	14,6 %
Käyttökate-%	18,5 %	26,5 %	21,7 %	20,6 %	22,7 %	23,0 %	30,4 %	24,3 %	19,8 %	20,4 %	23,9 %	24,3 %	24,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,3 %	17,2 %	15,3 %	8,7 %	8,1 %	12,4 %	20,7 %	14,6 %	8,7 %	10,8 %	13,9 %	14,0 %	14,2 %
Nettotulos-%	7,9 %	12,7 %	9,1 %	5,2 %	5,5 %	8,2 %	15,8 %	10,9 %	6,0 %	7,8 %	10,3 %	10,4 %	10,7 %

Lähde: Inderes

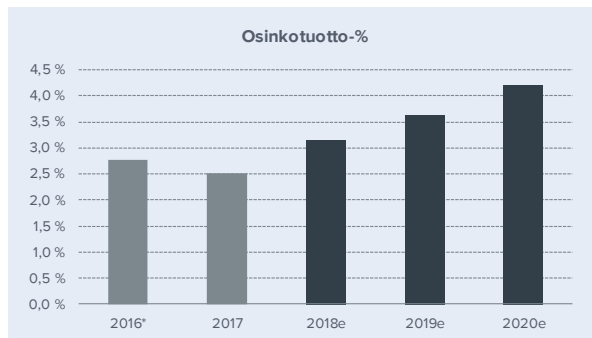
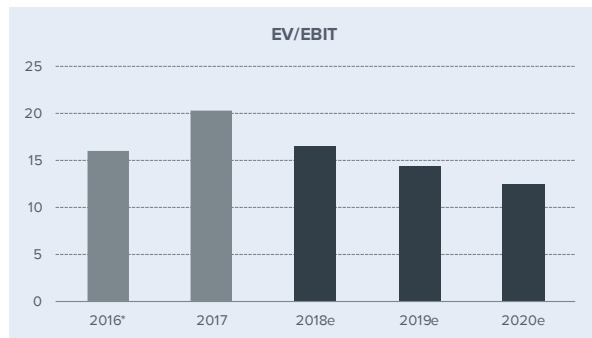
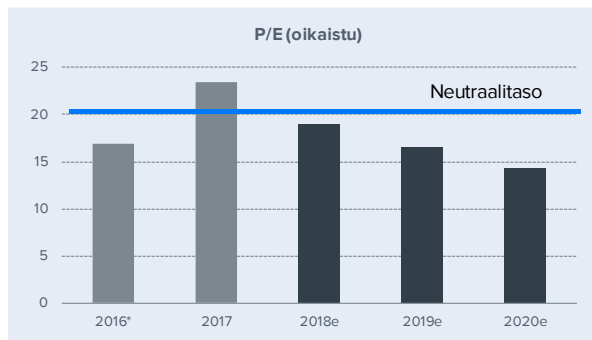
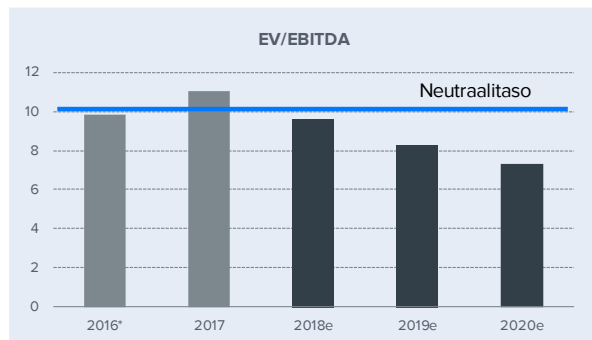


Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016*	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi				7,20	12,79	13,90	13,90	13,90
Markkina-arvo				49,0	87,1	95,6	95,6	95,6
Yritysarvo (EV)				67,2	104,7	112,9	111,8	111,3
P/E (oik.)				16,9	23,4	18,9	16,5	14,3
P/E				17	25,5	18,9	16,5	14,3
P/Kassavirta				20	40,3	32,6	20,7	22,1
P/B				4,2	6,2	5,7	4,9	4,2
P/S				1,3	2,1	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto				1,8	2,5	2,3	2,0	1,8
EV/EBITDA				9,9	11,0	9,6	8,3	7,3
EV/EBIT*				16,1	20,3	16,5	14,3	12,5
Osinko/tulos (%)				46,9 %	63,9 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%				2,8 %	2,5 %	3,2 %	3,6 %	4,2 %

Lähde: Inderes

* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla



Verrokkiryhmän arvostustaso

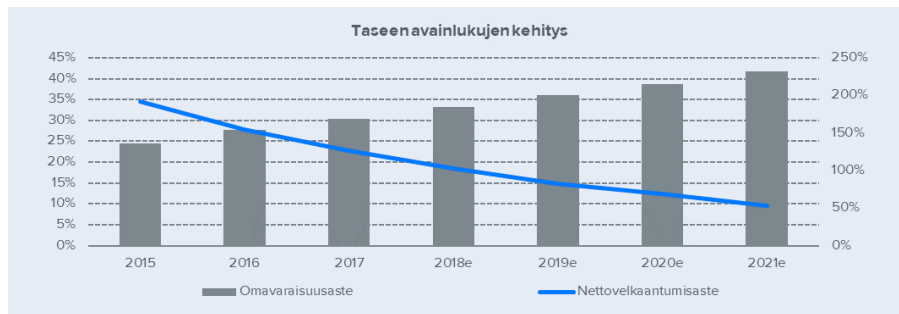
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
Talenom	13,90	96	107	17,3	14,7	9,8	8,3	20,4	17,0	2,9	3,4	5,8
Heeros	2,20	10	9			9,4	9,4					5,0
PRGX Global	9,90	178	173	26,0	17,9	8,4	7,1	50,8	34,5			3,4
Paychex	60,63	17729	17430	16,5	16,3	14,8	14,5	23,5	21,7	3,3	3,4	10,5
Zalaris	43,10	93	116	20,0	16,0	9,5	8,2	25,3	19,3	2,4	2,9	6,3
Innofactor	0,84	30	44	29,2	14,4	9,7	7,3	12,9	14,0			1,2
Silli	11,00	77	67	10,8	9,5	9,5	8,3	15,0	13,0	4,5	5,8	3,4
Solteq	1,63	31	53	13,3	13,3	8,9	8,9	20,4	14,8	1,2	2,5	1,4
Fondia	12,45	49	43	14,2	10,6	21,3	10,6	19,2	17,1	3,5	3,9	6,1
Talenom (Inderes)	13,90	96	113	16,5	14,3	9,6	8,3	18,9	16,5	3,2	3,6	5,7
Keskiarvo				18,4	14,1	11,2	9,2	23,4	18,9	2,9	3,6	4,8
Mediaani				16,9	14,6	9,5	8,3	20,4	17,0	3,1	3,4	5,0
Erotus-% vrt. mediaani				-2 %	-2 %	1 %	-1 %	-7 %	-3 %	3 %	7 %	14 %

Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

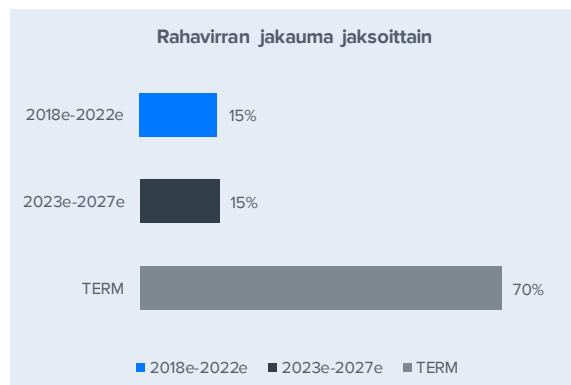
Vastaavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	Vastattavaa (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	33,1	35,6	38,4	40,4	Oma pääoma	11,7	13,9	16,8	19,6
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4	Osakepääoma	13,8	0,1	0,1	0,1
Aineettomat oikeudet	11,5	14,2	16,4	18,2	Kertyneet voittovarat	-1,9	1,6	4,5	7,2
Käyttöomaisuus	2,5	2,5	3,2	3,3	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2	Muu oma pääoma	0,0	12,4	12,4	12,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,2	0,2	0,2	Pitkäaikaiset velat	22,1	22,6	22,6	21,8
Vaihtuvat vastaavat	9,2	10,4	12,5	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	22,0	21,2
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	50,9	54,5	Lyhytaikaiset velat	8,5	9,4	11,5	13,1
Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS	Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	0,5	1,0	1,4
					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	50,9	54,5
					Kirjanpitostandardi	FAS	IFRS	IFRS	IFRS



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	4,8	6,8	7,8	8,9	10,2	11,0	11,2	11,2	10,8	11,3	11,7	
+ Kokonaispoistot	4,7	4,9	5,7	6,3	7,3	7,9	8,7	9,6	10,4	11,0	11,6	
- Maksetut verot	-0,6	-1,3	-1,4	-1,7	-1,9	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,1	-2,2	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	
+ 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	0,3	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	9,7	10,7	12,4	13,9	16,0	17,2	18,2	19,0	19,4	20,3	21,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,4	-7,8	-7,7	-9,6	-9,8	-10,5	-11,9	-12,4	-12,2	-13,0	-13,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,2	2,9	4,6	4,3	6,1	6,8	6,3	6,6	7,2	7,3	8,0	
+/- 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	2,9	4,6	4,3	6,1	6,8	6,3	6,6	7,2	7,3	8,0	184,9
Diskontattu vapaa kassavirta		2,8	4,1	3,6	4,7	4,9	4,2	4,1	4,1	3,9	4,0	92,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		132,7	129,9	125,8	122,2	117,5	112,7	108,5	104,4	100,2	96,3	92,3
Velaton arvo DCF		132,7										
- Korolliset velat		-22,5										
+ Rahavarat		4,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-2,2										
Oman pääoman arvo DCF		112,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,41										

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	49,2	55,6
EBITDA	4,9	6,8	9,5	11,8	13,5
EBITDA-marginaali (%)	14,8	18,5	23,0	23,9	24,3
EBIT	-1,3	4,2	4,8	6,8	7,8
Voitto ennen veroja	-2,5	3,6	4,3	6,3	7,2
Nettovoitto	-2,4	2,9	3,4	5,0	5,8
Kertaluontoiset erät	-1,6	0,0	-0,3	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	42,3	45,9	50,9	54,5
Oma pääoma	11,7	13,9	16,8	19,6
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4
Korolliset velat	22,5	22,5	23,1	22,7

Kassavirta	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	6,8	9,5	11,8	13,5
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	0,3	0,4
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	10,7	12,4
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	2,9	4,6

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

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,43	0,50	0,73	0,84
EPS oikaistu	0,43	0,55	0,73	0,84
Operat. kassavirta/osake	1,02	1,42	1,55	1,80
Tasearvo/osake	1,72	2,05	2,44	2,85
Osakekohtainen osinko	0,20	0,32	0,44	0,51
Osinko/tulos (%)	47	64	60	60
Osinkotuotto-%	2,8	2,5	3,2	3,6

Tunnusluvut	2017	2018e	2019e
P/E (oikaistu)	23,4	18,9	16,5
P/B	6,2	5,7	4,9
P/Liikevaihto	2,1	1,9	1,7
P/Kassavirta	9,0	8,9	7,7
EV/Liikevaihto	2,5	2,3	2,0
EV/EBITDA	11,0	9,6	8,3
EV/EBIT (oikaistu)	20,3	16,5	14,3

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Tahkola	22,8 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	17,2 %
Markus Tahkola	15,4 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	3,8 %
SR Danske Invest Suomi yhteisöosake	3,4 %
Hulkko Juha	2,5 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €

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 kehotukseksi 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 suosituksin 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 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 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/>