

Ei heikkouden merkkejä

Olemme nostaneet Talenomin tavoitehinnan 12,5 euroon (aik. 10,5 euroa) vahvan Q1-katsauksen jälkeen. Ennustemme ovat nousseet lähes yhtä paljon kuin tavoitehinta, joten hyväksymämme arvostustaso on lähes ennallaan. Luottamuksemme lähivuosien vahvaan tuloskasvuun on myös vahvistunut. Toistamme osta-suosituksemme yhtiön edetessä tasaisesti oikeaan suuntaan ja arvostustason ollessa edelleen kohtuullinen.

Automatisoitu kirjanpidon tuotantolinja nostaa tehokkuuden uudelle tasolle

Talenomin eilen julkaisema Q1-tulos oli vahva. Liikevaihto kasvoi 13,4 % vertailukaudesta, mikä on yhtiölle suunnilleen "normaalitaso". Kannattavuudessa yhtiö otti kuitenkin selkeän harppauksen eteenpäin, kun käyttökatemarginaali nousi 26,5 %:n tasolle (Q1'16: 14,7 %). Taustalla on erityisesti yhtiön kirjanpidon tuotantolinjan kasvanut tehokkuus, jota yhtiö pyrkii edelleen nostamaan panostuksilla automaatioon sekä ohjelmistorobottiikkaan. Talenomin omavaraisuusaste vahvistui Q1:llä 27,5 %:n tasolle (Q1'16: 24,7 %) ja nettovelkaantumistaso oli 166 % (Q1'16: 190 %). Kokonaisuudessaan vahva Q1-katsaus kasvatti edelleen luottamustamme yhtiöön.

Yhtiö nosti ohjeistustaan

Yhtiö nosti ohjeistustaan vuodelle 2017 ja arvioi nyt liikevaihdon kasvavan 11,5-13,5 % (2016: 12,0 %) ja käyttökateprosentin olevan 22-24 % (2016: 18,5 %, IFRS). Tulosennakossamme pidimme ohjeistuksen nostoa mahdollisena, mutta odotimme sen tapahtuvan ainakin osittain markkina-aktiviteetin piristymisen kautta. Tätä ei ole vielä tapahtunut, mutta tilitoimistoihin yrityksen aktiviteetin nousu heijastuu yleensä noin puolen vuoden viiveellä. Jos Suomen talouden positiivinen kehitys siis jatkuu, pitäisi Talenomin saada vetoapua markkinoilta H2:lla. Nyt ohjeistuksen noston taustalla oli erityisesti yhtiön omat toimenpiteet ja tuotantolinjan kasvanut tehokkuus.

Olemme nostaneet lähivuosien tulosennusteita selvästi

Olemme nostaneet lähivuosien tulosennusteita noin 13-15 %. Vuoden 2017 liikevaihdon kasvuennusteen olemme nostaneet 13,1 %:n tasolle, mikä heijastelee varovaista vetoapua markkinoilta loppuvuonna. Käyttökatemarginaalin odotamme nousevan 23 %:n tasolle eli keskelle ohjeistettua haarukkaa. Mielestämme ennustemme ovat edelleen maltillisia huomioiden kirjanpidon tuotantolinjan kasvava tehokkuus ja tämän tuoma yhä vahvempi kilpailuetu. Olemme nostaneet samalla myös lähivuosien kannattavuusennusteita, koska tuotantolinjan ja palvelukeskusmallin tuomat skaalaedut vain vahvistuvat yhtiön kokoluokan kasvaessa. Emme ole edelleenkään huomioineet ennusteissamme merkittävästi uusia tukipalveluita.

Arvostustaso on edelleen maltillinen

Mielestämme yhtiölle voidaan perustella 2017e P/E-kerroin 20x ja EV/EBITDA-kerroin 10x, kun nykytasoa on noin 18x ja noin 9x. Ensi vuoden ennusteilla vastaavat ovat noin 15x ja 8x, mikä osaltaan kuvaa tuloskasvun yhtiölle tuomaa nousuvaraa. Mielestämme kertoimet ovat edelleen suhteellisen maltillisia huomioiden vahvat tuloskasvunäkymät, defensiiviset kassavirrat sekä vahva asema murroksessa olevalla toimialalla. Yhtiö on myös siirtymässä pörssin päälistalle vuonna 2017 (todennäköisesti ennen syksyä), mikä voi antaa edelleen tukea likviditeetille ja arvostukselle. Arvostustaso vaatii vahvan tuloskasvun jatkumista, mutta luottamuksemme tähän on tällä hetkellä vahva.

Analyytikko

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



Suositus

Osta



Edellinen: Osta

Tavoitehinta 12,50 EUR

Edellinen: 10,50



Lähde: Bloomberg

Ei-lisen päätös 10,50 EUR

12 kk vaihteluväli 4,92-10,50 EUR

Potentiaali 19,0 %

Ohjeistus

Talenom arvioi vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan 11,5-13,5 % (2016: 12,0 %) ja käyttökateprosentin olevan 22-24% (2016: 18,5 %, IFRS) liikevaihdosta.

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	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	37,0	1,6	4,4 %	1,1	0,10	0,20	1,8	8,9	21,1	22,1	2,8 %
2017e	41,8	5,6	13,5 %	5,1	0,60	0,30	2,1	9,3	15,9	17,8	2,8 %
2018e	47,1	6,4	13,7 %	5,9	0,70	0,35	1,9	8,1	13,7	15,2	3,3 %
2019e	52,8	7,4	14,0 %	6,8	0,80	0,48	1,6	7,0	11,7	13,3	4,5 %
Markkina-arvo, MEUR			71,5	OPO / osake 2017e, EUR			2,12	CAGR EPS, 2016-2019, %			103 %
Nettovelka 2017e, MEUR			17,5	P/B 2017e			5,0	CAGR kasvu, 2016-2019, %			13 %
Yritysarvo (EV), MEUR			89,7	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			121,7 %	ROE 2017e, %			31,1 %
Taseen koko 2017e, MEUR			45,1	Omavaraisuusaste 2017e, %			32,1 %	ROCE 2017e, %			15,9 %

Q1-tulos ylitti odotuksemme

Liikevaihto jatkoi reipasta kasvua

Talenomin liikevaihto oli Q1:llä 10,8 MEUR, mikä oli lievä pettymys meille (ennuste 11,4 MEUR). Kasvua samalla julkaistusta Q1'16-vertailukaudesta oli kuitenkin reippaat 13,4 %, joten olimme arvioineet yhtiön kausivaihtelun hieman väärin. Kyseessä oli ensimmäinen yhtiön julkaisema Q1-liiketoimintakatsaus, minkä takia vertailukauden tietoja ei ollut saatavilla ennen tulosjulkistusta. Lisäksi yhtiö siirtyi vuoden alussa IFRS-kirjanpitoon, ja näiden syiden takia ennusteisiin liittyi poikkeuksellisen paljon epävarmuutta. Toisaalta ennakoimastamme markkina-aktiviteetin piristymisestä ei toistaiseksi ollut merkkejä, vaan liikevaihdon kasvu johtui yhtiön mukaan pääosin uusista asiakkuuksista. Tätä ajatellen 13,4 %:n kasvuvauhtia voidaan pitää kiitettävänä.

Kannattavuus loikkasi tuotantolinjan nostaessa tehokkuutta

Vaikka liikevaihto jäi odotuksistamme, Q1-tulos ylitti ne. IFRS:n mukainen käyttökate oli 2,8 MEUR kasvaen 104 % vertailukaudesta (Q1'16: 1,4 MEUR). Käyttökatemarginaali oli 26,5 % (ennuste 23,1 %), kun vertailukaudella oltiin vielä vaisulla 14,7 %:n tasolla. Kannattavuusloikan taustalla on erityisesti yhtiön kirjanpidon tuotantolinjan vertailukautta selkeästi parempi tehokkuus, mitä tukivat panostukset automaatioon sekä ohjelmistorobottiikkaan.

Yhtiö tulee jatkamaan tuotantolinjan kehitystyötä painottaen ohjelmistorobottiikan ja tekoälyn kehitystä, joten toiminta tulee tehostumaan myös tulevaisuudessa automaation korvattessa manuaalista henkilötyötä. Tämä näkyi selvästi jo Q1:n henkilöstökuluissa, jotka olivat 5,6 MEUR (Q1'16: 6,0 MEUR). Henkilöstökulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta laski vertailukaudesta peräti 11,3 prosenttiyksikköä, mikä viimeistään vahvistaa linjan tuoman tehokkuusedun. Tämä on merkittävä kilpailuetu Talenomille.

Liikevoitto oli 1,85 MEUR, kun konserniliikearvon poistot poistuivat IFRS-muutoksen mukana. Osakekohtainen tulos oli Q1:llä 0,20 euroa (Q1'16: 0,08 euroa) ylittäen ennusteemme 0,18 euroa. Kokonaisuutena kehitys oli ennakoimaamme positiivisempaa ja vahvistaa luottamustamme yhtiön tulevaisuuden tuloskehitykseen.

Strategista kehitystä myös muilla alueilla

Strategisesti tärkeiden uusien yrittäjien tukipalveluiden suhteen emme saaneet Q1:llä uutta tietoa, mutta tämä on pitkän aikavälin ajuri ja etenee tasaisesti. Q1:llä yhtiö kuitenkin lanseerasi yhteistyösopimuksen Gigantin kanssa tuotteiden jälleenmyymiseksi Talenomin jakelukanavissa, avasi vero- ja lakipalveluiden asiantuntijaportaalien ja avasi uuden franchising-toimipisteen Riihimäelle. Uusia tuote/palvelu-lanseerauksia sekä lisäyksiä franchising-ketjuun on odotettavissa vuonna 2017.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	9,5	10,8	11,4				-5 %
Käyttökate	1,4	2,9	2,6				8 %
Liikevoitto	0,8	1,9	1,7				12 %
Tulos ennen veroja*	0,7	1,7	1,5				13 %
EPS (oikaistu)	0,08	0,20	0,18				13 %
Liikevaihdon kasvu-%	13,3 %	13,4 %	19,9 %				-6,5 %-yks.
Käyttökate-%	14,7 %	26,5 %	23,1 %				3,3 %-yks.

Lähde: Inderes

* Ei raportoitu, Inderesin arvio

Nostimme lähivuosien tulosenusteita selvästi

Ohjeistusta nostettiin selvästi marginaalin osalta

Yhtiö nosti ohjeistustaan vuodelle 2017 ja arvioi nyt liikevaihdon kasvavan 11,5-13,5 % (2016: 12,0 %) ja käyttökateprosentin olevan 22-24 % (2016: 18,5 %, IFRS). Tulosennakossamme pidimme ohjeistuksen nostoa mahdollisena, mutta odotimme sen tapahtuvan ainakin osittain markkina-aktiviteetin piristymisen kautta. Tätä ei ole vielä tapahtunut, mutta tilitoimistoihin yritysten aktiviteetin nousu heijastuu yleensä noin puolen vuoden viiveellä. Jos Suomen talouden positiivinen kehitys siis jatkuu nykyisellä uralla, pitäisi Talenomin saada vetoapua markkinoilta H2:lla. Pk-yritysten aktiviteetin piristymisen tarkoittaisi transaktiomäärien ja esimerkiksi palkanlaskennan kasvua, minkä pitäisi heijastua Talenomin tuloihin. Nyt ohjeistuksen noston taustalla oli erityisesti yhtiön omat toimenpiteet ja tuotantolinjan kasvanut tehokkuus, mikä on

tietysti positiivista, koska mahdollinen markkinoiden kasvu tulisi tämän päälle. Kehitys on siis edelleen hyvin lupaavalla uralla.

Tulosenusteet ylös noin 13-15 %

Olemme nostaneet lähivuosien tulosenusteita noin 13-15 %. Vuoden 2017 liikevaihdon kasvuennusteen olemme nostaneet 13,1 %:n tasolle, mikä heijastelee varovaista vetoapua markkinoilta loppuvuonna. Käyttökatemarginaalin odotamme nousevan 23 %:n tasolle eli keskelle ohjeistettua haarukkaa. Mielestämme ennusteemme ovat edelleen maltillisia huomioiden kirjanpidon tuotantolinjan kasvava tehokkuus ja tämän tuoma yhä vahvempi kilpailuetu. Olemme nostaneet samalla myös lähivuosien kannattavuusennusteita, koska tuotantolinjan ja palvelukeskusmallin tuomat skaalaedut vain vahvistuvat yhtiön kokoluokan kasvaessa. Tämä hyöty ei ole siis

lähdössä pois ja pidämme sitä suhteellisen kestävä, jos alalla ei tapahdu suurempia mullistuksia. Sirpaloituneen markkinan pienillä tilitoimistoilla (Suomessa edelleen yli 4300) ei ole mahdollisuuksia kehittää vastaavia omia järjestelmiä ja tämä ole nopeaa isoillekaan toimijoille. Emme ole edelleenkaan huomioineet ennusteissamme merkittävästi uusia tukipalveluita, joilla voi olla merkittävä vaikutus tuloskehitykseen muutaman vuoden päästä. Lähivuosien osinkoennusteita olemme nostaneet tulosennusteiden mukana, mutta pidämme myös korkeampia osinkoja mahdollisina taseen vahvistuessa tällä hetkellä varsin nopeasti. Tarkemmat ennustemuutokset olemme esittäneet alla olevassa taulukossa.

IFRS-luvuissa paljon oikaisuja

Talenom julkaisi eilen myös IFRS:n mukaiset tuloslaskelmat ja taseet vuosille 2015 ja 2016. Viime vuosien raportoituja tuloksia siirtyminen IFRS-standardiin vahvisti selvästi. Esimerkiksi 2016 liikevoitto oli IFRS:n mukaan 4,2 MEUR, kun aikaisemmin FAS-luku oli 1,6 MEUR. Suurin vaikutus on konserniliiketoimintojen katoamisella, mutta muitakin oikaisuja oli paljon. On tärkeää huomata, että tässä analyysissä olevat historialuvut ovat

edelleen FAS-standardin mukaisia. Yhtiö ei julkaissut neljännessä IFRS-luvusta, minkä takia vertailukelpoisuutta ei ole kvartaalitasolle. Tämän takia olemme toistaiseksi jättäneet historiatiedot FAS-kirjanpidon mukaiselle puolivuotisraportoinnille, mikä aiheuttaa huomattavia muutoksia vuodelle 2017 (kokonaan IFRS). Vuoden 2016 päättäneen taseen olemme kuitenkin muuttaneet IFRS-lukujen mukaiseksi.

Muutokset taserakenteeseen olivat rajallisia ja tase vahvistui Q1:llä. Omavaraisuusaste oli kauden lopussa 27,5 % (Q1'16: 24,7 %) ja nettovelkaantumisaste 166 % (Q1'16: 190 %). Laskelmiemme mukaan omavaraisuusaste nousee vuoden lopussa yli 30 %:n ja nettovelkaantumisaste noin 120 %:n tasolle, mitkä ovat Talenomille jo hyvin riittäviä.

Vaikka IFRS-luvuissa oli paljon suuria oikaisuja aikaisemmin raportoiduista FAS-luvuista, tulevaisuuden ennusteiden kannalta tärkeät aktivointi/poisto-käytännöt olivat pitkälti odotuksiemme mukaisia. Näin ollen tulosennusteisiin ei tullut ns. rakenteellisia muutoksia, vaan muutokset johtuivat yhtiön ennakoimaamme vahvemmasta kehityksestä erityisesti kannattavuuden suhteen.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	41,5	41,8	1 %	46,5	47,1	1 %	52,1	52,8	1 %
Käyttökate	9,0	9,6	7 %	10,3	10,9	6 %	11,5	12,3	7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,0	5,6	13 %	5,7	6,4	14 %	6,8	7,4	8 %
Liikevoitto	5,0	5,6	13 %	5,7	6,4	14 %	6,8	7,4	8 %
Tulos ennen veroja	4,4	5,1	14 %	5,2	5,9	15 %	6,3	6,8	8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,52	0,60	14 %	0,61	0,70	15 %	0,74	0,80	8 %
Osakekohtainen osinko	0,26	0,30	14 %	0,30	0,35	15 %	0,37	0,48	30 %

Lähde: Inderes

Arvostustaso edelleen maltillinen suhteessa potentiaaliin

Nostimme tavoitehintaa ennusteiden mukana

Olemme nostaneet Talenomin tavoitehinnan 12,5 euroon (aik. 10,5 euroa) yhtiön vahvan Q1-katsauksen jälkeen. Ennusteemme ovat nousseet lähes yhtä paljon kuin tavoitehintaa, joten hyväksymämme arvostustaso on lähes ennallaan. Mielestämme yhtiölle voidaan perustella 2017e P/E-kerroin 20x ja EV/EBITDA-kerroin 10x, kun nykytaso on noin 18x ja noin 9x. Ensi vuoden ennusteilla vastaavat ovat noin 15x ja 8x, mikä osaltaan kuvaa tulokasvun yhtiölle tuomaa nousuvaraa. Luottamuksen kasvaessa olemme painottaneet ensi vuoden kertoimia hieman aikaisempaa enemmän. Mielestämme kertoimet ovat edelleen suhteellisen maltillisia huomioiden vahvat tulokasvunäkymät, defensiiviset kassavirrat sekä vahva asema murroksessa olevalla toimialalla. Arvostustaso vaatii vahvan tulokasvun jatkumista, mutta luottamuksemme tähän on tällä hetkellä vahva.

Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostusta tukevat erityisesti seuraavat tekijät:

- Liiketoiminnan jatkuvuus on noin 94 %, mikä kuvastaa hyvin defensiivistä liiketoimintaa ja markkinaa
- Yhtiö on skaalaan ja toimintamalliin perustuvien kilpailuajurensa ansiosta toimialan murroksen voittajia ja tulee kasvamaan selvästi markkinoita nopeammin
- Liiketoiminta ja kannattavuus ovat skaalautuvia
- Yhtiö on yksi kotimarkkinan selkeistä edelläkävijöistä
- Tukipalvelut luovat yhtiölle uusia kasvumahdollisuuksia

Yhtiö on myös siirtymässä pörssin päälistalle vuonna 2017. Todennäköisesti tämä tapahtuu varsin pian kesäkuun jälkeen, kun yhtiö on ollut kaksi vuotta First North-listalla. Vaihto päälistalle voi tuoda osakkeelle kaivattua likviditeettiä ja antaa tukea myös arvostukselle, kun osake on paremmin myös suurempien sijoittajien saatavilla.

Pitkän aikavälin potentiaali on huomattava

Talenomin pitkän aikavälin ajurit ovat vahvat. Yhtiö on tilitoimistoalan edelläkävijöitä ja arvioimme yhtiön kuuluvan käynnissä olevan murroksen voittajiin Suomen fragmentoituneella ja konsolidoituvalla tilitoimistoalalla. Talenomin skaalaedut, palvelukeskusmalli, oma sähköinen taloushallinnon järjestelmä, automaation tuoma sisäinen tehokkuus sekä laaja-alaiset asiantuntijapalvelut antavat mielestämme sille selkeän kilpailuedun. Uudistetun strategian mukaisien yrittäjien tukipalveluiden mahdollisuuksia emme ole toistaiseksi huomioineet, vaan odotamme yhtiöltä näyttöjä ennen kuin olemme valmiita hinnoittelemaan nekin sisään.

Yleisesti näemme yhtiöllä edelleen merkittäviä mahdollisuuksia parantaa kannattavuutta, kun automatisoidun tuotantolinjan, kirjanpidon sähköistymisen ja digitalisaation tuomat skaalaedut näkyvät yhä voimakkaammin. Lähivuosina marginaaleja painavat kuitenkin suuret kasvupanostukset ja myös merkittävät investoinnit järjestelmään. Arvioimme mukaan Talenomilla on kuitenkin hyvät mahdollisuudet nostaa käyttökatemarginaalia vuosittain, ja kysymys on pitkälti strategisista valinnoista.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

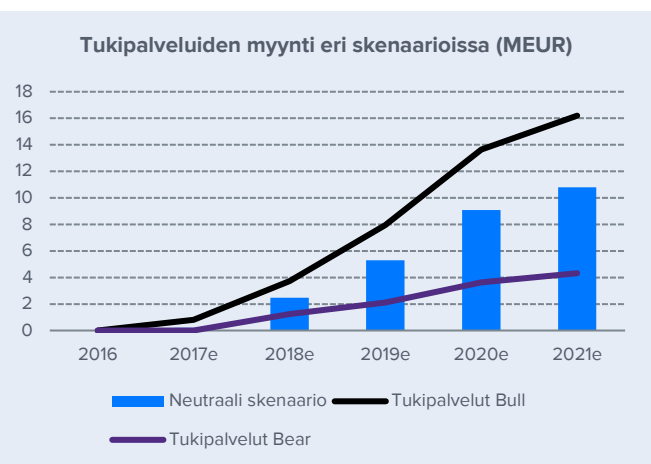
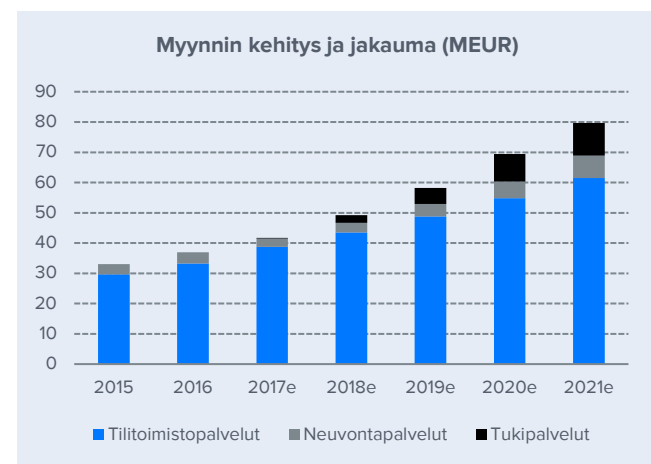
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	H1'16	H2'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	33,0	19,3	17,7	37,0	10,8	11,0	9,4	10,6	41,8	47,0	52,7
Käyttökate	4,9	4,2	3,5	7,6	2,9	2,7	1,9	2,2	9,6	10,9	12,3
Poistot ja arvonalennukset	-6,2	-2,9	-3,2	-5,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,0	-4,5	-4,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	2,1	1,1	3,2	1,9	1,7	0,9	1,2	5,6	6,4	7,4
Liikevoitto	-1,3	1,3	0,3	1,6	1,9	1,7	0,9	1,2	5,6	6,4	7,4
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,5	-0,6
Tulos ennen veroja	-2,5	1,0	0,0	1,1	1,7	1,6	0,7	1,0	5,1	5,9	6,8
Verot	0,0	-0,4	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-1,0	-1,2	-1,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotos	-2,4	0,7	0,0	0,7	1,4	1,3	0,6	0,8	4,1	4,7	5,4
EPS (oikaistu)	-0,12	0,22	0,11	0,33	0,20	0,19	0,09	0,12	0,60	0,70	0,80
EPS (raportoitu)	-0,47	0,10	0,00	0,10	0,20	0,19	0,09	0,12	0,60	0,70	0,80

Tunnusluvut	2015	H1'16	H2'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	11,6 %	15,2 %	8,8 %	12,0 %	0,0 %	-42,9 %	0,0 %	-40,1 %	13,1 %	12,5 %	12,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-90,3 %	105,0 %	-247,3 %	939,9 %	-18,2 %			10,5 %	77,3 %	14,1 %	14,7 %
Käyttökate-%	14,8 %	21,9 %	19,6 %	20,5 %	26,5 %	24,7 %	19,9 %	20,4 %	23,0 %	23,2 %	23,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,9 %	11,0 %	6,0 %	8,6 %	17,2 %	15,7 %	9,4 %	11,1 %	13,5 %	13,7 %	14,0 %
Nettotos-%	-7,4 %	3,5 %	-0,1 %	1,8 %	12,7 %	11,6 %	6,3 %	7,8 %	9,7 %	10,1 %	10,3 %

Lähde: Inderes



Tukipalveluiden mahdollinen potentiaali



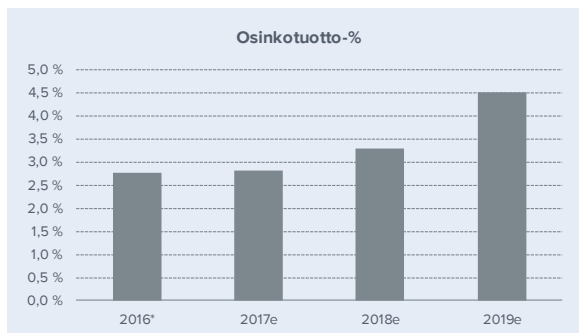
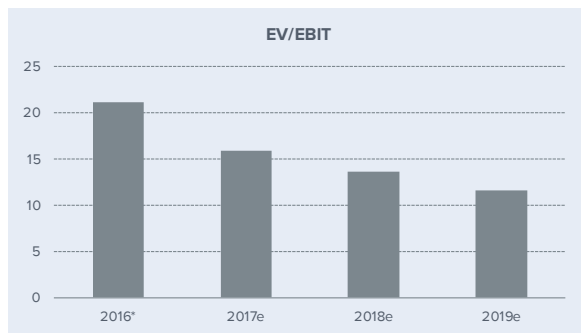
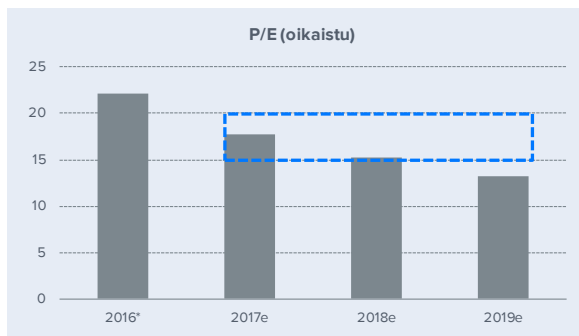
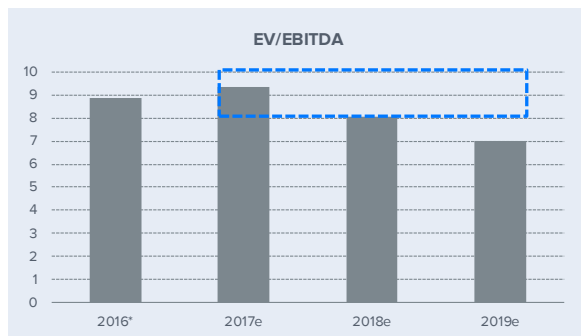
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015**	2016*	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi				5,26	7,20	10,50	10,50	10,50
Markkina-arvo				35,8	49,0	71,5	71,5	71,5
Yritysarvo (EV)				54,8	67,2	89,7	88,1	86,2
P/E (oik.)				neg.	22,1	17,8	15,2	13,3
P/E				neg.	75,2	17,8	15,2	13,3
P/Kassavirta				5	300,5	29,6	17,5	15,2
P/B				3,6	4,2	5,0	4,2	3,6
P/S				1,1	1,3	1,7	1,5	1,4
EV/Liikevaihto				1,7	1,8	2,1	1,9	1,6
EV/EBITDA				11,2	8,9	9,3	8,1	7,0
EV/EBIT*				179,2	21,1	15,9	13,7	11,7
Osinko/tulos (%)				-19,5 %	209,0 %	50,0 %	50,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%				1,3 %	2,8 %	2,8 %	3,3 %	4,5 %

Lähde: Inderes

* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla

** Vuoden 2014 osakekurssi asetettu 2015 tasolle



Tase ja kassavirtalaskelma

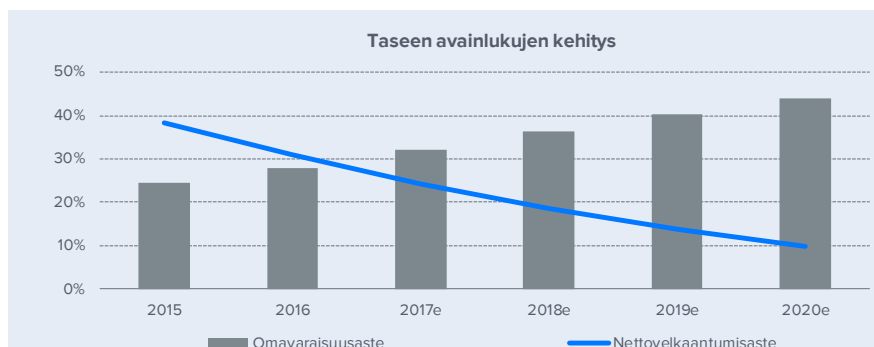
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	30,6	33,1	34,8	35,6
Liikearvo	16,8	18,4	18,4	18,4
Aineettomat oikeudet*	11,4	11,5	12,7	13,6
Käyttöomaisuus	2,1	2,5	2,9	2,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,5	0,5	0,5
Vaihtuvat vastaavat	9,9	9,2	10,3	11,6
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	4,4	4,8	5,6	6,4
Likvidit varat	5,4	4,3	4,6	5,2
Taseen loppusumma	40,5	42,3	45,1	47,2

* Sisälsi vuonna 2015:

- Aktivoituja omien ohjelmistojen kehityskuluja 5,4 MEUR
- Aktivoituja kasvun kuluja 4,9 MEUR

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	9,9	11,7	14,4	17,1
Osakepääoma	14,7	13,8	13,8	13,8
Kertyneet voittovarot	-4,8	-1,9	0,8	3,5
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	23,0	22,1	21,7	20,6
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	22,5	21,5	21,1	20,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,6	0,6	0,6
Lyhytaikaiset velat	7,5	8,5	9,0	9,4
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,1	7,1	7,5	8,0
Muut lyhytaikaiset velat	1,6	0,4	0,4	0,4
Taseen loppusumma	40,5	42,3	45,1	47,2

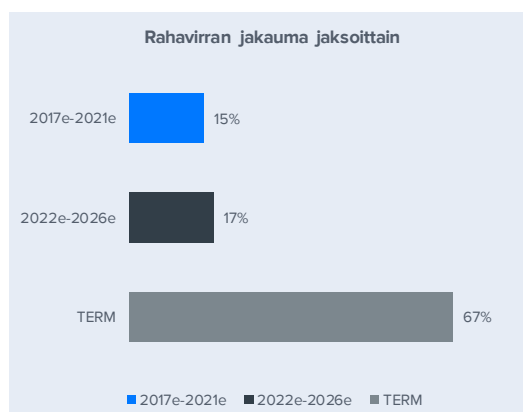


DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	1,6	5,6	6,4	7,4	8,6	9,3	9,6	10,1	10,9	11,6	12,0	
+ Kokonaispoistot	5,9	4,0	4,5	4,9	5,1	5,1	5,3	5,5	5,6	5,8	5,9	
- Maksetut verot	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,1	-2,2	-2,3	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,5	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	8,1	8,1	9,4	10,5	11,5	12,6	13,0	13,7	14,5	15,1	15,6	
+ 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	-7,9	-5,6	-5,3	-5,7	-5,4	-5,7	-5,8	-6,0	-6,1	-6,1	-5,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,2	2,4	4,1	4,8	6,1	6,9	7,2	7,7	8,4	9,0	9,7	
+/- 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	0,2	2,4	4,1	4,8	6,1	6,9	7,2	7,7	8,4	9,0	9,7	191,5
Diskontattu vapaa kassavirta	2,3	3,6	3,8	4,4	4,6	4,6	4,4	4,3	4,3	4,2	4,1	81,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	121,1	118,8	115,3	111,5	107,1	102,5	98,2	93,9	89,6	85,5	81,3	
Velaton arvo DCF	121,1											
- Korolliset velat		-22,5										
+ Rahavarat		4,3										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-1,4										
Oman pääoman arvo DCF	101,6											
Oman pääoman arvo DCF per osake	14,92											

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,3 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	29,6	33,0	37,0	41,8	47,1
EBITDA	6,3	4,9	7,6	9,6	10,9
EBITDA-marginaali (%)	21,3	14,8	20,5	23,0	23,2
EBIT	1,5	-1,3	1,6	5,6	6,4
Voitto ennen veroja	0,2	-2,5	1,1	5,1	5,9
Nettovoitto	0,0	-2,4	0,7	4,1	4,7
Kertaluontoiset erät	-1,6	-1,6	-1,6	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	40,5	42,3	45,1	47,2
Oma pääoma	9,9	11,7	14,4	17,1
Liikearvo	16,8	18,4	18,4	18,4
Korolliset velat	24,4	22,5	22,1	21,0

Kassavirta	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	4,9	7,6	9,6	10,9
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	1,5	-0,4	-0,2
Operatiivinen kassavirta	5,1	8,1	8,1	9,4
Vapaa kassavirta	7,0	0,2	2,4	4,1

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	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-0,36	0,10	0,60	0,70
EPS oikaistu	-0,12	0,33	0,60	0,70
Operat. kassavirta/osake	0,75	1,18	1,19	1,38
Tasearvo/osake	1,46	1,72	2,12	2,51
Osakekohtainen osinko	0,07	0,20	0,30	0,35
Osinko/tulos (%)	-20	209	50	50
Osinkotuotto-%	0,0	1,3	2,8	3,3

Tunnusluvut	2016	2017e	2018e
P/E (oikaistu)	22,1	17,8	15,2
P/B	4,2	5,0	4,2
P/Liikevaihto	1,3	1,7	1,5
P/Kassavirta	6,1	8,9	7,7
EV/Liikevaihto	1,8	2,1	1,9
EV/EBITDA	8,9	9,3	8,1
EV/EBIT (oikaistu)	21,1	15,9	13,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Tahkola	22,9 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	17,3 %
Markus Tahkola	16,6 %
Suomen Teollisuussijoitus	9,6 %
Mikko Siuruainen	2,4 %
EQ Pohjoismaat Pienyhtiöt	2,4 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

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 €

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 sijoitusuusituksia 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 omistuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>