

# **TALENOM**

## **Yhtiöraportti**

**6/2017**

**inde  
res.**

# Vahvassa vedossa päälistalle

Talenomilla on vahva positio fragmentoituneella ja konsolidoituvalla Suomen tilitoimistoalalla. Yhtiöllä on selkeä kilpailuetu keskitetyn palvelukeskusmallin ja kirjanpidon automatisoidun tuotantolinjan ansiosta ja hyödyt vahvistuvat edelleen yhtiön skaalan kasvaessa liikevaihdon mukana. Pidämme osakkeen arvostustasoa kohtuullisena ja lähivuosilta odottamamme tuloskasvu luo sille nousuvaraa. Nostamme tavoitehintamme 13,5 euroon (aik. 12,5 euroa) ja toistamme osta-suosituksemme, vaikka osakekurssi on noussut alkuvuonna jo 64 %.

## Tilitoimistoala on rakennemurroksen partaalla

Tilitoimistoala Suomessa on erittäin fragmentoitunut. Tilitoimistoja on noin 4300 (keskikoko erittäin pieni) ja kahdeksan suurinta toimijaa pitävät hallussaan vain noin 30 % vajaan miljardin euron kokonaismarkkinasta. Kilpailu on ollut yleisesti paikallista ja henkilösuhdevetoista, mutta ala on murroksessa ja skaalaetujen merkitys kasvaa koko ajan. Tärkeimpiä muutosajureita ovat taloushallinnon voimakas sähköistyminen, digitalisaation vahvistava IT-järjestelmien ja ohjelmistojen merkitys, kirjanpitäjien rutiinitehtävien automatisointi sekä asiantuntija- ja lisäpalveluiden merkityksen kasvaminen. Mielestämme on selvää, että pienimmät tilitoimistot eivät kaikki pysty vastaamaan muutospaineeseen. Näin ollen ala tulee keskittymään suurille yhtiöille, jotka saavat merkittäviä skaalaetuja digitalisaation ja automatisaation kautta.

## Talenom kuuluu murroksen voittajiin

Talenom kuuluu tilitoimistoalan edelläkävijöihin ja mielestämme yhtiön palvelukeskusmalli, kirjanpidon pitkälle automatisoitu tuotantolinja ja palveluvalikoima antavat sille selkeän kilpailuedun, minkä takia Talenom tulee kasvattamaan markkinaosuuttaan (nyt <4 %) voimakkaasti vuosien edetessä. Talenom on valinnut orgaanisen kasvun strategian hyötyäkseen tilitoimistoalalla vallitsevasta rakennemuutoksesta. Asiakaskunnan laajentaminen aktiivisella myyntityöllä on aikaa vievää ja suhteellisen kallista defensiivisellä toimialalla (asiakassuhteet erittäin pitkiä). Talenomin liikevaihto on kasvanut 2004-2016 keskimäärin 14,4 % vuodessa ja arvioimme yhtiön yltävän ainakin 12-13 %:n vuosikasvuun myös tulevaisuudessa. Kannattavuus on noussut uudelle tasolle, kun kirjanpidon tuotantolinjan tuomat tehokkuushyödyt ovat alkaneet näkyä raskaiden investointien jälkeen. Vuonna 2017 käyttökatemarginaali on arviomme mukaan 23,0 % (ohjeistus 22-24 %) ja mielestämme tämä taso on hyvin kestävä myös tulevaisuudessa.

## Arvostustaso on korjaantunut, mutta tuloskasvu antaa nousuvaraa

Osakkeen arvostustaso on mielestämme nyt järkevällä tasolla (2017e P/E 20x, EV/EBITDA 10x ja osinkotuotto 2,5 %) osakekurssin noustua 64 % vuoden alusta. Huomioiden Talenomin vahva asema kasvavalla (2001-2015: CAGR 5,2 %), defensiivisellä ja murroksessa olevalla toimialalla, pidämme arvostustasoa edelleen houkuttelevana. Odotamme Talenomin osakekohtaisen tuloksen kasvavan noin 17 % vuosittain 2017-2020 (osinko CAGR: 25 %), mikä luo nousuvaraa. Yhtiön sijoitustarina etenee muutenkin koko ajan yhtiön siirtyessä pörssin päälistalle torstaina 15.6. ja tähän liittyen vertailukelpoisemmän IFRS-kirjanpitostandardin piiriin. Mielestämme yhtiön riskit ovat hyvin maltillisia, kun tuotantolinja on nyt todistanut toimivuutensa. Toimiala itsessään on hyvin defensiivinen ja digitalisaation tuomaan murrokseen Talenom on erittäin hyvin positioitunut.

## Analyytikko

Juha Kinnunen  
+358 40 778 1368

Juha.kinnunen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehinta

### Osta

Edellinen: Osta

**13,50 EUR**

Edellinen: 12,50 euroa



**Osakekurssi: 11,80 EUR**

**Potentiaali: +14,4 + osinko 2,5 %**

## Avainluvut

|                  | 2015   | 2016   | 2017e  | 2018e  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto      | 33,0   | 37,0   | 41,8   | 47,0   |
| - kasvu-%        | 12 %   | 12 %   | 13 %   | 13 %   |
| Käyttökate       | 4,9    | 7,6    | 9,6    | 10,9   |
| - Käyttökate-%   | 14,8 % | 20,5 % | 23,0 % | 23,2 % |
| Oikaistu EPS     | -0,12  | 0,33   | 0,60   | 0,70   |
| Osinko           | 0,07   | 0,20   | 0,30   | 0,35   |
| - Osinkosuhte    | -      | 61 %   | 50 %   | 50 %   |
|                  | FAS    | FAS    | IFRS   | IFRS   |
| P/E (oikaistu)   | neg.   | 22,1   | 19,8   | 17,0   |
| P/B              | 3,6    | 4,2    | 5,6    | 4,7    |
| P/S              | 1,1    | 1,3    | 1,9    | 1,7    |
| EV/EBIT (oik.)   | 179,2  | 21,1   | 17,4   | 14,9   |
| EV/EBITDA (oik.) | 11,2   | 8,9    | 10,2   | 8,8    |
| EV/Liikevaihto   | 1,7    | 1,8    | 2,3    | 2,0    |
| Osinkotuotto-%   | 1,3 %  | 2,8 %  | 2,5 %  | 2,9 %  |

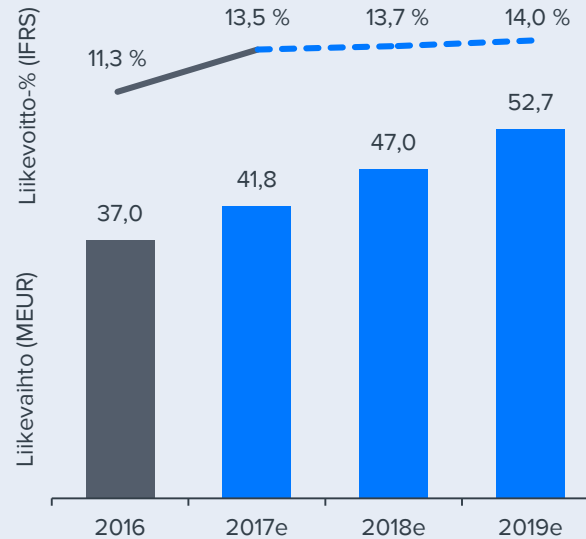
Lähde: Inderes

## Kurssikehitys

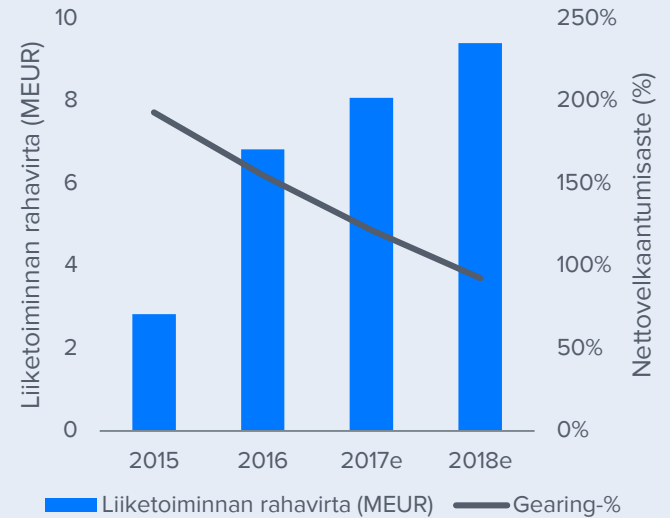


Lähde: Bloomberg

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Rahavirta ja gearing-%



### Arvoajurit

- Selkeät kilpailuedut mahdollistavat markkinaosuuden voiton myös jatkossa
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, joka avaa uusia mahdollisuuksia
- Skaalaeduct hyödyntävä liiketoimintamalli vain vahvistuu kasvun mukana



### Riskitekijät

- Teknologian kriittisyys liiketoiminnalle
- Mahdollisesti kiristynvä kilpailu digitaalisissa taloushallintopalveluissa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia



### Arvostus

- Arvostus on edelleen kohtuullinen
- Hyväksymme yhtiölle P/E 20x ja EV/EVITDA 10x vuoden 2018 ennusteilla
- Preemiohinnoittelu perusteltu, koska jatkuvan liiketoiminnan osuus on erittäin korkea, yhtiö on toimialan edelläkävijä ja voittaja markkinaosuutta

# Sisällysluettelo

|  |                 |
|--|-----------------|
| <b>Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja sijoitusprofiili</b> | <b>s. 5-10</b>  |
| <b>Markkinat</b>   | <b>s. 11-14</b> |
| <b>Strategia ja taloudelliset tavoitteet</b>               | <b>s. 15-18</b> |
| <b>Tukipalvelut</b>  | <b>s. 19-22</b> |
| <b>Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne</b>     | <b>s. 23-25</b> |
| <b>Ennusteet ja arvonmääritys</b>                          | <b>s. 26-28</b> |
| <b>Taulukot</b>  | <b>s. 29-32</b> |
| <b>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</b>             | <b>s. 34</b>    |

# Talenom lyhyesti

Talenom on voimakkaasti kasvava tilitoimisto, jolla on mielestämme selkeät kilpailuedut fragmentoituneella toimialalla.

**1972**

PERUSTAMISVUOSI

**14,4 %**

KASVU (CAGR-%)  
2004-2016

**#4 markkina-osuus**

SUOMEN TILITOIMISTOMARKKINALLA 2015

**37 MEUR** (+12 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016

**6,8 MEUR** (18,5 % lv:sta)

KÄYTTÖKATE 2016 (IFRS)

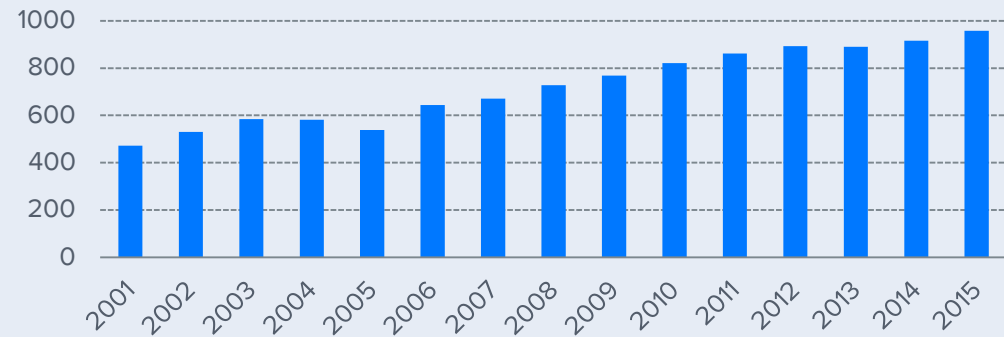
**542**

HENKILÖSTÖ 2016  
LOPUSSA

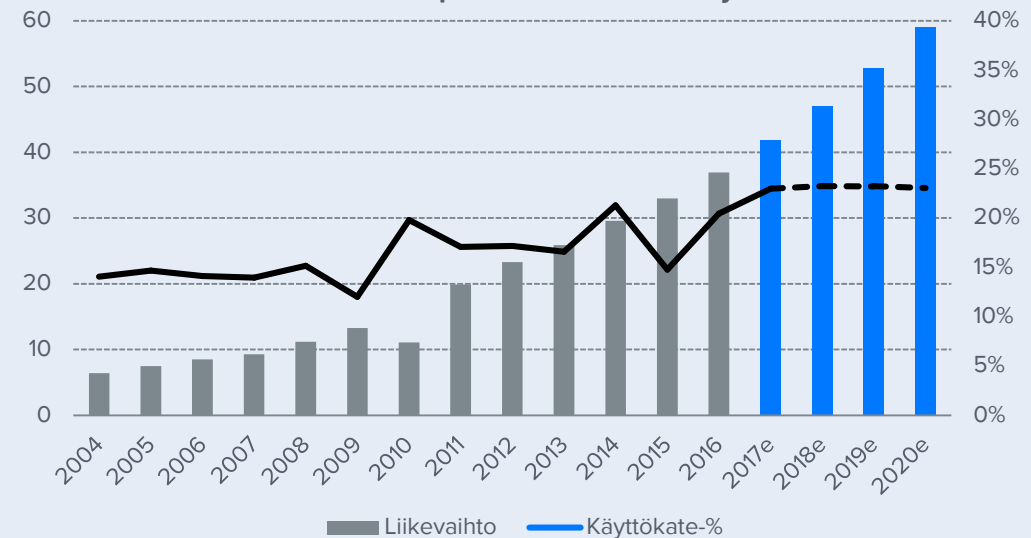
**27,8 %**

OMAVARAISUUS-%  
2016 (IFRS)

Tilitoimistomarkkina (MEUR)



Talenomin pitkän aikavälin kehitys



Lähde: Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/2)

## Talenom lyhyesti

Talenom on yksi Suomen suurimpia tilitoimistoja sekä taloushallinnon tukipalveluiden tarjoajia. Yhtiö on keskittynyt toimimaan erityisesti pk-yritysten kumppanina ja huolenpitäjänä tarjoten näille lakisääteistä kirjanpitoa huomattavasti laajempaa palvelukokonaisuutta.

Markkinaosuudeltaan toimialan neljänneksi suurimmalla Talenomilla on kuitenkin vain vajaan 4 %:n siivu markkinasta. Yhtiö on erittäin kasvuhakuinen ja haastaa kilpailijoitaan murroksen keskellä olevalla toimialalla aktiivisella myyntityöllä. Tehokkuutta kirjanpidon rutiineihin yhtiö hakee erityisesti automatisoidulla kirjanpidon tuotantolinjalla.

Perinteisten tilitoimistopalveluiden (esim. kirjanpito, tilinpäätös, palkanlaskenta ja raportointi) Talenomien tarjonta keskittyy yhä enemmän lisäarvopalveluihin (esim. veroneuvonta) sekä yrittäjien tukipalveluihin. Tukipalveluiden kehittäminen on uudistetun strategian avainkohtia. Laajalla palvelutarjonnalla Talenom erottuu selvästi kilpailijoista ja vahvistaa kilpailuetuaan.

## Liiketoimintamallin vahvuudet

Talenom toimii markkinalla edelläkävijänä aggressiivisesti kasvaen ja pyrkii edelleen vahvistamaan skaalaetuja, joiden avulla yhtiö on pystynyt parantamaan kustannustehokkuutta.

Talenom on kehittänyt tehokkaan palvelumallin, jossa asiakaspalvelu ja palveluntuotanto on erotettu toisistaan. Niin sanotussa palvelukeskusmallissa palvelukeskukset valmistavat kaiken tilitoimistopalveluiden tuotannon Talenomille riippumatta asiakkaiden maantieteellisestä sijainnista, mutta asiakaspalvelu tapahtuu aina lähellä asiakasta. Talenomien palvelukeskukset sijaitsevat Oulussa sekä Tampereella.

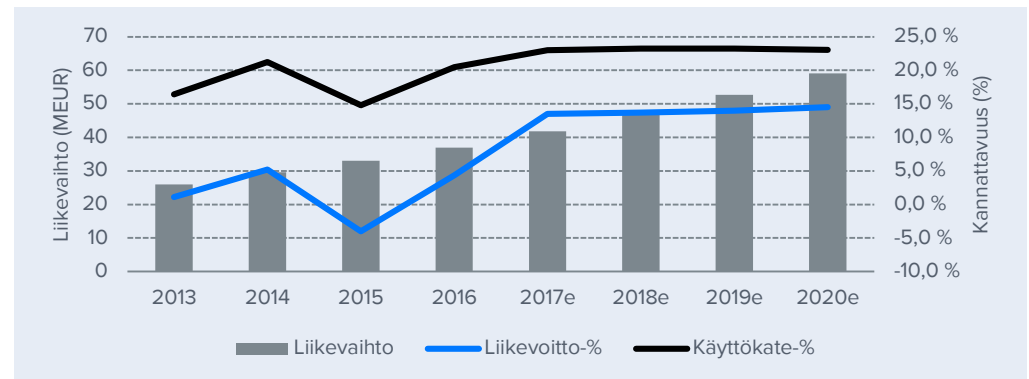
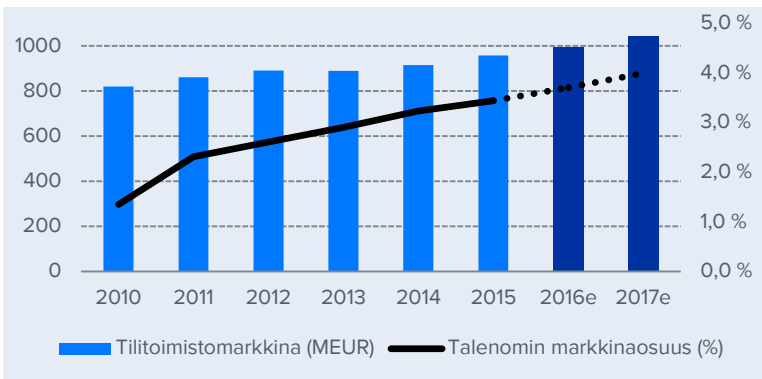
Talenomien keskitetty palvelukeskusmalli yhdistettynä pitkään kehitettyyn ja vuoden 2015 loppupuolella käyttöönotettuun automatisoituun kirjanpidon tuotantolinjaan antavat yhtiölle selkeän kilpailuedun nostamalla kirjanpidon tehokkuutta. Yhtiö on ratkaisullaan pystynyt automatisoimaan rutiinitehtäviä, mikä on vapauttanut henkilöresursseja korkeampaa

osaamista vaativiin lisäpalveluihin. Talenomien kirjanpito on täysin sähköinen ja paperisodasta on siirrytty digitalisaation mukana uuteen aikaan.

Automatisoitua tuotantolinjaa kehitetään edelleen mm. robotiikan avulla, minkä ansiosta Talenomien kilpailuetu ei ole heikkenemässä ilman kilpailijoiden selkeää tasohyppyä. Tämä on mahdollista suuremmille kilpailijoille, mutta käytännössä mahdotonta noin 4200 pienelle tilitoimistolle Suomessa.

## Kustannustehokkuus ja palveluiden laajuus antavat yhtiölle selvän kilpailuedun

Kustannustehokkuuden toimintamallin ansiosta Talenom voi tarjota asiakkailleen huomattavasti laajempaa palvelua, mitä kilpailijat voivat samaan hintaan. Erityisesti pk-yrityksissä, joissa taloushallinnon hoitaminen jää monesti yrittäjien käsiin, tämä palvelu voi olla erittäin arvokasta. Yrittäjä voi keskittyä liiketoimintaan taloushallinnon sijasta. Suurimmissa yhtiöissä, joissa on oma taloushallinto ja osaajat, tärkeintä on yleensä kustannustehokkuus.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/2)

## Tilitoimistopalvelut

Talenomin keskeiset tilitoimistopalvelut ovat kirjanpito, tilinpäätös, raportointi, palkkahallinto, laskupalvelut ja sisäinen laskenta. Talenom tarjoaa erilaista tilitoimistoratkaisua riippuen asiakassegmentistä, joka perustuu asiakkaan kokoon sekä palvelutarpeen laajuuteen. Pienemmille yrityksille yhtiö pyrkii tarjoamaan talouden hallinnan ratkaisun talouden hallinnan ratkaisun kustannustehokkaasti, mutta kattavin ominaisuuksin. Yrityskoon ja tarpeiden kasvaessa asiakkaan on mahdollista valita räätälöidympi versio palvelusta. Se on tarkoitettu yritykselle, joka tarvitsee yksityiskohtaisempaa raportointia ja jonka toiminnan luonne tai laajuus edellyttää nimetyn asiakaspäällikön olemassaoloa.

## Talenomin tarjonta on perinteistä laajempi

Talenom tarjoaa henkilökohtaista palvelua yhdistettynä automatisoituihin taloushallinnon prosesseihin. Tehokas liiketoimintamalli on mahdollistanut keskittymisen taloushallinnon lisäarvopalveluihin, joita valtaosa pk-yrityksistä tarvitsee oman liiketoimintansa tueksi.

Perinteiset pienet tilitoimistot eivät pysty tarjoamaan vastaavia palveluita, minkä takia tilitoimistojen palveluiden tarjonnassa on erittäin suuria eroja. Näkemyksemme mukaan tulevaisuudessa toimialan kilpailukyky ja kannattavuus tullaan pitkälti tekemään lisäarvopalveluilla, koska lakisääteiset kirjanpito- ja tilitoimistopalvelut tulevat automatisoitumaan yhä voimakkaammin. Näitä palveluita tulevat tarvitsemaan erityisesti pk-yritykset, joten mielestämme Talenomin positio markkinoilla on erittäin hyvä.

Talenom on pyrkinyt rakentamaan palvelunsa laaja-alaiseksi ja selkeäksi kokonaisuuksiksi, jotka mahdollistavat tehokkaan taloushallinnon. Sähköiset ratkaisut taloushallinnon rutiinien hoitamiseen toimivat tässä kulmakivenä.

## Uusia tukipalveluita tulossa

Talenomin uudistetussa strategiassa merkittävää osaa näyttelevät uudet yrittäjän tukipalvelut, joiden avulla yhtiö pyrkii edelleen vahvistamaan tarjontaansa. Talenomin asiakkaiden vuosittaiset ostot ovat yhtiön mukaan noin kolme miljardia euroa. Asiakasjoukon kysynnän yhdistämisen tuoman suuren volyymin tarjoamasta skaalaeidusta johtuen Talenom voi tarjota nykyistä jakelukanavaa hyödyntäen näitä palveluita jatkossa myös pienyrityksille. Käytännössä Talenom pyrkii keskittämään asiakaskuntansa ostoja valitsemilleen kumppaneille (esimerkiksi Gigantti), antamaan skaalaeituja asiakkaille ja ottamaan oman osuutensa välistä. Ajatus on mielestämme yksinkertainen, mutta erittäin hyvä. Kirjapitäjä on monille pk-yrityksille tärkeä osa yhtiön hallintoa ja asiakassuhteet ovat monesti tiiviitä.

## Talenomin asiakaspohja on laaja

Arviomme mukaan Talenomilla on noin 7000 asiakasta, jotka ovat jakautuneet hyvin eri toimialoille. Näin ollen yhtiö ei ole riippuvainen tietyn toimialan menestyksestä. Merkittävimpiä asiakassektoreita ovat teollisuus, rakentaminen ja vähittäiskauppa.

Kymmenen suurinta asiakasta muodostaa käsityksemme mukaan alle 5 % yhtiön liikevaihdosta, joten yksittäisen asiakkaan menettämisellä ei ole yhtiölle merkittäviä vaikutuksia. Pidämme laajaa, hajautunutta ja


hyvin pysyvää asiakaskuntaa Talenomin selkeänä vahvuutena. Se antaa yhtiölle hyvän jatkuvuuden ja läpinäkyvyyden liiketoiminnassa. Talenomin kilpailukykyvyydestä ja liiketoimintamallin toimivuudesta kertoo tietysti kyky saada uusia asiakkaita, mikä näkyy liikevaihdon kasvuna.

## Fragmentoitunut ja defensiivinen toimiala

Suomessa on noin 4300 tilitoimistoa, joista valta osa on erittäin pieniä. Yhdessä näiden osuus on kuitenkin huomattava, sillä 10 suurimmilla on ainoastaan noin 30 %:n osuus markkinasta. Mielestämme toimiala on erittäin otollinen konsolidaatiolle, mutta viime vuosien aikana yritysostoaltoa on hiljentynyt. Tämä johtuu käytännössä siitä, että suurempien yhtiöiden kasvu pieniä tilitoimistoja ostamalla on yhä hankalampaa. Kokonaisuudessaan integraatiot ovat haastavia, sillä ostokohteet ovat pieniä, monesti vahvasti avainhenkilövetoisia ja niissä on omat järjestelmänsä. Esimerkiksi Talenom on siirtynyt jo pitkä aika sitten yritysostoista orgaanisen kasvun strategiaan, jossa asiakkaat pyritään voittamaan aktiivisella myyntityöllä. Pidämme strategiaa järkevänä.

Tilitoimistojen ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamusuhde, minkä takia asiakaspysyvyys on alalla erittäin vahva. Kirjanpito on myös lakisääteinen velvollisuus, joka on yhtiöiden on pakko tehdä. Näiden syiden ansiosta Talenomin liiketoiminnan jatkuvuus ja ennustettavuus ovat erittäin hyviä. Käytännössä noin 96 % Talenomin liikevaihdosta on luonteeltaan jatkuvaa. Asiakkaiden menetykset johtuvat joko luonnollisista syistä (kuten konkurssi tai yritysjärjestely) tai poistumisesta (siirtyminen kilpailijalle).

## Resurssit

Palvelukeskukset ja kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja **010101 010 11** 

Muut järjestelmät ja ohjelmistot

Ohjelmistokehitysyksikkö

Henkilöstö (2016)



**576 kpl**

## Neuvonanto

Veroneuvonta Lakineuvonta



Talousneuvonta

# TALENOM

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.

## Tilitoimistopalvelut

Kirjanpito

Palkanlaskenta

Tulosseuranta

Myyntilaskutus

Laskujen maksu

Huolenpito



## Digitaaliset palvelut

Talenom Online

Talenom App

Talenom Tietoväylä

SaaS-palvelut



## Kumppanit



## Tukipalvelut

ICT



Henkilöstöpalvelut



Vaihdet palvelut



## Asiakkaat

Pk-yritykset

**Noin 7000 kpl\***

Asiakkaat jakautuneet laajasti eri sektoreille

Suuret yhtiöt

Lähinnä tiettyjen osa-alueiden ulkoistuksia

## Oma verkosto

Talenomilla on yhteensä 16 omaa toimistoa Suomen kaupungeissa



## Kasvustrategia

Aktiivinen myynti



Franchising-verkoston kasvattaminen



Neuvonanto- ja tukipalveluiden kasvattaminen



## Kilpailijat



**Muut ~4300 kpl**

Tilitoimistoja, jotka ovat keskimäärin erittäin pieniä

## Tulovirrat



Tilitoimistopalvelut

**95 % (2016\*)**



Neuvonantopalvelut

**5 % (2016\*)**

**Liikevaihto 37 m€**  
**Liikevoitto 4,2 m€**  
**(2016, IFRS)**

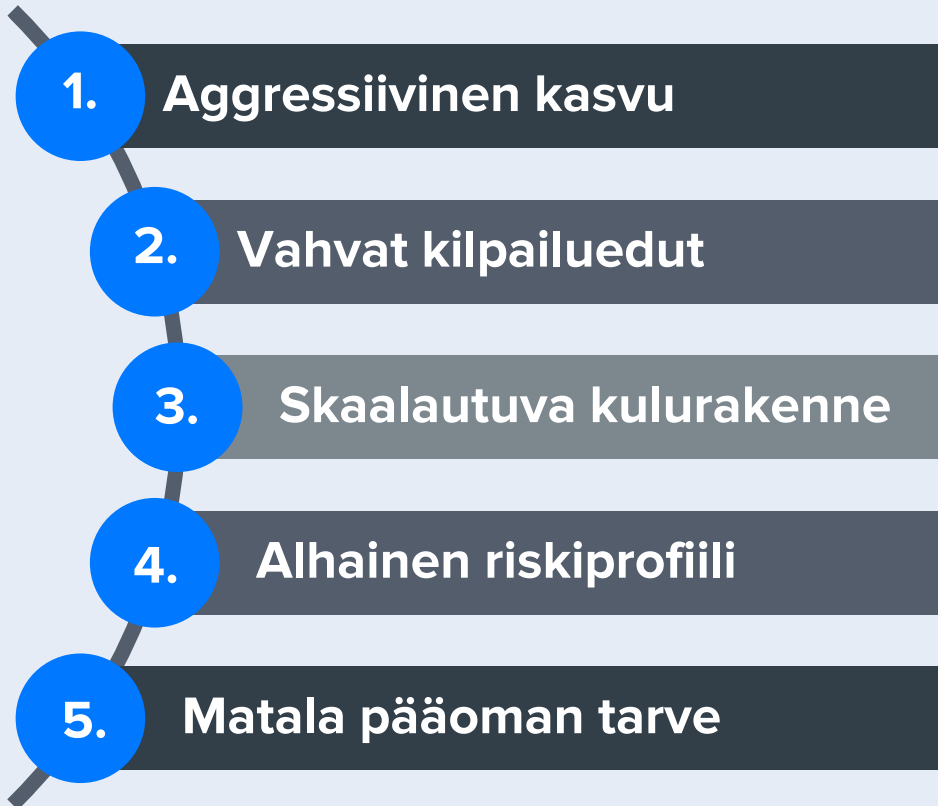
Tukipalvelut

**Käynnistyy 2016**

\* Inderesin arvio



# Sijoitusprofiili



## Potentiaali

- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali
- Markkinaosuuden vahvistaminen
- Toimialan murros ja digitalisaatio
- Matala pääomantarve
- Kannattavuuden parannuspotentiaali skaalaetujen vahvistuessa

## Riskit

- Teknologiset riskit liittyen tuotantolinjaan
- Muutokset kilpailutilanteessa
- Automatisoimisen tuomat laatuongelmat
- Murroksen mahdollisesti tuomat uudet haastajat

# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Talenomin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Markkinat (1/3)

## Kasvava mutta hyvin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina on Suomessa vajaan miljardin euron kokoinen. Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 5,2 % vuodessa 2001-2015 välisenä aikana. Viime vuosina kasvu on hidastunut, mutta markkina on pysynyt loivalla kasvu-uralla. Vuonna 2015 kasvua kertyi Tilastokeskuksen mukaan jälleen mukavat 4,7 % ja vuonna 2016 kasvun arvioidaan olleen 3-5 %. Huomioiden toimialan sähköistyminen, hintapaine sekä Suomen heikko talouskehitys kehitys on mielestämme ollut kuitenkin varsin vahvaa. Nyt kun Suomen talouskehitys on vihdoon piristynyt, voidaan myös taloudellisesta aktiviteetista riippuvaisen tilitoimistoalan kasvun piristyvän. Ennustamme vuoden 2017 kasvun olevan 5 %:n tuntumassa.

## Kasvuajurit ovat muuttumassa

Historiallisesti kasvun vakautta ja jatkuvuutta selittävät pitkälti hinnankorotukset tilitoimistojen palveluntarjonnassa. Arviomme mukaan tilitoimistoalalla keskimääräinen hinnankorotus vuodessa on keskimäärin muodostanut noin puolet markkinan kasvusta. Historiallisesti tämä on ollut 2-4 %:n luokkaa eli noin 33-66 % toimialan kasvusta. Tämä osuus kasvusta on viime vuosina selvästi hidastunut, kun digitalisaatio on kiristänyt kilpailua ja hinnankorotuksia on ollut vaikeampi saada läpi. Tilitoimistot ovat olleet voimakkaasti sidoksissa kirjanpitäjien määrän ja palkkojen kehitykseen. Nyt tämä sidonnaisuus on murtumassa, kun digitalisaatio ja automatisaatio tehostavat rutiinitehtävien suorittamista selvästi.

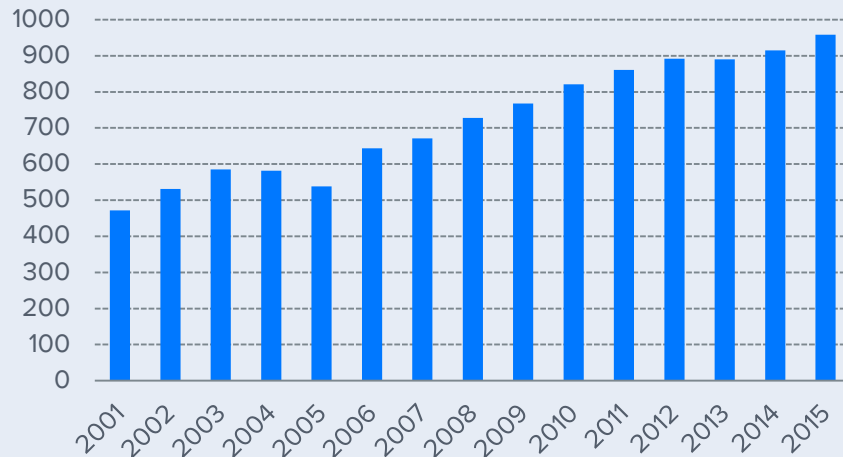
Toinen osa kasvussa on transaktiomäärien

kasvu, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin ja talouskasvun kanssa. Tältä osin kasvu on ollut viime vuosina hidasta Suomen heikon taloustilanteen takia, mikä heijastuu negatiivisesti myös hinnoitteluun. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä, joten tältä osin markkinan pitäisi kääntyä selkeään kasvuun viimeistään vuoden 2017 loppupuolella.

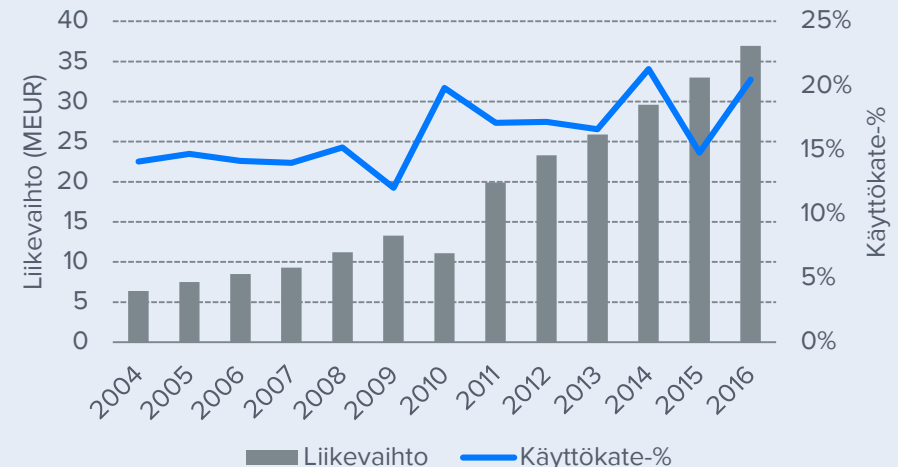
## Kausivaihtelu tilinpäätösten ympärillä

Tilitoimistojen liiketoiminnassa on selkeä kausivaihtelu. Tilinpäätöksen valmistelu ja päättäminen luovat kysyntään säännöllisen piikin joulukuun-maaliskuulle. Tämä korostaa viimeisen ja ensimmäisen kvartaalin osuutta laskutuksessa sekä kannattavuudessa. Tämä heijastuu myös Talenomin liikevaihdon ja erityisesti tuloksen muodostumiseen.

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Talenomin pitkän aikavälin kehitys



# Markkinat (2/3)

## Toimiala on voimakkaassa murroksessa

Tilitoimistoala on murroksessa, jonka ajureina toimivat digitalisaatio, palveluntarjonnan sekä konsultoinnin merkityksen kasvaminen sekä yrittäjien eläköityminen. Vaikka tilitapahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo arkipäivää, käsityksemme mukaan suuressa osassa tilitoimistoja paperitositteet ovat edelleen normaaleja. Viime vuosina sähköistyminen on kuitenkin edennyt laajalla rintamalla.

Kehitys sähköistettyyn ja tehokkaampaan käsittelyyn tulee kuitenkin vääjäämättä yleistymään digitalisaation ajamana. Tämä tulee arviomme mukaan ajamaan pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, koska näillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen. Uskomme että seuraavan 5-10 vuoden aikana pienien yhtiöiden määrä sektorilla tulee laskemaan huomattavasti. Talenom kuuluu arviomme mukaan murroksen voittajiin yhdessä Accountorin ja Visman kanssa.

## Fragmentoitunut markkina

Toimialan rakenne on voimakkaasti fragmentoitunut. Vuonna 2015 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 4295 yritystä (2014: 4333). Keskimääräisessä yrityksessä oli vain 2,9 työntekijää eli valtaosin yritykset ovat erittäin pieniä.

Alan merkittävimpiä toimijoita ovat Accountor, Visma, Rantalainen, Talenom, Silta, Administer ja Monetra. Edellä mainittujen yhtiöiden liikevaihto on yli 10 MEUR:n kokoluokassa. Varsinaisten tilitoimistojen vertailukelpoisuutta häiritsee se, että Accountorin alla on myös arvokasta ohjelmistoliiketoimintaa (Procountor, Tikon). Tämä vääristää tilitoimistoalan lukuja. Vastaavaa liiketoimintaa on myös Vismalla, joka on kuitenkin eriyttänyt tilitoimistopalvelut omaksi yhtiökseen (Azets Insight Oy tai Visma Services). Arviomme mukaan alan kahdeksan suurinta toimijaa pitävät kuitenkin hallussaan vain noin 30 % markkinasta, joten valtaosa on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä. Olemme tehneet

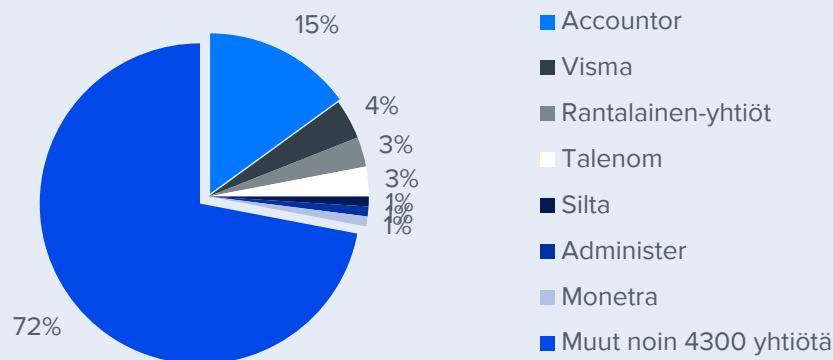
arvion 2015 tilinpäätöksiä perusteella, koska tuoreempia tietoja ei ole vielä saatavilla.

## Kilpailu on toimialalla varsin rajattua

Tilitoimistomarkkinalla suurta toimijamäärää ylläpitää arviomme mukaan kilpailun puute tai sen alueellisuus. Suomalainen yritysasiakas on edelleen tottunut tapaamaan kirjanpitäjänsä, mikä tekee kilpailusta pitkälti alueellista ja paikallista. Asiakkaiden sähköinen kirjanpito ei ole Suomessa vielä merkittävästi yleistynyt.

Kilpailu voi myös olla rajoittautunutta toimialalla yhä vallitsevien konservatiivisten käytäntöjen ja tottumusten takia. Lisäksi tähän vaikuttaa sääntely. Tilitoimistojen pieni koko ja toimialan fragmentoituneisuus kuvastavat myös yhtiöiden kohdemarkkinoiden pienuutta. Toisaalta pienien yhtiöiden mahdollisuudet konsolidoida alaa ovat heikot eivätkä pienemmät myöskään kiinnosta suurempia yhtiöitä samalla tavalla kuten esimerkiksi keskisuuret ketjut.

Arvio tilitoimistojen markkinaosuuksista (2015, %)



Talenomin markkinaosuus (%)



# Markkinat (3/3)

## Toimiala on keskellä rakennemurrosta

Tilitoimistoalalla on käynnissä useita muutoksia, joihin toimijoiden on reagoitava. Ajureina toimivat erityisesti voimakas sähköistyminen sekä lainsäädännön muutokset. Toimialan yritysten on vastattava murrokseen, mikäli ne haluavat turvata liiketoimintansa tulevaisuuden kilpailukyvyyn. Kaikilla yrityksillä ei kuitenkaan tule olemaan resursseja haasteisiin ja arvioimme toimialan konsolidoitumisen kiihtyvän. Yrittäjien eläköityminen tulee myös selvästi muokkaamaan rakennetta tulevaisuudessa.

Valtaosa pienistä ja paikallisista tilitoimistoista pyrkii tällä hetkellä lähinnä säilyttämään oman reviiirinsä. Monelle näistä toimijoista teknologinen kehitys on merkittävä haaste ja yritykseltä voi puuttua vaadittavat resurssit edistää kilpailua tai haastaa muita tilitoimistoja. Toisaalta toimialan suurimmat tilitoimistot ovat sähköisen palvelun hallitsevia ja haluavat laajentaa toimintaansa murroksen aikana. Tilitoimistopalveluiden sähköistyminen sekä taloushallinnon ohjelmistojen kehittyminen on ollut huimaa viimeisten vuosien aikana, mikä on mahdollistanut aikaisten omaksujien kilpailukyvyyn lisääntymisen. Näkemyksemme mukaan Talenom kuuluu tähän ryhmään.

## Digitalisaatio muuttaa toimialaa lähivuosina

Sähköinen taloushallinto on merkittävimpiä tehokkuuden ja tuottavuuden kasvua edistäviä ajureita tilitoimistoille. Sähköinen taloushallinto pitää sisällään kaikkien taloushallinnon tietovirtojen ja käsittelyvaiheiden automatisointia ja käsittelyä sähköisessä muodossa. Sähköisyys on digitaalisen taloushallinnon esiaste. Sähköisessä taloushallinnossa voidaan

esimerkiksi tositemaineisto skannata, kun taas digitaalisessa taloushallinnossa edellytetään 100 %:sta digitaalisuutta.

Digitaalisuus on sähköisessä muodossa olevan tiedon käsittelyä, siirtämistä, esittämistä ja varastointia. Kustannussäästöt asiakkaalle ja tilitoimistoille ovat selkeitä. Sähköistyvät palvelut kyetään tarjoamaan sijainnista riippumatta, kunhan osaaminen ja järjestelmien hallinta ovat kunnossa. Asiakkuuden hallintaa ei kuitenkaan pystytä kokonaisuudessaan siirtämään.

Toisaalta sähköisen taloushallinnon tuoma kustannusetu tilitapahtumien käsittelyaikojen lyhentämisestä vähentää merkittävästi tilitoimistojen kustannuksia. Tilitoimisto hyötyy myös tiedon välittymisen tasoittumisella, sillä tietoa virtaa jatkuvasti tilitoimistoon eikä enää vain kerran kuussa. Asiakas taas hyötyy reaaliaikaisesta tiedonvälityksestä, kun tositteet, raportit ja dokumentit ovat jatkuvasti ajan tasalla. Tästä realisoituvien säästöjen tasoa vaikea arvioida. Mielestämme kulujen voidaan odottaa yli puolittuvan ja laskujen välityksen tehostuvan huomattavasti sähköisen taloushallinnon ansiosta. Tämä ei kuitenkaan sisällä järjestelmäinvestointeja, jotka ovat erittäin suuria.

Sähköistyminen tulee muuttamaan myös tilitoimistojen palvelut, prosessit, osaamistarpeet sekä työnjaon asiakkuuksissa. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän huomattavasti arvoaan, mutta toisaalta konsultin työtehtävät tulevat kasvattamaan merkitystään. Tämä on vapauttaa resursseja tilitoimistoilta lisäarvopalvelujen tuottamiselle asiakkailleen. On kuitenkin hyvä muistaa, että asiantuntevaa ja henkilökohtaista palvelua ei voi korvata automaatiolla. Asiakas/tilitoimisto-suhde voi

perinteisesti muodostua hyvin läheiseksi, ja henkilökohtaisella palvelulla on suuri merkitys. Toimialan pientä asiakasvaihtuvuutta selittävät nimenomaan nämä suhteet.

## Skaalaeduille on kysyntää

Perinteisten tilitoimistojen aikakausi on näkemyksemme mukaan kulkemassa tiensä päähän. Muutospaineet haastavat toimialan ja tilitoimistot ovat valinnan edessä: poistua markkinalta, erikoistua vai monipuolistua.

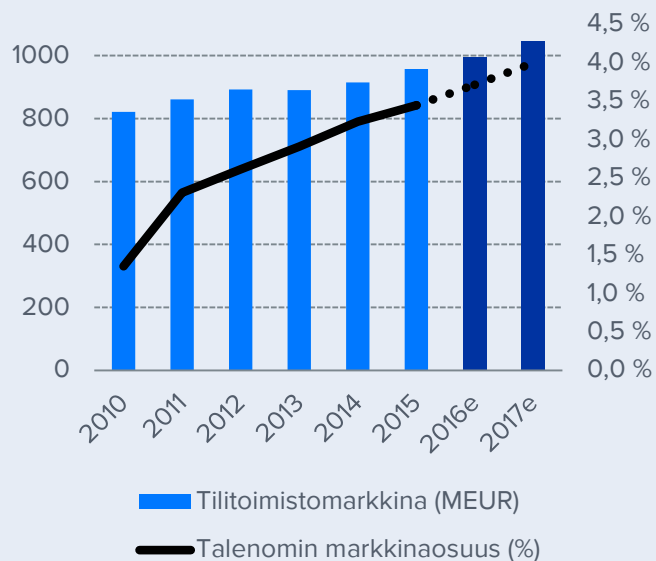
Tulevaisuuden liiketointamallit saavat tukea erityisesti skaalasta. Skaalaedut edesauttavat automatisoidun tilitoimiston sekä asiantuntijapalveluiden kannattavuutta. Skaalaedut automaatiosta ovat selkeästi suuremmat pidemmällä ajalla, mikä mahdollistaa myös kasvavan hintakilpailun. Erityisasiantuntijapalveluissa skaalaedut rajoittautuvat henkilöstöresursseihin.

Kaikilla tilitoimistoilla ei tule olemaan voimavaroja vastata haasteeseen, mutta suuremmille yhtiöille murros luo toimialan fragmentoituneisuudesta johtuen kasvumarkkinan seuraaviksi 5-15 vuodeksi. Uskomme toimialan konsolidoitumisen kiihtyvän ja toimialan muokkaantuvan radikaalisti seuraavien kymmenen vuoden aikana. Talenom on mielestämme positioitunut markkinalla hyvin ja on kokoluokaltaan yksi varteenotettava haastaja markkinalla tulevaisuudessa Accountorin, Visman, Rantalaisen sekä mahdollisten ulkomaisten etabloitujien kanssa.

# Markkinat ja kilpailijat

## Tiltoimistoalan tietoja

- Defensiivinen markkina kasvaa noin 5 % vuodessa (2001-2015 CARG: 5,2 %)
- Markkinalla lähes 4300 toimijaa (vuosi 2015) => erittäin fragmentoitunut ja paljon pieniä
- Sähköistyminen ja digitalisaatio tulevat muuttamaan dynamiikkaa
- Automatisaation rooli nousee
- Skaalaetujen merkitys kasvaa huomattavasti tulevaisuudessa
- Suurempi osa arvosta siirtyy järjestelmiin ja ohjelmistoihin



Lähde: Inderes

## Yhdistäviä tekijöitä:

- IT-järjestelmät vahvoja
- Valmiita sähköistymiseen ja digitalisaatioon
- Riittävä kokoluokka jatkuvaan kehittämiseen
- Skaalaetuja hyödyntävä liiketoimintamalli

## Yhdistäviä tekijöitä:

- Toistaiseksi hyvin kilpailukykyisiä yhtiöitä
- Riittävä kokoluokka omaan kehitystyöhön, joka on kuitenkin toistaiseksi riittämätöntä
- Mahdollisuuksia nousuun tai laskuun kategorioissa
- Potentiaalisia ostokohteita

## Yhdistäviä tekijöitä:

- Valtaosin pieniä tai alueellisia tiltoimistoja
- Ei resursseja itsenäiseen järjestelmäkehitykseen
- Asema vaikea arvon keskittyessä voimakkaammin ohjelmistoihin

## Markkinoiden voittajat



## Väliinputoajat



## Häviäjät



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

## Talenom on vahvassa asemassa

Talenomin tavoitteena on kasvaa Suomen arvostetuimmaksi tilitoimistoksi. Yhtiö pyrkii hyötymään orgaanisen kasvun strategialla tilitoimistoalan murroksesta, jonka ajureina toimivat sähköistyminen, lisäarvopalvelut, hintakilpailu ja eläköityminen. Mielestämme markkinalla on tilaa aggressiiviselle toimijalle ja Talenom haastaa toimialan pienemmät pelaajat myyntityöllään ja teknologisella edelläkävijyydellä.

Yhtiöllä on mielestämme selkeät kilpailuedut, joista merkittävimpiä ovat automatisoidun tuotantolinjan ja palvelukeskusmallin tuomat skaalaedut, laajat neuvonta-palvelut ja laajenevat yrittäjien tukipalvelut. Talenom on siirtynyt jo papereista täysin sähköistettyyn kirjanpitoon, vaikka tositteita joudutaan toki edelleen osittain skannaamaan (asiakkaat voivat toimittaa ne haluamallaan tavalla). Käsitteilyaikaan ja kustannustehokkuuteen sähköisellä laskutuksella on merkittävä vaikutus, ja se on myös mahdollistava tekijä Talenomin kehittämän automatisaation taustalla. Kaikki edellä mainitut tekijät antavat yhtiölle erittäin hyvät lähtökohdat edessä olevaan murrokseen, minkä takia uskomme kannattavan kasvutarinan jatkuvan myös lähivuosina.

## Kilpailuedut perustuvat tehokkuuteen

Talenomin keskitetty palvelukeskusmalli yhdistettynä kirjanpidon automatisoituun tuotantolinjaan luovat yhtiölle skaalaetuja sähköisten tilitoimistopalvelujen tuottamisessa asiakkaille. Skaalan ja markkinaosuuden kasvattaminen saavutetaan lisäämällä kilpailua hinnan, palvelulaadun ja -laajuuden, saatavuuden sekä myynnin ja markkinoinnin

keinoin. Talenom panostaa kasvuun erityisesti myyntiorganisaationsa kautta, mikä aiheuttaa toisaalta kasvuvaiheessa merkittäviä kuluja.

Sisäisiä tehokkuusmittareita on tilitoimistoalalla monia, kuten tositteiden käsittelyajat. Talenomin mukaan tositteen läpimenoaika sen palveluissa oli vuonna 2015 arviolta noin 1,7 minuuttia, kun toimialan mediaani oli noin 3,6 minuuttia. Automaattisen kirjanpidon yleistymisen myötä Talenom tavoittelee läpimenoajan merkittävää alentamista vielä lähitulevaisuudessa ja yhtiön tavoitteena on päästä minuutin tasolla. Yhtiö ei ole enää avannut tehokkuuslukuja, mutta uskomme tavoitteen toteutuneen tai olevan ainakin lähellä toteutumista. Parantamisen varaa on kuitenkin edelleen, mikä vahvistaisi yhtiön tehokkuuden tuomaa kilpailu-etua. Yhtiö jatkaa tuotantolinjan kehitystyötä painottaen ohjelmistorobotiikan ja tekoälyn kehitystä.

Talenomin kannattavuus tulee skaalautumaan tulevaisuudessa liikevaihdon kasvun mukana, koska yhtiö tarvitsee suhteessa vähemmän kirjanpitäjiä tehokkuuden parantuessa. Tästä saimme todisteita Q1:llä, kun henkilöstökulujen suhteellinen osuus liikevaihdesta laski vertailukaudesta peräti 11,3 %-yksikköä. Talenomin uuden automatisoidun tuotantolinjan kulut ovat muodostuneet etupainotteisesti. Yhtiö on investoinut viimeisen vuosikymmenen aikana todella paljon omien IT-järjestelmien kehittämiseen, mikä on ollut hidas ja kallis prosessi. Nyt yhtiöllä on kuitenkin mahdollisuus hyötyä tilanteesta, sillä vastaavat kehitysprosessit ovat valtaosalla kilpailijoista edessä tai käytännössä mahdottomia toteuttaa.

## Kasvu on kallista defensiivisellä toimialalla

Skaalan ja markkinaosuuden kasvattamiseen

Talenom käyttää kombinaatiota aggressiivisesta myynnistä, palvelulaadun ja palvelun laajuuden lisäämistä sekä liiketoimintojen laajentumista uusiin kaupunkeihin Suomessa. Lisäksi yhtiö aikoo laajentaa franchising-verkosta, mitä käsittelemme myöhemmin laajemmin.

Talenomin myyntipanostukset ovat viime vuosina olleet keskimäärin 70-85 % asiakkaan ensimmäisenä vuotena tuomasta liikevaihdosta, mikä tarkoittaa kasvun olevan suhteellisen kallista. Tämä on luonnollista defensiivisellä markkinalla, jossa asiakaspysyvyys on korkea. Asiakkuudet toimialalla ovat historiallisesti olleet erittäin pitkät eli jopa 25 vuotta. Tämä on Talenomille haaste uusasiakashankinnassa, mutta toisaalta myös merkittävä vahvuus ja peruste tehdä aggressiivista myyntityötä.

Aggressiivinen uusasiakashankinta aiheuttaa huomattavia etupainotteisia kuluja. Käyttöön-ottokulujen lisäksi yhtiölle muodostuu asiakkaan opetuskulut uuteen järjestelmän. Pois lukien uusasiakasmyynnin kustannukset, uusi asiakas muuttuu kumulatiivisesti kassavirtaposiitiviseksi yhtiön oman arvion mukaan noin 6 kuukauden kuluttua. Mikäli myyntipanostukset huomioidaan kassavirtaan, niin uusi asiakas muodostuu kumulatiivisesti kassavirtaposiitiviseksi noin kahden vuoden kuluttua.

Pitkät asiakassuhteet huomioiden uusasiakashankinta on silti erittäin kannattavaa pidemmällä aikavälillä. Talenomilla on myös mahdollisuus hiljentää kasvupanostuksia ja fokusoitua kannattavuuteen, jos yhtiö näkee markkinadynamiikan muuttuvan. Tällä hetkellä aggressiivinen kasvu on mielestämme hyvin perusteltua, vaikka se lyhyellä aikavälillä painaa kannattavuutta.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

## Uudistettu strategia avaa uusia kasvumahdollisuuksia

Talenom sai kesällä 2016 päätökseen uuden viiden vuoden strategian laatimisen. Sen ytimessä on palvelutarjonnan laajentaminen selvästi nykyisistä kirjanpito- ja konsultaatiopalveluista. Talenom aikoo täyttää asiakkaidensa tarpeita taloushallintopalveluiden lisäksi myös muissa hallinto- ja tukipalveluissa, sekä laajentamalla omaa tarjontaansa että yhteistyökumppaniverkoston kautta. Valtaosa palveluista tullaan tuottamaan kumppaneiden kautta, jossa Talenom toimii asiakkaan suuntaan palvelun jakelukanavana. Näin toteutettavilla toimitusketjuilla yhtiö pystyy varmistamaan skaalautuvuuden, mikä mahdollistaa nopean kasvun.

Talenomin asiakkaiden vuosittaiset ostot ovat yhtiön mukaan noin kolme miljardia euroa vuodessa. Asiakasjoukon kysynnän yhdistämisen tuoman suuren volyymin tarjoamasta skaalaedusta johtuen Talenom voi tarjota nykyistä jakelukanavaa hyödyntäen näitä

palveluita jatkossa myös pienyrityksille. Käytännössä Talenom pyrkii keskittämään asiakaskuntansa ostoja valitsemilleen kumppaneille, antamaan skaalaetuja asiakkaille ja ottamaan osuutensa välistä. Ajatus on mielestämme yksinkertainen, mutta erittäin hyvä.

## Onnistuessaan Talenomista voi tulla yrittäjien tavara- ja palvelutalo

Kirjapitäjä on monille pk-yrityksille tärkeä osa yhtiön hallintoa ja asiakassuhteet ovat monesti tiiviitä. Jos Talenom pystyy tarjoamaan yrittäjälle sen kaipaamia tuotteita ja palveluita skaalaetujen ansiosta muita edullisempaan hintaan, on pohja strategian toimivuudelle vahva. Monet isot organisaatiot haluaisivat myydä myös pienille yrityksille tuotteitaan ja palveluitaan, mutta myynnin kustannus suhteessa kaupan kokoon on liian suuri. Samaan aikaan pienet yritykset maksavat ostoksistaan normaalia hintaa, koska käänteisesti ostoksen koko on pieni eikä neuvotteluvoimaa ole.

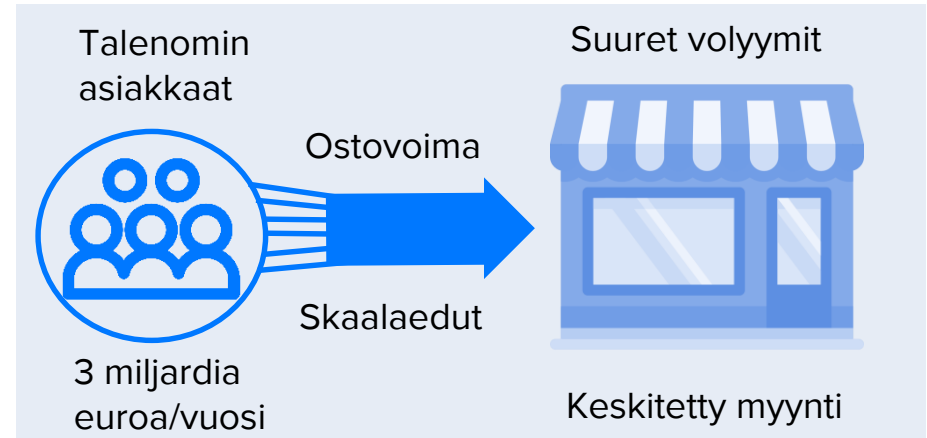
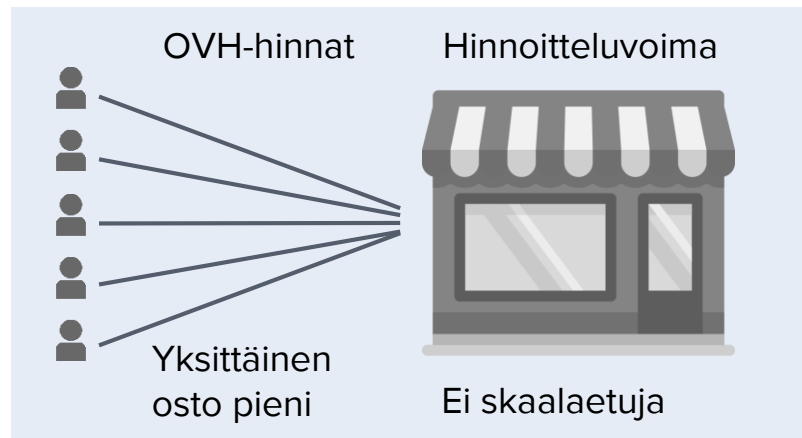
Talenomin tarkoitus on yhdistää nämä asiat

tuomalla yhteistyökumppaneille merkittäviä volyymeja ja asiakkaille taloudellisia hyötyjä. Potentiaali Talenomille on erittäin merkittävä ja uuden strategian onnistuessa yhtiöstä voi tulla yrittäjien tavara- ja palvelutalo.

## Strategia edistyy hiljalleen

Talenom on lanseerannut uusia tukipalveluita yhteistyökumppaneidensa kanssa hiljalleen. Tässä vaiheessa yhtiö on jakanut tukipalvelunsa ICT-, henkilöstö- ja vaihdepalvelut -kategorioihin. Liikevaihdollisesti näemme erityisesti Gigantti-yhteistyön erittäin mielenkiintoisena, sillä Talenomin asiakaskunnan ICT-hankinnat ovat erittäin merkittäviä. Jos tästä summasta saadaan kohtuullinen osa Talenom/Gigantti-kanavaan, voi tästä muodostua merkittävä. Näemme toki huomattavia mahdollisuuksia myös muissa palveluissa. Kriittistä on mielestämme vahvojen kumppaneiden valinta.

Olemme pyrkineet avaamaan liiketoimintalogiikkaa alla olevassa kuvassa. Käsittelemme tukipalveluita laajemmin omissa kappaleissa.





# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)

## Franchising-malli laajentaa potentiaalia

Talenom on käynnisti vuonna 2015 myös franchising-liiketoimintamallin, jossa yhtiö tarjoaa keskitetyn palvelukeskusmallin käyttöä yrittäjille. Franchising-yrittäjän vastuulle jää asiakkaiden hankinta ja asiakaspalvelu, mutta itse kirjanpito tehdään kustannustehokkaasti Talenomin tuotantolinjalla palvelukeskuksissa.

Talenom tavoittelee asemaa uusille pienemmillä paikkakunnilla Suomessa, joille oman toimiston perustaminen ei olisi rajallisen asiakaskunnan takia perusteltua. Näin yhtiö pystyy kasvamaan myös alueille, joilla ei olisi riittävää massaa omaa toimipistettä ajatellen. Näin malli laajentaa Suomen markkinoiden potentiaalia yhtiölle.

Tällä hetkellä verkostossa on 8 toimipistettä, mitä voidaan mielestämme pitää erittäin hyvänä alkuna suhteellisen tuoreelle liiketoiminnalle. Uusia lisäyksiä franchising-ketjuun on odotettavissa vuonna 2017. Jos kehitys jatkuu vastaavana, tulee franchising-liiketoiminta olemaan merkittävä kasvuajuri Talenomille lähivuosina. Samalla se kasvattaa yhtiön markkinaosuutta ja skaalaa, mikä jälleen vahvistaa kilpailuetua.

## Ulkomaat saavat toistaiseksi odottaa

Periaatteessa Talenomilla olisi mielestämme mahdollisuus hyödyntää teknologiaansa myös ulkomaille laajentamalla. Tämä kuitenkin vaatisi merkittäviä uusia investointeja ja arviomme mukaan yhtiön voimavarat ovat ainakin toistaiseksi liian pienet laajentumiselle Suomen rajojen ulkopuolelle ainakaan merkittävässä mittakaavassa. Sitä ennen Talenomin pitäisi mielestämme vallata kotimarkkinalla nykyistä selkeästi vahvempi asema, jonka kassavirta

tukisi paremmin etabloitumista uudelle markkinalle. Laajentumista myös Suomen rajojen ulkopuolelle ei kuitenkaan voi sulkea pois, erityisesti jos yhtiö löytää mielenkiintoisia yhteistyömahdollisuuksia.

## Taloudelliset ja strategiset tavoitteet

Talenomilla on tällä hetkellä vain yksi virallinen ulospäin annettu tavoite, joka on jatkaa selvästi tilitoimistoalaa nopeampaa kasvua. Tämä on mielestämme täysin selvää, joten tavoitteita on hankala käsitellä.

Oman näkemyksemme mukaan yli 10 %:n vuosittainen kasvu on yhtiölle minimitaso. Samalla tavalla suhtaudumme kannattavuudessa yli 20 %:n käyttökatteeseen (IFRS). Strategian kannalta nämä ovat avaintekijät, joiden kanssa yhtiö voi vaihdella painopisteitä. Yhtiö pystyisi kasvamaan selvästi nykyistä nopeampaa vauhtia, jos se uhraisi kannattavuutta. Toisaalta yhtiö voisi alkaa optimoimaan kannattavuutta, jolla olisi vastakohtainen reaktio. Mielestämme molempiin suuntiin ”jouston” pitäisi pysyä em. rajojen sisällä (kasvu >10 %, käyttökate >20 %).

## Talenom siirtyy päälistalle kesäkuussa

Talenomin hallitus päätti 28.5. hakea yhtiön osakkeiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi Helsingin pörssin pörssilistalle. Näillä näkymin kaupankäynti osakkeella pörssin päälistalla alkaa 15.6.2017. Yhtiö siirtyy päälistalle käytännössä heti kahden First North-listavuoden jälkeen. Mielestämme kyseessä on positiivinen askel Talenomin sijoitustarinan kehittämisessä.

Päälistalle siirtyminen lisää arviomme mukaan Talenomiin kohdistuvaa kiinnostusta ja tukee sitä kautta osakkeen likviditeettiä. Päälistalle

siirtyminen voi tuoda yhtiölle uusia potentiaalisia sijoittajia, sillä aikaisemmin hyvin rajallinen likviditeetti ja joissain tapauksessa rajoitukset ovat pitäneet jotkin suuremmat sijoittajat poissa osakkeesta.

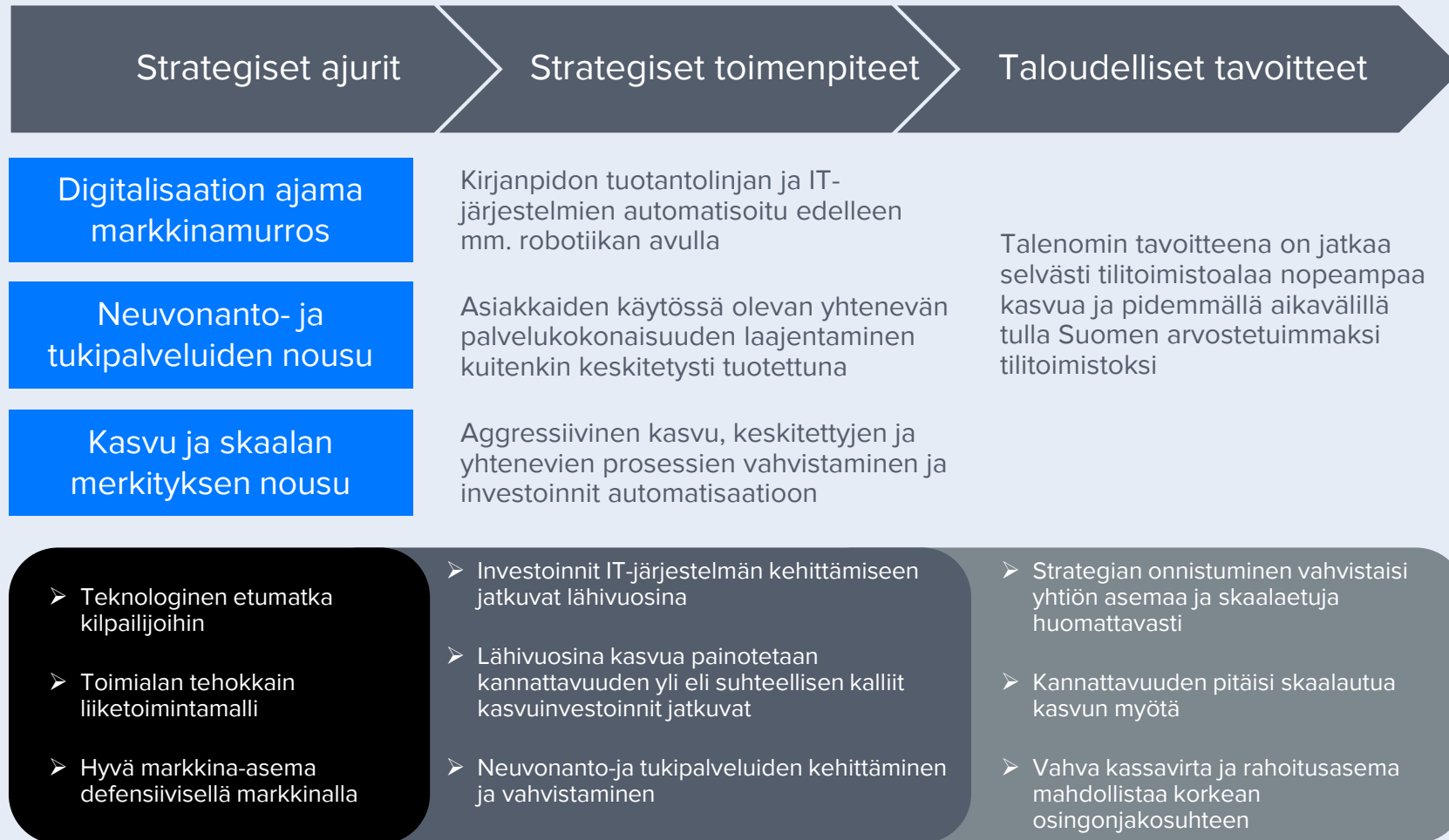
## IFRS nostaa raportoitua tulosta

Päälistalle siirtymiseen liittyen Talenom on siirtymässä myös kansainvälisen tilinpäätöskäytännön (IFRS) piiriin (aik. FAS). Yhtiö julkaisi Q1'17-liiketoimintakatsauksen IFRS:n mukaisesti ja esitteli samalla IFRS-raportointiin siirtymisestä johtuvat vaikutukset yhtiön tuloslaskelmaan, taseeseen ja rahavirtaan vuosien 2016 ja 2015 osalta. Tiedot ovat kuitenkin saatavilla ainoastaan vuositasona (ja Q1'16 vertailukaudelta), minkä takia emme ole päivittäneet historiallukuja IFRS:n mukaiseksi. Vuoden 2016 päättäneen taseen olemme kuitenkin muuttaneet IFRS-lukujen mukaiseksi.

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 konserniliikearvoistojen (2016: 1,6 MEUR) katoamisella, mutta muitakin oikaisuja oli paljon. Tulevaisuuden ennusteiden kannalta tärkeät aktivointi/poisto-käytännöt olivat pitkälti odotuksiemme mukaisia eikä logiikka muutu kokonaisuuden kannalta merkittävästi.

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 tasoja.

# Strategian yhteenveto



# Tukipalvelut (1/3)

## Logiikka tukipalveluiden taustalla

Talenom sai kesällä 2016 valmiiksi uuden viiden vuoden strategian, jonka taustaa ja logiikka avasimme Strategia-kappaleessa aikaisemmin. Pyrimme tässä kappaleessa kertomaan Tukipalveluiden sisällöstä enemmän ja erityisesti avaamaan niiden ansaintapotentiaalia.

## Asiakaskohtainen myynti voi nousta huomattavasti

Talenomin tilitoimistopalveluihin liittyvä kysyntä on valtaosin jatkuvaa ja myös sen kasvu on suhteellisen hyvin ennustettavissa. Tästä osoituksena on yhtiön vahva pitkän aikavälin track-record. Samaan kategoriaan laskemme myös neuvontapalvelut, joiden osuuden odotamme kasvavan hiljalleen. Toisaalta yhtiön uuteen strategiaan liittyvä yrittäjän arjen tukipalveluiden kontribuutio voi olla todella merkittävä, mutta siihen liittyy toistaiseksi myös huomattavaa epävarmuutta. Koska yhtiöllä ei ole näyttöjä uuden strategian mukaisien tukipalveluiden myynnistä, olemme toistaiseksi jättäneet ne valtaosin omien ennusteidemme ulkopuolelle. Pyrimme tässä kuitenkin avaamaan tukipalveluiden potentiaalia.

Tukipalveluiden mahdollista vaikutusta on mielestämme helpointa hahmottaa Talenomin asiakasmäärän ja asiakkaiden keskimääräisten ostoksien kautta. Yhtiö ei ole julkistanut asiakasmääriä viime vuosina, mutta arviomme mukaan asiakkaiden keskiostos on noussut viime vuonna noin 5200-5300 euron vuositasolle. Silloin vuoden 2016 liikevaihto 37,0 MEUR tarkoittaisi, että Talenomilla oli reilut 7000 asiakasta. Näin ollen viime vuosien liikevaihdon kasvu on tullut valtaosin asiakasmäärän kasvulla. Ennuste on karu, mutta se on arviomme mukaan

riittävän tarkka kokonaisuuden arviointia varten.

Tällä hetkellä noin 5265 euron keskiostos sisältää valtaosin arviomme mukaan tilitoimistopalveluita (90-95 %) eli kirjanpitoa sekä hieman neuvontapalveluita (5-10 %) eli asiantuntijapalveluita kuten veroneuvontaa. Uusien tukipalveluiden tuoma myynti tulisi

näiden palveluiden päälle, ja voisi nostaa merkittävästi asiakkaan keskiostosta huomioiden palveluiden sisältö.

## Tukipalvelutarjonta

Talenom on jakanut tukipalvelunsa ICT, henkilöstö ja vaihdepalvelut kategorioihin. Ohessa lyhyesti eri palveluiden perusajatus:

**ICT:** Yritys voi ostaa käyttövalmiin työaseman ylläpitoineen tai ylläpidon olemassa olevaan työasemaan. ICT-palvelu pitää huolen, että laite on aina käytettävissä työntekoon.

**Henkilöstöpalvelussa** tarjotaan tarvittava työvoima ja osaaminen pk-yrityksen toistuvien hallinnollisten rutiinien hoitamiseen. Palvelussa resursoitava työ voi liittyä joko asiakasyrityksen sisäisiin taloushallinnon rutiineihin tai muihin liiketoiminnan rutiineihin.

**Vaihdepalvelut** ovat ratkaisu yritykselle, joka haluaa asiakaspalvelunsa olevan tavoitettavissa nykyaatimusten mukaisesti. Vaihdepalvelun avulla yritys on tavoitettavissa oikealla hetkellä.

Myynnillisesti todennäköisesti merkittävin tukipalveluiden alle kuuluva yhteistyösopimus Talenomilla on Gigantin kanssa. Talenom jälleenmyy omissa jakelukanavissaan pk-yrittäjälle suunnattuja tuotteita ”poikkeuksellisen kustannustehokkain hinnoin”. Yhteistyö Gigantin

kanssa on yksi Talenomin uuden strategian mukaisista toimista ja ensimmäinen laajoja tavaravirtoja koskeva liiketoiminta-avaus. Giganti on Suomen suurin kodinkoneiden ja -elektroniikan jälleenmyyjä (liikevaihto 492 MEUR), jonka palveluksessa työskentelee yli tuhat henkilöä myymälöissä, yritysmyyntissä, verkkokaupassa sekä asiakaspalvelussa.

Lisäksi huomattava mahdollisuus piilee mielestämme Talenomin SaaS-ratkaisuna (Software as a Service) asiakkailleen tarjoamissa kahdessa uudessa taloushallinnon järjestelmässä, jotka ovat Talenom Pro ja Business Intelligence. Talenom Pro on tarkoitus tuoda asiakkaiden saataville H1'17:lla, mutta Business Intelligence-ratkaisu on jo asiakkaiden saatavilla. Talenom Pro-palvelun kautta Talenom tarjoaa asiakkailleen toiminnanohjaus-järjestelmää (ERP) yhdistettynä tehokkaaseen kirjanpitojärjestelmään. SaaS-mallilla käyttöönotto on kevyempää ja kustannukset saadaan painettua alas, kun hyödynnetään asiakkaiden yhdistettyä ostovoimaa. Tämä voi tuoda ERP-järjestelmät useampien yrittäjien saataville. Talenom Business Intelligence on Talenomin ja asiakkaiden omia tietokantoja yhdistelevä big data -ratkaisu pk-yrityksien kasvaviin tiedonhallintatarpeisiin.

Merkittävää potentiaalia on toki myös henkilöstöpalveluissa sekä vaihdepalveluissa. Näiden uskomme soveltuvan hyvin pienille yhtiöille (työllistävät <10 henkilöä) ja joustaviin työvoimatarpeisiin. Lisäksi Talenom on tehnyt sopimuksen myyntiyhteistyöstä henkivakuutusosakeyhtiö Mandatum Lifen kanssa, mitä kautta tarjontaa laajennetaan vakuutuksien puolelle.

# Tukipalvelut (2/3)

## Tukipalveluiden ansaintapotentiaali

Oletamme laskelmissamme, että Talenomilla oli vuonna 2016 7020 asiakasta, joiden keskiostos oli 5265 euroa/vuosi. Tämä jakautui mallissamme 95 %:sti tilitoimistopalveluihin ja 5 %:n osuudella neuvonantopalveluihin. Varsinaisten tilitoimistopalveluiden tuoman liikevaihdon odotamme siis olevan noin 5000 euroa vuodessa, mikä on mielestämme perustellulla tasolla. Yhtiö ei ole paljastanut asiakasmäärää tai liikevaihdon jakaumaa, mutta uskomme arviomme olevan riittävän tarkka kokonaisuuden arviointia varten. Uusien tukipalveluiden lähivuosina tuoma myynti tulisi näiden palveluiden päälle, ja voisi nostaa merkittävästi keskiostosta huomioiden palveluiden sisältö.

Tukipalveluiden myynnistä Talenomilla ei ole toistaiseksi näyttöjä, mutta liiketoimintamallin mukana tuleva asiakasvastaava sekä

järjestelmät tarjoavat valmiin myyntikanavan. Huomioiden yhtiön tarjonta, on kuitenkin mielestämme helppo nähdä tukipalveluiden suuri potentiaali. Esimerkiksi Gigantin kautta Talenom pystynee tarjoamaan tietokoneita, älypuhelimia ja muuta elektroniikkaa asiakkailleen hyvin kilpailukykyiseen hintaan. Näihin hankintoihin yhtiöillä kuluu vuosittain merkittäviä summia, joten pienengin osan hankinnoista suuntautuessa tähän kanavaan, voi keskiostos nousta huomattavasti. Tässä vaiheessa palvelutarjontaa kehitetään ja ajetaan sisään yhtiön prosesseihin, joten tänä vuonna odotamme kehityksen olevan vielä hidasta.

Odotamme tukipalveluiden myynnin jäävän vuonna 2017 vielä merkityksettömän pieniksi. Vuonna 2018 tukipalveluiden myynnin pitäisi mielestämme lähteä kunnolla käyntiin ja odotamme myynnin nousevan kokonaisuudessaan noin 2,5 MEUR:n tasolle. Tämäkin on kuitenkin vain noin 292 euroa

asiakasta kohden, joten jos 29 % asiakkaista käyttäisi tukipalveluiden 1000 euroa vuodessa, olisi luku jo ”täynnä”. Tämä kuitenkin tarkoittaisi jo yli 5 %:n kasvua asiakaskohtaisessa myynnissä verrattuna vuoden 2016 arvioituun tasoon, mikä kuvastaa suurta potentiaalia.

## Skenaarioanalyysi vaikutuksista Talenomiin

Olemme laskeneet tukipalveluiden potentiaalia kuvaamaan kolme eri skenaariota, joilla pyrimme havainnollistamaan tukipalveluiden potentiaalia. Seuraavassa taulukossa olemme esittäneet tärkeimmät oletukset laskelmien taustalla. Muutoksia olemme tehneet yksinkertaisuuden vuoksi ainoastaan keskiostoksessa, minkä kautta potentiaalia voi hahmottaa. Potentiaalia avaa myös seuraavalla sivulla olevat graafit.

### Tukipalveluiden myynti eri skenaariossa

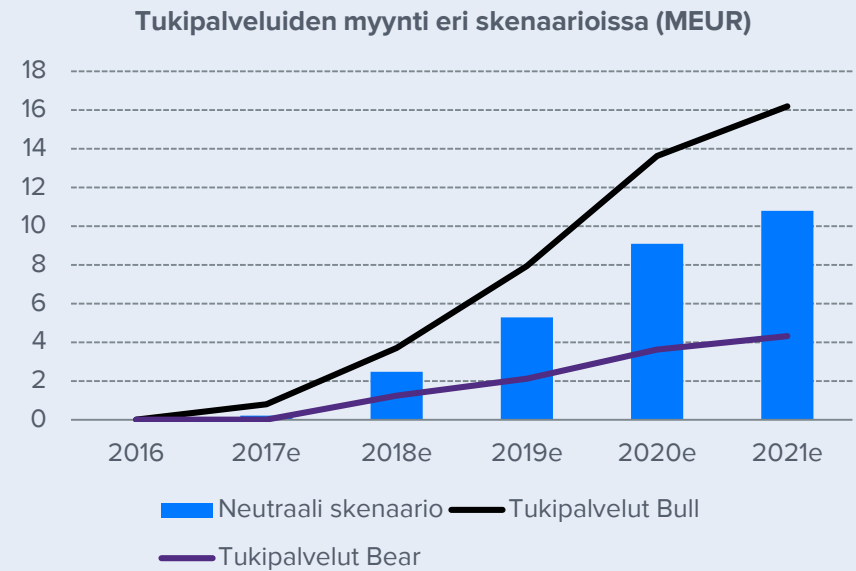
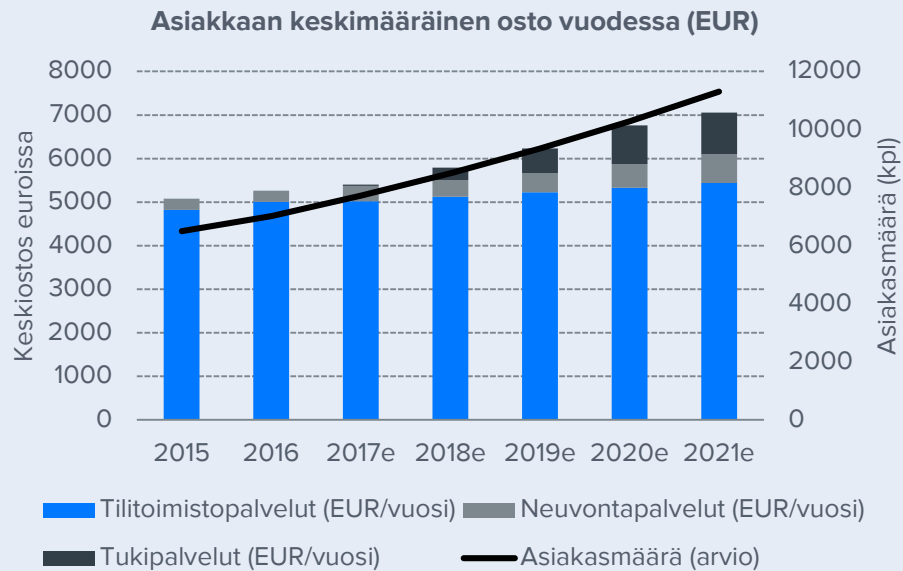
| Tukipalveluiden myyntiskenaariot     | 2016 | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|--------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Asiakasmäärä (kpl)                   | 7020 | 7722  | 8494  | 9344  | 10278 | 11306 |
| <b>Myynti/asiakas (EUR/vuosi)</b>    |      |       |       |       |       |       |
| Neutraali                            | 0    | 27    | 292   | 567   | 884   | 955   |
| Bull                                 | 0    | 104   | 437   | 850   | 1326  | 1433  |
| Bear                                 | 0    | 0     | 146   | 227   | 354   | 382   |
| <b>Tukipalveluiden myynti (MEUR)</b> |      |       |       |       |       |       |
| Neutraali                            | 0,0  | 0,2   | 2,5   | 5,3   | 9,1   | 10,8  |
| Bull                                 | 0,0  | 0,8   | 3,7   | 7,9   | 13,6  | 16,2  |
| Bear                                 | 0,0  | 0,0   | 1,2   | 2,1   | 3,6   | 4,3   |

### Tukipalveluiden myynti suhteessa 2017 ennustettuun liikevaihtoon (%)

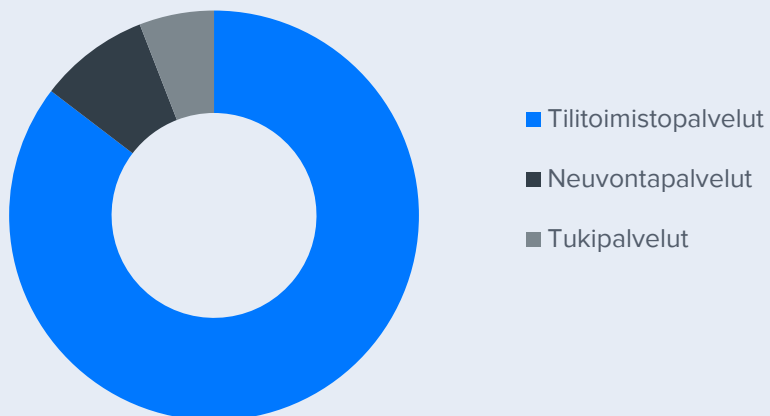
|           | 2016 | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Neutraali | 0 %  | 0 %   | 6 %   | 13 %  | 22 %  | 26 %  |
| Bull      | 0 %  | 2 %   | 9 %   | 19 %  | 33 %  | 39 %  |
| Bear      | 0 %  | 0 %   | 3 %   | 5 %   | 9 %   | 10 %  |

Lähde: Inderes

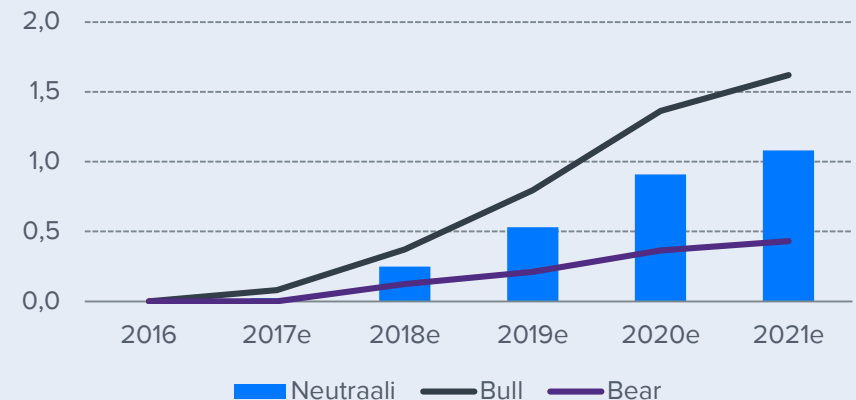
# Tukipalveluiden taloudellinen potentiaali



## Mahdollinen myynnin jakautuminen (2020e)



## Tukipalveluiden tulosvaikutus eri skenaarioissa (käyttökate, MEUR)



# Tukipalvelut (3/3)

## Mahdollisesti merkittävä tulosvaikutus

Odotamme Talenomin käyttökateen olevan tukipalveluissa keskimäärin noin 10 %:n tasolla. Tämä on selvästi heikompi kuin Talenomin ydinliiketoiminnan käyttökate, jonka arviomme normalisoituvan selvästi yli 20 %:n tasolle. Tukipalvelut ovat kuitenkin hyvin kannattavaa liiketoimintaa, johon liittyy Talenomin kannalta erittäin pieni riski. Hyvin toimiessaan Talenom pystyy rakentamaan arvokkaan verkoston palveluita, saamaan merkittäviä alennuksia toimittajilta tarjoamansa skaalan takia ja hinnoittelemaan palvelut houkuttelevasti asiakkaille omasta katteestaan huolimatta.

Neutraalissa skenaariossamme tukipalveluiden liikevaihto nousee vuonna 2021 selvästi yli 10 MEUR:n tason, mikä tarkoittaisi 10 %:n marginaalilla yli miljoonan tuloskontribuutiota. Vaikka vertailukelpoisuuden vuoksi käsittelemme tätä käyttökateena, ei tukipalvelut lähtökohtaisesti lisää poistoja tai rahoituskuluja. Näin ollen tämä valuisi tuloslaskelmassa suoraan riville voitto ennen veroja. Vertailukohtaksi on hyvä huomioida, että odotamme Talenomin vuoden 2017 voiton ennen veroja olevan noin 5,1 MEUR. Tähän suhteutettuna tukipalvelut tarjoavat huomattavan tuloskasvu-mahdollisuuden lähivuosille.

## Onnistuminen vahvistaisi Talenomin asemaa

Positiivisen tulosvaikutuksen lisäksi onnistuessaan tukipalvelut sitovat asiakkaat yhä voimakkaammin Talenomin ekosysteemiin ja nostavat edelleen asiakkaiden pysyvyyttä. Tämä on strategisesti tärkeää, muttei heijastu tulosennusteisiin.

## Vaikutukset liikevaihtoon pienempiä

IFRS-kirjanpidon alla tukipalveluiden alle kuuluva tuote/tavaramyynti (tietokoneet, älypuhelimet ja muut vastaavat) määritellään käsityksemme mukaan agentuuritoiminnan alle, minkä takia liikevaihtovaikutusta ei käytännössä ole. Sen sijaan Talenomin oma palkkio-osuus näkyisi käytännössä suoraan käyttökaterivillä. Sen sijaan palveluista tuleva myynti kiertäisi myös liikevaihtona.

Olemme alustavasti olettaneet, että noin puolet tukipalveluiden myynnistä on palveluita ja puolet tuotteita. Käytännössä kirjanpidollisella käsittelyllä ei ole sijoittajien kannalta merkitystä, mutta tämä on hyvä huomioida mallinnuksessa. Kirjanpitokäsittely on myös syy sille, että olemme käsitelleet tukipalveluita koko ajan myyntinä emmekä liikevaihtona.

## Tukipalvelut eivät ole toistaiseksi mukana tulosennusteissa

Tukipalveluiden myynti on toistaiseksi ollut hyvin vähäistä, vaikka strategia on edistynyt suhteellisen hyvin. Toistaiseksi meillä ei ole kuitenkaan riittävää näkyvyyttä siihen, että ottaisimme tukipalvelut mukaan Talenomin ennusteisiimme.

Tällä hetkellä virallisissa ennusteissamme tukipalvelut eivät siis ole mukana, joskin olemme ottaneet ydinliiketoiminnan kasvulle hieman aggressiivisemmän kasvulinjan mitä aikaisemmin osittain tukipalveluiden potentiaalini takia. Lisäksi odotamme neuvonantopalveluiden osuuden kasvavan hiljalleen. Näin ollen ennusteemme tulevat lähivuosina nousemaan selvästi, jos ydinliiketoiminnan kasvu pysyy

odottamallamme kasvu-uralla ja tukipalvelut onnistuvat yhtiön suunnitelmien mukaisesti. Toistaiseksi odotamme kuitenkin yhtiöltä lisänäyttöjä tukipalveluiden suhteen.

# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

## Pitkän aikavälin kehitys on ollut vakuuttavaa

Talenomin vahva kasvutarina on jatkunut pitkään. Vuodesta 2004 ja vuoteen 2016 päättyvällä aikasarjalla yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin noin 14,4 % (CAGR). Viimeisen kuuden vuoden (2011-2016) kasvu on ollut keskimäärin 13,2 % (CAGR).

Talenomin kannattavuus on ollut historiassa pääosin erittäin hyvä. Käyttökatemarginaali on ollut 17-21 %:n luokkaa vuosina 2011-2014, mutta vuonna 2015 tämä oli vain 14,8 %. Kulurakenne on paisui mittavien järjestelmäinvestointien, palvelukeskuskonseptin sekä aggressiivisen myyntiponnistelujen takia erityisesti ennen kirjanpidon tuotantolinjan hyötyjen realisoitumista. Tuotantolinja saatiin käyttöön vuoden 2015 lopussa, mutta hyödyt alkoivat näkyä merkittävässä mittakaavassa vasta vuoden 2016 toisella puoliskolla. Viimeistään Q1'17:llä tuotantolinja todisti toimivuutensa henkilöstökulujen laskettua selvästi liikevaihdon voimakkaasta kasvusta huolimatta.

IFRS-siirtymän jälkeen Talenomin FAS-standardin alaiset liikearvopoistot jäävät pois, mikä nostaa automaattisesti raportoituja tuloslukuja. Siirtymä aiheuttaa muutenkin haasteita lukujen vertailukelpoisuuden kanssa, mutta käyttökateeseen asti lukujen pitäisi olla suhteellisen vertailukelpoisia. Historiassa yhtiön kannattavuuteen ovat vaikuttaneet oleellisesti myös aktivoinnit. Näiden suhteen tilanne on IFRS:n myötä selkeämpi, kun yhtiön aktivoinnit ovat linjassa tunnetumman standardin kanssa. Käsitelimme aikaisemmassa laajassa päivityksessämme (3/2016) poistoja ja

aktivointeja laajasti emmekä toista asiaa tässä raportissa. Toteamme kuitenkin, että kehitys on ollut pitkälti odotuksiemme mukaista alueella.

## Kassavirrat ja osingot

Talenomin liiketoimintamalli tuottaa paljon operatiivista kassavirtaa, mutta toisaalta kasvu- ja IT-investoinnit ovat syöneet paljon vapaasta kassavirrasta. Viimeisen neljän vuoden aikana (2013-2016) Talenomin liiketoiminnan nettorahavirta on ollut keskimäärin 4,4 MEUR vuodessa muutamasta suhteellisen heikosta vuodesta huolimatta. Samaan aikaan yhtiön raportoitu käyttökate on ollut keskimäärin 5,7 MEUR vuodessa.

Yhtiö on aikajaksolla investoinnit voimakkaasti IT-järjestelmän kehittämiseen (2013-2016 arvio 12 MEUR) ja myyntivetoinen kasvu on ollut suhteellisen kallista, joten investointien rahavirta on ollut keskimäärin 5,5 MEUR vuosittain. Näin ollen vapaa kassavirta on jäänyt vaisulle tasolle.

Nyt kun tuotantolinja on kuitenkin saatu toimimaan tehokkaasti, liiketoimintamalli generoi yhä enemmän kassavirtaa. Arvioimme seuraavien operatiivisen kassavirran olevan seuraavan kolmen vuoden aikana 8-10 MEUR vuosittain, mistä riittää pääomia kilpailuetuja vahvistaviin järjestelmäinvestointeihin, kasvuun ja myös osinkoihin. Tase ei mielestämme enää kaipaa vahvistusta, joten ennustamme yhtiön maksavan vähintään tuloksen mukana nousevia osinkoja. Pidämme myös tätä korkeampia osinkoja mahdollisina taseen vahvistuessa tällä hetkellä varsin nopeasti.

## Tase on vahvistunut selvästi

Talenomin taloudellinen tilanne on mielestämme hyvä ja tase on vahvistunut viime aikoina selvästi. Omavaraisuusaste oli Q1:n 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. Nämä ovat Talenomille vahvoja tasoja.

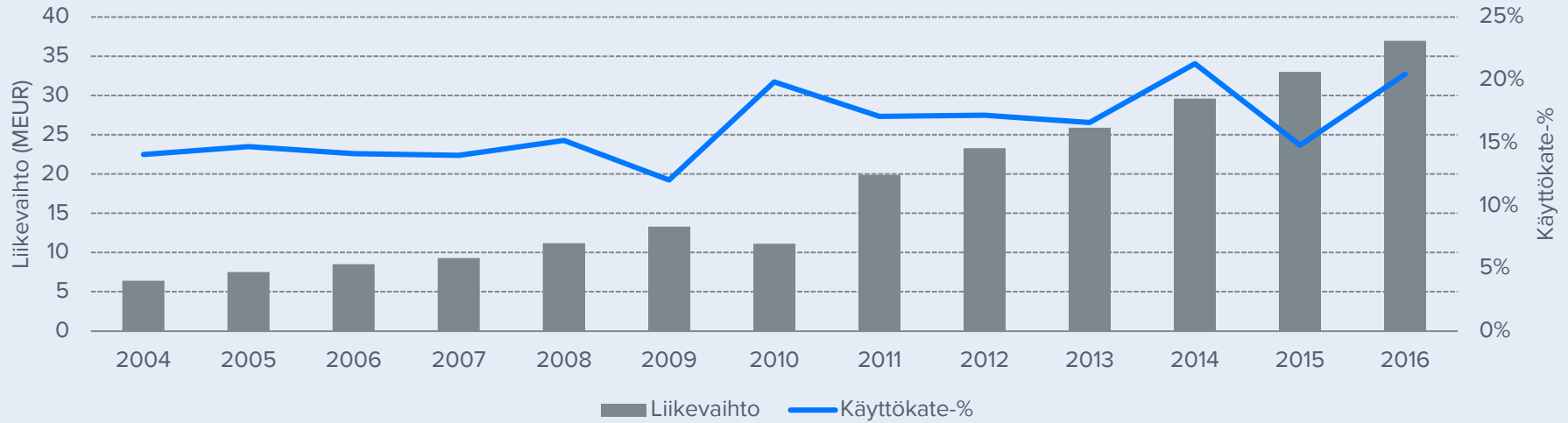
Vaikka yhtiöllä on paljon korollista velkaa (2016: 21,5 MEUR), emme näe tätä ongelmana defensiivisellä ja ennustettavalla toimialalla. Talenomin pitkäaikaisen lainan (koko velkasumma) korko on tällä hetkellä vain 2,25 %, mitä pidämme hyvin maltillisena. Vuosittaiset korkokustannukset jäävät siis vain noin 0,5 MEUR:n tasolle. Mielestämme Talenomin tase kestää hyvin nykyisen velkatason vahvistuvien kassavirtojen ansiosta ja velkavivun käyttö on hyvin perusteltua erityisesti vallitsevilla korkotasolla. Järkevällä velkavivun yhtiö pystyy optimoimaan oman pääoman tuottoa ilman, että riskiprofiili nousisi liikaa.

Toki täytyy huomauttaa, että yhtiön taloustilanteen epätodennäköinen nopea heikentyminen voisi aiheuttaa ongelmia myös taseelle. Taseessa oli vuoden 2016 lopussa 18,4 MEUR liikearvoa, mikä ylittää oman pääoman määrän (11,7 MEUR) selvästi ja on huomattava osuus koko taseen loppusummasta (42,3 MEUR). Jos liiketoiminnan kannattavuus siis jostain syystä lähtisi kehittämään heikosti ja liikearvon alaskirjaus nousisi uhkatekijäksi, taseriski nousisi nopeasti. Pidämme tätä kuitenkin erittäin epätodennäköisenä.

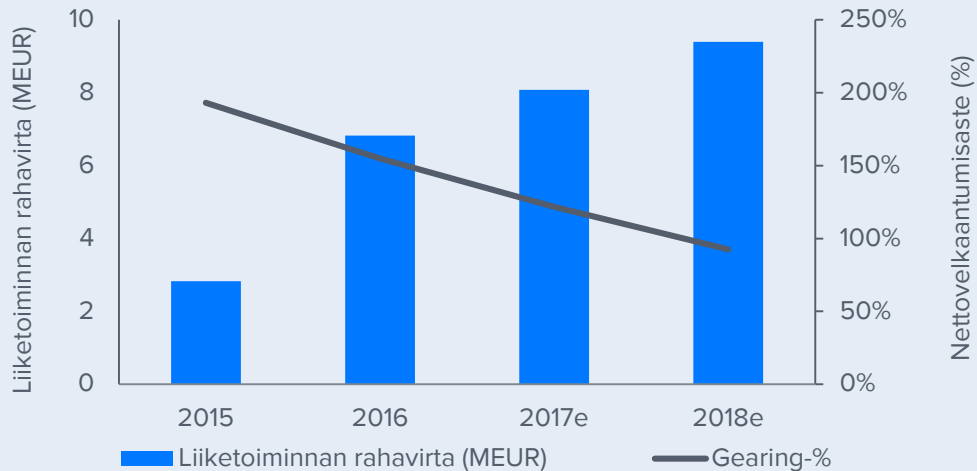


# Historiallinen kehitys

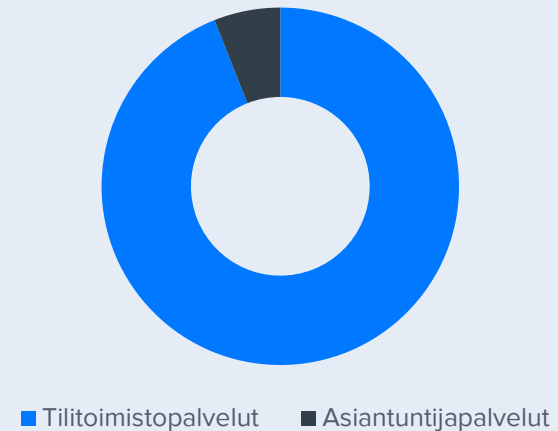
## Talonomin pitkän aikavälin kehitys



## Kassavirrat ja velkaantuneisuus



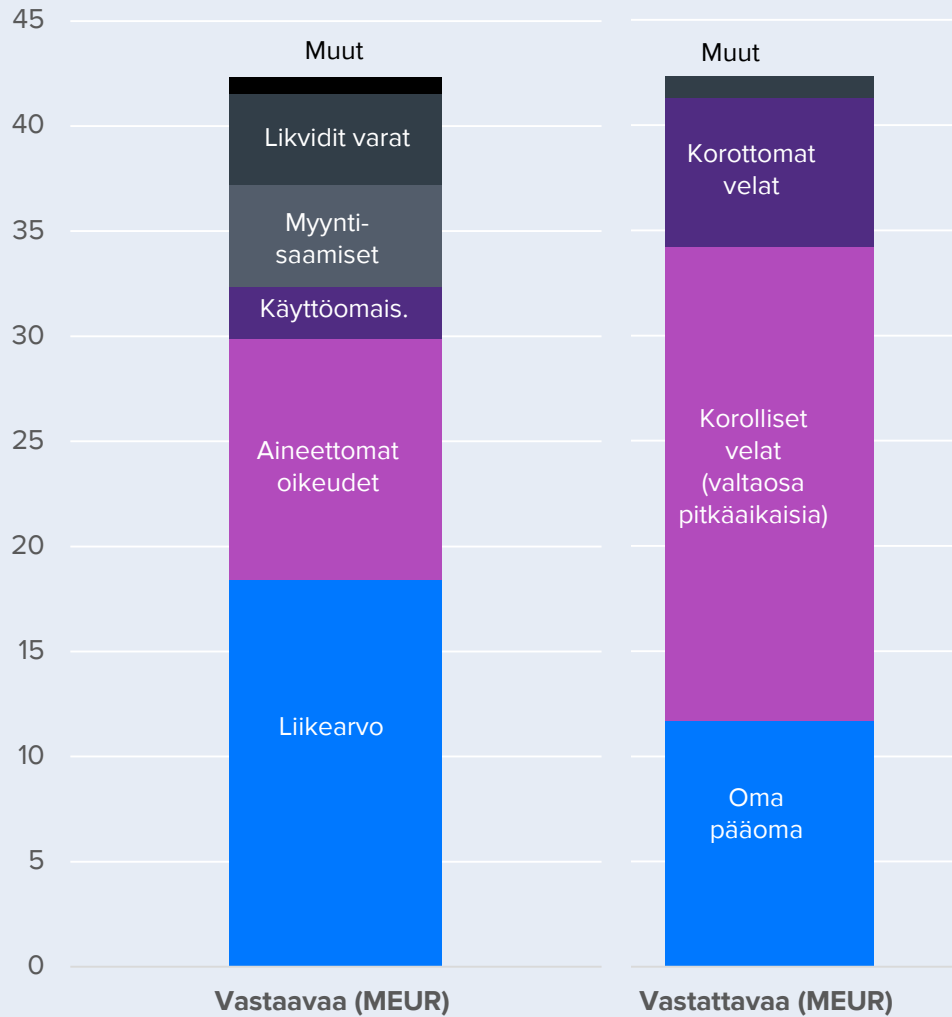
## Liikevaihdon jakautuminen



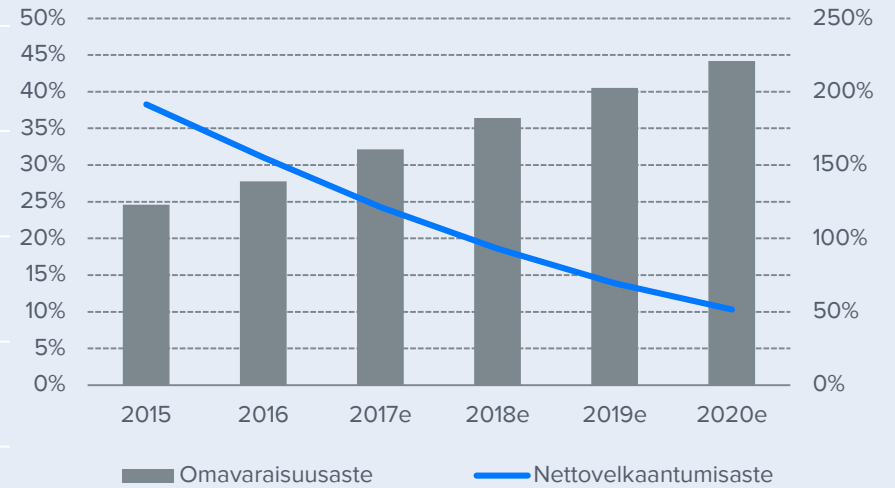


# Taloudellinen tilanne

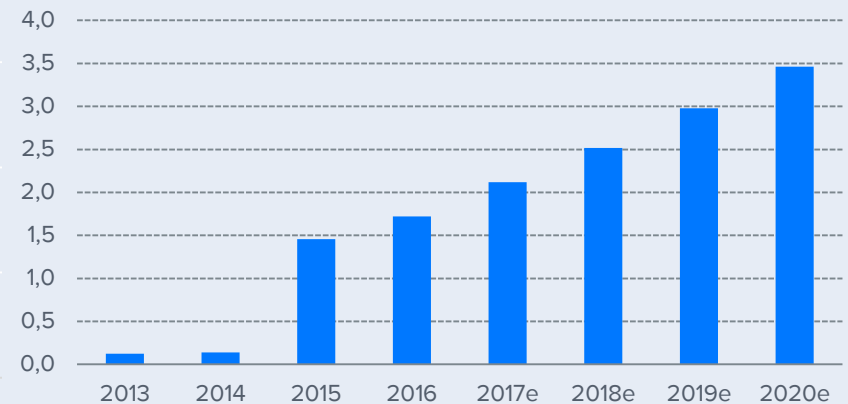
Taserakenne 2016 (IFRS)



Taseen avainlukujen kehitys



Oman pääoman kehitys (euroa)



# Ennusteet ja arvonmääritys (1/3)

## Taloukasvu luo aktiiviteettia

Suomen heikosta talustilanteesta ja osittain myös teknologisesta kehityksestä johtuen tilitoimistoalan kasvu on ollut viime vuosina vaisua. Nyt Suomen talous on kuitenkin vihdoon pääsemässä selkeälle kasvu-uralle, minkä pitäisi heijastua yhtiöiden transaktiomäärien ja palkanlaskennan kasvuun noin puolen vuoden viiveellä.

Paineita tilitoimistoihin kohdistuu murroksessa tästä huolimatta. Sähköistyvä taloushallinnon palveluidentarjonta tulee luomaan hintaeroosiota perinteisille tilitoimistopalveluille digitalisaatiota johtuen. Tästä syntyvää liikevaihtokuoppaa voidaan saada täytettyä lisäarvopalveluilla, jos tilitoimistot pystyvät tarjoamaan kilpailukykyisiä palveluita. Automatisaation edistyminen ja mahdollisesti kilpailun kiristymisen painavat hiljalleen hintatasoa ja yhtiöillä voi olla edelleen vaikeuksia nostaa hintoja.

Kokonaistilanne huomioiden pidämme 2000-luvun keskimääräistä noin 5,2 %:n kasvulukua realistisena lähivuosille, vaikka omissa ennusteissamme olemme lähteneet hieman maltillisemmasta kasvuodotuksesta. Mallinamme edelleen Talenomin kasvua valtaosin asiakasmäärän kasvun kautta, emmekä juurikaan ole huomioineet transaktiomääristä mahdollisesti tulevaa kasvua ennusteissamme. Tämä tuo ennusteisiimme turvamarginaalia.

Lisäksi huomautamme jälleen, ettemme ole toistaiseksi huomioineet tukipalveluiden tuomaa kannattavaa kasvua lähivuosien odotuksissamme. Tätä liiketoimintaa ei ole vielä todistettu, ja odotamme yhtiöltä näyttöjä ennen kuin otamme tukipalvelut mukaan

ennusteisiimme.

## Alkuvuoden tulos oli vahva

Talenomin liikevaihto kasvoi Q1:llä 13,4 % vertailukaudesta, mikä on yhtiölle suunnilleen ”normaalitaso” viime vuosien perusteella. 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 Talenom pyrkii edelleen nostamaan panostuksilla automaatioon sekä ohjelmistorobotiikkaan. On tärkeää huomioida, että Q1 on Talenomille kausiluontoisesti vahva. Tästä huolimatta Q1-katsaus oli erittäin hyvä ja kasvatti edelleen luottamustamme yhtiöön.

## Ohjeistus loppuvuodelle lupaa hyvää kehitystä

Talenom 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). Toistaiseksi Suomen talouden piristyminen ei ole merkittävästi nostanut tilitoimistoalan transaktiomääriä, joten ohjeistuksen noston taustalla oli erityisesti yhtiön omat toimenpiteet ja tuotantolinjan kasvanut tehokkuus.

## 2017 ennusteet

Ennustemme liikevaihdon kasvun olevan 13,1 % vuonna 2017, mikä heijastelee varovaista vetoapua markkinoilta loppuvuonna. Käyttökatemarginaalin odotamme nousevan 23 %:n tasolle eli keskelle ohjeistettua haarukkaa. Tämä tarkoittaisi noin 9,6 MEUR:n käyttökate. Liikevoiton ennustamme olevan 5,6 MEUR eli noin 13,5 % liikevaihdosta. Poistojen arvioimme

olevan noin 4 MEUR (2016: 4,4 MEUR + liikearvon poisto 1,6 MEUR), mikä jakautuu edelleen normaaleihin poistoihin, IT-järjestelmän poistoihin ja myyntipanostuksien aktivointien purkamiseen. Poistoja on vaikea arvioida tarkkaan, mutta uskomme kokoluokan olevan oikea. Rahoituskulut ovat noin 0,5 MEUR ja veroprosentti on Suomen yritysveron tasolla 20 prosentissa.

Näillä oletuksilla 2017 osakekohtainen tulos olisi 0,60 euroa, mistä odotamme yhtiön maksavan 50 % osinkoina (0,30 euroa). Yhtiö maksoi viime vuonna osinkoa heikosta tuloksesta huolimatta 0,20 euroa ja on hyvin mahdollista, että osinkoa maksetaan nyt enemmänkin. Mahdollisuuksia siihen olisi taseen vahvistuessa selvästi.

## 2018-2020 ennusteet

Odotamme Talenomin liikevaihdon kasvun pysyvän 12-13 %:n haarukassa 2018-2020. Kannattavuuden odotamme myös vakiintuvan 23 %:n käyttökatemarginaalin tuntumaan, mutta poistot eivät arviomme mukaan kasva suhteessa liikevaihtoon. Näin ollen liikevoittomarginaali nousee ennusteissamme suhteellisen tasaisesti vuoden 2017 13,5 %:n tasolta vuoden 2020 14,7 %:n tasolle. Tämä tuo mukanaan tulosvivun, vaikka emme ennustakaan käyttökateen paranevan (edellytyksiä olisi tähänkin). Kehitykseen vaikuttaa merkittävästi yhtiön strategiset valinnat.

Arvioimme liikevoiton kasvavan 2018-2020 keskimäärin 15,7 %:n vauhtia (CAGR-%). Osakekohtaisen tuloksen kasvu tulee arviomme mukaan olemaan hieman nopeampaa eli noin 17,3 %:n vuosittain samalla aikajaksolla. Osingon arvioimme kasvavan lähes 25 %:n vauhtia (2017-2020 CAGR-%) kassavirtojen vahvistuessa.

# Ennusteet ja arvonmääritys (2/3)

Mielestämme ennusteemme ovat maltillisia huomioiden kirjanpidon tuotantolinjan kasvava tehokkuus ja tämän tuoma yhä vahvempi kilpailuetu. Tuotantolinjan ja palvelukeskuksmallin tuomat skaalaeduct vain vahvistuvat yhtiön kokoluokan kasvaessa. Tehokkuuden tuoma kilpailuetu ei siis ole poistumassa ja pidämme sitä suhteellisen kestäväenä, jos alalla ei tapahdu suurempia mullistuksia. Sirpaloituneen markkinan pienillä tilitoimistoilla ei ole mahdollisuuksia kehittää vastaavia omia järjestelmiä eikä se ole nopeaa isoillekaan toimijoille. Tällä hetkellä vaikuttaa, että Talenomnin potentiaaliset haastavat ovat pahasti jäljessä kehityksessä (pl. Accountor ja Visma).

## Pitkän aikavälin ajurit edelleen erittäin vahvat

Talenomnin pitkän aikavälin ajurit ovat vahvat. Yhtiö kuuluu tilitoimistoalan edelläkävijöihin ja arvioimme yhtiön kuuluvan murroksen voittajiin Suomen fragmentoituneella ja konsolidoituvalla tilitoimistoalalla. Talenomnin skaalaeduct, palvelukeskuksmalli, oma sähköinen taloushallinnon järjestelmä, automaation tuoma sisäinen tehokkuus sekä laaja-alaiset asiantuntijapalvelut antavat mielestämme sille selkeän kilpailuedun.

Lisäksi uusi strategia avaa yhtiölle uusia merkittäviä kasvumahdollisuuksia. Yhtiö pyrkii tarjoamaan asiakkailleen palveluita, joilla suuren asiakasryhmän ostovoima yhdistämällä voidaan pk-yrityksille tarjota aikaisemmin suuryrityksille kuuluneita skaalaetuja. Näemme uusissa palveluissa merkittäviä kasvumahdollisuuksia lähivuosien aikana, mutta ennusteissamme näitä ei ole käytännössä huomioitu. Odotamme edelleen yhtiöltä lisänäyttöjä strategian toimivuudesta ja tulosvaikutuksesta.

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

## Erittäin hyvät lähtökohdat arvonluonnille

Talenomnin arvostustaso on mielestämme viime aikojen voimakkaasta kurssinoususta huolimatta kohtuullinen, eikä täysimääräisesti huomioi yhtiön tulospotentiaalia ja toimialan murrosta. Uskomme viime vuosien kalliiden kasvuponnisteluiden luovan arvoa huomioiden toimialan luonne ja rakennemuutos, fragmentoituneisuus sekä digitalisaatio. 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 kilpailuetujensa ansiosta toimialan murroksen voittaja ja tulee kasvamaan selvästi markkinoita nopeammin
- Liiketoiminta ja kannattavuus ovat skaalautuvia
- Yhtiö on yksi kotimarkkinan selkeistä edelläkävijöistä

- Tukipalvelut luovat yhtiölle uusia kasvumahdollisuuksia

Talenomnin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, kysyntä on kirjanpidon lakisääteisyysden takia hyvin defensiivistä, liiketoiminta on skaalautuvaa ja kilpailuedut ovat vahvoja. Lisäksi yhtiö toimii fragmentoituneella markkinalla, jonka konsolidaatio on väistämättä edessä seuraavan vuosikymmenen aikana digitalisaation edetessä. Tässä alan edelläkävijällä on mielestämme erittäin hyvä mahdollisuus luoda omistaja-arvoa.

Kokonaisuutena näemme yhtiön riskiprofiilin matalana erityisesti sen jälkeen, kun yhtiön automatisoitu kirjanpidon tuotantolinja on saatu todistetusti toimimaan ja liiketoiminnan skaalautuvuus on näkyvillä. Teknologiaan liittyvät riskit ovat nyt huomattavasti aikaisempaa alhaisempia. Selvästi positiivisia ajureita ovat mielestämme myös IFRS-kirjanpitoon siirtyminen, mikä selkeyttää kirjanpitoikäntöjä ja tekee niistä vertailukelpoisia sekä päälisalle siirtyminen myöhemmin tänä vuonna.

## Ei hyvää verrokkiryhmää

Talenomilla ei mielestämme ole hyviä verrokkeja Helsingin pörssissä tai Pohjoismaissa. Hyvin verrokkien puutteen takia vertaamme Talenomnin arvostustasoa pääasiassa Helsingin pörssin yleisesti hyväksymään arvostustasoon huomioiden kuitenkin 1) Talenomnin keskimääräistä korkeampi kasvu, 2) toimialan defensiivisyys ja murrosvaihe, 3) yhtiön selkeät kilpailuedut ja vahva asema sekä 4) suhteellisen pieni koko ja osakkeen heikko likviditeetti.

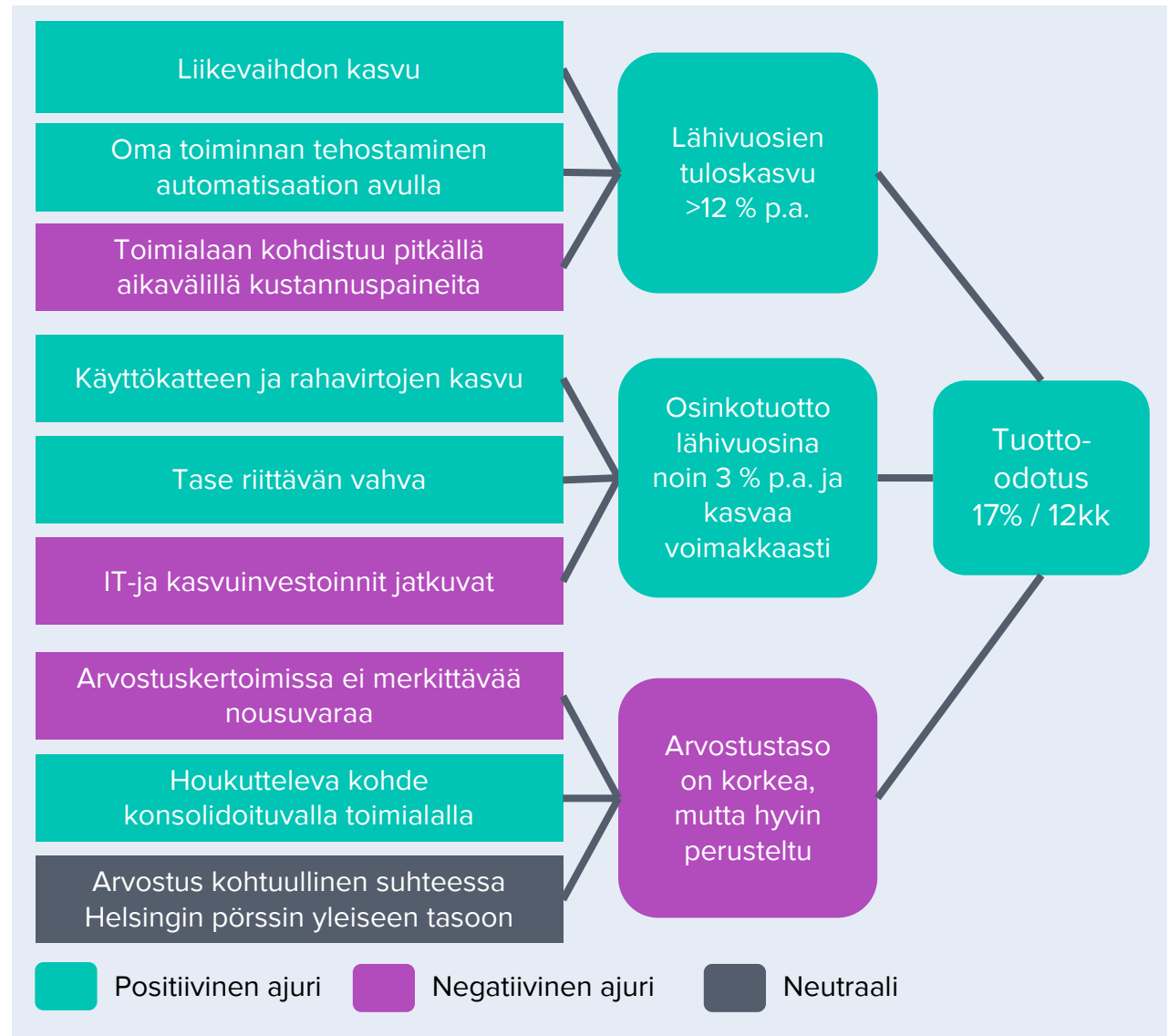
# Ennusteet ja arvonmääritys (3/3)

## Tuloskasvu antaa nousuvaraa, vaikka kertoimet ovat nyt järkevällä tasolla

Mielestämme yhtiölle voidaan perustella P/E 20x ja EV/EBITDA 10x, mikä on myös vallitseva taso 2017 ennusteilla. Ensi vuoden ennusteilla vastaavat ovat 17x ja 9x, mikä mielestämme kuvaa tuloskasvun tuomaa nousuvaraa. Olemme asettaneet 12 kk:n tavoitehintamme nyt 2018-ennusteiden perusteella, koska luottamuksemme yhtiön tuloskehitykseen on vahvistunut koko ajan. Mielestämme kertoimet ovat edelleen perusteltuja huomioiden vahvat tuloskasvunäkymät, defensiiviset kassavirrat sekä vahva asema murroksessa olevalla toimialalla. Arvostustaso vaatii vahvan tuloskasvun jatkumista ja odotuksien kasvaessa myös pettymysten riskit ovat nousseet selvästi.

## Kassavirtamalli

Kassavirtalaskelmamme antaa osakkeelle mielestämme perustelluilla oletuksilla noin 16 euron arvon. On kuitenkin tärkeää huomioida, että DCF-arvoa ajaa hyvin voimakkaasti oletukset pitkän aikavälin kasvusta ja kannattavuudesta. Terminaalijakson paino (69 %) on poikkeuksellisen korkea ja korostaa selvästi riskejä DCF-arvon antamalla tasolla. Olemme asettaneet terminaalijakson kasvuodotuksen 3 %:n tasolle ja asettaneet liikevoittomarginaalin 10 %:n tasolle. Käyttökädetasolla tämä tarkoittaisi arviolta 17 %:n tasoa, jonka pitäisi olla erittäin maltillinen kasvukulujen poistuessa 3 %:n kasvuoletuksella. Laskelmassa olemme käyttäneet oman pääoman kustannuksena 8,5 % ja pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) olemme asettaneet 7,5 %:n tasolle. DCF-laskelmamme on esitetty liitetiedoissa.

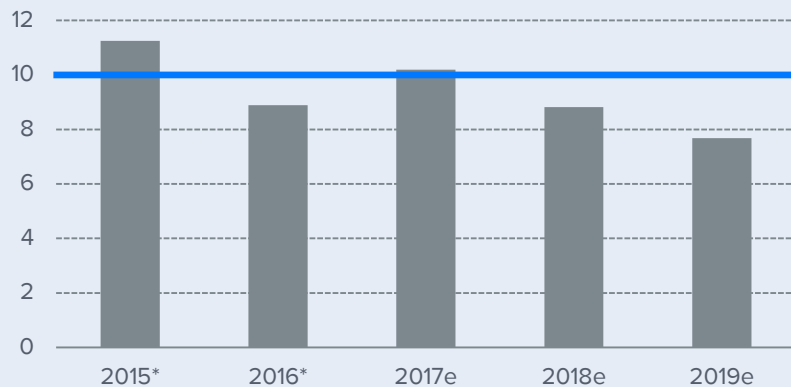


# Arvostustaso

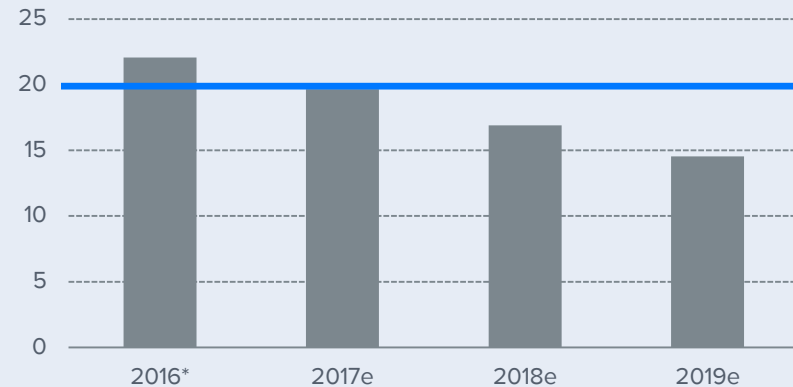
| Arvostustaso     | 2013 | 2014 | 2015*   | 2016*   | 2017e  | 2018e  | 2019e  |
|------------------|------|------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi      |      |      | 5,26    | 7,20    | 11,80  | 11,80  | 11,80  |
| Markkina-arvo    |      |      | 35,8    | 49,0    | 80,4   | 80,4   | 80,4   |
| Yritysarvo (EV)  |      |      | 54,8    | 67,2    | 97,9   | 96,3   | 94,5   |
| P/E (oik.)       |      |      | neg.    | 22,1    | 19,7   | 16,9   | 14,5   |
| P/E              |      |      | neg.    | 75,2    | 19,7   | 16,9   | 14,5   |
| P/Kassavirta     |      |      | 5       | 300,5   | 32,9   | 20,0   | 17,5   |
| P/B              |      |      | 3,6     | 4,2     | 5,6    | 4,7    | 4,0    |
| P/S              |      |      | 1,1     | 1,3     | 1,9    | 1,7    | 1,5    |
| EV/Liikevaihto   |      |      | 1,7     | 1,8     | 2,3    | 2,0    | 1,8    |
| EV/EBITDA        |      |      | 11,2    | 8,9     | 10,2   | 8,8    | 7,7    |
| EV/EBIT*         |      |      | 179,2   | 21,1    | 17,3   | 15,0   | 12,8   |
| Osinko/tulos (%) |      |      | -19,5 % | 209,0 % | 50,0 % | 50,0 % | 60,0 % |
| Osinkotuotto-%   |      |      | 1,3 %   | 2,8 %   | 2,5 %  | 3,0 %  | 4,1 %  |

Lähde: Inderes \* Liikevoitto (EBIT) oikaistu liikearvon poistoilla

EV/EBITDA



P/E (oikaistu)

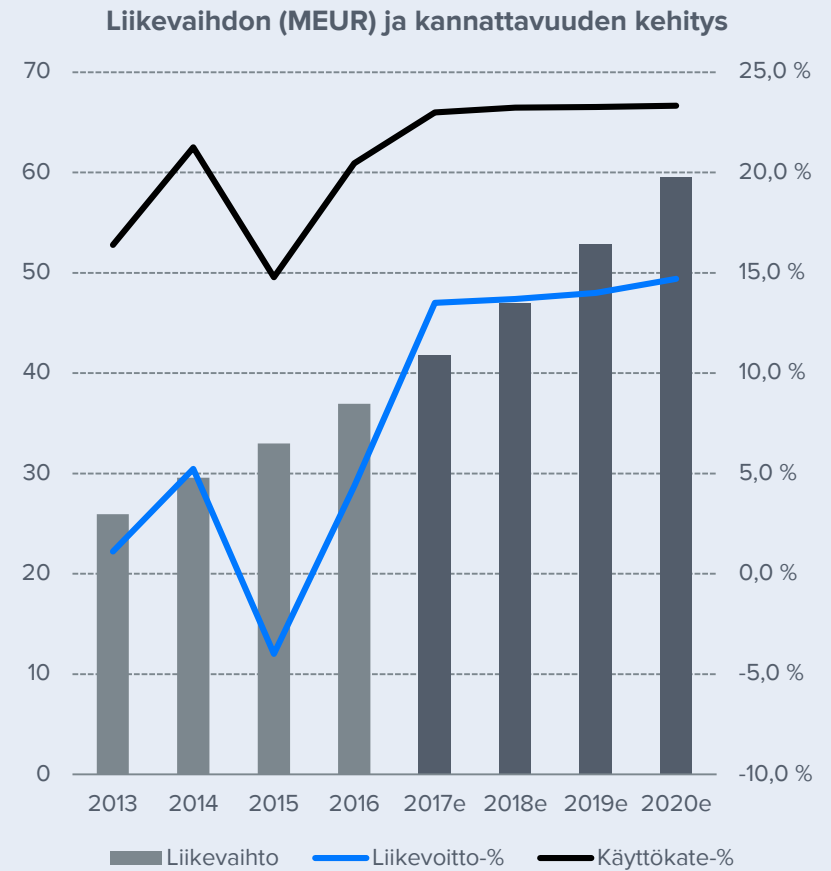


# Tulosennusteet

| Tuloskehitys kvartaalitasolla      | 2015         | H1'16       | H2'16       | 2016        | Q1'17       | Q2'17e      | Q3'17e      | Q4'17e      | 2017e       | 2018e       | 2019e       |
|------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>33,0</b>  | <b>19,3</b> | <b>17,7</b> | <b>37,0</b> | <b>10,8</b> | <b>11,0</b> | <b>9,4</b>  | <b>10,6</b> | <b>41,8</b> | <b>47,0</b> | <b>52,9</b> |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>4,9</b>   | <b>4,2</b>  | <b>3,5</b>  | <b>7,6</b>  | <b>2,9</b>  | <b>2,7</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,2</b>  | <b>9,6</b>  | <b>10,9</b> | <b>12,3</b> |
| 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        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>0,3</b>   | <b>2,1</b>  | <b>1,1</b>  | <b>3,2</b>  | <b>1,9</b>  | <b>1,7</b>  | <b>0,9</b>  | <b>1,2</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,4</b>  | <b>7,4</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>-1,3</b>  | <b>1,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>1,6</b>  | <b>1,9</b>  | <b>1,7</b>  | <b>0,9</b>  | <b>1,2</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,4</b>  | <b>7,4</b>  |
| Nettorahoituskulut                 | -1,1         | -0,3        | -0,3        | -0,5        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,5        | -0,5        | -0,5        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>-2,5</b>  | <b>1,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>1,1</b>  | <b>1,7</b>  | <b>1,6</b>  | <b>0,8</b>  | <b>1,1</b>  | <b>5,1</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,9</b>  |
| Verot                              | 0,0          | -0,4        | -0,1        | -0,4        | -0,3        | -0,3        | -0,2        | -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         |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>-2,4</b>  | <b>0,7</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,7</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,3</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,8</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,5</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>-0,12</b> | <b>0,22</b> | <b>0,11</b> | <b>0,33</b> | <b>0,20</b> | <b>0,19</b> | <b>0,09</b> | <b>0,12</b> | <b>0,60</b> | <b>0,70</b> | <b>0,81</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>-0,47</b> | <b>0,10</b> | <b>0,00</b> | <b>0,10</b> | <b>0,20</b> | <b>0,19</b> | <b>0,09</b> | <b>0,12</b> | <b>0,60</b> | <b>0,70</b> | <b>0,81</b> |

# Tuloslaskelma

| (MEUR)                                 | 2015         | 2016        | 2017e       | 2018e       | 2019e       |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                     | <b>33,0</b>  | <b>37,0</b> | <b>41,8</b> | <b>47,0</b> | <b>52,7</b> |
| Kulut                                  | -1,5         | -1,1        | -1,7        | -3,2        | -5,5        |
| <b>Käyttökate</b>                      | <b>4,9</b>   | <b>7,6</b>  | <b>9,6</b>  | <b>10,9</b> | <b>12,3</b> |
| Poistot                                | -6,2         | -5,9        | -4,0        | -4,5        | -4,9        |
| <b>Liikevoitto</b>                     | <b>-1,3</b>  | <b>1,6</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,4</b>  | <b>7,4</b>  |
| <i>Liikevoiton kertaerät</i>           | <i>-1,6</i>  | <i>-1,6</i> | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  |
| <i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>     | <i>0,3</i>   | <i>3,2</i>  | <i>5,6</i>  | <i>6,4</i>  | <i>7,4</i>  |
| Rahoituserät                           | -2,2         | -1,6        | -1,5        | -1,5        | -1,5        |
| Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta     | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Voitto ennen veroja</b>             | <b>-2,5</b>  | <b>1,1</b>  | <b>5,1</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,9</b>  |
| Muut erät                              | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Verot                                  | 0,0          | -0,4        | -1,0        | -1,2        | -1,4        |
| Vähemmistöosuus                        | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Nettotulos</b>                      | <b>-2,4</b>  | <b>0,7</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,5</b>  |
| <i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>      | <i>-0,8</i>  | <i>2,2</i>  | <i>4,1</i>  | <i>4,8</i>  | <i>5,5</i>  |
| Satunnaiset erät                       | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Tilikauden tulos</b>                | <b>-2,4</b>  | <b>0,7</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,5</b>  |
| <i>Osakekohtainen tulos</i>            | <i>-0,36</i> | <i>0,10</i> | <i>0,60</i> | <i>0,70</i> | <i>0,81</i> |
| <b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b> | <b>-0,12</b> | <b>0,33</b> | <b>0,60</b> | <b>0,70</b> | <b>0,81</b> |
| Kirjanpitostandardi                    | FAS          | FAS         | IFRS        | IFRS        | IFRS        |



# Tase

| Vastaavaa (MEUR)              | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>      | <b>30,6</b> | <b>33,1</b> | <b>34,8</b> | <b>35,7</b> |
| Liikearvo                     | 16,8        | 18,4        | 18,4        | 18,4        |
| Aineettomat oikeudet          | 11,4        | 11,5        | 12,7        | 13,7        |
| Käyttöomaisuus                | 2,1         | 2,5         | 2,9         | 2,8         |
| Sijoitukset osakkuusyhtiöihin | 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         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>    | <b>9,9</b>  | <b>9,2</b>  | <b>10,3</b> | <b>11,6</b> |
| 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         | 6,3         |
| Likvidit varat                | 5,4         | 4,3         | 4,6         | 5,2         |
| <b>Taseen loppusumma</b>      | <b>40,5</b> | <b>42,3</b> | <b>45,1</b> | <b>47,2</b> |
| Kirjanpitostandardi           | FAS         | FAS         | IFRS        | IFRS        |

| Vastattavaa (MEUR)             | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>9,9</b>  | <b>11,7</b> | <b>14,4</b> | <b>17,1</b> |
| 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         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>23,0</b> | <b>22,1</b> | <b>21,7</b> | <b>20,7</b> |
| 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        | 20,1        |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,5         | 0,6         | 0,6         | 0,6         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>7,5</b>  | <b>8,5</b>  | <b>8,9</b>  | <b>9,4</b>  |
| 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         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>40,5</b> | <b>42,3</b> | <b>45,1</b> | <b>47,2</b> |
| Kirjanpitostandardi            | FAS         | FAS         | IFRS        | IFRS        |

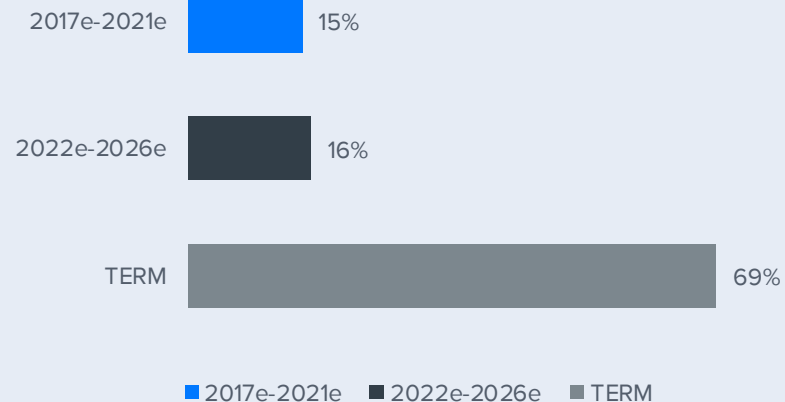


# DCF-arvostusmalli

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2016       | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2024e        | 2025e       | 2026e       | TERM        |
|--|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>1,6</b> | <b>5,6</b>   | <b>6,4</b>   | <b>7,4</b>   | <b>8,7</b>   | <b>9,7</b>   | <b>10,4</b>  | <b>10,6</b>  | <b>10,5</b>  | <b>9,2</b>  | <b>9,5</b>  |             |
| + Kokonaispoistot                              | 5,9        | 4,0          | 4,5          | 4,9          | 5,1          | 5,3          | 5,6          | 6,0          | 6,4          | 6,8         | 7,1         |             |
| - Maksetut verot                               | -0,9       | -1,0         | -1,2         | -1,4         | -1,7         | -1,8         | -2,0         | -2,0         | -2,0         | -1,7        | -1,8        |             |
| - 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         | 0,0         |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>8,1</b> | <b>8,1</b>   | <b>9,4</b>   | <b>10,5</b>  | <b>11,7</b>  | <b>13,2</b>  | <b>14,0</b>  | <b>14,6</b>  | <b>15,0</b>  | <b>14,3</b> | <b>14,7</b> |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | 0,1        | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0         |             |
| - Bruttoninvestoinnit                          | -7,9       | -5,6         | -5,4         | -5,9         | -6,0         | -6,3         | -7,1         | -7,5         | -7,7         | -7,7        | -6,9        |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>0,2</b> | <b>2,4</b>   | <b>4,0</b>   | <b>4,6</b>   | <b>5,7</b>   | <b>6,9</b>   | <b>6,9</b>   | <b>7,1</b>   | <b>7,2</b>   | <b>6,6</b>  | <b>7,8</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                               | 0,2        | 2,4          | 4,0          | 4,6          | 5,7          | 6,9          | 6,9          | 7,1          | 7,2          | 6,6         | 7,8         | 177,5       |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |            | 2,3          | 3,6          | 3,8          | 4,4          | 5,0          | 4,6          | 4,4          | 4,2          | 3,5         | 3,9         | 88,8        |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> |            | <b>128,5</b> | <b>126,1</b> | <b>122,5</b> | <b>118,7</b> | <b>114,4</b> | <b>109,4</b> | <b>104,8</b> | <b>100,4</b> | <b>96,2</b> | <b>92,7</b> | <b>88,8</b> |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        |            | <b>128,5</b> |              |              |              |              |              |              |              |             |             |             |
| - Korolliset velat                             |            | -22,5        |              |              |              |              |              |              |              |             |             |             |
| + Rahavarat                                    |            | 4,3          |              |              |              |              |              |              |              |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                               |            | 0,0          |              |              |              |              |              |              |              |             |             |             |
| -Osinko/pääomapalautus                         |            | -1,4         |              |              |              |              |              |              |              |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   |            | <b>109,0</b> |              |              |              |              |              |              |              |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         |            | <b>15,99</b> |              |              |              |              |              |              |              |             |             |             |

| Pääoman kustannus (WACC)            |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 20,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 4,5 %  |
| 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)    | 7,5 %  |

## Rahavirran jakauma jaksottain



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 esittäjien 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 esittäjien 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvon 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:

|         |        |
|---------|--------|
| 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.

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/>

## Suositushistoria

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 19.2.2016  | Osta     | 6,80 €  | 5,00 €      |
| 23.3.2016  | Osta     | 6,50 €  | 4,95 €      |
| 24.5.2016  | Osta     | 6,50 €  | 5,11 €      |
| 19.8.2016  | Osta     | 7,50 €  | 6,40 €      |
| 8.9.2016   | Lisää    | 7,50 €  | 7,10 €      |
| 14.12.2016 | Osta     | 8,00 €  | 6,50 €      |
| 14.2.2017  | Osta     | 10,00 € | 8,13 €      |
| 28.3.2017  | Osta     | 10,50 € | 8,72 €      |
| 9.5.2017   | Osta     | 12,50 € | 10,50 €     |
| 12.6.2017  | Osta     | 13,50 € | 11,80 €     |

# Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)