

Talenom

Laaja raportti

11/2020

Arvonluojien aatelia

Olemme nostaneet Talenomin tavoitehinnan 12,0 euroon (aik. 10,0 €), mutta toistamme vähennä-suosituksen. Yhtiön jo aiemmin erinomainen sijoitustarina on saanut uutta potkua uskottavan kansainvälistymisstrategian, teknologian jatkuvan kehityksen sekä uudistuneen strategian mukana. Mielestämme Talenom kuuluu Helsingin pörssin arvonluojien aatelistoon, mutta rakettimaisesti nousseen arvostustason (2021e P/E 46x) ja hieman laskeneiden lähivuosien ennusteiden takia emme pidä osakkeen riskikorjattua tuotto-odotusta houkuttelevana.

Talenom kuuluu murroksessa olevan tilitoimistoalan voittajiin

Talenomilla on erittäin vahva positio Suomen fragmentoituneella tilitoimistoalalla, jossa yhtiöllä on selkeä teknologinen kilpailuetu kirjanpidon automatisoidun tuotantolinjan ansiosta. Hybridistrategia, jossa yhtiö on yhdistänyt omien järjestelmien kehittämisen sekä palvelun, on toimialalla varsin ainutlaatuinen. Valtaosa toimialan pienistä yrityksistä ovat pakkoavioliitossa suurien ohjelmistotoimittajien (Accountor ja Visma) kanssa, koska niillä ei ole riittäviä resursseja kehittää omaa järjestelmää. Näin myös teknologisen kehityksen hyödyt siirtyvät yhä enemmän ohjelmistotaloille, ja skaalaedut ovat muodostumassa yhä tärkeämmäksi ajaen samalla konsolidaatiota. Talenom kuuluu alan edelläkävijöihin ja uskomme yhtiön kasvattavan edelleen markkinaosuuttaan (noin 5 %) vuosien edetessä, mikä jälleen vahvistaa resursseja ja skaalaetuja. Vahvasta kilpailuedusta huolimatta kasvu on defensiivisellä toimialalla suhteellisen hidasta ja kallista, mutta lopulta sitäkin arvokkaampaa.

Tuloskasvunäkymät ovat vahvat, mutta uudet avaukset vaativat aikaa

Talenom suuntaa uudistuneessa visiossaan yhä voimakkaammin Euroopan hajanaisille ja digitalisaatiossa myöhässä oleville markkinoille. Näkemysemme kansainvälistymisstrategiasta ja yhtiön kyvystä luoda omistaja-arvoa ulkomailla on vahvistunut merkittävästi. Pitkällä aikavälillä tämä nostaa markkinapotentiaalin uudelle tasolle, mutta uuden maan muuttaminen merkittäväksi tulovirraksi kestää hyvässäkin skenaariossa useita vuosia. Sama koskee uutta pieniasiakaskonseptia ja yritysostoja, joiden rooli on noussut merkittävästi. Näiden syiden ja osittain koronapandemian jälkivaikutusten takia olemme laskeneet lähivuosien tulosennusteita noin 4 %, vaikka Talenomin pitkän aikavälin tarina on mielestämme vain vahvistunut. Odotamme nyt 2019-2024 EPS-kasvun olevan noin 20 % (CAGR). Lisäksi on hyvä huomata, että tasaisesti jyränneessä tuloskasvukoneessa on nyt kokonaan uusia osia. Vaikka olemme suhteellisen luottavaisia kansainvälistymisen ja pieniasiakaskonseptin menestyksen suhteen, näihin liittyy kuitenkin huomattavasti enemmän epävarmuutta kuin ydinliiketoimintaan.

Arvostus on houkuttelevan kasvutarinan ainoa ongelma

Talenomin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, defensiivistä, kannattavuus osin skaalautuvaa ja kilpailuedut vahvoja. Kun tähän lisätään uudet mahdollisuudet pieniasiakassegmentissä (TiliJaska) ja kansainvälisillä markkinoilla, sijoitustarina on erittäin houkutteleva. Ainoa ongelma onkin arvostustaso, joka on noussut osakekurssin (vuodessa +88 %) mukana huolestuttavalle tasolle. 2021e P/E on nyt noin 46x ja lähivuosien tuloskasvuun suhteutettu PEG-kerroin noin 2,7x, kun muutama vuosi sitten vastaavat kertoimet olivat 20x ja 1x. Tuloskasvuodotuksia on hinnoiteltu voimakkaasti ja P/E painuu 30x tasolle vasta vuonna 2023. Kun katsomme mielestämme neutraalia skenaariota vuoteen 2025, saamme tuotto-odotukseksi noin 4,2 % vuodessa (CAGR). Jos yhtiö onnistuu erinomaisesti kansainvälisessä laajentumisessa ja pieniasiakaskentässä, tuloskasvu voi kiihtyä ja muuttaa arvostuskuvaa. Mielestämme nykyiset fundamentit eivät kuitenkaan tue korkeampaa osakekurssia.

Analytikot



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

Suositus



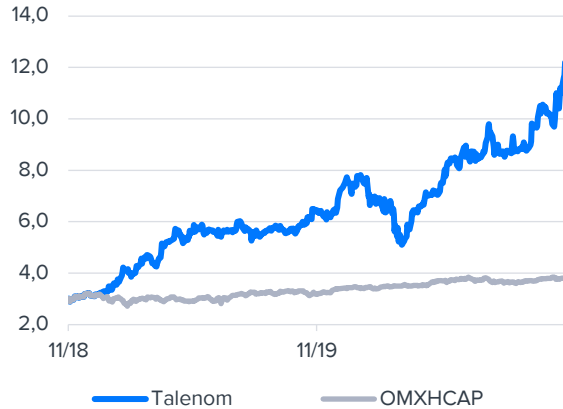
Vähennä
(aik. Vähennä)
12,00 EUR
(aik. 10,00 EUR)
Osakekurssi:
12,20

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	58	65	74	85
kasvu-%	19 %	12 %	13 %	16 %
EBIT oik.	10,4	13,3	15,3	19,0
EBIT-% oik.	18,0 %	20,5 %	20,7 %	22,2 %
Nettotulos	7,6	9,9	11,7	14,5
EPS (oik.)	0,18	0,23	0,26	0,33

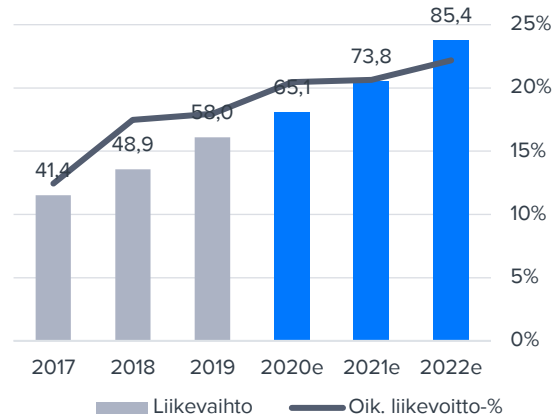
P/E (oik.)	41,1	53,6	46,1	37,2
P/B	13,3	17,2	15,0	12,4
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,2 %	1,3 %	1,6 %
EV/EBIT (oik.)	32,8	42,1	37,4	29,8
EV/EBITDA	18,1	23,5	21,1	16,6
EV/Liikevaihto	5,9	8,6	7,7	6,6

Osakekurssi



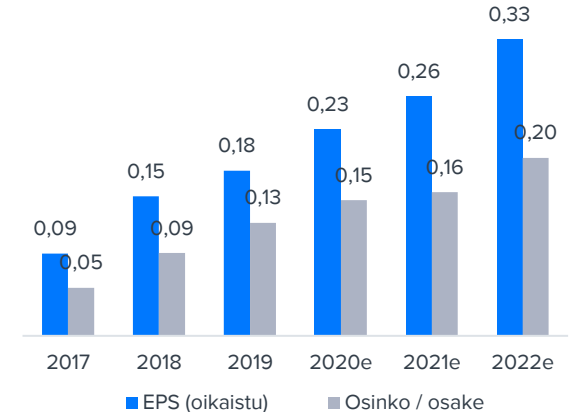
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Ennustamme tuloskasvun olevan lähivuosina noin 20 % vuosittain
- Selkeät kilpailuedut tukevat markkinaosuuden kasvattamista myös jatkossa
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, joka avaa uusia mahdollisuuksia
- Skaalaeduct hyödyntävä liiketoimintamalli vain vahvistuu kasvun mukana
- Kansainvälistyminen ja uusi TiliJaska-pienasiakaskonsepti

Riskitekijät

- Tulospettymykset ja hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku
- Kilpailuetu nojaa teknologiaan, jonka kehitys on yleisesti nopeaa
- Asiakaspidon mahdollinen lasku
- Mahdollisesti kiristynvä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia ja sen pitkän aikavälin lopputulema on vielä epäselvä

Arvostus

- Erittäin voimakas tuloskasvu, yli 90 % toistuva liikevaihto ja hyvä näkyvyys tukevat hyväksyttävää arvostusta
- Preemiohinnoittelu perusteltu, koska yhtiö on toimialan edelläkävijä, voittaa markkinaosuutta ja luo koko ajan omistaja-arvoa
- Osakkeen arvostustaso on noussut historiallisen korkealle tasolle, mikä on huolestuttavaa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Toimiala	9-14
Strategia	15-19
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	20-22
Sijoitusprofiili	23-25
Ennusteet	26-29
Arvonmääritys	30-34
Taulukot	35-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39

Talenom lyhyesti

Talenom on voimakkaasti kasvava ja digitalisoituva tilitoimisto, jolla on mielestämme vahva teknologinen kilpailuetu fragmentoituneella toimialalla.

1972

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

+15,8 % 2004-2019

Pitkän aikavälin kasvu (CAGR-%)

58 MEUR (+19 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

10,4 MEUR (18,0 % liikevaihdosta)

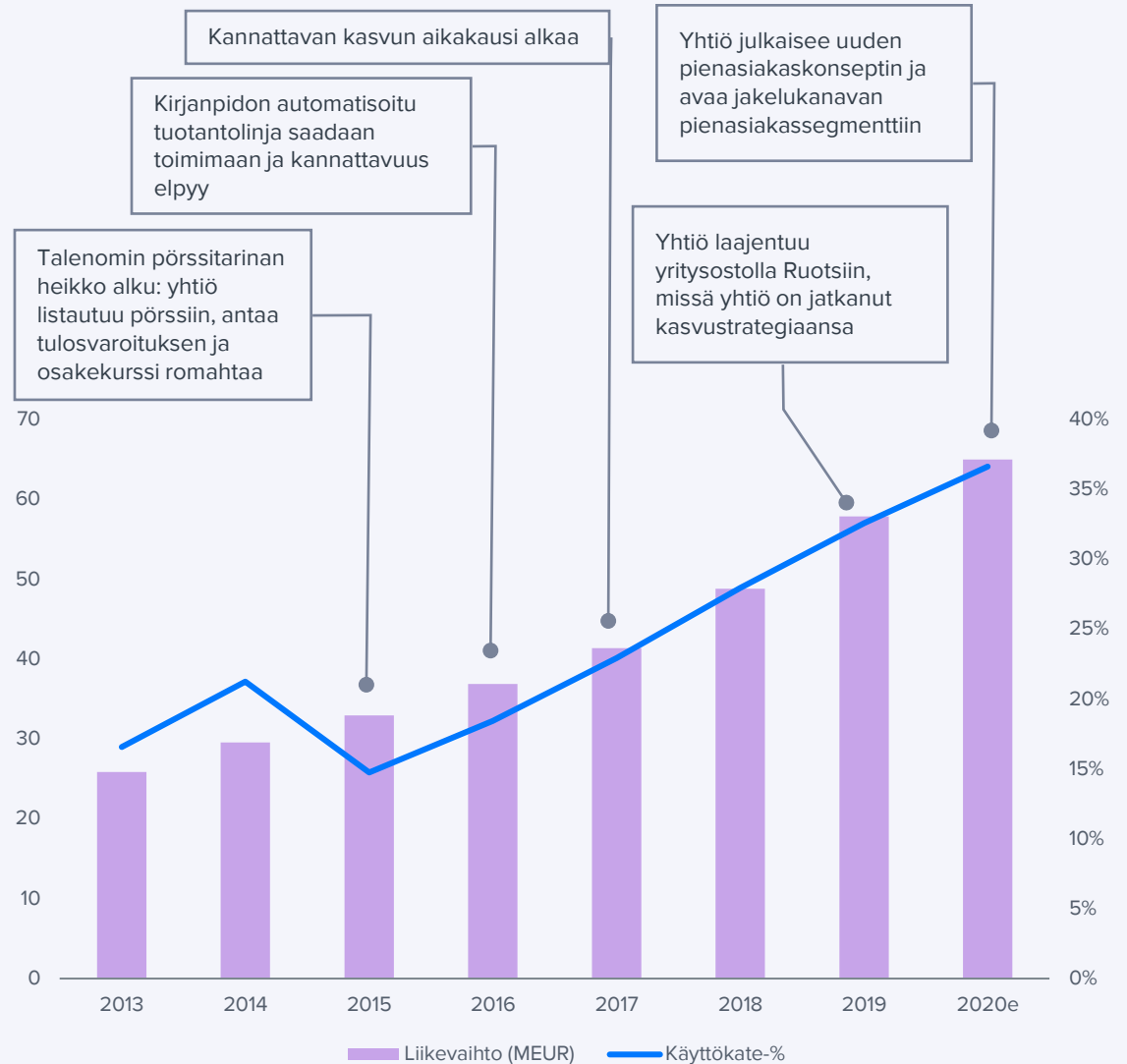
Liikevoitto 2019

Noin 5 %

Talenomin markkinaosuus Suomessa (Inderesin 2019 arvio)

Teknologinen kilpailuetu

Pitkälle automatisoitu kirjanpidon tuotantolinja, joka vähentää merkittävästi kirjanpitäjien rutiinitehtäviä ja tehostaa toimintaa.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Yhtiökuvaus

Talenom on yksi Suomen suurimpia tilitoimistoja sekä taloushallinnon tukipalveluiden tarjoajia. Yhtiö on markkinan edelläkävijöitä aggressiivisesti kasvaen ja pyrkii edelleen vahvistamaan skaalaetuja, joiden avulla yhtiö on pystynyt parantamaan kustannustehokkuutta. Yhtiö on keskittynyt toimimaan erityisesti pk-yritysten kumppanina tarjoten näille lakisääteistä kirjanpitoa huomattavasti laajempaa palvelukokonaisuutta, mutta pyrkii nyt laajentamaan tarjontaansa myös pienasiakassegmenttiin.

Markkinaosuudeltaan toimialan suurimpiin kuuluvalla Talenomilla on noin 5 %:n osuus fragmentoituneesta 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 lisäksi Talenom pyrkii laajentamaan tarjontaansa lisäarvopalveluihin sekä yrittäjien tukipalveluihin. Näin yhtiö pyrkii erottumaan kilpailijoista ja vahvistamaan kilpailuetuaan.

Talenomilla on toimipiste 35 paikkakunnalla, mikä kattaa kaikki Suomen suuret kaupungit. Viime vuosina Talenomin franchising-ketju on kasvanut voimakkaasti, mikä on mahdollistanut yhtiön laajentumisen pienemmille paikkakunnille. Viime vuosina Talenom on laajentunut myös Ruotsiin, jossa yhtiöllä on nyt 3 toimipistettä.

Tilitoimistopalvelut

Talenomin keskeiset tilitoimistopalvelut ovat

kirjanpito, tilinpäätös, raportointi, palkkahallinto, laskupalvelut ja sisäinen laskenta. Käytännössä yhtiöltä löytyy kaikki toimialalle normaali tarjonta. Talenom tarjoaa erilaista tilitoimistoratkaisua riippuen asiakassegmentistä, joka perustuu asiakkaan kokoon sekä palvelutarpeen laajuuteen. Uutta palveluissa on erityisesti pienasiakkaille suunnattu TiliJaska Freemium -konsepti.

Talenomin tarjonta on perinteistä laajempi

Talenomin liiketoimintamalli mahdollistaa keskittymisen taloushallinnon lisäarvopalveluihin ja yhtiö on pyrkinyt laajentamaan tarjontaansa neuvonantopalveluihin, joista esimerkkejä ovat vero- ja lakipalvelut. Kirjanpitäjien aikaa voidaan suunnata jatkuvasti enemmän konsultatiiviseen työhön, kun rutiinitehtäviä on pystytty automatisoimaan tehokkaasti. Tämä luo merkittäviä lisäansaintamahdollisuuksia sekä kirjanpitäjille (työtyytyväisyys) että Talenomille.

Pk-yrityksissä taloushallinnon hoitaminen jää monesti yrittäjien käsiin, jolloin lisäpalvelut voivat olla erittäin haluttuja. Yrittäjä voi keskittyä liiketoimintaan taloushallinnon sijasta. Mielestämme tämä tekee Talenomin vahvasta markkinapositionista tällä sektorilla entistä arvokkaamman. Suurimmissa yhtiöissä, joissa on oma taloushallinto ja osaajat, tärkeintä on yleensä kustannustehokkuus.

Pienet tilitoimistot eivät pysty tarjoamaan vastaavia palveluita, ja tilitoimistojen tarjonnassa on muutenkin suuria eroja. Näkemyksemme mukaan lisäpalveluiden merkitys korostuu merkittävästi tulevaisuudessa, koska lakisääteinen kirjanpito tullaan automatisoimaan yhä voimakkaammin.



Tilitoimistomarkkinan muutos

Ennen ja yleensä edelleen

- Kirjanpitäjä on paikallinen pienyritys, jolla on oma asiakaskuntansa muttei suuria kasvuhaluja
- Henkilöriippuvuus on ollut korkeaa (asiakassuhteet)
- Kirjanpito tehdään ulkopuolisella ohjelmistolla (Accountor ja Visma), rajalliset omat investoinnit
- Kilpailu on rajallista ja paikallista, markkina on voimakkaasti fragmentoitunut
- Tilitoimistomarkkina on kasvanut historiallisesti ~5 %, mistä noin puolet on tullut hinnankorotuksista

Nyt ja tulevaisuudessa

- Suuri osa kirjanpidon rutiinitehtävistä voidaan automatisoida, mutta tämä on vielä harvinaista
- Tilitoimiston lisäarvo siirtyy näkemyksemme mukaan kohti konsultatiivista työtä, missä kirjanpitäjän asiantuntemus korostuu
- Toimialan kasvu jatkuu murroksesta huolimatta, mutta todennäköisesti hidastuu historiallisesta tasosta (arviomme mukaan 3-4 % lähivuosina)
- Toimialan tulevaisuuden kasvu riippuu siitä, miten tilitoimistot onnistuvat palveluiden laajentamisessa
- Vaikka toimijoiden määrä pysynee korkealla (nyt >4100 tilitoimistoa), suurimpien toimijoiden osuus kasvaa
- Toimiala on ollut ja tulee arviomme mukaan olemaan erittäin defensiivinen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Pitkälle viety automatisaatio tuo tehokkuutta

Talenom tuottaa nykyään palvelua kymmenessä toimialaerikoistuneessa tiimissä, mikä kattaa noin puolet yhtiön koko liikevaihdosta. Näin asiakas saa syvempää osaamista henkilökohtaiselta kirjanpitäjältään, sijainnilla ei ole merkitystä ja palvelu voidaan tuottaa etänä. Yhtiöllä on suuret palvelukeskukset Oulussa ja Tampereella, mutta näiden rooli on pienentynyt. Aikaisemmin yhtiöllä oli asiakaspääällikköorganisaatio paikallisesti, mutta tästä on luovuttu eikä asiakaspalvelua enää erotella kirjanpidon tuottamisesta. Jokainen yksikkö tuottaa paikallisille asiakkaille paikallista palvelua, ja lisäksi etäpalvelua toimialan mukaan mahdollisesti myös muille asiakkaille. Kaiken taustalla on kuitenkin kirjanpidon tuotantolinja, jonka automaatioaste on nykyään yli 70 %.

Talenomin kirjanpito on täysin sähköinen ja paperisodasta on siirrytty digitalisaation mukana uuteen aikaan. Asiakkailta on mahdollisuus käyttää paperitositteita, jotka yhtiö skannaa tarvittaessa, mutta tämä on jo suhteellisen harvinaista. Yhtiö on pystynyt automatisoimaan koko ajan enemmän kirjanpidon rutiinitehtäviä, mikä on vapauttanut henkilöresursseja korkeampaa osaamista vaativiin lisäpalveluihin. Talenom ei myöskään ole joutunut kirjanpitäjien rekrytointeihin, jotka ovat yllättävän haastavia. Tämä tukee kannattavuuden skaalautumista kasvun mukana.

Automatisoitua tuotantolinjaa kehitetään edelleen mm. robotiikan avulla, minkä ansiosta Talenomin kilpailuetu ei ole heikkenemässä ilman kilpailijoiden selkeää tasokorjausta. Päinvastoin tehokkuus tulee oletettavasti paranemaan edelleen volyymien kasvamisen antaessa yhtiölle skaalaetuja. Kilpailijoiden osalta tasokorjaus on

mahdollista suuremmille kilpailijoille, mutta lähes mahdotonta noin 4100 pienelle tilitoimistolle Suomessa (yhteenlaskettu markkinaosuus >65 %). Koska nämä ovat toisaalta Accountorin ja Visman asiakkaita, ei niillä ole merkittävää kannustetta automatisoida kirjanpitäjän tehtäviä kokonaan. Talenom on alalla harvinainen toimija, koska se pystyy uskottavasti yhdistämään oman ohjelmistoteknologian sekä kirjanpitopalvelun. Tällä hybridistrategialla yhtiö erottuu myös ohjelmistoihin keskittyvistä yhtiöistä.

Talenomilla on laaja asiakaspohja

Arviomme mukaan Talenomilla on noin 13 000 asiakasta, jotka ovat jakautuneet suhteellisen tasaisesti eri toimialoille. Näin ollen yhtiö ei ole riippuvainen tietyn toimialan menestyksestä. Suurimpia asiakassektoreita ovat käsityksemme mukaan teollisuus, rakentaminen ja vähittäiskauppa. Kymmenen suurinta asiakasta muodostaa käsityksemme mukaan alle 5 % yhtiön liikevaihdosta, joten yksittäisen asiakkaan menettämisellä ei ole yhtiölle suuria vaikutuksia.

Pidämme laajaa, hajautunutta ja hyvin pysynyttä asiakaskuntaa Talenomin selkeänä vahvuutena. Se antaa yhtiölle hyvän jatkuvuuden ja läpinäkyvyyden liiketoiminnassa. Talenomin kilpailukyvyistä ja liiketoimintamallin toimivuudesta kertoo tietysti kyky saada uusia asiakkaita, mikä näkyy liikevaihdon kasvuna. Toistaiseksi yhtiö ei käsityksemme mukaan ole pystynyt nostamaan asiakaskohtaista keskilaskutusta, mikä johtuu pääosin siitä, että uudet asiakkaat ovat koko ajan pienempiä ja aloittavat selvästi pienemmältä laskutustasolta. Vanhojen asiakkaiden keskilaskutus on silti nousussa.



Yhtiön vahvuudet ja heikkoudet

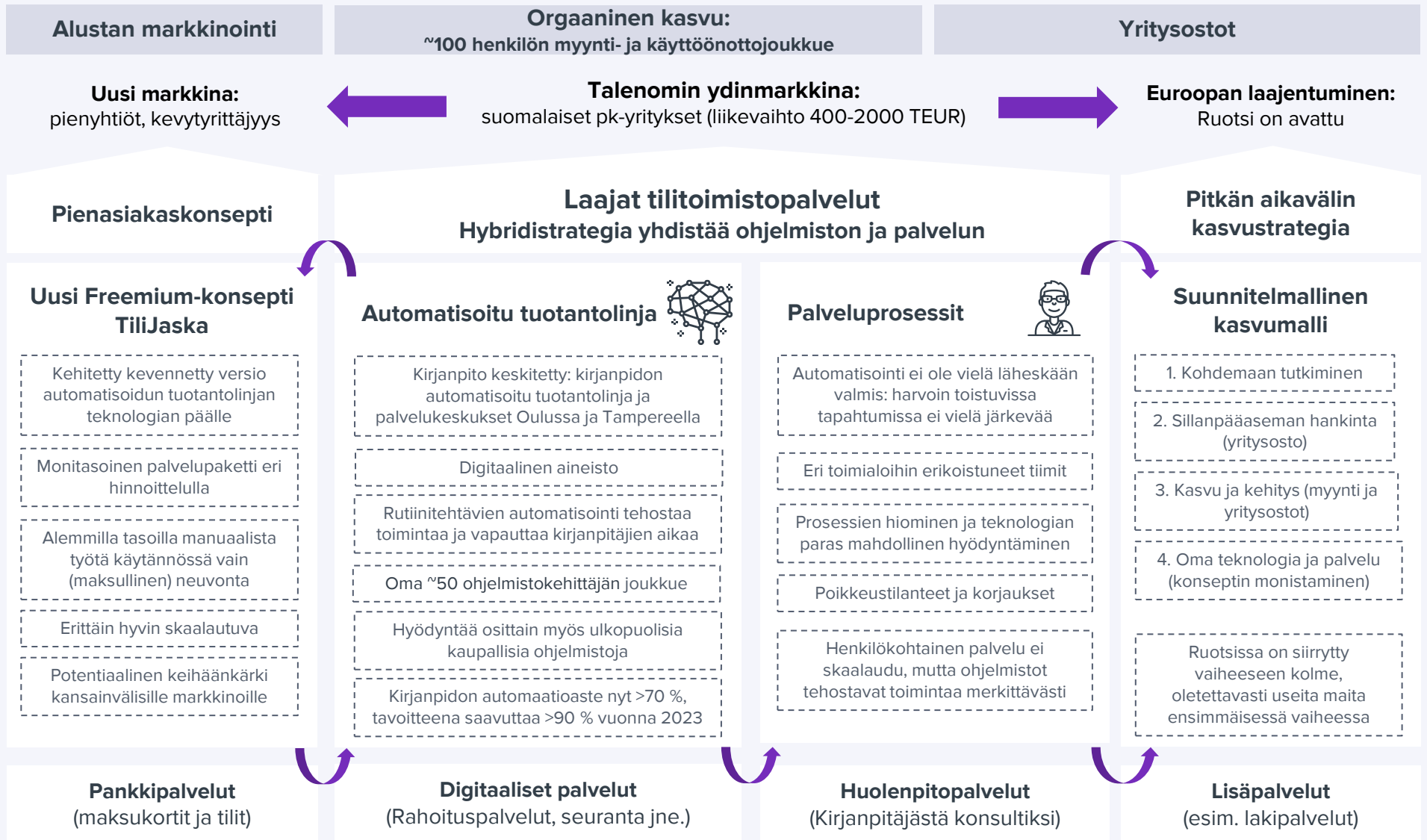
Vahvuudet ja mahdollisuudet

- Erittäin tehokas ja pitkälle automatisoitu kirjanpito-prosessi, minkä mahdollistaa yhtiön ohjelmisto-osaaminen ja liiketoimintamalli
- Kannattavuus skaalautuu, koska kirjanpito-volyymien kasvu ei vaadi yhtiöltä uusia rekrytointeja
- Erinomainen positio toimialan murroksessa, jonka voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu
- Markkinaosuuden kasvattamisen kautta yhtiön skaalaedut vahvistuvat edelleen
- Franchising-malli on osoittanut toimivuutensa ja mahdollistaa markkina-aseman vahvistamisen pienemmillä paikkakunnilla
- Merkittäviä kasvumahdollisuuksia myös konsultointi- ja muissa lisäpalveluissa, joihin yhtiö panostaa

Heikkoudet ja uhat

- Kasvupanostukset ovat edelleen suuria
- Talenomin kilpailuetu nojaa paljon teknologiaan, jonka kehitys on nopeaa (myös yhtiön ulkopuolella)
- Asiakaspidon mahdollinen lasku, jos yhtiö epäonnistuisi asiakaspalvelussa (toimialan perinteisessä mallissa tämä riski mahdollisesti pienempi)
- Mahdollisesti kiristynvä kilpailu digitaalisissa taloushallinnossa
- Pitkällä aikavälillä kirjanpidon rutiinitehtävien hoitamiseen kohdistuu hintapainetta (koko alan riski)

Talenomnin strategia ja liiketoimintamalli



Toimiala 1/5

Kasvava ja defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,15 miljardia euroa vuonna 2019. Tilitoimistojen asiakasyritysten kokoluokan perusteella markkina muodostuu valtaosin mikro- ja pienyrityksistä sekä keskisuurista yrityksistä. Suurissa yrityksissä taloushallinto hoidetaan vielä pitkälti sisäisenä toimintona, mutta ulkoistustrendi etenee asteittain. Jos asiakkaiden itse tekemän taloushallinnon työn ja vielä ulkoistamattomien yritysten taloushallinnon työn arvo huomioitaisiin markkinan määrittelyssä, olisi markkinan koko huomattavasti nykyistä määritelmää suurempi.

Markkina on melko riippumaton makrotalouden sykleistä, mikä tekee siitä erittäin defensiivisen. Yrityksillä on lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito, joten tarve säilyy niin kauan kun verottaja haluaa omansa. Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamussuhde, mikä takia asiakaspysyvyys alalla on erittäin korkea. Defensiivisyydestä kertoo hyvin se, että toimiala on selvinnyt finanssikriisistä, eurokriisistä ja nyt oletettavasti selviää myös koronapandemiasta ilman liikevaihdon laskua. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositionista toimialalla erittäin arvokkaan.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 5,1% vuodessa 2001-2019 välisenä aikana. Vuosina 2012-2017 kasvu hidastui keskiarvosta, mutta vuonna 2018 kasvu kiihtyi peräti 10 %:iin. Vuonna 2019 toimialan kasvu oli suhteellisen normaalilla noin 4,5 %:n tasolla ja arvioimme noin 2-4 %:n kasvun jatkuvan lähivuosina. Vuonna 2020 markkinakasvu jäänee erittäin pieneksi.

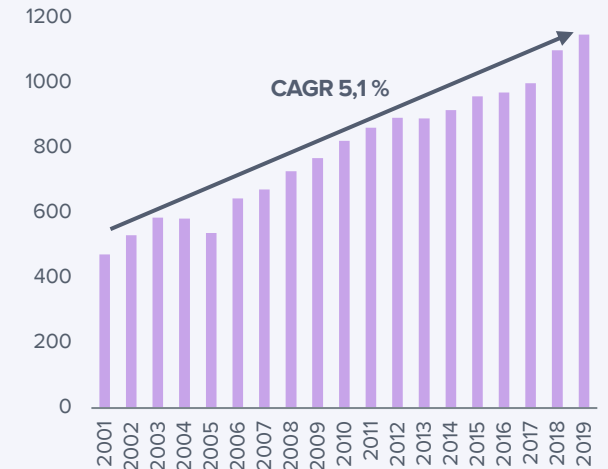
Kasvuajurit ovat muuttumassa

Historiallisesti kasvun vakautta ja jatkuvuutta selittävät pitkälti hinnankorotukset, jotka ovat arviomme mukaan vastanneet noin puolesta markkinan kasvusta. Kirjanpidon sähköistyminen ja digitalisaatio ovat kuitenkin kiristäneet kilpailua, minkä takia merkittäviä hinnankorotuksia on ollut viime vuosina vaikeampaa saada läpi. Tilitoimistot ovat olleet voimakkaasti sidoksissa kirjanpitäjien määrän ja palkkojen kehitykseen. Tämä sidonnaisuus on kuitenkin arviomme mukaan murtumassa, kun digitalisaatio ja automatisaatio tehostavat kirjanpitäjien rutiinitehtäviä selvästi.

Toinen osa kasvussa on transaktiomäärien kasvu, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen tai heikentymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä, minkä takia koronakriisin vaikutukset ovat vielä osittain näkemättä. Pandemian takia Suomen talouskasvu kyykkää voimakkaasti ainakin vuonna 2020, mikä heikentää arviomme mukaan erityisesti alkuvuoden 2021 näkymää. Palkanlaskennassa transaktiomäärät tippuivat toki merkittävästi jo kesällä 2020.

Arviomme mukaan toimialan kasvuajuri tulee lähivuosina olemaan erityisesti perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti. Toinen toimialan kasvua tukeva ajuri on yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistyminen tilitoimistoille. Yritykset haluavat keskittyä omaan ydinliiketoimintaan ja ulkoistaa yhä enemmän tukitoimintojaan kuten IT. Taloushallinnon ulkoistaminen olisi luonnollinen askel tässä kehityksessä ja tilitoimistoille tämä tarkoittaisi kasvavaa kysyntää controller-, talouspäällikkö- ja HR-asiantuntijapalveluiden osalta.

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Tilitoimistojen lukumäärä Suomessa (kpl)



Toimiala 2/5

Toimiala on voimakkaassa murroksessa

Tilitoimistoala on murroksessa, jota ajavat digitalisaatio, palvelutarjonnan ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen, lainsäädännön muutokset ja yrittäjien eläköityminen. Vaikka tilitahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo vallitseva käytäntö, suuressa osassa tilitoimistoja paperitositteet ovat edelleen arkipäivää. Kehitys sähköistettyyn ja tehokkaampaan käsittelyyn on edennyt viime vuosina laajalla rintamalla ja yleistyy vääjäämättä digitalisaation ajamana. Sähköistyminen tulee muuttamaan tilitoimistojen palvelut, prosessit, osaamistarpeet sekä työnjaon asiakkuuksissa. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän arvoaan, mutta konsultin työtehtävät kasvattavat merkitystään. Tämä vapauttaa resursseja lisäarvopalvelujen tuottamiseen. 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 yleensä nimenomaan nämä suhteet.

Valtaosa pienistä ja paikallisista tilitoimistoista pyrkii lähinnä säilyttämään oman reviirinsä. Monelle näistä toimijoista teknologinen kehitys on merkittävä haaste ja yritykseltä voi puuttua vaadittavat resurssit edistää kilpailua tai haastaa muita tilitoimistoja. Toisaalta toimialan suurimmat ovat digitalisaatiossa vahvasti mukana ja haluavat laajentaa toimintaansa murroksessa. Palveluiden sähköistyminen sekä taloushallinnon ohjelmistojen kehittyminen on ollut nopeaa viime vuosina, mikä on mahdollistanut aikaisten omaksujien kilpailukyyn nousun.

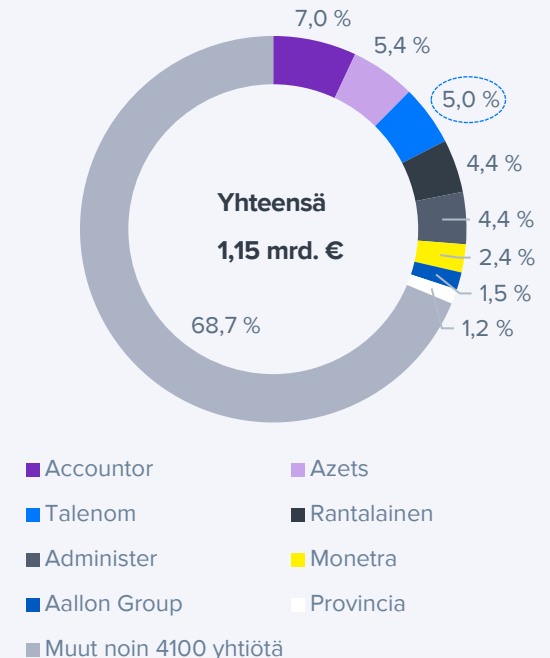
Voimakkaasti fragmentoitunut markkina konsolidoituu hiljalleen

Toimialan rakenne on fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2019 markkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 4105 yritystä ja keskimääräisessä yrityksessä oli vain 3 työntekijää. Toimialan murros tulee ajamaan pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, koska niillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen. Viime vuosina tilitoimistojen määrä onkin vihdoin kääntynyt ainakin lievään laskuun Suomessa.

Alan merkittävimpiä toimijoita ovat Accountor, Talenom, Rantalainen, Administer, Azets, Aallon Group sekä julkiseen sektoriin keskittyneet Monetra ja Provincia. Talenomien kanssa suunnilleen samassa kokoluokassa kilpailevat Accountor, Rantalainen, Administer ja Azets (julkinen sektori ei oleellinen). Näillä yhtiöillä on skaalaa, resursseja ja ainakin suhteellisesti hyvä kilpailukyky myös teknologisesti.

Arviomme mukaan alan kahdeksan suurinta toimijaa pitivät vuonna 2019 hallussaan vain noin 31 % markkinasta, joten valtaosa markkinasta on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä. Kaikilla yrityksillä ei ole resursseja vastata toimialan murroksen tuomiin haasteisiin, minkä takia arvioimme toimialan konsolidaation kiihtyvän selvästi lähivuosina. Myös Accountorin päätös lopettaa kirjanpito-ohjelmisto Tikonin elinkaari vuoden 2021 loppuun voi kiihdyttää konsolidaatiota, koska se pakottaa monet vaihtamaan työssä keskeistä ohjelmistoa ja miettimään tulevaisuuden valintoja. Talenomien ekosysteemi on silloin yksi relevantti vaihtoehto.

Arvio tilitoimistojen markkinaosuuksista Suomessa vuonna 2019 (%)



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätöstiedot ja kotisivut, Inderes

Toimiala 3/5

Skaalaetujen merkitys korostuu

Teknologian kehittyessä näemme merkittävän muutoksen myös skaalan merkityksessä. Toisin kuin historiassa, nykyaikaiset liiketoimintamallit saavat merkittävää tukea skaalasta. Skaalaedut edesauttavat automatisoidun tilitoimiston sekä asiantuntijapalveluiden kannattavuutta. Skaalaedut automaatioissa mahdollistavat erittäin vahvan kannattavuuden ydinliiketoiminnassa ja toisaalta myös kasvavan hintakilpailun, jos automaatio yleistyy merkittävästi ja se määrää joskus ns. rajahinnan. Talenom in arvion mukaan 10 vuoden päästä kirjanpidon perustehtävistä ei makseta enää oleellisia palkkioita, koska ne on automatisoitu täysin. Asiantuntijapalveluissa skaalaedut rajoittuvat henkilöstöresursseihin, mutta voivat silti olla kokonaiskilpailun kannalta merkittäviä. Lisäksi selkeitä skaalaetuja on arviomme mukaan saavutettavissa myös myynnin ja markkinoinnin osalta.

Toimialan murros ja fragmentoituneisuus luovat suuremmille toimijoille tilitoimistomarkkinasta kasvumarkkinan seuraaviksi 5-15 vuodeksi. Uskomme toimialan konsolidaation kiihtyvän ja toimialan muokkaantuvan voimakkaasti seuraavien kymmenen vuoden aikana. Muutospaineet haastavat toimialaa ja asettavat erityisesti pienet tilitoimistot valinnan eteen: poistua markkinalta, erikoistua vai monipuolistua. Myös voittajat on suhteellisen helppo ennakoita.

Arviomme mukaan murroksen voittajia ovat ainakin ohjelmistokehitykseen vahvasti panostaneet Talenom ja Accountor. Lisäksi varteenotettavia haastajia ovat muut suuremmat tilitoimistot kuten Azets, Rantalainen, Administer ja Aallon Group, joilla kaikilla on myös omaa

ohjelmistokehitystä.

Kilpailu toimialalla on edelleen varsin rajattua

Tilitoimistomarkkinalla kilpailu asiakkaista on ollut käytännössä aina rajattua. Alan suuremmista toimijoista Talenom on ollut käytännössä ainoa aidosti aktiivista uusmyyntiä harjoittava yhtiö jo pitkään, ainakin merkittävässä mittakaavassa. Valtaosa pienistä yhtiöistä on keskittynyt suojelemaan omaa ”reviiriä” ja muut suuret toimijat ovat panostaneet pääosin yritysostoihin.

Toimialan suurta toimijamäärää ylläpitääkin arviomme mukaan kilpailun puute tai sen alueellisuus. Suomalainen yritysasiakas on edelleen tottunut tapaamaan kirjanpitäjänsä kasvotusten, mikä tekee kilpailusta alueellista. Kilpailu voi myös olla rajoittautunutta toimialalla yhä vallitsevien konservatiivisten käytäntöjen ja tottumusten takia. Tilitoimistojen pieni koko ja toimialan fragmentoituneisuus kuvastavat myös yhtiöiden kohdemarkkinoiden pienuutta. Toisaalta pienien yhtiöiden mahdollisuudet konsolidoida alaa ovat heikot, eivätkä pienemmät yhtiöt kiinnosta suurempia yhtiöitä samalla tavalla kuten esimerkiksi keskisuuret ketjut.

Kausivaihtelu tilinpäätösten ympärillä

Tilitoimistojen liiketoiminnassa on ollut selkeää kausivaihtelua. Tilinpäätöksen valmistelu ja päättäminen luovat kysyntään säännöllisen piikin joulumaaliskuulle. Tämä korostaa erityisesti ensimmäisen kvartaalin osuutta laskutuksessa sekä kannattavuudessa. Myös Q2 on yleensä vahva. Tämä heijastuu myös Talenom in liikevaihdon ja tuloksen muodostumiseen, vaikka suurimmat erot ovat tasoittuneet.



Tilitoimistoala tiivistettynä

- Tilitoimistoala kasvaa arviomme mukaan lähivuosina noin 2-4 %:n vuosivauhtia
- Toimiala on voimakkaasti fragmentoitunut
- Valtaosa liikevaihdosta on jatkuvaa / toistuvaa
- Yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, sillä kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille
- Kilpailu on rauhallista ja alueellista ja panostukset uusasiakashankintaan ovat yleisesti alhaisia
- Hintakilpailu on edelleen suhteellisen maltillista
- Asiakassuhteet ovat normaalisti erittäin pitkiä ja asiakaspoistuma johtuu monesti yritysostosta tai konkurssista
- Defensiivisyyden, kasvun ja terveen kannattavuuden ansiosta vahva markkinaposition toimialalla on erittäin arvokas
- Konsultointipalveluiden rooli tulee näkemyksemme mukaan nousemaan tulevina vuosina, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan
- Yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistymisen tilitoimistoille tarjoaa toimialalle potentiaalisen kasvujurin
- Arviomme mukaan skaalaetujen merkitys tulee korostumaan tulevaisuuden automatisaation edetessä
- Arviomme mukaan toimialan arvo tulee keskittymään suurille yhtiöille, vaikka toimialan yhtiömäärä voi pysyä edelleen korkeana

Toimiala ja kilpailukenttä Suomessa

Voittajien yhteisiä tekijöitä:

- Vahvat IT-järjestelmät
- Panostaneet sähköistymiseen ja digitalisaatioon
- Riittävä kokoluokka jatkuvaan kehittämiseen
- Skaalaetuja hyödyntävä liiketoimintamalli

Voittajat



Haastajien yhteisiä tekijöitä:

- Toistaiseksi hyvin kilpailukykyisiä yhtiöitä
- Riittävä kokoluokka omaan kehitystyöhön
- Yritysosohalukkuus korkea
- Mahdollisuuksia nousuun tai laskuun kategorioissa

Haastajat



+ muutama muu suurehko tilioimisto

Häviäjien yhteisiä tekijöitä:

- Valtaosin pieniä tai alueellisia tilioimistoja
- Ei resursseja itsenäiseen järjestelmäkehitykseen
- Asema vaikea arvon keskittyessä voimakkaammin ohjelmistoihin
- Voimakkaasti yrittäjävetoisia ja riippuvaisia henkilösuhteista

Häviäjät

Valtaosa nykyisistä noin 4100 pienestä tilioimistosta



Muutama selkeä voittaja

Kasvuhaluiset haastajat, joilla on omaa teknologiaa ja mahdollisuuksia kehittää sitä

Pienet ja paikalliset tilioimistot, joiden markkinaosuus tulee laskemaan murroksessa

Skaalaetuja niillä, joilla on teknologista osaamista ja riittävä kokoluokka

Toimiala 4/5

Katsaus Ruotsin tilitoimistomarkkinaan

Talenom laajentui Wakers -yritystostolla Ruotsiin vuonna 2019 ja vuoden 2020 aikana liiketoimintaa on kasvatettu sekä orgaanisesti että yritysostoilla (Niva Ekonomi ja Frivision). Arviomme mukaan yhtiön Ruotsin liikevaihto on nyt reilun 6 MEUR:n kokoluokassa, mikä tekee siitä jo Talenomien kannalta merkittävän (alle 10 % kokonaisliikevaihdosta). Näin ollen on hyvä tarkastella lyhyesti myös Ruotsin markkinaa.

Ruotsin tilitoimistomarkkinan koko (2019: noin 2 mrd. euroa) on suunnilleen kaksinkertainen Suomeen verrattuna. Tililiiketoimintaa harjoittavia toimistoja on yhteensä noin 21 000, mutta näistä merkittävä osa on sivutoimisia metsävero-ilmoituksia tekeviä tahoja. Ammattimaisesti toimivia toimistoja on noin 7000 ja näistä tilintarkastustoimistoja noin 900. Merkittävä osa tilitoimistoliiketoiminnasta muodostuu Ruotsissa tilintarkastustoimistojen tekemänä, mistä käytetään termiä ”kombi-byrå”. Käytännössä tämä tarkoittaa toimistoa, joka yhdistää tilitoimisto- ja tilintarkastustoiminnot. Näitä ovat esimerkiksi EY, BDO, Mazars sekä Grant Thornton.

Aidosti suuria toimijoita Ruotsissa on käsityksemme mukaan vain kaksi: [Aspia](#) ja [Ludvig & Co](#) (aik. LRF Konsult). Aspialla on noin 1450 työntekijää ja 70 toimistoa ympäri Ruotsin (edustus myös Suomessa, Norjassa ja Tanskassa). Vastaavasti Ludvigilla noin 1300 työntekijää yhteensä noin 130 paikkakunnalla. Molemmat ovat siis skaalaltaan suuria, mutta käsityksemme mukaan yhtiöiden oma teknologinen taso ei ole poikkeuksellinen. Käsityksemme mukaan Aspian järjestelmäkokonaisuus tukeutuu Fortnoxin ja vastaavasti Ludvig osti aikoinaan Bokoredon,

mikä ei kuitenkaan ole johtanut selkeään kilpailuetuun. Suomessakin toimivista kilpailijoista Azetsilla (pohjalla myös norjalainen Visma Services) ja Accountorilla on merkittävää toimintaa myös Ruotsissa. Lisäksi maininnan arvoisia ovat [PE Accounting](#) ja [ECIT](#). Talenom on kuitenkin jo nykyisellä pienellä liiketoiminnallaan käsityksemme mukaan Ruotsin 8. suurin ”puhdas” tilitoimisto, joten suuria toimijoita on vähän.

Mielenkiintoinen markkina

Yleisesti Ruotsi on tilitoimistoalan kehityksessä Suomea jäljessä esimerkiksi digitalisaation suhteen, mutta taso on kuitenkin erittäin hyvä eurooppalaisessa vertailussa. Lisäksi Ruotsissa on sektorilla mielenkiintoisia ohjelmistoyhtiöitä kuten erinomaisesti menestynyt Fortnox. Kyseessä on puhdas ohjelmistoyhtiö, joka käyttää tilitoimistoja jakelukanavina, kuten esimerkiksi myös Accountor. Fortnoxilla ei kuitenkaan ole omaa palveluverkostoaan. Uskomme että Ruotsi tulee kirimään teknologiassa, mutta silti sen rakenne ja dynamiikka vaikuttavat Talenomille hyviltä. Ruotsin hinnoitteludynamiikka on samantapainen kuin Suomessa, joskin sekä hinnat että palkat ovat korkeampia.

Talenomin arvion mukaan Ruotsin markkinoilla tilitoimistojen lukumäärä on kasvussa, missä taustalla on ensisijaisesti matala alalietulokynnys (helppo perustaa tilitoimisto) sekä isoissa toimistoissa (Aspia ja Ludvig) lopettavien asiantuntijoiden siirtyminen itsenäisiksi yrittäjäksi. Näin ollen myös Ruotsin markkina on erittäin fragmentoitunut, eikä Suomessa viime aikoina nähtävää konsolidaatiota ole vielä merkittävässä määrin näkyvissä. Uskomme konsolidaation etenevän tulevaisuudessa myös Ruotsissa.



Ruotsin markkina tiivistettynä

- Markkinan koko noin kaksi miljardia euroa eli suunnilleen kaksinkertainen Suomeen verrattuna
- Ammattimaisten tilitoimistojen määrä on noin 7000, joten markkina erittäin fragmentoitunut kuten Suomessa
- Ruotsin suurimmat yhtiöt toimialalla ovat Aspia ja Ludwig & Co (aik. LRF Konsult)
- Suomessa merkittävistä kilpailijoista Azetsilla ja Accountorilla on merkittävää toimintaa Ruotsissa
- Talenom on Ruotsin liiketoiminnan pienenä huolimatta jo kahdeksanneksi suurin yhtiö toimialalla
- Yleisesti Ruotsi on tilitoimistoalan kehityksessä Suomea jäljessä esimerkiksi digitalisaation suhteen, mutta taso on kuitenkin erittäin hyvä eurooppalaisessa vertailussa.
- Ruotsissa on kuitenkin myös erinomaisesti menestyviä ohjelmistoyhtiöitä kuten Fortnox

Toimiala 5/5

Euroopan tilitoimistoala on digitalisaatiossa selvästi Suomea jäljessä

Talenomin strategiaan kuuluu laajentuminen myös manner-Eurooppaan, joten tarkastelemme lyhyesti myös tämän markkinan dynamiikkaa ja muutosajureita. Yleisesti Keski-Eurooppa on merkittävästi jäljessä Suomea digitalisaatiossa ja tämä näkyy myös tilitoimistoalalla. Euroopassa tilitoimistojen ”standardi” on edelleen vahvasti paperipohjainen, mutta on selvää, että muutos on edessä myös Euroopassa. Murroksen nopeutta on kuitenkin vielä vaikea arvioida.

Euroopan markkinadynamiikka vaikuttaa muutenkin hyvin suotuisalta Talenomille. Euroopassa on valtava määrä mikro- ja pienyhtiöitä, joita palvelee lukematon määrä yksittäisiä konsultteja sekä pieniä tilitoimistoja. Lisäksi Talenomin toistaiseksi tutkimilla markkinoilla (Saksa, Itävalta ja Viro) tilitoimistoissa on ollut käytössä hyvin perinteiset työprosessit. Markkina on myös voimakkaasti fragmentoitunut ja sitä pitävät hallussaan valtaosin pienet tilitoimistot, jotka toimivat Talenomin näkökulmasta vanhoilla työmenetelmillä ja käsityksemme mukaan ilman merkittävää omaa teknologiakehitystä. Tämä avaa Talenomille merkittävän toiminnan tehostamispotentiaalin.

Markkinan koko ei rajoita kasvua

Euroopan markkina on valtava, mutta kokoa on mielestämme turha analysoida tarkemmin. Markkinakoko ei ole ongelma, vaan Talenomin haasteena on näkemyksemme mukaan markkinoille pääsy. Seuraavana tämä tarkoittaa käsityksemme mukaan sopivan yritystokohteen

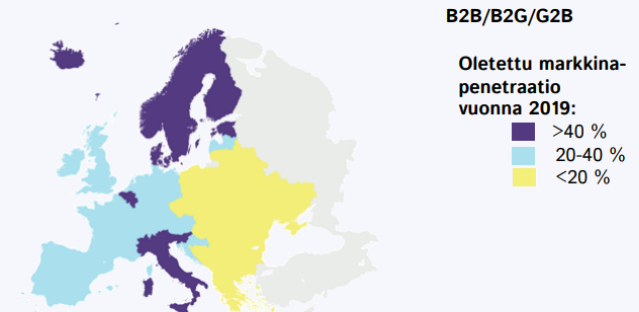
löytämistä, minkä pohjalle Talenom voisi rakentaa strategiassa mainitun ”Sillanpääaseman”. Tämä ei välttämättä ole helppo tehtävä, sillä oikean kohteen löytäminen on mielestämme kriittistä koko projektin onnistumisen kannalta.

Emme lähde tässä vaiheessa arvailemaan sitä, mihin Talenom mahdollisesti seuraavaksi laajentuu. Toteamme kuitenkin, että Eurooppaan laajentuminen on mielestämme pitkällä aikavälillä merkittävä mahdollisuus Talenomille ja yhtiön strategian riski/tuotto-suhde vaikuttaa hyvältä. Kansainvälistymisstrategiaa käsittelemme myöhemmin tarkemmin Strategia -kappaleessa.

Talenomin havaintoja Euroopasta:

- Lainsäädäntö on kehittynyt satojen vuosien aikana nykyiseen melko monimutkaiseen muotoonsa -> tarve asiantuntijuudelle on pysyvä
- Heikko talouskasvu toimii tehostamishankkeiden ajurina
- Pienten ja keskisuurten yritysten osuus BKT:stä on merkittävä (+50 %)
- Fragmentoitunut tilitoimistomarkkina -> rajallinen investointikyky
- Perinteiset työmenetelmät -> kova tarve investoinneille
- Puute ammattitaitoisista osaajista -> työkuorman optimointia verkostoitumalla ja alihankinnan kautta

Sähköisen laskutuksen markkinapenetraatio Euroopassa



Lähde: Billentis (2019)

Strategia 1/4

Strategiaa uudistettiin ja visiota kirkastettiin

Talenomin strategiaprosessi on käsityksemme mukaan vielä kesken, mutta yhtiö on selvästi lähtenyt muuttamaan aiempia linjauksiaan. Talenomin tavoitteena on ollut kasvaa Suomen arvostetuimmaksi tilitoimistoksi, mutta yhtiön uusi visio on ”Ylivoimaiset tilitoimisto- ja pankkipalvelut pk-yrityksille” ja visiokuvassa nuolet vievät Talenomia voimakkaasti manner-Eurooppaan. Suosittelemme sijoittajia tutustumaan yhtiön vasta järjestettyyn [pääomamarkkinapäivään](#).

Mukana on toki tutut elementit eli yrittämisen ilo ja helppous, automaatio sekä huolenpito. Isossa kuvassa ei ole tapahtunut valtavia muutoksia, mutta mukaan on tullut pankkipalvelut, pienasiakaskonsepti sekä laajentuminen Eurooppaan. Mukana on edelleen myös rahoituspalvelut, mutta esimerkiksi ajatus yrittäjien ”tavara- ja palvelutalosta” on selvästikin haudattu. Lisäksi huomionarvoista on, että aiemmin vahvasti orgaaniseen kasvuun panostanut Talenom kertoo nyt kiihdyttävänsä kasvua myös yritysostoilla niin Suomessa kuin ulkomaillakin. Toki yhtiö panostaa edelleen vahvasti myös aktiiviseen myyntiin.

Peruselementit ovat mielestämme ennallaan

Koska Talenomin oma strategiatyö on ilmeisesti vielä kesken, olemme perustaneet tämän kappaleen vahvasti omiin johtopäätöksiimme yhtiön uusista linjauksista. Odotamme Talenomiilta virallista strategiapäivitystä ensi vuoden aikana.

Vaikka Talenomin visio on muuttunut merkittävästi, ydinliiketoiminnan suhteen peruselementit ovat mielestämme ennallaan (kts. sivupalsta). Kyseessä selkeä yksinkertaistus, mutta sitä kautta on

mielestämme helppoa havainnollistaa Talenomin strategian ydin. Käymme seuraavissa kappaleissa mielestämme merkittävimmät strategiset asiat läpi kuvion esittämässä järjestyksessä.

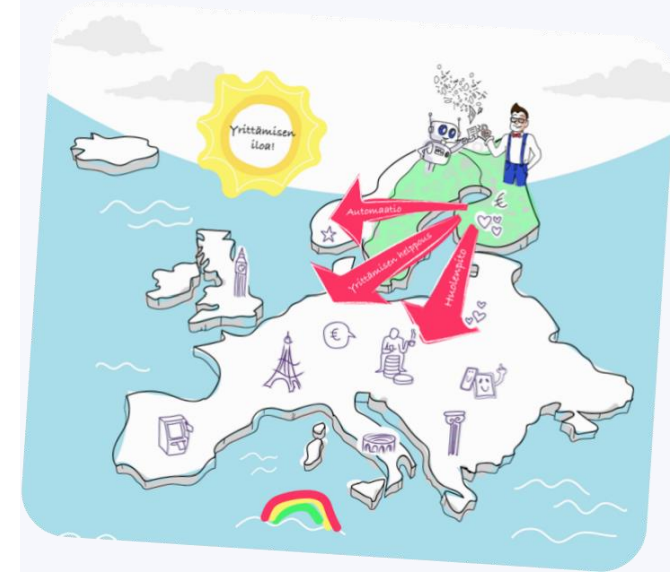
1 & 2: Liikevaihdon kasvu ja tehostamishyödyt

Talenomin kasvustrategia perustuu orgaaniseen kasvuun, jota yhtiö kiihdyttää yritysostoilla. Yritystojen rooli on merkittävästi kasvanut, kun yhtiön omat prosessit ja teknologia ovat kehittyneet ja tätä kautta saatavat hyödyt ovat huomauttavasti aiempaa suurempia. Käytännössä tämä tarkoittaa, että Talenom voi nostaa kohdeyhtiön kannattavuutta jopa 20 %-yksiköllä tehostamalla toimintaprosesseja sekä tuomalla yhtiölle automatisoidun kirjanpitojärjestelmän. Tämä vie vuosia aikaa, mutta kun huomioidaan toimialan arvostuskertoimien maltillisuus (EV/S 0,3-1,0x ja 3-5x EV/EBITDA) saadaan yritysostojen tuotto-odotus erittäin korkeaksi.

Lisäksi tilitoimistoalalla on nyt tällä hetkellä merkittävää painetta tehdä suurempia valintoja: pienet yhtiöt eivät voi kehittää omia alustoja, ja järjestelmän vaihto (esim. Tikonista) edellyttää merkittävää rahallista ja ajallista investointia. Samalla digitalisaatio muuttaa tilitoimiston ja ohjelmistotalon välisiä voimasuhteita tilitoimiston kannalta epäedullisesti, minkä takia esimerkiksi Talenomin ekosysteemi voi olla kiinnostava vaihtoehto. Tämän ansiosta Talenom saa käsityksemme mukaan myös aiempaa enemmän vastakaikua tilitoimistoalan yrittäjiltä.

Talenom panostaa toki edelleen voimakkaasti orgaaniseen kasvuun ja yhtiöllä on noin 100 henkilön myyntiorganisaatio.

Talenomin uudistettu visiokuva



Strategia 2/4

Vaikka yhtiö aktivoi osittain asiakashankintaan liittyviä kuluja, kiinteä kulu painaa koko ajan yhtiön kannattavuutta ja asiakkuuksien alkuvaihe on yhtiölle tappiollista. Lisäksi Talenom käyttää kasvun saavuttamiseen palvelulaadun ja palvelun laajuuden lisäämistä sekä maantieteellistä laajentumista uusiin kaupunkeihin Suomessa (ja ulkomailla).

Lisäksi yhtiö on rakentanut ja laajentaa edelleen franchising -verkostoaan. Talenom käynnisti vuonna 2015 franchising-liiketoimintamallin, jossa yhtiö tarjoaa keskitetyn palvelukeskusmallin käyttöä yrittäjille. Franchising-yrittäjän vastuulle jää asiakkaiden hankinta ja asiakaspalvelu, mutta itse kirjanpito tehdään kustannustehokkaasti palvelukeskuksissa. Näin Talenom on vahvistanut asemaansa pienemmällä paikkakunnilla Suomessa, joihin oman toimiston perustaminen ei olisi rajallisen asiakaskunnan takia perusteltua. Tällä hetkellä franchising-yrittäjiä on yhteensä 22. Franchising on Talenomille merkittävä kasvuajuri, jonka avulla yhtiö kasvattaa markkinaosuutta ja kriittistä skaalaa, mikä jälleen vahvistaa myös yhtiön kilpailuetua.

Kokonaisuudessaan kasvu defensiivisellä toimialalla, jossa asiakaspysyvyys on korkea ja asiakkuudet erittäin pitkiä, on suhteellisen kallista. Tämä on Talenomille haaste asiakashankinnassa, mutta toisaalta merkittävä vahvuus ja peruste tehdä aggressiivista myyntityötä. Asiakashankinta aiheuttaa huomattavia etupainotteisia kuluja, joista suurimmat ovat myyjien kiinteät palkat ja myyntiprovisiot. Kasvu on kuitenkin yhtiölle

äärimmäisen hyödyllistä, koska se tuo yhtiön ”tuotantolinjalle” koko ajan lisää volyymeja ja luo siten skaalaetuja.

3. Automaation tehostaminen ja skaalaedut

Talenomin kirjanpitolinjan tuoma kilpailuetu on erittäin selkeä, vaikka muillakin suurilla toimijoilla on ainakin samantyyllisiä järjestelmiä. Talenomin ydinliiketoiminnan erinomainen kannattavuus kuitenkin osoittaa, että sen prosessit ovat jo nyt erittäin tehokkaita. Automaation tuomat edut myös kasvavat volyymien mukana, minkä ansiosta kasvun mukana yhtiön kannattavuus skaalautuu.

Yhtiön fokus on ollut vuosina 2019 ja 2020 prosessitehokkuuden parantamisessa, missä on saavutettu selkeitä hyötyjä. Nyt painopiste siirtyi jälleen automaation kehitykseen. Kirjanpidon tuotantolinjan automaatioaste on nyt yhtiön mukaan reilut 70 %, ja yhtiön tavoite on saavuttaa yli 90 % vuonna 2023. Helpoimmat asiat on kuitenkin jo automatisoitu, joten automaatioasteen nostaminen on jatkossa aiempaa haastavampaa kirjanpidon osalta.

Sen sijaan palkanlaskennan, jossa yhtiö käyttää ulkopuolista ohjelmistoa, automatisointi on vasta aloitettu. Yhtiön mukaan palkanlaskennan automatisaatioaste on tänä vuonna noussut lähes nollasta yli 25 %:n tasolle, ja tavoitteena manuaalisten rutiinien 100 % automatisointi. Myös myyntireskontran automaatioasteessa on kehityspotentiaalia.

Kirjanpito prosessin automaation suhteen Talenom on menossa hiljalleen kohti täyttä rutiinitehtävien

automatisaatiota ja investoinnit jatkuvat myös tulevaisuudessa. Talenomin automatisoidun tuotantolinjan kulut ovat muodostuneet etupainotteisesti. Yhtiö on investoinut viimeisen vuosikymmenen aikana arviomme mukaan yli 20 MEUR omien IT-järjestelmien kehittämiseen, mikä on ollut pitkä prosessi. Panostukset myös jatkuvat hamaan tulevaisuuteen ja yhtiö on indikoinut, että T&K-panostukset pysyvät lähivuosina tasaisina tai kasvavat kohtuullisesti. Nyt yhtiöllä on kuitenkin vahva kilpailuetu, sillä vastaavat kehitysprosessit ovat valtaosalla kilpailijoista edessä tai monille myös käytännössä mahdottomia toteuttaa.

Skaalaetujen saavuttamisen kannalta automaatio on luonnollisesti kriittinen tekijä, mutta samalla täytyy huomioida myös yhtiön palvelukeskusmalli. Nimenomaan Talenomin keskitetty palvelukeskusmalli yhdistettynä kirjanpidon automatisoituun tuotantolinjaan luovat mielestämme yhtiölle kriittisiä skaalaetuja. Mitä suurempi määrä erilaisia toistuvia toimenpiteitä on, sitä suurempia hyötyjä automatisaatiosta voidaan saada. Näin ollen asiakas- ja tositemäärien kasvu tukee koko ajan myös teknologian kehitystä. Tämä tekee yhtiön kasvusta erityisen houkuttelevaa, koska kasvava skaala vahvistaa myös teknologista kilpailuetua.

4. Asiakaspalvelun parantaminen

Automatisaatio ja kirjanpidon erittäin tehokas tuottaminen avaa mahdollisuuksia myös asiakaspalvelun kehittämiseksi, mikä kuuluu Talenomin hybridistrategian (teknologian ja palvelun yhdistäminen) kulmakiviin.

Strategia 3/4

Talenomin tavoitteena on tarjota ylivoimainen asiakaskokemus, johon yhtiö pyrkii teknologian ja palvelun saumattomalla liitolla. Yhtiön mukaan ylivoimainen asiakaskokemus syntyy yhdistämällä digitaalinen käyttäjäkokemus ja laadukas aktiivinen palvelu. Samalla automaation varsinaisesta kirjanpidosta vapauttamaa aikaa on ohjattu asiakas kohtaamisiin, ja asiantuntijoiden proaktiiviset kontaktit ovat kasvaneet moninkertaisiksi. Talenomien mukaan asiakkaiden tyytyväisyys omaan asiantuntijaan on korkeampi kuin koskaan, mikä parantaa varmasti asiakaspitoa.

Samalla avautuu merkittävä mahdollisuus konsultointipalveluihin, joiden lähtökohtana on olemassa olevien kirjanpitäjien vapautuneen ajan myynti. Tästä tuleva lisätulo oletettavasti jaetaan kirjanpitäjän (lisä palkkaan) ja Talenomien kesken. Talenomille ei tule tästä uusia kiinteitä kuluja, mikä tekee mahdollisuudesta erityisen houkuttelevan. Näkemyksemme mukaan erilaisten konsultointipalveluiden rooli tulee nousemaan lähivuosina selvästi, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan yhä enemmän ja toisaalta kirjanpitäjiä saadaan koulutettua riittävästi. Arviomme mukaan Talenom on kehityksessä yleistä toimialaa selvästi edellä, mutta toistaiseksi tämä ei ole näkynyt asiakas kohtaisen liikevaihdon merkittävänä nousuna, vaan enemmän asiakkaiden parempana palvelemisena. Asiakastytyväisyys onkin noussut viime vuosina.

Jos neuvonantopalveluiden liikevaihto lähtee nousuun, sijoittajien kannalta siitä voi muodostua arvokas optio vahvan ydinliiketoiminnan rinnalle.

5. Investoinnit ja uusille alueille laajentuminen

Talenom on ollut innokas laajentamaan omaa tarjontaansa uusiin palveluihin ja myös uusille maantieteellisille alueille. Ydinliiketoiminnan tuottamaa runsasta rahavirtaa onkin investoitu myös uusiin avauksiin, jotka eivät toistaiseksi ole olleet suuria menestyksiä. Aiemmistä avauksista kehityksessä on edelleen rahoituspalvelut, jonka volyymikehitys on kuitenkin ilmeisesti jäänyt suhteellisen heikoksi. Ainakaan tämä ei ole ollut merkittävässä roolissa yhtiön kommunikaatiossa.

Tällä hetkellä merkittävin uusi alue on pienasiakkaille suunnattu [TiliJaska- Freemium konsepti](#), jonka mukana Talenom laajenee myös pankkipalveluihin. Q3-katsauksen yhteydessä lanseeratusta pienasiakaskonseptista tiedetään edelleen rajallisesti, mutta perusajatus on selkeä. TiliJaska tarjoaa pienasiakkaille aluksi ilmaisen kirjanpitosovelluksen, pankkipalvelut (IBAN-tilit ja kortit) sekä joustavat tilitoimistopalvelut asiakkaan tarpeiden mukaan. Transaktiomäärien kasvaessa ja/tai kirjanpidon monimutkaistuessa tarkoituksena on nostaa palvelutasoa ja sitä kautta palkkioita. Konseptiin liittyvät vahvasti uudet pankkipalvelut, joiden kautta kokonaisuus saadaan kattavammaksi ja osittain kirjanpidon automaatiota syvennettyä. Strategisesti tärkeää on kohdemarkkinan merkittävä laajeneminen sekä helpompi pääsy kiinni kasvuyhtiöihin niiden alkuvaiheessa.

TiliJaska -alusta on pitkälle automatisoitu, ja sen pohjalla käytetään samaa teknologiaa kuin kirjanpidon tuotantolinjassa. Tämä on pienentänyt kehityskustannuksia ja toisaalta nostaa synergioita.

TiliJaskan eri palvelutasot + Talenomien perinteinen all inclusive -malli



Aiempiä avauksia ydinliiketoiminnan ulkopuolelle:

Talenom lanseerasi ensimmäisiä uusia palveluita kesällä 2017, joista lopulta henkilöstöpalvelut sekä puhelinpalvelut käynnistyivät. Ajatuksena oli myös luoda yrittäjille oma tavara- ja palvelutalo, minkä kautta Talenomien asiakkaat olisivat saaneet suuren asiakkaan etuja esimerkiksi tietokone- ja älypuhelinhankinnoista (yhteistyö Gigantin kanssa). Tästä ajatuksesta on käsityksemme mukaan nykyään luovuttu. Sen sijaan rahoituspalvelut kuuluvat edelleen yhtiön suunnitelmiin.

Rahoituspalveluissa Talenom toimii välittäjänä yhteistyökumppanin ja asiakkaidensa välissä. Yhteistyökumppaneita olivat laskurahoituksessa Arex ja yrityslainoissa Fellow Finance. Rahoituspalvelut ovat edelleen osa Talenomien tulevaisuuden suunnitelmia, mutta konsepti on mahdollisesti muuttamassa muotoaan.

Strategia 4/4

Freemium TiliJaska-konseptin kautta Talenom saa jakelukanavan pienyhtiö- ja kevytyrittäjä-markkinalle, mitä yhtiöllä ei ole aiemmin ollut. Perinteiselle Talenom myynnille (suorat asiakastapaamiset) segmentti on ollut liian kallis kulu/hyöty-suhteessa, minkä takia perinteinen myynti on keskittynyt yhtiöihin noin 400-2000 TEUR:n liikevaihtoluokassa. Talenomilla toki on joitakin selvästi pienempiä asiakkaita, mutta yhtiön asema on tällä markkinalla suhteellisen heikko.

TiliJaska tarjoaa siis uuden jakelukanavan pienasiakkaisiin, joiden osuus koko tilitoimistomarkkinasta on Talenom arvion mukaan noin 40 %. Samalla Talenom lähtee haastamaan myös mielenkiintoista kevytyrittäjäkenttää, jossa toimivat mm. Ukko.fi (yhteistyössä Nordean kanssa) ja pörssiyrityksiä myös Eezy. Talenom lähtee kilpailuun osittain hinta edellä, koska se ottaa vain 2 %:n palkkion laskutussummasta (+alv), kun toimialan ”standardi” on käsityksemme mukaan nyt 5 %.

Synergia olemassa olevan liiketoiminnan kanssa on selkeä ja markkinapotentiaali kasvaa Freemium TiliJaska -konseptin myötä merkittävästi, joten pienasiakaskonseptiin on helppo suhtautua positiivisena optiona Talenomille. Silti meille on edelleen epäselvää, miten merkittävä tulosajuri TiliJaska mahdollisesti on lähivuosien ”ylösajovaiheen” jälkeen. Tällä hetkellä omissa ennusteissamme pienasiakaskonseptin rooli on pieni, ja oletamme sen käytännössä kiihdyttävän Talenom liikevaihdon kasvua vuonna 2022 muutamilla prosenttiyksiköillä.

Kansainvälinen kasvu

Talenomin 11.11. pidetyn CMD:n mielenkiintoisin osio oli mielestämme [kansainvälistyminen](#), josta saimme mielestämme selkeän kuvan Talenom ajatus- ja toimintamallista. Yhtiö kertoi, että Euroopassa on useita erittäin mielenkiintoisia maita, joissa on 1) valtava määrä pieniä ja keskisuuria yrityksiä, 2) perinteiset talouden prosessit ja 3) fragmentoituneet tilitoimistomarkkinat. Yhtiö kuvasi strategiaa hyvin perustellulla neljän vaiheen mallilla, jonka vaiheet olemme esitelleet vieressä.

Ruotsissa Talenom on nyt päässyt kolmanteen vaiheeseen, ja yhtiö on lokalisoimassa omaa ohjelmistoaan. Huomioiden Talenom todistettu kyky tehostaa ostettujen yritysten tehokkuutta ja kannattavuutta Suomessa, Ruotsissa ollaan etenemässä kriittiseen vaiheeseen. Alkuvaiheessa lokalisointi tehdään kuitenkin yksinkertaisemmalla järjestelmällä, jota yhtiö käyttää myös uudessa pienasiakaskonseptissa.

Euroopan markkinoiden Talenomille suotuisa rakenne, yhtiön järjestelmällinen suhtautuminen kansainväliseen laajentumiseen ja tähän rakennettu selkeä prosessi sai meidät vakuuttaneeksi siitä, ettei Talenom ole lähtemässä Euroopan markkinoille takki auki. Uskommekin, että kyseessä on pitkällä aikavälillä merkittävä mahdollisuus Talenomille ja strategian riski/tuotto-suhde vaikuttaa hyvältä. Samalla on tärkeää huomioida, että uuden maan muuttaminen varsinaiseksi merkittäväksi tulovirraksi kestää hyvässäkin tapauksessa vuosia.



Talenomin kansainvälistymisprosessi vaiheittain

- 1 Tutkiminen (12 kk)** 
 - markkinoiden analyysi
 - verkottuminen
 - infrastruktuuri
 - de facto -työmenetelmät
 - yritystoston tunnistelut
- 2 Sillanpääasema (12 kk)**
 - konseptointi ja org. kasvu
 - prosessitehokkuuden analyysi ja työmenetelmien kehityssuun.
 - organisaation ja johtamisen systemaattinen kehittäminen
- 3 Kasvu ja kehitys (24 kk)** 
 - myyntiorganisaation kasvattaminen
 - yritystostot
 - toimialakonseptien kehittäminen
 - jatkuvan kehittämisen malli
 - oman ohjelmiston lokalisointi
- 4 Oma teknologia ja palvelu (24 kk)**
 - service as a service
 - oma teknologia ratkaisevissa prosesseissa
 - vahva kasvu ja kannattavuus

Prosessin kesto noin 3,5-4,5 vuotta

Strategia yhteenveto

Ydinliiketoiminnan kehittäminen



Uudet avaukset

1. TiliJaska Freemium-konseptilla jakelukanavan laajentaminen pieniasiakas- ja kevytyrittäjä segmentteihin
2. Pankkipalvelut yhteistyökumppanin kautta: kortit ja IBAN -tilit
3. Kansainvälinen kasvun hakeminen Euroopan fragmentoituneilta markkinoilta



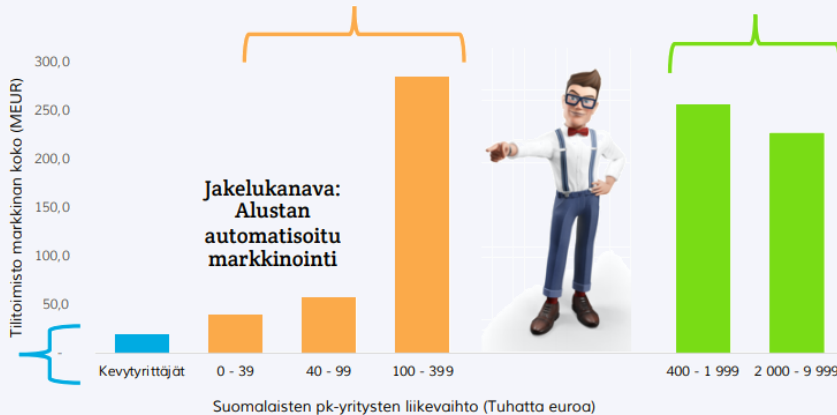
Talenomin kansainvälistymisprosessi vaiheittain

- 1 Tutkiminen (12 kk)**
 - markkinoiden analyysi
 - verkottuminen
 - infrastruktuuri
 - de facto -työmenetelmät
 - yritysoston tunnustelut
- 2 Sillanpääasema (12 kk)**
 - konseptointi ja org. kasvu
 - prosessitehokkuuden analyysi ja työmenetelmien kehityssuun.
 - organisaation ja johtamisen systemaattinen kehittäminen
- 3 Kasvu ja kehitys (24 kk)**
 - myyntiorganisaation kasvattaminen
 - yritysostot
 - toimialakonseptien kehittäminen
 - jatkuvan kehittämisen malli
 - oman ohjelmiston lokalisointi
- 4 Oma teknologia ja palvelu (24 kk)**
 - service as a service
 - oma teknologia ratkaisevissa prosesseissa
 - vahva kasvu ja kannattavuus

Prosessin kesto noin 3,5-4,5 vuotta

Uusi kohdemarkkina: Pk-sektorin pieniasiakkaat, markkinan koko noin 40 % tilitoimistomarkkinasta.

Talenomin kohdemarkkina: Keskkokoiset pk-yritykset. 49 % markkinasta.



Kevytyrittämisestä uusi kaikkein pienimmille suunnattu tapa aloittaa matka Talenomin asiakkaana.

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Pitkän aikavälin kehitys on ollut vakuuttavaa

Talenomin vahva kasvutarina on jatkunut pitkään. Vuosien 2004-2019 välisellä jaksolla yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 15,8 % (CAGR) vuosittain. Viimeisen viiden vuoden (2015-2019) kasvu on ollut keskimäärin 14,4 %. Samalla Talenomin kannattavuus on ollut pääosin erittäin hyvä. Käyttökatemarginaali on ollut 17-21 %:n luokkaa vuosina 2011-2014, mutta vuonna 2015 tämä oli vain 14,8 %. Kulurakenne paisui mittavien järjestelmäinvestointien, palvelukeskuskonseptin ja aggressiivisten myyntipanostuksien takia erityisesti ennen kirjanpidon tuotantolinjan hyötyjen realisoitumista. Tuotantolinja saatiin käyttöön vuoden 2015 lopussa, mutta hyödyt alkoivat näkyä merkittävästi vuoden 2016 toisella puoliskolla. Viimeistään vuonna 2017 tuotantolinja todisti toimivuutensa henkilöstökulujen laskettua selvästi liikevaihdon voimakkaasta kasvusta huolimatta.

Viime vuosina kannattavuus on lähtenyt skaalautumaan voimakkaasti, ja vuonna 2019 käyttökate oli jo 33 % liikevaihdosta. Viime vuosien lukuja tosin vääristää hieman IFRS 16-muutos. Joka tapauksessa kannattavuus on erinomainen tilitoimistolle, mikä kertoo teknologiapanostuksien erittäin hyvästä onnistumisesta. Vanhojen asiakkaiden kannattavuus on vielä selvästi korkeampi, mutta yhtiön edelleen hakema voimakas kasvu vaatii taakseen merkittäviä myyntipanostuksia uusasiakashankinnan ollessa edelleen suhteellisen kallista. Lisäksi yhtiö tekee koko ajan suuria panostuksia teknologiaan.

Talenomin kannattavuuteen vaikuttavat oleellisesti

myös aktivoinnit, jotka paisuttavat myös tasetta. Toisaalta kaikki taseessa olevat aktivoinnit tuottavat yhtiölle kassavirtaa, koska muuten yhtiö joutuisi alaskirjaamaan ne. Näin ollen emme näe aktivointeja ongelmallisina, vaikka ne parantavat yhtiön raportoimaan kannattavuutta.

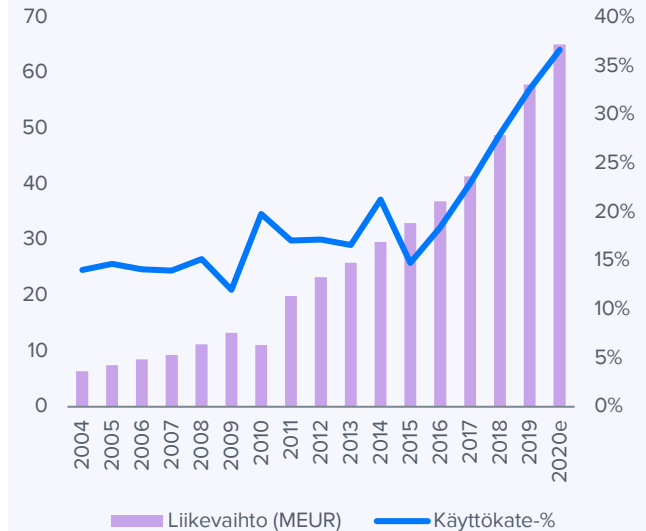
Operatiivinen rahavirta investoidaan takaisin

Talenomin liiketoimintamalli tuottaa erittäin hyvin operatiivista kassavirtaa, mutta toisaalta kasvu- ja it-investoinnit syövät valtaosan tästä rahavirrasta. Viimeisen kuuden vuoden aikana (2014-2019) liiketoiminnan nettorahavirta on ollut 9,6 MEUR vuodessa, kun samaan aikaan käyttökate on ollut 10 MEUR vuodessa (luvat keskiarvoja). Molemmat ovat olleet viime vuosina voimakkaassa kasvussa.

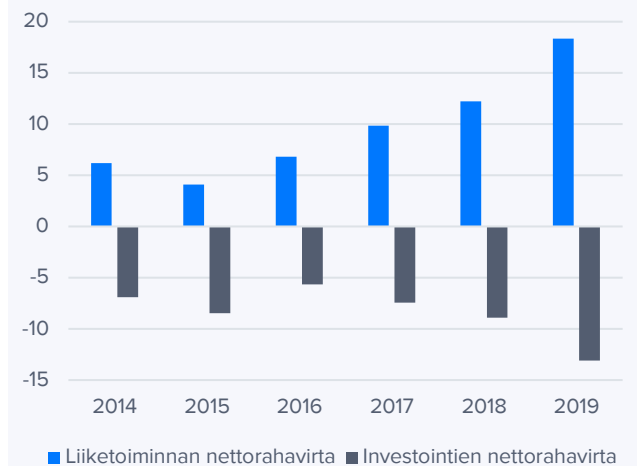
Vahva operatiivinen rahavirta on investoitu lähes kokonaan teknologiaan ja kasvuun. Kirjanpidon automatisoimisen kehittäminen (2013-2019 arvio yli 20 MEUR) ja myyntivetoisen kasvu on ollut suhteellisen kallista, joten investointien rahavirta on ollut 2014-2019 noin -8,4 MEUR vuosittain. Kun lisäksi on maksettu osinkoja, niin rahavirta on valtaosin myös käytetty. Toki yhtiön kassa on myös vahvistunut viime vuosina.

Kun tuotantolinja on saatu toimimaan tehokkaasti, liiketoimintamalli generoi yhä enemmän kassavirtaa. Arvioimme operatiivisen rahavirran olevan tänä vuonna noin 20 MEUR ja kasvavan tästä lähes samaa tahtia käyttökateen kanssa, mistä riittää pääomia kilpailuetuja vahvistaviin järjestelmäinvestointeihin, kasvuun ja osinkoihin. Nykyään Talenomin kassavirrat ovatkin jo varsin vuoloita, mikä tukee edelleen kasvunäkymää.

Pitkän aikavälin kehitys



Rahavirran pääelementit



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/2

Taseessa on velkaa, mutta tämä on perusteltua

Talenomin taloudellinen tilanne on mielestämme erittäin hyvä ja aiemmin varsin voimakkaasti vivutettu tase on vahvistunut viime vuosina nopeasti. Omavaraisuusaste oli H1'20:n lopussa 34,3 % ja nettovelkaantumisaste 110 %. Nämä ovat yhtiölle mielestämme enemmän kuin riittäviä. Tase tulee vahvistumaan myös tulevaisuudessa, ellei yhtiö nosta merkittävästi uutta korollista velkaa. Lisävelanotto voisi olla mielestämme pian perusteltua, koska korot ovat erittäin alhaisia ja tase kestäisi velkavivun hyvin.

Vaikka yhtiöllä on suhteellisen paljon korollista nettovelkaa (H1'20: 29,4 MEUR), emme näe tätä ongelmana defensiivisellä ja ennustettavalla toimialalla. Pitkäaikaisen lainan korko on alle 2 %, mitä pidämme erittäin maltillisena. Vuosittaiset korkokulut jäävät arviomme mukaan noin 0,6 MEUR:n tasolle, ja samalla oma pääoma tuottaa huomattavasti paremmin. Mielestämme Talenomin tase kestää erittäin hyvin velkatason edelleen vahvistuvien kassavirtojen ansiosta, ja velkavivun käyttö on hyvin perusteltua erityisesti vallitsevilla korkotasolla. Järkevällä velkavivun käytöllä yhtiö pystyy optimoimaan oman pääoman tuottoa ilman, että riskiprofiili nousee oleellisesti.

Huonossa skenaariossa ongelmia voisi tulla

Kuvitellussa negatiivisessa skenaariossa yhtiön taloustilanteen epätodennäköinen nopea heikentyminen voisi aiheuttaa ongelmia myös taseen kannalta. Taseessa oli H1'20 lopussa 21,2 MEUR liikearvoa, 18,8 MEUR aineettomia

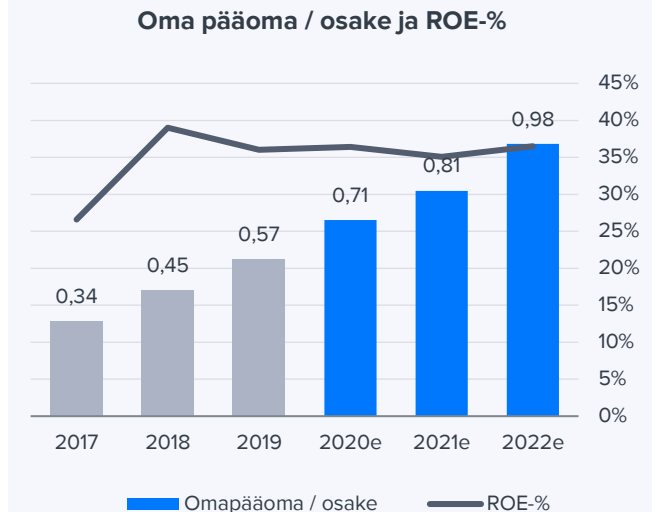
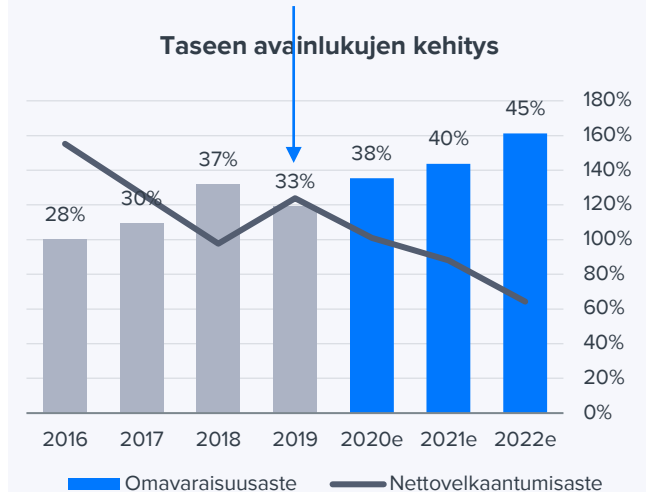
hyödykkeitä (mm. ohjelmistojen kehittämismenot) ja 10,7 MEUR aktivoituja asiakassopimuksia, joten yhteensä nämä (50,6 MEUR) ylittävät reilusti yhtiön oman pääoman määrän (H1'20: 26,7 MEUR). Jos yhtiö alkaisi jostain syystä menettämään merkittävästi asiakkaita, tuotantolinjat tulisi hyödyttömäksi ja liiketoiminnan kannattavuus lähtisi kehittymään heikosti, näiden arvojen kuranttius voisi nousta epäilyksen kohteeksi ja taseriski nousisi nopeasti. Pidämme tätä kuitenkin erittäin epätodennäköisenä.

Osingot kasvavat tuloksen mukana

Talenomin tase ei kaipaa enää vahvistusta, joten ennustamme osinkojen nousevan vähintään tuloksen mukaisesti. Osinkoja rajoittaa kuitenkin yhtiön halu kasvaa aggressiivisesti, mikä on mielestämme hyvin perusteltua toimialan nykyisessä tilanteessa. Nykyisellä kasvuvauhdilla yhtiöllä jää koko ajan riittävästi varoja myös osinkoihin, ja uskomme yhtiön haluavan myös pitää kiinni jatkuvasti kasvavasta osingosta ja noin 60 %:n osingonjakosuhteesta (osinko/tulos).

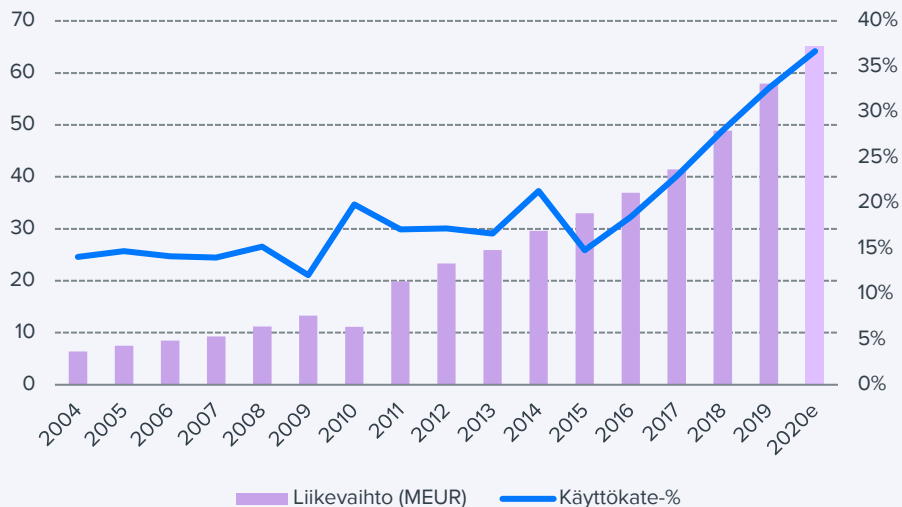
Taloudellisen lisäarvon kannalta voisi mielestämme olla perusteltua myös lopettaa osingot ja investoida nämäkin rahat kasvuun, koska pääoma tuottaa tällä hetkellä erinomaisesti. Toisaalta nykyinen kannattavan kasvun malli on mielestämme järkevä kompromissi tulevaisuuden potentiaalinen ja nykyhetkessä jaettavien osinkojen välillä. Osakkeen arvostuksen kannalta osinkotuotto on kuitenkin vain kuriositeetti (2020e osinkotuotto ~1 %).

Huomautus: IFRS 16 -standardin käyttöönotto heikensi tunnuslukuja, muuten positiivinen kehitys olisi jatkunut.

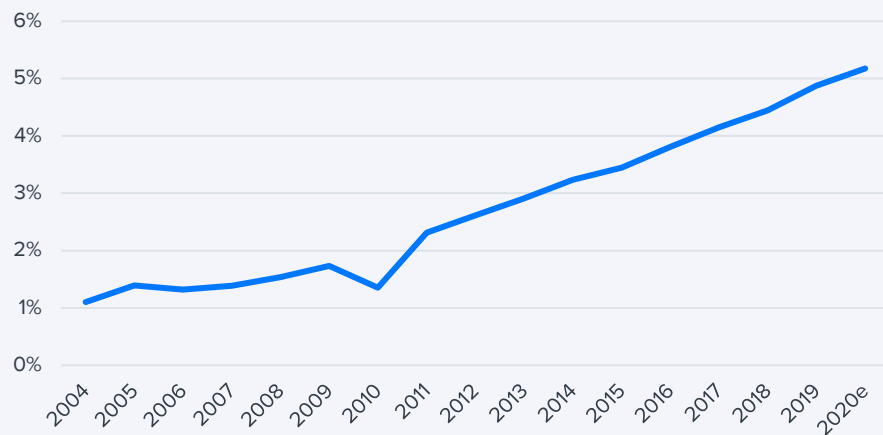


Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

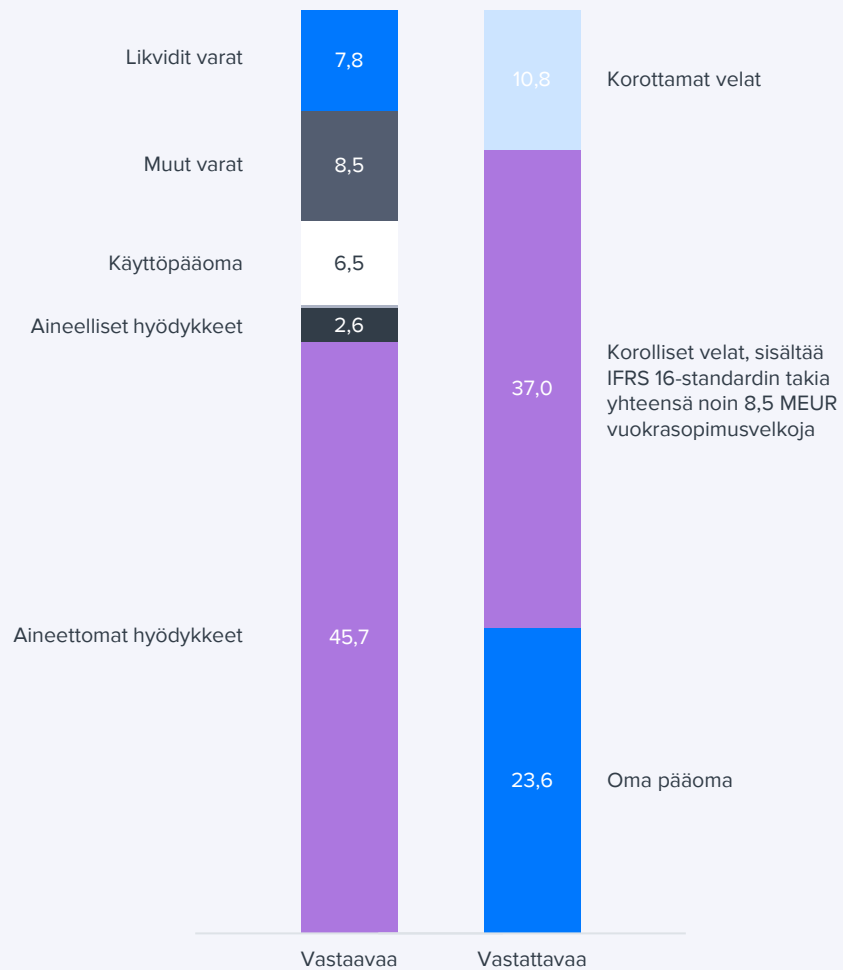
Pitkän aikavälin kehitys



Talenomin markkinaosuus Suomessa*



Yksinkertaistettu taserakenne 2019 (MEUR)



Sijoitusprofiili

Talenom kuuluu arvonluojat -kategoriaan

Mielestämme Talenom on yksi Helsingin pörssin suhteellisen harvoista yhtiöistä, jotka kuuluvat selvästi arvonluojat -kategoriaan (englanniksi compounder). Yhtiöllä on jo pitkä track-record kannattavasta kasvusta ja kaikki edellytykset tämän jatkamiselle pitkälle tulevaisuuteen. Mielestämme yhtiöllä on sekä selkeä kilpailuetu ("vallihauta") että edelleen houkuttelevia investointimahdollisuuksia, mitkä antavat yhtiölle mahdollisuuden pitää pääoman tuotto erittäin korkealla tasolla. Yhtiön pitkän aikavälin sijoitustarina kuuluukin mielestämme Helsingin pörssin houkuttelevimpien joukkoon.

Talenomilla on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu. Kasvutarinan ytimessä on mielestämme se, että Talenom hyödyntää sen teknologista kilpailuetua (kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja ja palvelukeskusmalli) yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla. Käytännössä yhtiön kasvu vahvistaa koko ajan yhtiön jo nyt vahvaa kilpailuetua ja resursseja uusiin investointeihin.

Lisäksi tarinaa tukevat uudet mahdollisuudet, joista merkittävimpiä ovat uusi pienasiakaskonsepti sekä kansainväliset kasvumahdollisuudet. Suhtaudumme molempiin positiivisesti, mutta uusilla alueilla epävarmuus on kuitenkin huomattavasti korkeampaa kuin Talenomin tasaisesti etenevässä ydinliiketoiminnassa.

Riskiprofiili on edelleen maltillinen, mutta sitä nostavat erittäin korkeat odotukset

Talenomin liiketoiminnan riskiprofiili on poikkeuksellisen alhainen, minkä ansiosta yhtiö voi muun muassa käyttää velkavipua huoletta ja tehostaa näin oman pääoman tuottoa. Ydinliiketoiminnan osalta yhtiön riskiprofiili onkin mielestämme yksi Helsingin pörssin alhaisimmista, vaikka pidemmällä aikavälillä toimialan murrokseen voi liittyä epäjatkuvuuskohtia.

Toisaalta Talenomin menestykseen Ruotsissa tai Euroopassa liittyy huomattavasti enemmän epävarmuutta kuin Suomessa. Lisäksi pienasiakaskonseptin menestyminen on toistaiseksi arvoitus, ja Talenomin kasvanut aktiivisuus yritysostomarkkinoilla kasvattaa myös riskejä. Samalla kun Talenomin ydinliiketoiminta tulee erittäin todennäköisesti etenemään kuin juna, näihin uusiin aluevaltauksiin liittyy huomattavaa epävarmuutta. Tämä nostaa mielestämme Talenomin riskiprofiilia merkittävästi.

Selvästi suurin Talenomin osakkeeseen liittyvä riski kohdistuu kuitenkin osakkeen poikkeuksellisen korkeaan arvostustasoon. Osakekurssi on viime vuodet noussut voimakkaasti tuloskehitystä enemmän, ja samalla sijoittajat ovat venyttäneet arvostuskertoimia. Mielestämme ne ovat nyt venytetty riskirajoille, mikä tarkoittaa samalla todella korkeita odotuksia yhtiötä kohtaan. Näin ollen pienikin pettymys tai esimerkiksi osakemarkkinoiden laajempi lasku voisi tiputtaa sijoittajien tuotot negatiivisiksi, vaikka Talenomin liiketoiminta jatkaisi vahvaa kehitystään.



SWOT-analyysi sijoituskohteesta

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none">• Ydinliiketoiminnan hyvä näkyvyys• Hyvä asiakaspito• Vahva teknologian tuoma vallihauta• Korkea kannattavuus ja erittäin hyvät pääoman tuotot• Vahva track-record	<ul style="list-style-type: none">• Uusiin aluevaltauksiin liittyvä epävarmuus• Orgaaninen kasvu on suhteellisen kallista• Yritysostoihin liittyvät riskit• Teknologiariskit• Maineriskit
<ul style="list-style-type: none">• Defensiivinen ja kasvava toimiala• Pienasiakaskonseptin tarjoama uusi markkinasegmentti• Ruotsin ja Euroopan tarjoamat uudet kasvumahdollisuudet• Toimialan konsolidaatio	<ul style="list-style-type: none">• Osakkeen erittäin korkea arvostus ja hyväksyttävän arvostustason lasku• Kasvun hallinnassa onnistuminen• Toimialan murroksen yllättävä käänne• Kilpailun kiristyminen
Mahdollisuudet	Uhat

Sijoitusprofiili

1.

Vahva kasvu, joka vahvistaa myös yhtiön skaalaetuja

2.

Kannattavuuden skaalautuminen automatisaation edetessä

3.

Erittäin vahva positio Suomessa todella defensiivisellä markkinalla

4.

Pienasiakaskonseptin ja kansainvälisen kasvun tuomat mahdollisuudet

5.

Kokonaisuutena kohtuullinen riskiprofiili

Potentiaali



- Vahva orgaaninen kasvu jatkuu selkeiden kilpailuetujen ansiosta ja yritysostot tukevat kasvua
- Erittäin hyvin positioinut toimialan murrokseen, jota kiihdyttää digitalisaatio ja automatisaatio
- Kannattavuus skaalautuu suhteellisen hyvin automatisoidun kirjanpitolinjan ansiosta
- Yhtiön kilpailuedut vahvistuvat skaalan mukana
- Pienasiakaskonseptin mahdollinen menestys sekä kansainvälinen kasvu

Riskit



- Mahdolliset tulospettymykset (odotukset korkeita) ja niiden negatiivinen vaikutus osakkeen hyväksyttävään arvostukseen
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Uusiin aluevaltauksiin liittyvät riskit: epäonnistuminen kansainvälistymisessä tai yritysostoissa
- Pitkällä aikavälillä toimialalla mahdollinen hintaeroosio

Ennusteet 1/3

Vuoden 2020 tulos on jo valtaosin tehty

Talenomin vuoden 2020 tuloskehitys on jo pitkälti tiedossa, koska valtaosa tuloksesta on jo tehty. Talenom on ohjeistanut liikevaihdon olevan 64-68 MEUR ja liikevoiton olevan 12-14 MEUR vuonna 2020. Odotamme tällä hetkellä 2020 liikevaihdon olevan noin 65,1 MEUR ja liikevoiton noin 13,3 MEUR, mikä vaatii Talenomilta selkeää parannusta Q4:llä. Olemme tehneet ennusteisiimme ainoastaan pientä viilausta kannattavuuden osalta. Ennusteidemme toteutuessa Talenomin osakekohtainen tulos (EPS) kasvaa tänä vuonna vajaat 25 %, mikä on erittäin hyvä suoritus.

Q4 on kausiluontoisesti vaisu, ja on ajoittain sisältänyt oleellisia kertaluontoisia eriä. Q4'19-vertailukaudella tulos jäi varsin vaisuksi, mikä johtui käsityksemme mukaan osittain siitä, että vuonna 2019 myös aktivoituista asiakassopimuksista tehdyt arvonalennukset kasvoivat selvästi (-1,7 MEUR vs. 2018: -0,9 MEUR). Nyt asiakastytyväisyys ja asiakaspito on parantunut koronapandemiasta huolimatta, eivätkä myöskään konkurssimäärät ole oleellisesti kasvaneet. Lisäksi Talenomin oma tehokkuus ja kulurakenne ovat nyt huomattavasti paremmassa kunnossa ja kestävät paremmin kausiluontoisesti Q4:n oletettavasti alhaisemman liikevaihtotason.

Korona heijastuu myös ensi vuoden näkymään

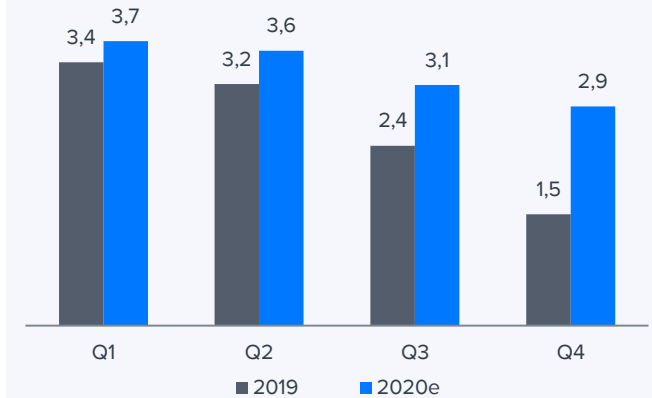
Vaikka tuloskehitys on pysynyt erittäin hyvänä vuonna 2020, yhtiön liikevaihtokehitykseen koronapandemia on heijastunut volyymipohjaisesti hinnoiteltavien tulojen osalta. Talenomin liikevaihdosta ~70 % on puhdasta jatkuvaa

kuukausilaskutusta ja ~30 % on volyymipohjaista. Hyvä esimerkki tästä on palkanlaskenta: pandemian aikana volyymi laski merkittävästi suurien lomautuksien ja toisaalta esimerkiksi kesätyöntekijöiden voimakkaan laskun takia.

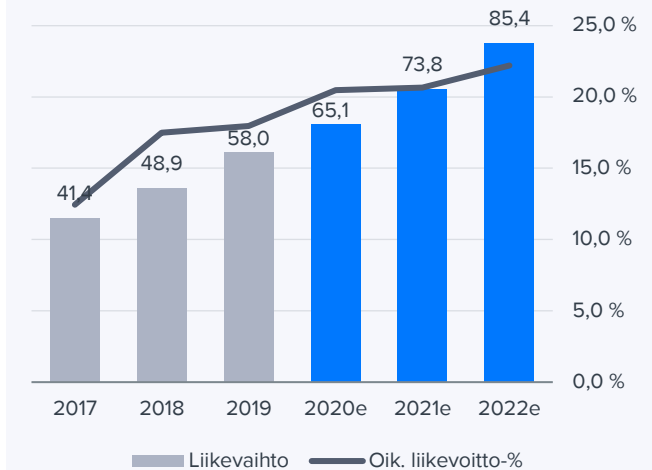
Olemme aiemmin ennustaneet vuoden 2021 orgaanisen kasvun olevan poikkeuksellisen korkea osittain sen takia, että olemme odottaneet volyymipohjaisen laskutuksen elpyvän jälleen aiemmalle tasolle. Koronapandemian toinen aalto on kuitenkin kärjistynyt jälleen erittäin pahaksi ja pandemia pysynee keskuudessamme seuraavat puoli vuotta mahdollisesta rokotteesta huolimatta. Huomioiden että taloussyörien käänneet ja oletettavasti myös koronapandemian vaikutukset näkyvät tilitoimistoalalla kuitenkin pääosin noin 6 kuukauden viiveellä, ainakaan kausiluontoisesti erittäin tärkeältä alkuvuodelta 2021 ei mielestämme ole realistista odottaa volyymipohjaisen laskutuksen merkittävää elpymistä. Yleensäkin talouskehitykseen liittyy poikkeuksellisen paljon epävarmuutta.

Yksi merkittävä koronapandemian vaikutus oli myös uusmyynnin vaikeutuminen. Talenom on kertonut, että se on saanut uusia sopimuksia käytännössä samaa vauhtia kuin vuonna 2019, mutta uusien sopimusten keskikoko on laskenut merkittävästi. Suuremmissa organisaatioissa tilitoimiston vaihtaminen ei selvästikään ole ollut korkealla prioriteettilistalla vuonna 2020. Toimialalla tyypillisen pitkän viiveen takia vuoteen 2021 merkittävästi vaikuttava myynti on jo tehty, sillä uudet sopimukset eivät enää ehdi vaikuttaa merkittävästi tärkeään alkuvuoteen.

Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/3

Vuoden 2021 ennusteet laskivat hieman

Edellä mainitun perusteella olemme laskeneet ensi vuoden kasvuennusteita, ja odotamme nyt Talenomin liikevaihdon kasvavan 13,4 % yhteensä noin 74 MEUR:oon (aik. 78 MEUR). Suurin muutos on tapahtunut H1'21-ennusteissa. Lopulta kasvu on todennäköisesti tätä voimakkaampaa, sillä Talenom on aktivoitunut yritysostoissa ja lienee todennäköistä, että se tekee myös uusia yritysostoja lähiaikoina. Ennusteemme sisältävät jo tiedossa olevat yritysostot, joiden osuus vuoden 2021 kasvuennusteesta on noin 35 %. Emme kuitenkaan lähde ennakoimaamme tulevia yritysostoja. Emme myöskään odota pienasiakaskonseptilta merkittävää liikevaihtoa vielä vuodelle 2021.

Talenomin ydinliiketoiminnan kannattavuus paranee edelleen automaation tehostaessa toimintaa, mikä tarkoittaa henkilöstökulujen pienentyvän edelleen suhteessa liikevaihtoon. Vuonna 2020 suhdeluku on arviomme mukaan noin 50,7 %, ja 2021 ennuste on 49,5 %. Todellinen muutos on tätä suurempi, koska vuonna 2020 kannattavuutta tukeneet TyEL-vähennykset

poistuvat ensi vuonna ja nostavat henkilöstökuluja noin 600 TEUR. Suhteellista liikevoittomarginaalia painaa ensi vuonna myös yritysostot, joiden kannattavuus ei ole Talenomin tasolla, sekä oletettavasti korkealla tasolla olevat myyntiponnistelut pandemian helpottaessa. Myös Ruotsin kannattavuus on arviomme mukaan suhteellisen vaisu (käyttökateprosentti 10-12 %). Lisäksi TiliJaska-Freemium -konsepti tuottanee vielä ensi vuonna enemmän kuluja kuin liikevaihtoa, ja investoinnit nostavat edelleen poistoja. Yleisesti odotamme Talenomin vuoden 2020 kulukurin pitävän hyvin myös ensi vuonna.

Arviomme mukaan Talenomin on ensi vuonna haastavaa nostaa kannattavuuttaan merkittävästi, ja ennakoimme 2021 liikevoittomarginaalin olevan 20,7 % (2020e: 20,5 %). Ennustamme 2021 liikevoiton olevan 15,3 MEUR (+14,5 % vrt. 2020) ja osakekohtaisen tuloksen olevan 0,26 euroa (+16,3 %). Arviomme mukaan ensi vuosi ei siis ole varsinaisesti ilotulitusta skaalautuvan kasvun osalta, mutta tulokone jyrää kuitenkin eteenpäin ja rakentaa samalla edellytyksiä tulevalle kasvulle myös Ruotsissa ja pienasiakassegmentissä.

Vuosi 2022 vaikuttaa lupaavalta

Samalla kun ensi vuosi kuluu osittain pandemiasta palautumiseen ja uusien kasvuajureiden rakentamiseen, vuonna 2022 yhtiöllä pitäisi olla jälleen mahdollisuus merkittävään parannukseen myös kannattavuuden osalta. Suomessa ydinliiketoiminta jatkaa oletettavasti jyräämistä eteenpäin, Ruotsin liiketoiminnan pitäisi osoittaa ensimmäisiä merkkejä hyvästä kannattavuudesta (oman teknologian hyödyt) ja pienasiakaskonseptin voidaan mielestämme odottaa tukevan hieman ainakin liikevaihdon kasvua. Toki tässä vaiheessa Talenom on hyvin voinut laajentaa liiketoimintaansa uusiin Euroopan maihin ja tehnyt useita yritysostoja, mutta nykyisillä liiketoiminnoilla on mielestämme hyvät edellytykset merkittävään tulosparannukseen.

Ennustamme liikevaihdon kasvavan vuonna 2022 noin 16 %, missä ei ole mukana epäorganista kasvua. Tässä vaiheessa volyympipohjaisen laskutuksen pitäisi elpyä, minkä lisäksi Ruotsin orgaanisen kasvun pitäisi kiihtyä ja pienasiakaskonseptin tukea liikevaihdon kasvua muutamalla prosentilla.

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	66,0	65,1	-1 %	78,0	73,8	-5 %	90,9	85,4	-6 %
Käyttökate	23,4	23,9	2 %	27,5	27,0	-2 %	31,3	33,1	6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,2	13,3	1 %	15,9	15,3	-4 %	19,5	19,0	-3 %
Liikevoitto	13,2	13,3	1 %	15,9	15,3	-4 %	19,5	19,0	-3 %
Tulos ennen veroja	12,4	12,4	0 %	15,3	14,6	-4 %	18,9	18,1	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,23	0,23	0 %	0,28	0,26	-4 %	0,34	0,33	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,15	0 %	0,17	0,16	-4 %	0,21	0,20	-4 %

Ennusteet 3/3

Vahvan orgaanisen kasvun mukana kannattavuuden pitäisi myös skaalautua selvästi, joskin Talenomilla on varmasti tuolloin käynnissä uusia kasvuinvestointeja. Ennustamme liikevoittomarginaalin nousevan kuitenkin selvästi 22,2 %:n tasolle (2021e: 20,7 %) ydinliiketoiminnan kannattavuuden edelleen parantuessa, Ruotsin ja nyt tehtyjen yritysostojen tuloskontribuution kasvaessa ja TiliJaskan alkaessa tuottaa pientä liikevaihtoa (katetaso erittäin hyvä). Mahdollisuuksia yhtiöllä olisi paljon parempaan kannattavuuteen, mutta oletamme, että yhtiön kasvuinvestoinnit ovat pysyneet korkealla. Ennustamme vuoden 2022 osakekohtaisen tuloksen olevan 0,33 euroa (+25 % vs. 2021e).

Emme käsittele tässä erikseen vuoden 2023 ennusteita, koska tätä ennen ehtii tapahtumaan monia muutoksia. Mielestämme yleiskuva on kuitenkin hyvin samankaltainen kuin vuonna 2022, ja odotamme Talenomilta noin 15 %:n kasvua ja selvästi skaalautuvaa kannattavuutta (liikevoittomarginaaliennuste 23,7 %).

Muistutamme sijoittajia siitä, että Talenomien kasvu ja kannattavuuskehitykseen vaikuttaa merkittävästi yhtiön strategiset valinnat, eli kasvun tai kannattavuuden mahdolliset painotukset eri jaksoilla. Kannattavuusennusteemme ovat mielestämme koko kulurakennetta tarkasteltaessa varovaisia, koska oletamme yhtiön tavoittelevan voimakasta kasvua myös tulevaisuudessa. Jos yhtiö lopettaisi kokonaan kasvupanostukset, arviomme mukaan yhtiö voisi hyvin tehdä 50-60 %:n käyttökattetta vuonna 2022 (tämän hetken ennuste noin 38 %). Tämä tarkoittaisi kuitenkin houkuttelevan kasvunäkymän heittämistä

hukkaan, eikä olisi pitkällä aikavälillä perusteltua.

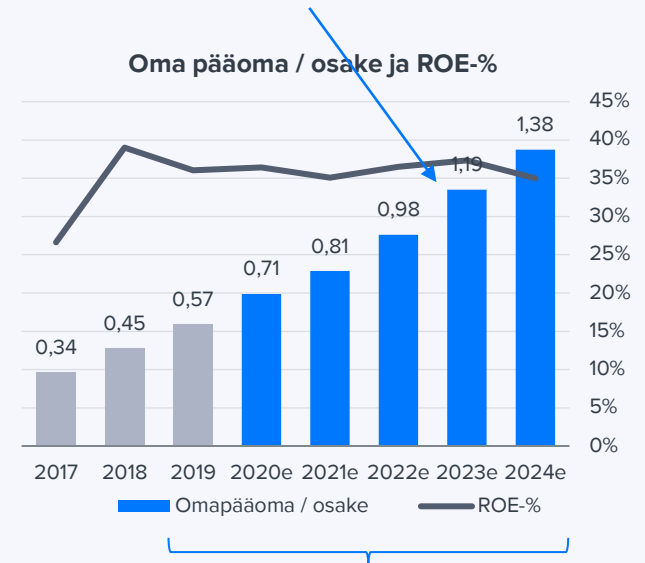
Pitkän aikavälin ajurit edelleen erittäin vahvat

Talenomin pitkän aikavälin ajurit ovat erittäin vahvat. Näkemyksemme mukaan yhtiö kuuluu tilitoimistoalan edelläkävijöihin ja murroksen voittajiin Suomen fragmentoituneella ja konsolidoituvalla tilitoimistoalalla. Skaalaedut, palvelukeskusmalli, automaation tuoma sisäinen tehokkuus sekä laajat asiantuntijapalvelut antavat mielestämme sille selkeän kilpailuedun.

Merkittävän lisämahdollisuuden tarjoaa uusi pienasiakaskonsepti, jonka kautta Talenom saa jakelukanavan pienasiakassegmenttiin ja kevytyrittäjäkenttään. Yleisesti automatisaation edetessä kirjanpitäjien siirto korkeamman lisäarvon konsultointiin sekä digitaaliset lisäpalvelut (kuten talouden seurantatyökalut) tarjoavat myös merkittäviä mahdollisuuksia, joskin tästä murroksesta voi nousta myös yllättäviä riskejä. Lisäksi nyt yhtiöllä on uskottava kansainvälistymisstrategia, josta saadaan lähivuosina näyttöjä Ruotsista.

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

Ennustamme Talenomien oman pääoman tuoton pysyvän erinomaisella yli 35 %:n tasolla



Ennustamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan 2019-2024 keskimäärin noin 20 % vuosittain (CAGR-%).

Lähivuosina kannattavuutta painavia tekijöitä:

- Lisääntyneet yrityskaupat Suomessa, integraatio vaati aikaa 2-3 vuotta
- Noussut digi-investointitaso ja kasvavat poistot
- TiliJaskan kehitys ja markkinointi, missä syntyy käytännössä uusi liiketoimintalinja
- Pankkipalveluiden kehittäminen (liittyy edelliseen)
- Lisääntyneet yritysostot ja maaorganisaation rakentaminen Ruotsissa, tehokkuus alempi kirjanpidon tuotantolinjan puuttuessa siellä
- Uusien markkina-alueiden tutkiminen aiheuttaa jonkin verran kuluja

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	48,9	14,8	14,8	13,5	14,9	58,0	17,4	16,5	14,8	16,4	65,1	73,8	85,4	98,4
Käyttökate	13,7	5,3	5,1	4,3	4,2	18,9	6,2	6,2	5,8	5,7	23,9	27,0	33,1	38,5
Poistot ja arvonalennukset	-5,1	-1,9	-2,0	-1,9	-2,7	-8,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-10,6	-11,7	-14,1	-15,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,5	3,4	3,2	2,4	1,5	10,4	3,7	3,6	3,1	2,9	13,3	15,3	19,0	23,3
Liikevoitto	8,5	3,4	3,2	2,4	1,5	10,4	3,7	3,6	3,1	2,9	13,3	15,3	19,0	23,3
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,7	-0,9	-0,9
Tulos ennen veroja	8,0	3,3	2,9	2,2	1,2	9,6	3,5	3,4	2,9	2,6	12,4	14,6	18,1	22,4
Verot	-1,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,2	-2,0	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-2,6	-2,9	-3,6	-4,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,4	2,6	2,3	1,7	1,0	7,6	2,8	2,7	2,3	2,1	9,9	11,7	14,5	17,9
EPS (oikaistu)	0,15	0,06	0,06	0,04	0,02	0,18	0,06	0,06	0,05	0,05	0,23	0,26	0,33	0,41
EPS (raportoitu)	0,15	0,06	0,06	0,04	0,02	0,18	0,06	0,06	0,05	0,05	0,23	0,26	0,33	0,41

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	18,0 %	16,1 %	17,7 %	21,1 %	19,8 %	18,6 %	17,4 %	11,8 %	10,0 %	10,0 %	12,3 %	13,4 %	15,7 %	15,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	65,9 %	30,4 %	22,0 %	26,9 %	-0,5 %	21,8 %	8,0 %	13,8 %	33,7 %	96,6 %	28,0 %	14,5 %	24,4 %	22,7 %
Käyttökate-%	28,0 %	36,1 %	34,6 %	31,5 %	28,2 %	32,6 %	36,0 %	37,5 %	39,1 %	34,5 %	36,7 %	36,5 %	38,7 %	39,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	17,5 %	23,3 %	21,4 %	17,4 %	9,8 %	18,0 %	21,4 %	21,8 %	21,2 %	17,5 %	20,5 %	20,7 %	22,2 %	23,7 %
Nettotulos-%	13,0 %	17,5 %	15,8 %	12,4 %	6,8 %	13,1 %	16,2 %	16,1 %	15,6 %	12,8 %	15,2 %	15,8 %	16,9 %	18,2 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/5

Erittäin hyvät lähtökohdat arvонуonnille

Talenomin viimeisen 5-10 vuoden kalliit kasvuponnistelut ovat jo luoneet merkittävästi arvoa, mutta niiden ulosmittaus on edelleen kesken. Näkemyksemme mukaan Talenomin teknologinen kilpailuetu ja liiketoimintamalli antavat sille selkeän kilpailuedun, jonka ansiosta sen kasvuinvestointien tuotto-odotus on korkea. Kasvua hidastaa toimialan yleisesti korkea asiakaspito, mutta kasvun mukana Talenomin skaalaeduct vahvistuvat ja parantavat arviomme mukaan myös tarjontaa.

Talenomin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, kysyntä kirjanpidon lakisääteisyysden takia hyvin defensiivistä, liiketoiminta merkittävin osin skaalautuvaa ja kilpailuedut 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, ja siten Talenomin sijoitustarina on erittäin houkutteleva.

Riskeinä korkeat odotukset ja toimialamurroksen lopulliset vaikutukset

Kokonaisuutena näemme Talenomin riskiprofiilin matalana, koska automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan tehokkuus ja liiketoiminnan skaalautuvuus on nyt todistettu. Teknologiaan liittyvät riskit ovat huomattavasti aikaisempaa alhaisempia, ja luottamus nykyisten investointien hyötyihin on korkea. Selvästi suurin riski on mielestämme erittäin korkeat arvostuskertoimet yhdistettynä koviin tuloskasvuodotuksiin. Mahdolliset tulospettymykset voivat aiheuttaa painetta sekä ennusteisiin että kertoiimiin.

Koska Talenomin nykyisellä arvostuksella täytyy katsoa kauas tulevaisuuteen, nousee esille myös toimialamurroksen lopputulema. Talenomin oman arvion mukaan kymmenen vuoden päästä kirjanpidon rutiinistöistä ei enää saada oleellista tulovirtaa, koska käytännössä kaikki on automatisoitu. Tämä tarkoittaisi rajua muutosta toimialalla, ja vaikka Talenom on valmistautunut tähän pitkään, ei lopputulos ole välttämättä senkään kannalta suotuisa. Tämän takia se, että Talenomin kassavirtalaskelmassa 80 % arvosta muodostuu 10 vuoden päässä olevasta terminaaliarvosta, ei mielestämme ole mitätön riski.

Arvostus on noussut kokonaan uudelle tasolle

Talenomin osake ja sen arvostus ovat jälleen kurkottaneet uusiin huippuihin, ja viimeisen vuoden 88 %:n kurssinousu on vienyt arvostuksen kokonaan uuteen viitekehukseen. Osittain tämä on perusteltua, mutta osittain arvo pohjautuu selvästi aiempaa epävarmempisiin oletuksiin tulevaisuuden suotuisasta kehityksestä.

Näkemyksemme Talenomin kansainvälistymisestä on muuttunut aiempaa selvästi positiivisemmaksi yhtiön pääomamarkkinapäivän yhteydessä, mikä kasvattaa pitkän aikavälin potentiaalia merkittävästi. Lisäksi uusi pienasiakaskonsepti tarjoaa tärkeän jakelukanavan pienasiakkaisiin ja vie yhtiön myös mielenkiintoiselle kevytyrittäjäkentälle. Mahdollisuudet ovat siis kasvaneet samalla, kun ydinliiketoiminta jyrää ainakin suhteellisen tasaisesti eteenpäin. Mielestämme Talenom ei ole toimialalla kuitenkaan niin selkeä voittaja, että markkinapotentiaalin (TAM = Total Addressable Market) kasvattamista voidaan suoraan hinnoitella osakkeeseen.



Talenomin hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

- Liikevaihdon jatkuvuus on yli 90 %, mikä kuvastaa erittäin defensiivistä liiketoimintaa ja markkinaa. Tämän ansiosta myös näkyvyys on erittäin hyvä ja ennusteisiin liittyvä epävarmuus normaalia pienempi.
- Talenom on skaalaa ja toimintamalliin perustuvien kilpailuetujensa ansiosta toimialan murroksen voittajia ja tulee kasvamaan selvästi markkinoita nopeammin. Lähivuosien liikevaihdon kasvu on arviomme mukaan 12-16 % vuosittain (ei ennakoi uusia yritysostoja).
- Talenomin kannattavuus skaalautuu, koska kirjanpidon automatisaatioaste nousee edelleen. Tämän ansiosta odotamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina noin 20 %, mikä antaa osakkeelle erinomaisen tuottoajurin.
- Tilitoimistoala on yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, koska kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille. Tämän takia myös Talenomin riskiprofiili on erittäin alhainen. Riskejä nostavat kuitenkin kohonneet arvostuskertoimet.
- Talenom on yksi Suomen tilitoimistomarkkinan selkeistä edelläkävijöistä, minkä takia se ansaitsee mielestämme selkeän premion suhteessa toimialan yleiseen arvostustasoon (pl. ohjelmistoyhtiöt).
- Talenomin uudet avaukset luovat yhtiölle uusia kasvumahdollisuuksia ja yhtiöllä on nyt myös uskottava kansainvälistymisstrategia, joka kasvattaa pitkän aikavälin potentiaalia huomattavasti.

Arvonmääritys 2/5

Historialliseen arvostukseen ei todennäköisesti ole paluuta, sillä Talenom on viime vuosina vahvistanut asemaansa Suomessa, onnistunut Ruotsin laajentumisessa ainakin kohtuullisesti, lanseerannut uuden lupaavan pienasiakas-konseptin sekä pankki- ja rahoituspalvelut.

Lisäksi arvostuksen kannalta näkemyksemme mukaan kriittistä on se, että Talenomia tarkastellaan nykyään kansainvälisten sijoittajien toimesta yhtenä toimialan voittajista. Arvostuksen suhteen nämä sijoittajat käyttävät erilaisia menetelmiä, mikä on näkynyt arvostuksen voimakkaana nousuna. Jotkut sijoittajat katsovat Talenomia SaaS-yhtiöiden arvostuskehikossa, vaikka yhtiö ei myy ohjelmistoja eikä yhtiön skaalautuminen täten ole mahdollista tässä mittakaavassa (bruttomarginaalit eivät ole ohjelmistoyhtiöiden tasolla).

Perinteisillä arvostuskertoimilla osake on kallis

Kuluvan vuoden ennusteilla Talenom arvostus on tällä hetkellä historiallisen korkea. Vuoden 2020 ennusteilla P/E on yli 54x ja EV/EBIT yli 42x, mitkä ovat yhtiölle äärimmäisen korkeita. Tällä hetkellä relevantteja ovat kuitenkin vuoden 2021 kertoimet, jotka ovat tuloskasvun ansiosta hieman kohtuullisempia. 2021e P/E on tällä hetkellä noin 46x ja EV/EBIT noin 37x. Suurien poistojen ja IFRS 16 standardin vaikutuksien takia EV/EBITDA-kertoimet ovat merkittävästi matalampia, mutta kassavirta investoidaan takaisin kasvuun.

Muutos on historiaan nähden raju, sillä vielä muutama vuosi sitten Talenomia hinnoiteltiin suunnilleen tasoilla P/E 20x. Nyt joudumme katsomaan vuoteen 2023 ennen kuin P/E-luku

painuu 30x tasolle, mikä ei sekään ole matala.

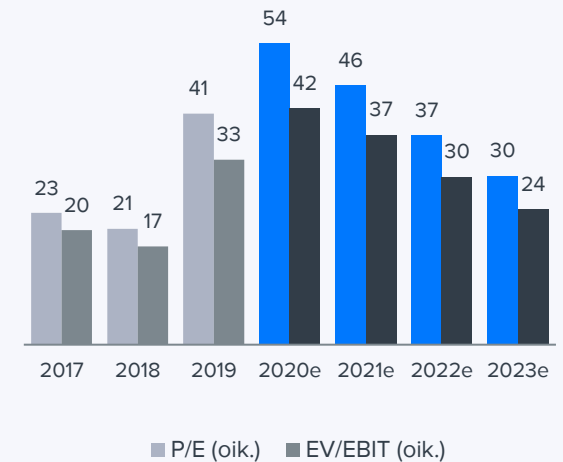
Arvostus on korkea myös suhteutettuna tuloskasvuun

Talenomin osakekurssi on erittäin korkealle hinnoiteltu myös suhteessa tuloskasvunäkymään, jonka suhteen ennusteemme ovat hieman laskeneet. Odotamme Talenom 2019-2024 EPS-kasvun olevan noin 20 % (CAGR), minkä suhteuttaminen 54x P/E-kertoimeen antaa osakkeelle pidemmän aikavälin PEG-kertoimen 2,7x. Aiemmin samalla mittauksella noin 1x oli suhteellisen neutraali Talenomille, joten myös suhteessa lähivuosien tuloskasvuun arvostus on moninkertaistunut. Tuloskasvunopeus voi toki kiihtyä, jos esimerkiksi pienasiakaskonsepti osoittautuu menestykseksi.

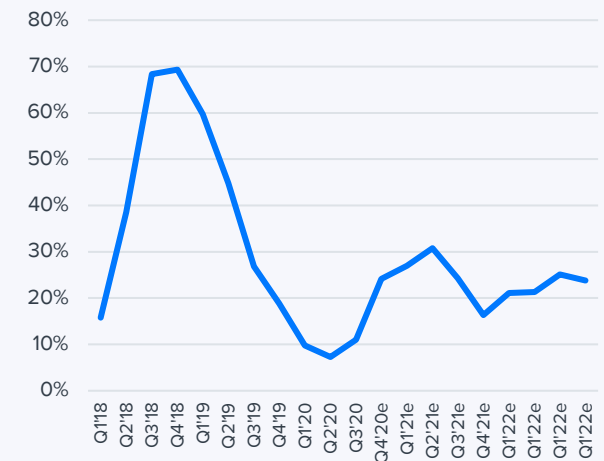
Arvonluojan hinnoittelun kriittiset tekijät

Lopulta arvonluoja-kategorian yhtiöllä kyse on mielestämme siitä, 1) miten pitkälle eteenpäin sijoittajat suostuvat hinnoittelemaan yhtiön tuloskasvua, ja 2) mikä on sijoittajien tuottovaatimus, mikä määrittää lopulta hyväksyttävän arvostustason. Jos oletamme Talenom 2019-2024 EPS-kasvun olevan noin 20% (CAGR), tällä hetkellä Talenom tuloskasvusta on mielestämme hinnoiteltu seuraavat kolme vuotta. Tämän jälkeen sijoittajat saisivat tuloskasvua vastaavan tuotto-odotuksen sekä osingot, jotka toki tukevat hieman myös "odotusajan" tuottoa. Samalla sijoittajat kantavat merkittävää riskiä siitä, että arvostuskertoimet jossain vaiheessa laskevat.

Tuloskasvu painaa hiljalleen kertoimia



Arvostus suhteessa nykyiseen tuloskasvuvauhtiin on korkea



Arvonmääritys 3/5

Vaikka Talenomin arvostuskertoimet ovat mielestämme erittäin korkeita, on mahdollista, että nykyisestä tasosta muodostuu uusi normaali. Tämä on vaarallinen oletus, mutta sen perusteella osakkeen tuotto-odotus olisi edelleen yli 20 % vuosittain. Tämä muodostuu noin 20 %:n vuosittaisesta tuloskasvusta sekä lähivuosina alle 2 %:n osinkotuotosta. On kuitenkin selvää, että tuloskasvun on jatkuttava tulevaisuudessa todella voimakkaana, jotta nykyinen arvostus (2021e P/E 46x) voi olla kestävä. Lisäksi tähän vaikuttaa luonnollisesti myös osakemarkkinoiden yleinen arvostustaso sekä muun muassa nollakorkojen pysyvyys. Pyrimme avaamaan Talenomin pidemmän aikavälin tuotto-odotusta tarkemmin myöhemmin eri skenaariossa.

Suhteellinen arvostus toimialan yhtiöihin verrattuna

Talenomilla ei mielestämme ole hyviä verrokkeja Helsingin pörssissä, mutta [Aallon Group](#) edustaa samaa toimialaa perinteisemmällä mallilla ja Admicom toimii myös osittain samalla kentällä. Aallon Groupin arvostustaso on hyvin maltillinen verrattuna Talenomiin, mutta näemme Talenomin kilpailuedun ja tuloskasvunäkymän tällä hetkellä selvästi vahvempina. Aallon Groupia hinnoitellaan mielestämme defensiivisenä palveluyhtiönä (P/E 2021e 18x ja EV/EBIT 13x), kun Talenom arvotetaan toimialan selkeisiin voittajiin.

[Admicom](#) ja ruotsalainen [Fortnox](#) ovat mielenkiintoisia yhtiöitä Talenomin teknologista puolta ajatellen, mutta ne ovat SaaS-ohjelmistoyhtiöitä. Talenom ei myy ohjelmistoja, ja

yhtiön hybridistrategia on käsityksemme mukaan ainutlaatuinen pörssimaailmassa.

Admicomin ja Fortnoxin arvostuskertoimet ovat Talenomia kokoluokkaa korkeampia, mutta toisaalta näiden yhtiöiden tuloskasvunopeus on ollut moninkertainen Talenomiin nähden, näkymät ovat erinomaiset ja potentiaalinen kannattavuus erittäin korkea (ohjelmistojen bruttomarginaalit). Tähän suhteutettuna kertoimet eivät vaikuta niin hurjilta, mitä avasimme sivussa. Lisäksi maailmalta löytyy SaaS-pilvimallilla toimiva ohjelmistoyhtiö [Zero](#), jonka tuotetta voisi karusti verrata Talenomin TiliJaska-konseptiin. Zeron arvostuskertoimet ovat huimia, emmekä tiedä, mihin ne perustuvat.

Verrokkiryhmässä on lisäksi mukana Helsingin pörssin palveluyhtiöitä

Toimialan ulkopuolelta Talenomia voi mielestämme verrata esimerkiksi Enentoon (ent. Asiakastieto), jonka liiketoiminta osuu ainakin suunnilleen kohderyhmään. Myös Enenton arvostustaso (2021e P/E 24x ja EV/EBIT 23x) on nykyään maltillinen verrattuna Talenomiin.

Lisäksi olemme ottaneet Talenomin verrokkiryhmään Helsingin pörssin palveluyhtiöistä Fondian, Goforen, Vincitin, Siillin, Solteqin ja Etteplanin. Näiden yhtiöiden arvostus on kuitenkin täysin eri tasolla kuin Talenomin kanssa. Emme käytä tätä verrokkiryhmää suoraan Talenomin arvonmäärityksessä. Puhtaat palveluyhtiöt ovat mukana enemmänkin kuriositeettina kuvaamassa tällä hetkellä mielestämme vahvasti polarisoitunutta arvostuskuvaa. Koko verrokkiryhmä on esitetty liitteissä.

Suhteellinen arvostus alan huippuja vastaan

Arvostus	P/E 2021e	P/E 2022e
Admicom	67x	50x
Fortnox	67x	54x
Talenom	46x	37x

Kehitys 2014-2020e	EPS CAGR-%
Admicom	61,5 %
Fortnox	58,2 %
Talenom (oikaistu)	22,8 %

Arvostus vs. tuloskasvuhistoria *

Admicom	1,1x
Fortnox	1,2x
Talenom	2,0x

* Luvut on laskettu 2021e P/E suhteessa EPS:n historialliseen kasvuun. Menneisyys ei ole tae tulevasta.

Datalähde: Inderes / Thomson Reuters, kerätty 18.11.2020.

Arvonmääritys 4/5

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Talenomin osakkeelle mielestämme varsin aggressiivisilla oletuksilla noin 12,5 euron arvon. DCF-arvoa ajaa kuitenkin erittäin voimakkaasti oletukset pitkän aikavälin kasvusta ja kannattavuudesta, joihin näkyvyys on heikko toimialan ollessa murroksessa. Terminaalijakson paino (80 %) on erittäin korkea ja korostaa riskejä osakekurssin ollessa DCF-arvon antamalla tasolla.

Olemme asettaneet terminaalijakson kasvuodotuksen 3,3 %:n tasolle ja asettaneet liikevoittomarginaalin 22,0 %:n tasolle (2020e: 20,5 %). Tämä on sinänsä maltillinen kannattavuus kasvukulujen poistuessa 3,3 %:n kasvuoletuksella, mutta toisaalta 10 vuoden aikana koko toimiala voi muuttua kirjanpidon automatisoituessa yleisesti. Laskelmassa olemme käyttäneet oman pääoman kustannuksena 7,5 % ja pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) asetui 6,4 %:n tasolle. Mielestämme molemmat ovat Talenomille matalia. Kassavirtalaskelmamme on esitetty kokonaisuudessaan liitetiedoissa.

Skenaariot vuoteen 2025

Olemme tarkastelleet Talenomin osakkeen tuotto-odotusta kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön liikevaihdon kasvusta sekä kannattavuuden skaalautumisesta.

Neutraali skenaario perustuu nykyisiin ennusteisimme, joissa odotamme Talenomin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 13,9 %:n vuositahtia (CAGR-%) vuosien 2021-2025 välillä. Ennusteemme eivät sisällä uusia yritysostoja, joten

orgaanisen kasvun suhteen ennuste on mielestämme kova eikä yhtiö ole viime aikoina tähän yltänyt. Ennuste ei ota kantaa liikevaihdon jakaumaan Suomen ja ulkomaiden välillä vuonna 2025, mutta lähtökohtaisesti kasvua täytyy tulla vähintäänkin Ruotsista myös orgaanisesti.

Kannattavuuden (oik. EBIT-%) ennustamme olevan 22,5 % ja oletamme, että Talenom panostaa myös vuonna 2025 edelleen voimakkaasti kasvuun. Tämä tarkoittaa, että kannattavuus ei ole vielä merkittävästi skaalautunut, mutta kasvunäkymä on edelleen hyvä. Osakekohtainen tuloksen kasvuvauhti on jaksolla 16,6 % (CAGR) ja hidastuu jakson loppua kohti.

Neutraalissa skenaariossa oletamme, että Talenomia hinnoitellaan eteenpäin katsovalla P/E-kertoimella 25x, mikä vaatiikin edelleen hyvää tuloskasvunäkymää. Arviomme mukaan Talenomin kasvunäkymät ovat vuoden 2025 jälkeenkin kohtuullisen hyvät, jolloin suhteellisen korkeat arvostuskertoimet olisivat edelleen perusteltavissa yhtiön vahvalla kasvun ja kannattavuuden yhdistelmällä. Luonnollisesti hyväksyttävään arvostukseen liittyy merkittävästi myös osakemarkkinoiden tila viiden vuoden päästä.

Ennusteidemme kautta laskettu Talenomin osakekurssi olisi näillä oletuksilla 13,3 € vuonna 2025. Tämä tarkoittaisi noin 4,2 % vuotuista tuotto-odotusta nykyhetkestä, kun huomioimme myös keskimäärin 2,0 %:n osinkotuoton vuosina 2020-2025. Mielestämme tuotto-odotus on suhteellisen vaisu, kun huomioidaan tuloskasvuun ja hyväksyttävään arvostustasoon liittyvät riskit.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	12,2	12,2	12,2
Osakemäärä, milj. kpl	43,4	44,1	44,1
Markkina-arvo	530	538	538
Yritysarvo (EV)	561	569	566
P/E (oik.)	53,6	46,1	37,2
P/E	53,6	46,1	37,2
P/Kassavirta	>100	75,0	47,3
P/B	17,2	15,0	12,4
P/S	8,1	7,3	6,3
EV/Liikevaihto	8,6	7,7	6,6
EV/EBITDA (oik.)	23,5	21,1	1,0
EV/EBIT (oik.)	42,1	37,3	29,8
Osinko/tulos (%)	65,9 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,3 %	1,6 %

Lähde: Inderes

Oletukset neutraalissa skenaariossa vuoteen 2025

- Tuloskasvu toteutuu odotuksiemme mukaisesti ja tuloskasvunäkymä säilyy hyvänä
- Osaketta hinnoitellaan eteenpäin katsovalla P/E-kertoimella 25x (2026e EPS 0,53 €)
- Yhtiö maksaa noin 60 % tuloksestaan osinkoina kuten toistaiseksi
- Nettovelan on oletettu olevan merkityksetön (ennusteissa on edelleen nettovelkaa 2025)
- Vaatii erittäin hyvää suoritusta kokoluokan kasvaessa, mutta on täysin realistinen
- Osakekurssi vuonna 2025: 13,3 € em. oletuksilla
- Tuotto-odotus 4,2 % (CAGR) osingot huomioiden

Arvonmääritys 5/5

Optimistinen skenaario

Optimistisessa skenaariossa oletamme Talenomin pystyvän sekä kiihdyttämään merkittävästi liikevaihtonsa kasvu että parantamaan merkittävästi kannattavuutta. Ennusteen mukaista yhdistelmää yhtiö ei ole vielä koskaan saavuttanut, koska kasvuun panostaminen heikentää kannattavuutta (ja toisinpäin). Voi kuitenkin olla, että esimerkiksi TiliJaska-konseptin läpilyönti vie yhtiön uudelle tuloskasvu-uralla. Optimistisessä skenaariossa oletamme kuitenkin keskimääräisen liikevaihtonsa kasvuun olevan jaksolla 19,1 % ja liikevoittomarginaalin olevan 24 % vuonna 2025. Yhdistettynä kovaan kasvuun ja jatkuviin kasvupanostuksiin, kannattavuus olisi Talenomille mielestämme erittäin hyvä taso, vaikka kannattavuutta optimoiden se olisi helposti saavutettavissa myös lähivuosina.

Oletamme vahvan tuloskasvun (EPS-kasvu 23,6 % CAGR) ja kasvunäkymän heijastuvan myös arvostukseen, ja Talenomin osaketta hinnoitellaan optimistisessä skenaariossa eteenpäin katsovalle P/E-kertoimella 35x vuonna 2025 (sisältää myös vuoden 2026 kovan tuloskasvuennusteen). Näillä oletuksilla osakekurssi olisi 28,7 euroa vuonna 2025, mikä tarkoittaisi erittäin hyvää 19,9 %:n vuotuista tuotto-odotusta nykytasolta. Mielestämme skenaario vaatisi lähivuosilta yhtiöltä erinomaista onnistumista ja orgaanisen kasvun selvää kiihtymistä nykytasoilta, mutta ainakin teoriassa yhtiöllä on tähän edellytykset. On kuitenkin selvää, että vastoinkäymisiä optiminen skenaario ei kestä. Lisäksi optimistiseenkin skenaarioon voi päästä mukaan myöhemmin paremmalla riski/tuotto-suhteella.

Pessimistinen skenaario

Pessimistisessä skenaariossa vuotuisen liikevaihtonsa kasvuun olevan jaksolla keskimäärin 11 %, mikä on edelleen suhteellisen hyvä taso ja vaatii markkinaosuuksien jatkuvaa voittamista Suomessa ja jonkinlaista menestystä myös Ruotsissa. Kannattavuuden odotamme parantuvan ainoastaan hieman ja liikevoittomarginaalin olevan 21,0 % vuonna 2025 (2020e: 20,5 %).

Tässä myös tuloskasvunäkymä on vaisumpi, ja osakkeelle hyväksytään kauden lopussa 20x P/E seuraavan vuoden tulosennusteella. Silloin osakkeen arvoksi muodostuu 8,9 euroa, mikä tarkoittaisi noin -4,0 %:n vuotuista tuotto-odotusta ennustetut osingot huomioiden. Skenaario kertoo osaltaan osakkeeseen ladatuista kovista odotuksista, sillä tässäkin kasvu on kohtalaisen hyvää ja osakkeen arvostustaso vain palautunut historiallisesti hyväksytylle tasolle. Hyvästä tuloskasvusta (EPS +11,8 % CAGR) huolimatta tuotto-odotus jää selvästi negatiiviseksi.

Arvotuksen yhteenveto

Vaikka pidämme Talenomia erinomaisena yhtiönä ja pidämme sen tulevaisuuden näkymiä kirkkaina, osakkeen arvostusta on mielestämme venytetty todella voimakkaasti ja sitä kautta tuotto-odotus jää vaisuksi ilman uusia uratekoja. Jos yhtiö onnistuu erinomaisesti kansainvälisessä laajentumisessa ja pienasiakaskentässä, tuloskasvu voi kiihtyä merkittävästi ja tarjota merkittävää nousunvaraa. Arvostustaso on kuitenkin nyt niin korkea, että sitä on mielestämme vaikea perustella nykyisillä fundamenteilla.

Oletukset optimistisessä skenaariossa

- Talenom pystyy samanaikaisesti kiihdyttämään kasvuaan ja parantamaan kannattavuuttaan
- Osakekohtainen tulos kasvaa 23,6 % (2020-2025 CAGR) ja tulevaisuuden näkymä pysyy erittäin vahvana
- Osaketta hinnoitellaan eteenpäin katsovalle P/E-kertoimella 35x (2026e EPS 0,82 €)
- Osakekurssi 2025 28,7 € em. oletuksilla
- Tuotto-odotus: 19,9 % vuosittain (CAGR) osingot huomioiden
- Vaatii arviomme mukaan erinomaista operatiivista suoritusta, kansainvälistymisessä onnistumista sekä TiliJaska-konseptin onnistumista
- Muuten samat oletukset kuin neutraalissa

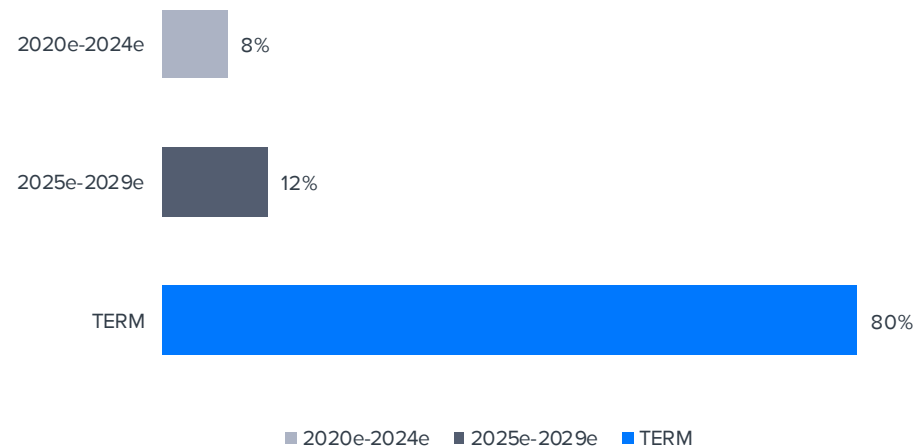
Oletukset pessimistisessä skenaariossa

- Liikevaihtonsa kasvu jää keskimäärin 11 %:n tasolle (moninkertainen suhteessa markkinakasvuun) eikä kannattavuus parane oleellisesti nykytasolta
- EPS kasvaa 11,8 % vuosittain (CAGR), mikä on edelleen hyvä taso palveluyhtiölle
- Osaketta hinnoitellaan eteenpäin katsovalle P/E-kertoimella 20x (2026e EPS 0,44 €) eli arvostus palaisi aiemmalle tasolle
- Osakekurssi 2025 8,9 € em. oletuksilla
- Tuotto-odotus: -4,0 % vuosittain (CAGR) osingot huomioiden
- Muuten samat oletukset kuin neutraalissa

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	10,4	13,3	15,3	19,0	23,3	25,8	28,0	30,3	31,4	32,9	34,0	
+ Kokonaispoistot	8,5	10,6	11,7	15,1	15,3	17,1	18,8	20,6	22,1	23,3	24,2	
- Maksetut verot	-1,7	-2,4	-2,9	-3,6	-4,5	-5,0	-5,4	-5,9	-6,1	-6,4	-6,6	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,2	0,0	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	18,3	21,4	24,3	30,8	34,5	38,4	41,8	45,3	47,6	50,0	51,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-25,7	-19,8	-17,7	-18,9	-20,1	-21,3	-23,8	-24,6	-25,1	-25,7	-27,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,6	1,6	6,6	11,9	14,4	17,1	18,0	20,7	22,4	24,3	24,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,6	1,6	6,6	11,9	14,4	17,1	18,0	20,7	22,4	24,3	24,5	815
Diskontattu vapaa kassavirta		1,6	6,2	10,4	11,9	13,3	13,1	14,2	14,4	14,7	13,9	463
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		576	575	569	558	546	533	520	506	491	477	463
Velaton arvo DCF		576										
- Korolliset velat		-37,0										
+ Rahavarat		7,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,2										
Oman pääoman arvo DCF		542										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,5										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,5 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,4 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Aallon	9,62	35	34	370,2	185,1	185,1	123,4	19,5	17,6	29,2	18,2	2,0	2,8
Fortnox	282,0	1703	1685	66,7	51,2	53,8	43,0	24,8	19,9	87,8	67,4	0,3	0,3
Admicom	125,0	596	587	65,3	48,9	58,7	45,2	26,7	21,8	89,6	64,0	0,8	1,2
Enento	32,70	792	932	26,1	22,9	17,7	15,1	6,2	5,7	33,7	24,4	2,7	3,0
Fondia	7,48	29	24	12,1	12,1	12,1	8,1	1,2	1,2	23,8	16,8	3,4	4,3
Vincit	6,64	80	73	12,2	12,2	9,2	9,2	1,4	1,3	20,0	17,8	2,1	2,3
Gofore	13,00	180	165	22,0	18,3	16,5	13,2	2,2	1,8	38,2	25,9	2,0	2,1
Siili	12,00	84	75	15,0	11,6	8,8	7,5	0,9	0,8	18,5	13,9	3,0	3,9
Solteq	1,85	35	63	12,6	10,5	6,3	5,7	1,1	1,0	15,9	11,8	2,2	3,3
Etteplan	10,15	251	302	14,9	14,0	8,0	7,6	1,2	1,1	16,8	15,3	3,2	3,3
Talenom (Inderes)	12,20	530	561	42,1	37,3	23,5	21,1	8,6	7,7	53,6	46,1	1,2	1,3
Keskiarvo				61,7	38,7	37,6	27,8	8,5	7,2	37,4	27,5	2,2	2,7
Mediaani				18,5	16,1	14,3	11,2	1,8	1,6	26,5	18,0	2,2	2,9
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				127 %	131 %	64 %	89 %	383 %	392 %	102 %	156 %	-43 %	-55 %

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

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	39,8	57,0	66,3	72,3	76,1
Liikearvo	18,4	20,7	23,6	23,6	23,6
Aineettomat hyödykkeet	18,9	25,0	31,1	36,5	41,0
Käyttöomaisuus	2,2	2,6	2,8	3,3	2,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	8,4	8,5	8,6	8,7
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	11,4	14,3	15,7	17,8	20,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,5	6,5	7,8	8,9	10,3
Likvidit varat	5,9	7,8	7,8	8,9	10,3
Taseen loppusumma	51,2	71,3	81,9	90,0	96,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	18,7	23,6	30,7	35,9	43,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,9	12,3	17,0	22,1	29,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	10,9	11,2	13,7	13,7	13,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	23,9	35,1	37,0	38,3	34,7
Laskennalliset verovelat	0,1	0,3	0,5	0,5	0,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	23,6	34,8	36,3	37,7	34,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset velat	8,6	12,6	14,3	15,8	18,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	2,2	2,5	2,6	3,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,2	9,9	10,7	12,2	14,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	0,5	1,0	1,0	1,0
Taseen loppusumma	51,2	71,3	81,9	90,0	96,7

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	41,4	48,9	58,0	65,1	73,8	EPS (raportoitu)	0,08	0,15	0,18	0,23	0,26
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	23,9	27,0	EPS (oikaistu)	0,09	0,15	0,18	0,23	0,26
Liikevoitto	4,8	8,5	10,4	13,3	15,3	Operat. kassavirta / osake	0,24	0,27	0,44	0,49	0,55
Voitto ennen veroja	4,3	8,0	9,6	12,4	14,6	Vapaa kassavirta / osake	0,05	0,04	-0,18	0,04	0,15
Nettovoitto	3,4	6,4	7,6	9,9	11,7	Omapääoma / osake	0,34	0,45	0,57	0,71	0,81
Kertaluontoiset erät	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,05	0,09	0,13	0,15	0,16
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	45,9	51,2	71,3	81,9	90,0	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	18 %	19 %	12 %	13 %
Oma pääoma	13,9	18,7	23,6	30,7	35,9	Käyttökateen kasvu-%	39 %	44 %	38 %	26 %	13 %
Liikearvo	18,4	18,4	20,7	23,6	23,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	66 %	22 %	28 %	14 %
Nettovelat	17,6	18,3	29,2	31,0	31,4	EPS oik. kasvu-%	28 %	69 %	18 %	25 %	16 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	23,0 %	28,0 %	32,6 %	36,7 %	36,5 %
Käyttökate	9,5	13,7	18,9	23,9	27,0	Oik. Liikevoitto-%	12,4 %	17,5 %	18,0 %	20,5 %	20,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	-0,9	1,2	0,0	0,4	Liikevoitto-%	11,7 %	17,5 %	18,0 %	20,5 %	20,7 %
Operatiivinen kassavirta	9,7	11,2	18,3	21,4	24,3	ROE-%	26,6 %	39,0 %	36,0 %	36,4 %	35,1 %
Investoinnit	-7,4	-9,5	-25,7	-19,8	-17,7	ROI-%	13,9 %	21,6 %	20,2 %	20,5 %	20,9 %
Vapaa kassavirta	2,2	1,5	-7,6	1,6	6,6	Omavaraisuusaste	30,5 %	36,7 %	33,2 %	37,6 %	40,0 %
						Nettovelkaantumisaste	126,4 %	97,7 %	123,9 %	101,0 %	87,6 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Harri Tahkola			20,1 %			EV/Liikevaihto	2,5	3,1	5,9	8,6	7,7
Hallintarekisteröity (SEB)			12,4 %			EV/EBITDA (oik.)	11,0	10,9	18,1	23,5	21,1
Markus Tahkola			11,7 %			EV/EBIT (oik.)	20,3	17,5	32,8	42,1	37,4
Hallintarekisteröity (Nordea)			9,5 %			P/E (oik.)	23,4	20,6	41,1	53,6	46,1
SR Danske Invest Suomi Osake			4,4 %			P/B	6,2	7,0	13,3	17,2	15,0
Conficap			4,3 %			Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	1,7 %	1,2 %	1,3 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosituksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Inderesin analyytikko Juha Kinnusella on 18.12.2017 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Talenom Oy

Suositus historia (>12 kk)

Yhtiö teki 1/5-splitin 25.2.2020, kurssit ja tavoitehinnat oikaistua

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.2.2018	Lisää	2,25 €	2,01 €
27.4.2018	Lisää	2,50 €	2,32 €
3.8.2018	Lisää	3,00 €	2,78 €
11.9.2018	Vähennä	3,00 €	2,91 €
18.9.2018	Lisää	3,33 €	3,07 €
23.10.2018	Lisää	3,50 €	3,26 €
27.11.2018	Osta	3,50 €	2,96 €
13.12.2018	Osta	3,67 €	3,18 €
5.2.2019	Lisää	4,17 €	3,83 €
25.2.2019	Lisää	4,42 €	3,97 €
5.4.2019	Lisää	5,33 €	4,82 €
24.4.2019	Lisää	6,00 €	5,33 €
5.6.2019	Vähennä	6,00 €	5,85 €
24.7.2019	Lisää	6,00 €	5,68 €
30.7.2019	Lisää	6,33 €	6,02 €
22.10.2019	Lisää	6,33 €	5,67 €
8.1.2020	Vähennä	7,33 €	7,42 €
4.2.2020	Vähennä	7,00 €	6,97 €
26.2.2020	Lisää	6,80 €	6,40 €
1.4.2020	Vähennä	6,00 €	5,88 €
28.4.2020	Lisää	7,50 €	7,14 €
15.6.2020	Vähennä	8,20 €	8,20 €
4.8.2020	Vähennä	9,00 €	9,32 €
27.10.2020	Vähennä	10,00 €	10,20 €
19.11.2020	Vähennä	12,00 €	12,20 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**