

Talenom

Laaja raportti

2/2019

Lähivuosien houkuttelevimpia kasvutarinoita

Toistamme Talenomille lisää-suosituksen, mutta tarkistamme tavoitehintamme 26,5 euroon (aik. 25,0 €). Talenomilla on erittäin vahva positio fragmentoituneella Suomen tilioimistoalalla, jossa yhtiöllä on selkeä kilpailuetu palvelukeskusmallin ja kirjanpidon automatisoidun tuotantolinjan ansiosta. Automatisaation hyödyt vahvistuvat skaalan kasvaessa liikevaihdon mukana, minkä ansiosta kannattavuus skaalautuu hyvin. Odotamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina yli 20 % vuosittain, mihin näkyvyys on poikkeuksellisen hyvä defensiivisellä toimialalla. Suhtautettuna tähän osakkeen arvostustaso on edelleen hyvin kohtuullinen.

Tilioimistoala on murroksessa, jonka voittajiin Talenom kuuluu

Tilioimistoala Suomessa on erittäin fragmentoitunut. Tilioimistoja on edelleen yli 4200 (keskikoko erittäin pieni) ja kahdeksan suurinta toimijaa pitävät hallussaan vain noin 37 % suunnilleen miljardin euron kokonaismarkkinasta. Kilpailu on ollut yleisesti paikallista ja henkilösuhdevetoista, mutta ala on murroksessa ja skaalaetujen merkitys kasvaa koko ajan. Tärkeimpiä muutosajureita ovat taloushallinnon voimakas sähköistyminen, digitalisaation vahvistava IT-järjestelmien ja ohjelmistojen merkitys, kirjanpitäjien rutiinitehtävien automatisointi sekä asiantuntija- ja lisäpalveluiden merkityksen kasvaminen. Talenom kuuluu alan edelläkävijöihin ja mielestämme yhtiön palvelukeskusmalli, kirjanpidon pitkälle automatisoitu tuotantolinja ja palveluvalikoima antavat sille selkeän kilpailuedun, minkä takia Talenom tulee kasvattamaan markkinaosuuttaan (nyt noin 5 %) vuosien edetessä.

Erittäin vahva tuloskasvunäkymä houkuttelee edelleen

Talenom on valinnut orgaanisen kasvun strategian hyötyäkseen tilioimistoalalla vallitsevasta rakennemuutoksesta. Asiakaskunnan laajentaminen aktiivisella myyntityöllä on aikaa vievää ja suhteellisen kallista defensiivisellä toimialalla, jolla asiakassuhteet ovat yleensä erittäin pitkiä. Talenomin liikevaihto on kasvanut 2004-2016 keskimäärin 17 % vuodessa ja arvioimme yhtiön yltävän ainakin 15 %:n vuosikasvuun myös 2018-2022. Kannattavuus on noussut uudelle tasolle, kun kirjanpidon tuotantolinjan tuomat tehokkuushyödyt ovat alkaneet näkyä raskaiden investointien jälkeen ja skaalaedut vain vahvistuvat tulevaisuudessa. Vuonna 2018 käyttökatemarginaali oli 28 % ja liikevoittomarginaali 17,5 %. Talenom on ohjeistanut liikevaihdon kasvun jatkuvan vuonna 2019 samalla tasolla kuin vuonna 2018 (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan edelleen hieman vuodesta 2018 (17,5 %). Arvioimme mukaan Talenomin EPS-kasvu on tänä vuonna yli 25 % ja vuosina 2019-2022 keskimäärin lähes 22 % (CAGR-%). Näkyvyys tuloskehitykseen on poikkeuksellisen hyvä selkeän kilpailuedun ja defensiivisen toimialan takia.

Arvostustaso edelleen kohtuullinen vahva tuloskasvu huomioiden

Osakkeen 2019e P/E on noin 20x ja EV/EBITDA 11x, mitkä ovat yhtiölle kohtuullisia ja mielestämme lähellä aikaisemmin neutraaleja kertoimia. Vuonna 2019 Talenomin osakekohtainen tulos kasvaa arvioimme mukaan yli 25 %, minkä takia P/E 25x (PEG-luku 1x) voitaisiin mielestämme perustella yhtiölle. Lisäksi ensi vuoden ennusteilla, joihin markkinat nojaavat 12-kuukauden päästä, P/E on vain 17x ja EV/EBITDA 9x. Näin ollen osakkeessa on edelleen merkittävää nousuvaraa, kun katsomme hieman pidemmälle tulevaisuuteen. Olemme hyväksyneet kuluvalle vuodelle P/E 23x ja EV/EBITDA 12x tavoitehinnallamme. Mielestämme nopeutunut kasvu, jatkuvasti vahvistuva kilpailuetu ja todistetusti skaalautuva kannattavuus antavat perusteet arvostustasun nousulle. Talenomin liiketoiminta on poikkeuksellisen defensiivistä ja yhtiöllä on selkeä teknologinen kilpailuetu, minkä ansiosta Talenomissa yhdistyy vahva omistaja-arvon luonti ja alhainen riskiprofiili. Tämä tekee yhtiöstä erittäin houkuttelevan pitkän aikavälin sijoituksen. Lyhyellä tähtämellä arvostuskertoimien venyttäminen nostaa kuitenkin osakkeen riskiprofiilia.

Analytiikko



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

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Lisää)



26,50 EUR

(aik. 25,00 EUR)

Osakekurssi: 23,80 EUR

Potentiaali: 11,3 %

Ohjeistus

Talenom ohjeisti liikevaihdon kasvun jatkuvan vuonna 2019 samalla tasolla kuin vuonna 2018 (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan edelleen hieman vuoteen 2018 (17,5 %) verrattuna.

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	49	58	68	78
kasvu-%	18 %	18 %	17 %	16 %
EBIT oik.	8,5	10,5	12,7	15,0
EBIT-% oik.	17,5 %	18,3 %	18,8 %	19,2 %
Nettotulos	6,4	8,0	9,7	11,5
EPS (oik.)	0,93	1,16	1,41	1,67

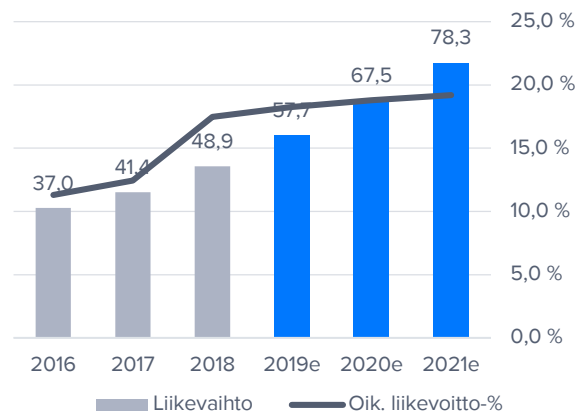
P/E (oik.)	20,6	20,4	16,9	14,2
P/B	7,0	7,1	5,9	4,9
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,9 %	3,5 %	4,2 %
EV/EBIT (oik.)	17,4	18,0	14,8	12,4
EV/EBITDA	10,9	10,4	8,6	7,3
EV/Liikevaihto	3,0	3,3	2,8	2,4

Osakekurssi



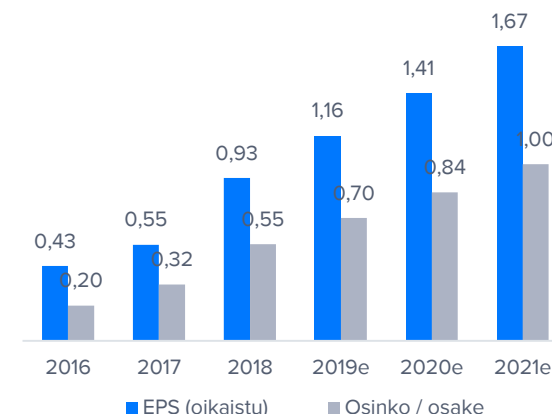
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Ennustamme yhtiön 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

Riskitekijät

- Tulospettymykset ja hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku
- Kilpailuetu nojaa teknologiaan, jonka kehitys on nopeaa
- Asiakaspidon mahdollinen lasku
- Mahdollisesti kiristynvä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia

Arvostus

- Erittäin voimakas tuloskasvu, yli 90 % toistuva liikevaihto ja hyvä näkyvyys tukevat hyväksyttävää arvostusta
- Mielestämme Talenomille voidaan perustella P/E 20-25x riippuen yhtiön tuloskasvusta
- Preemiohinnoittelu perusteltu, koska yhtiö on toimialan edelläkävijä, voittaa markkinaosuutta ja luo koko ajan omistaja-arvoa

Neuvonanto



- Veroneuvonta
- Lakineuvonta
- Talusneuvonta

Selkeä kasvualue kirjanpitäjien ajan vapautuessa konsultointitehtäviin

Tilitoimisto

Laajat kirjanpito- ja palvelut

- Kirjanpito, palkanlaskenta, tulosseuranta, myyntilaskutus, laskujen maksu ja huolenpito



Helpottavat lisäpalvelut

- Talenom Online, App, Tietoväylä, ERP ja Business Intelligence



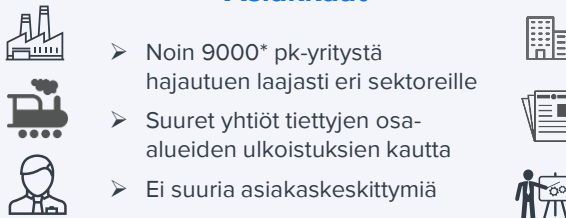
Liiketoimintaidea

Digitalisoituva ja teknologiaan fokusoitunut tilitoimisto, joka tarjoaa lisäksi lisäpalveluita yrittäjien arjen helpottamiseen

TALENOM

- Laajat kirjanpito- ja palvelut, jotka ovat merkittävien osien automatisoituja
- Kirjanpitäjien aikaa pyritään siirtämään voimakkaasti asiantuntijapalveluihin
- Yhtiö on kehittämässä uusia lisäpalveluita yrittäjien arjen helpottamiseen

Asiakkaat



- Noin 9000* pk-yritystä hajautuen laajasti eri sektoreille
- Suuret yhtiöt tiettyjen osa-alueiden ulkoistuksen kautta
- Ei suuria asiakaskeskittymiä

Kilpailu



Kirjanpidon ohjelmistoihin keskittyneet

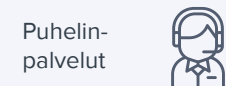
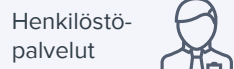
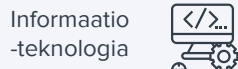
Suuremmat tilitoimistot Suomessa



~4200 pientä tilitoimistoa



Lisäpalvelut



Teknologiaresurssit



- Kirjanpidon automatisoitu tuotantolinja ja palvelukeskukset Oulussa ja Tampereella
- Oma ohjelmistokehitysyksikkö
- Uusi ohjelmistoversio otetaan jälleen käyttöön vuonna 2019
- Muut järjestelmät ja ohjelmistot

Myyntistrategia ja -kanavat

Aktiivinen myyntijoukko



Verkosto: Talenomilla on toimistoja 36 paikkakunnalla Suomessa, joista osa on franchising-ketjua

Franchising-verkoston kasvattaminen



Neuvonanto- ja tukipalveluiden kasvattaminen



Automaation ansiosta merkittävä osa henkilöstökuluista on skaalautuvaa



Henkilöstökulut
(72 % kustannuksista)

Kustannusrakenne (2018)



Materiaalit ja palvelut
(7 %)

Henkilöstö 657 kpl
Kulut yht. 34,3 m€



Liiketoiminnan muut kulut
(21 %)

Liikevaihto 49 m€
Liikevoitto 8,5 m€



Tilitoimistopalvelut
➤90 % liikevaihdosta*



Neuvonantopalvelut
~5 % liikevaihdosta*



Muut lisäpalvelut
~3 % liikevaihdosta*

Tulovirrat (2018)

Liiketoiminnan rahavirta (12,2 m€)
Investoidaan kasvuun ja teknologiaan

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-8
Sijoitusprofiili	9-10
Toimiala ja kilpailu	11-14
Strategia	15-19
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	20-22
Ennusteet ja arvonnääritys	23-26
Taulukot	27-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

Talenom lyhyesti

Talenom on voimakkaasti kasvava digitalisoituva tilitoimisto, jolla on mielestämme vahvat teknologiset kilpailuedut fragmentoituneella toimialalla.

1972

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

+15,6 % 2004-2018

Talenomin pitkän aikavälin kasvu (CAGR-%)

49 MEUR (+18 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

8,5 MEUR (17,5 % liikevaihdosta)

Liikevoitto 2018

Noin 5 %

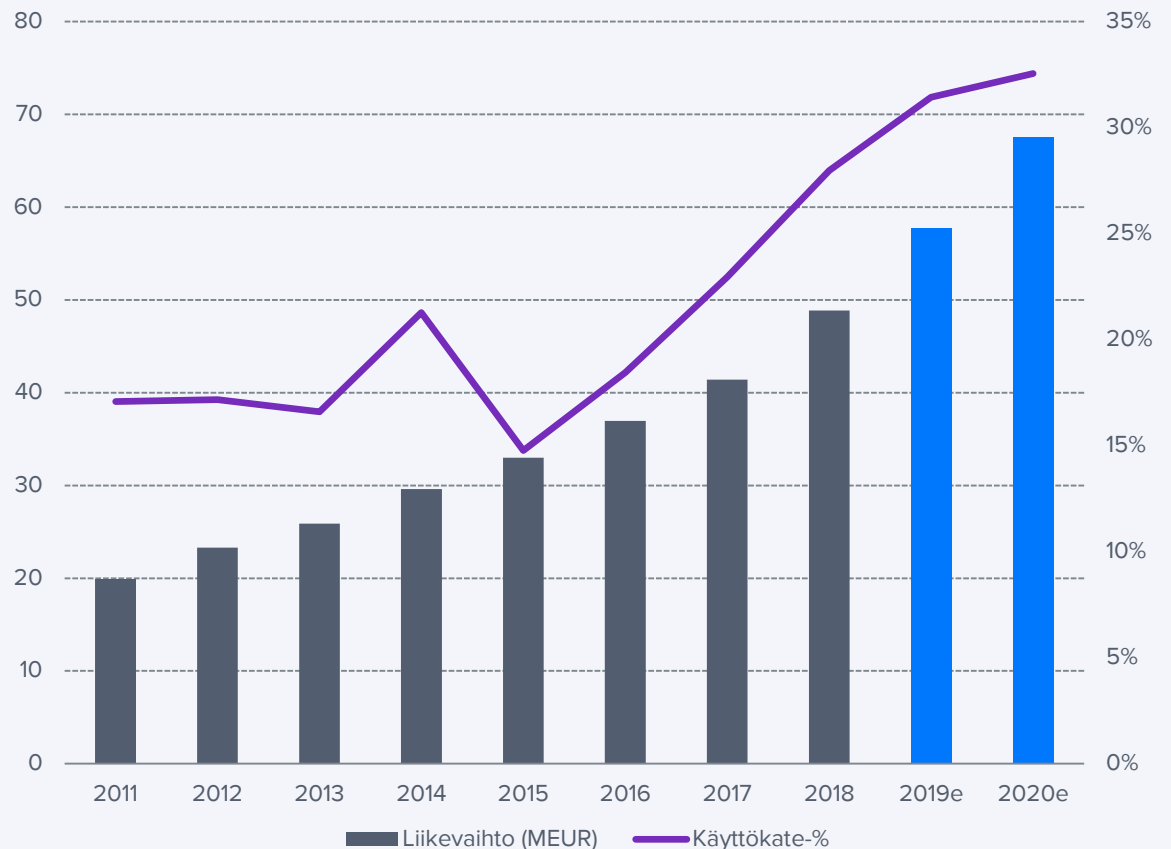
Talenomin markkinaosuus Suomessa (Inderesin 2019 arvio)

Kilpailuetu

Pitkälle automatisoitu kirjanpidon tuotantolinja, joka vähentää merkittävästi kirjanpitäjien rutiinitehtäviä ja tehostaa toimintaa. Tätä tukee keskittetty palvelukeskusmalli.

Talenom sai käyttöön kirjanpidon tuotantolinjan vuonna 2016, minkä jälkeen toiminta on tehostunut asteittain ja kannattavuus on alkanut skaalautumaan voimakkaasti. Tämä johtuu siitä, ettei kasvu enää vaadi uusien kirjanpitäjien rekrytointia.

Talenomin liikevaihto (MEUR) ja kannattavuus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Yhtiökuvaus

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

Markkinaosuudeltaan toimialan suurimpiin kuuluvalla Talenomilla on lähes 5 %:n osuus fragmentoituneesta markkinasta (2019e). 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 Talenomin tarjonta keskittyy yhä enemmän lisäarvopalveluihin sekä yrittäjien tukipalveluihin. Tukipalveluiden kehittäminen on uudistetun strategian avainkohtia. Näin yhtiö pyrkii erottumaan kilpailijoista ja vahvistaa kilpailuetuaan.

Talenomilla on toimistoja 36 paikkakunnalla, mikä kattaa kaikki Suomen suuret kaupungit. Viime vuosina Talenomin franchising-ketju on kasvanut voimakkaasti, mikä on mahdollistanut yhtiön laajentumisen pienemmille paikkakunnille.

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

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.

Talenomin tarjonta on perinteistä laajempi

Talenomin liiketoimintamalli mahdollistaa keskittymisen taloushallinnon lisäarvopalveluihin, joita pk-yritykset tarvitsevat oman liiketoimintansa tueksi. Talenom onkin 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, minkä takia tilitoimistojen tarjonnassa on 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 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 >4200 tilitoimistoa), suurimpien toimijoiden osuus kasvaa
- Toimiala on ollut ja tulee arviomme mukaan olemaan erittäin defensiivinen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Uusia tukipalveluita tulossa

Talenomin strategiassa merkittävässä roolissa ovat uudet tukipalvelut, joiden avulla yhtiö pyrkii vahvistamaan tarjontaa ja asiakassuhdetta. Talenomin asiakkaiden vuosittaiset ostot ovat yhtiön mukaan noin kolme miljardia euroa, mikä tekee niistä yhdistettynä suuryrityksen. Suuren volyymin tarjoamasta skaalaedusta johtuen Talenom voi tarjota aiemmin suuryrityksien nauttimia etuja omia jakelukanaviaan hyödyntäen myös pienyrityksille. Käytännössä Talenom pyrkii keskittämään asiakaskuntansa ostoja valituille kumppaneille (esimerkiksi Gigantti), antamaan skaalaetuja asiakkaille ja ottamaan oman osuutensa välistä. Yksinkertainen ajatus on vielä kuitenkin merkittävin osin vailla toteutusta.

Pitkälle viety automatisointi tuo tehokkuutta

Talenom on kehittänyt tehokkaan palvelumallin, jossa asiakaspalvelu ja palveluntuotanto on erotettu toisistaan. Yhtiön Oulussa ja Tampereella sijaitsevat palvelukeskukset valmistavat tilitoimistopalveluiden tuotannon riippumatta asiakkaiden maantieteellisestä sijainnista, mutta asiakaspalvelu tapahtuu lähellä asiakasta. Talenomin keskitetty palvelukeskusmalli yhdistettynä pitkään kehitettyyn ja vuoden 2015 loppupuolella käyttöön otettuun automatisoituun kirjanpidon tuotantolinjaan antavat selkeän kilpailuedun nostamalla kirjanpidon tehokkuutta.

Yhtiö on ratkaisullaan 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.

Talenomin kirjanpito on täysin sähköinen ja paperisodasta on siirrytty digitalisaation mukana uuteen aikaan. Asiakkailta on toki edelleen mahdollisuus käyttää paperitositteita, jotka yhtiö skannaa tarvittaessa. Automatisoitua tuotantolinjaa kehitetään edelleen mm. robotiikan avulla, minkä ansiosta Talenomin kilpailuetu ei ole heikkenemässä ilman kilpailijoiden selkeää tasokorjausta. Tämä on mahdollista suuremmille kilpailijoille, mutta käytännössä mahdotonta noin 4200 pienelle tilitoimistolle Suomessa. Koska nämä ovat toisaalta Accountorin ja Visman asiakkaita, ei niillä ole merkittävää kannustetta automatisoida kirjanpitäjän tehtäviä kokonaan.

Talenomin asiakaspohja on laaja

Arviomme mukaan Talenomilla on yli 9000 asiakasta, jotka ovat jakautuneet hyvin eri toimialoille. Näin ollen yhtiö ei ole riippuvainen tietyn toimialan menestyksestä, mutta suurimpia asiakassektoreita ovat 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 pysyvää 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.



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
- Merkittäviä kasvumahdollisuuksia myös konsultointi- ja muissa lisäpalveluissa, joihin yhtiön panostaa
- Franchising-malli on osoittanut toimivuutensa ja mahdollistaa markkina-aseman vahvistamisen pienemmillä paikkakunnilla

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 kiristyvä kilpailu digitaalisissa taloushallinnossa
- Pitkällä aikavälillä kirjanpidon rutiinitehtävien hoitamiseen kohdistuu hintapainetta (koko alan riski)

Sijoitusprofiili

1.

Vahva kasvu, joka vahvistaa myös yhtiön skaalaetuja

2.

Kannattavuuden skaalautuminen automatisaation edetessä

3.

Erittäin vahva positio todella defensiivisellä markkinalla

4.

Suurien kasvuinvestointien tuottopotentialiaali on erittäin hyvä

5.

Kokonaisuutena maltillinen riskiprofiili

Potentiaali



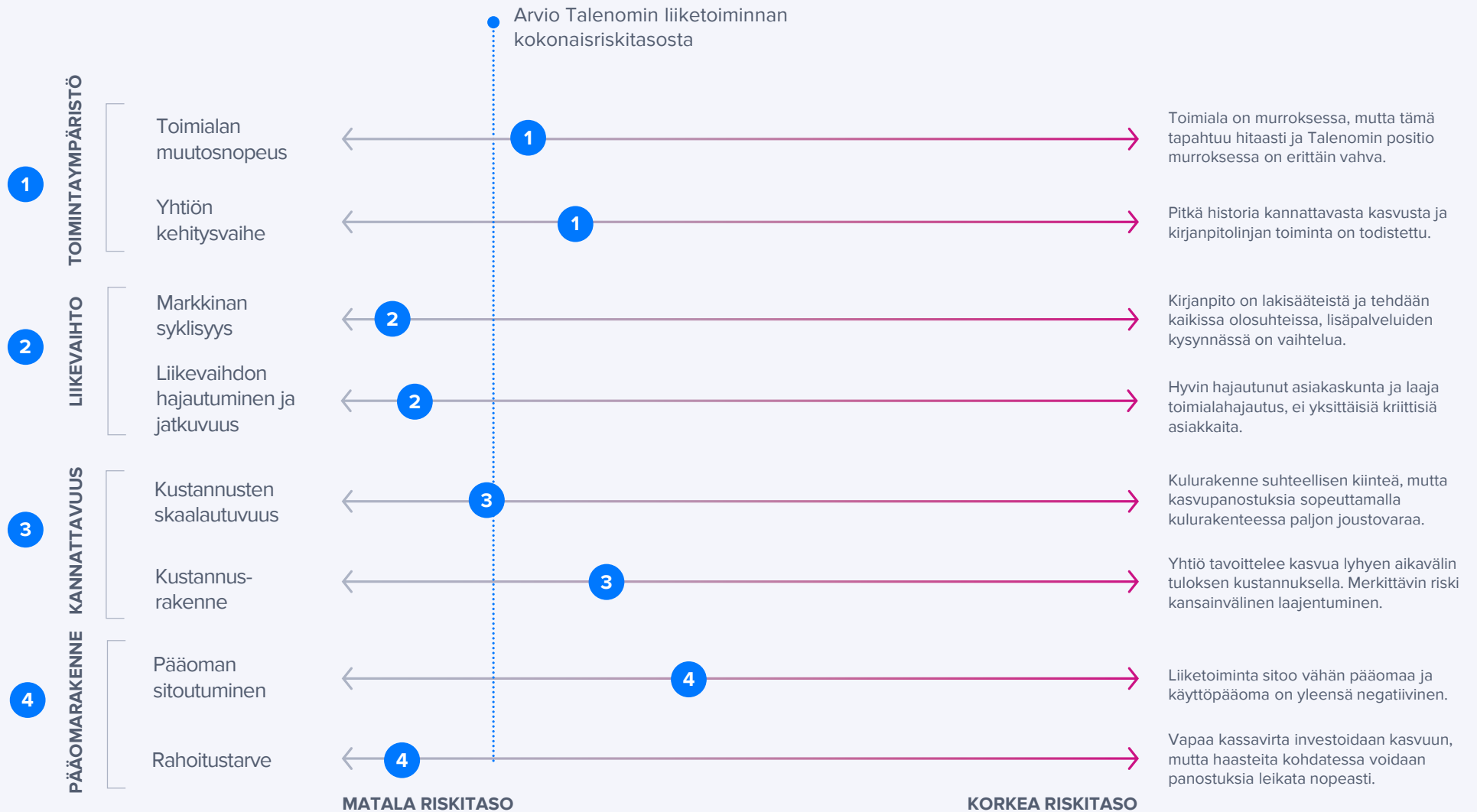
- Vahva orgaaninen kasvu jatkuu selkeiden kilpailuetujen ansiosta
- Defensiivisellä toimialalla markkinaosuuksien voittaminen on hidasta, mutta sen arvo on korkea
- Erittäin hyvin positioinut toimialan murrokseen, jota kiihdyttää digitalisaatio ja automatisaatio
- Kannattavuus skaalautuu suhteellisen hyvin automatisoidun kirjanpitolinjan ansiosta
- Yhtiön kilpailuedut vahvistuvat skaalan mukana

Riskit



- Teknologiset riskit sekä laatuongelmat, jotka voivat johtaa asiakasmenetyksiin
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Mahdolliset tulospettymykset (odotukset korkeita) ja niiden negatiivinen vaikutus osakkeen hyväksyttävään arvostukseen
- Pitkällä aikavälillä toimialan mahdollinen hintaeroosio

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/3

Kasvava, mutta erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina on Suomessa pyöreästi miljardin euron kokoinen. Markkina on melko riippumaton makrotalouden sykleistä, mikä tekee siitä hyvin defensiivisen. Yrityksille on lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito, joten tarve säilyy niin kauan kun verottaja haluaa omansa.

Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamussuhde, minkä takia asiakaspysyvyys on alalla erittäin korkea. Defensiivisyydestä kertoo hyvin se, ettei toimialan liikevaihto laskenut edes finanssikriisin keskellä vuonna 2009. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositiona toimialalla erittäin arvokkaan.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 4,8 % vuodessa 2001-2017 välisenä aikana. Viime vuosina kasvu on hidastunut, mutta markkina on pysynyt kasvu-uralla. Vuonna 2017 kasvua kertyi Tilastokeskuksen mukaan noin 2,9 %. Arvioimme keskimäärin noin 3-4 %:n kasvun jatkuvan myös tulevaisuudessa, vaikka markkina on tällä hetkellä murroksessa.

Kasvuajurit ovat muuttumassa

Historiallisesti kasvun vakautta ja jatkuvuutta selittävät pitkälti hinnankorotukset, jotka ovat arvioimme mukaan vastanneet historiallisesti noin puolesta markkinan kasvusta. Historiallisesti korotukset ovat olleet 2-4 % eli noin 33-66 % toimialan 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 arvioimme mukaan murtumassa, kun digitalisaatio ja automatisaatio tehostavat kirjanpitäjien rutiinitehtäviä selvästi.

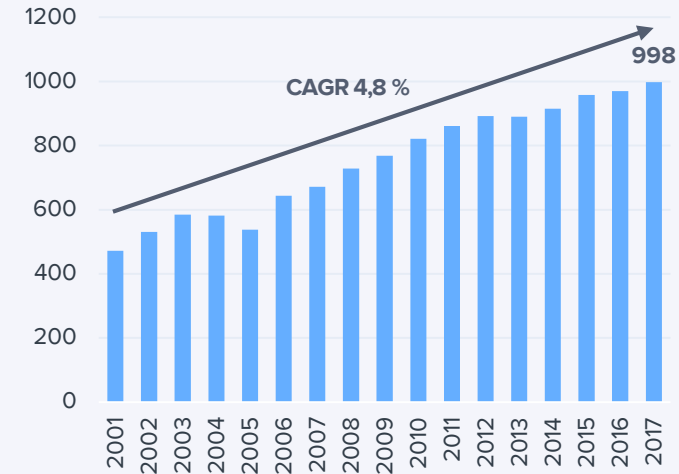
Toinen osa kasvussa on transaktiomäärien kasvu, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä, mutta Suomen piristynyt talouskasvu ei vaikuta heijastuneen toimialaan merkittävästi esimerkiksi vuonna 2018. Suomen talouskasvun odotetaan kuitenkin hidastuvan tulevina vuosina, joten tämä ajuri ei ole ainakaan vahvistumassa.

Arvioimme mukaan toimialan kasvuajuri tuleekin lähivuosina olemaan erityisesti perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti.

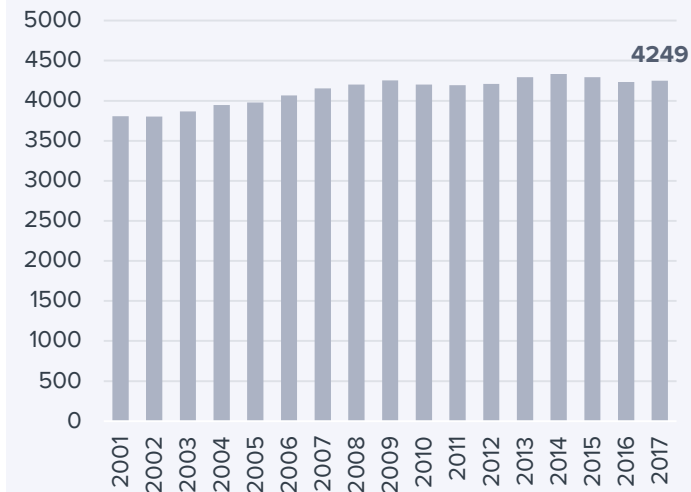
Toimiala on voimakkaassa murroksessa

Tilitoimistoala on murroksessa, jonka ajureina toimivat digitalisaatio, palveluntarjonnan ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen, lainsäädännön muutokset ja yrittäjien eläköityminen. Vaikka tilitapahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo arkipäivää, suuressa osassa tilitoimistoja paperitositteet ovat edelleen arkipäivää. Viime vuosina sähköistyminen on kuitenkin edennyt laajalla rintamalla. Kehitys sähköistettyyn ja tehokkaampaan käsittelyyn tulee kuitenkin vääjäämättä yleistymään digitalisaation ajamana.

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Tilitoimistojen lukumäärän kehitys



Toimiala 2/3

Sähköistyminen tulee muuttamaan tilitoimistojen palvelut, prosessit, osaamistarpeet sekä työnjaon asiakkuuksissa. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän huomattavasti arvoaan, mutta toisaalta konsultin työtehtävät tulevat kasvattamaan 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 asiakasvaihuvuutta 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 sähköisen palvelun hallitsevia ja haluavat laajentaa toimintaansa murroksessa. Palveluiden sähköistyminen sekä taloushallinnon ohjelmistojen kehittyminen on ollut nopeaa viime vuosina, mikä on mahdollistanut aikaisten omaksujien kilpailukyvyyn nousun. Tästä Talenom on mielestämme selkeä esimerkki.

Voimakkaasti fragmentoitunut markkina

Toimialan rakenne on todella fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2017 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 4249 yritystä (2016:

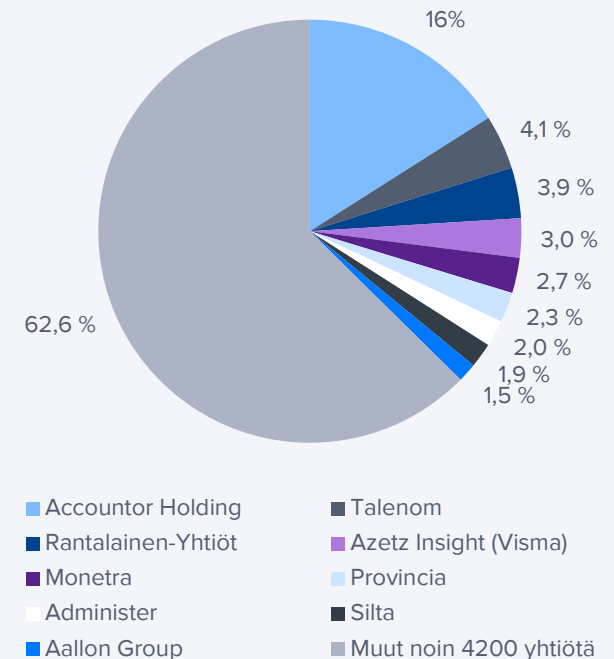
4235). Keskimääräisessä yrityksessä oli vain 2,8 työntekijää eli valtaosin yritykset ovat erittäin pieniä. Arviomme mukaan alan murros tulee ajamaan pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, koska näillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen. Vaikka toimijoiden määrä ei välttämättä merkittävästi laske, arviomme mukaan yhä suurempi osuus markkinasta tulee keskittymään suurille toimijoille.

Alan merkittävimpiä toimijoita ovat Accountor, Talenom, Visma, Rantalainen, Administer (joka osti myös Sillan 6/2018), Monetra (erityisesti julkinen sektori), Provincia (erityisesti julkinen sektori) ja Aallon Group. Edellä mainittujen yhtiöiden liikevaihto on yli 15 MEUR:n kokoluokassa. Varsinaisten tilitoimistojen vertailukelpoisuutta häiritsee se, että Accountorin alla on myös arvokasta ohjelmistoliiketoimintaa (Procourt, Tikon ja Finago). Vastaavaa liiketoimintaa on myös Vismalla, joka on kuitenkin eriyttänyt tilitoimistopalvelut omaksi yhtiökseen (Azets Insight Oy).

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arviomme mukaan alan kahdeksan suurinta toimijaa pitivät vuonna 2017 hallussaan vain noin 37 % markkinasta, joten valtaosa on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä. Luku on kuitenkin selvästi suurempi kuin vuonna 2015 (noin 30 %), joten toimialalla tapahtuu konsolidaatiota huolimatta suuresta määrästä toimijoita. Kaikilla yrityksillä ei ole resursseja vastata murroksen tuomiin haasteisiin, minkä takia arviomme toimialan konsolidoitumisen kiihtyvän.

Arvio tilitoimistojen markkinaosuuksista 2017 (%)



Toimiala 3/3

Teknologian kehittyessä näemme merkittävän muutoksen myös skaalan merkityksessä. Toisin kuin historiassa, tulevaisuuden liiketoimintamallit saavat arviomme mukaan 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. Asiantuntijapalveluissa skaalaedut rajoittuvat henkilöstöresursseihin, mutta voivat silti olla kokonaiskilpailun kannalta merkittäviä. Lisäksi selkeitä skaalaetuja on arviomme mukaan saavutettavissa myös myynnin ja markkinoinnin osalta.

Kaikilla tilitoimistoilla ei tule olemaan voimavaroja vastata haasteeseen, mutta suuremmille yhtiöille murros luo toimialan fragmentoituneisuudesta johtuen kasvumarkkinan seuraaviksi 5-15 vuodeksi. Uskomme toimialan konsolidoitumisen kiihtyvän ja toimialan muokkaantuvan voimakkaasti seuraavien kymmenen vuoden aikana. Muutospaineet haastavat toimialan ja asettavat erityisesti pienet tilitoimistot valinnan eteen: poistua markkinalta, erikoistua vai monipuolistua. Myös voittajat on suhteellisen helppo ennakoita. Arviomme mukaan Talenom kuuluu murroksen voittajiin yhdessä Accountorin ja Visman kanssa. Lisäksi varteenotettavia haastajia ovat keskisuuret tilitoimistot kuten Rantalainen, Administer sekä Aallon Group.

Kilpailu toimialalla on (edelleen) varsin rajattua

Tilitoimistomarkkinalla kilpailu asiakkaista on ollut rajattua käytännössä aina, ja Talenom on ollut ainoita aidosti aktiivista uusmyyntiä harjoittava yhtiö toimialalla jo pitkään (ainakin merkittävässä mittakaavassa). Valtaosa pienistä yhtiöistä on keskittynyt suojelemaan omaa ”reviiriä” ja suuret yhtiöt 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 selkeää kausivaihtelua. Tilinpäätöksen valmistelu ja päättäminen luovat kysyntään säännöllisen piikin joulukuun-maaliskuulle. Tämä korostaa erityisesti ensimmäisen kvartaalin osuutta laskutuksessa sekä kannattavuudessa. Tämä heijastuu myös Talenomien liikevaihdon ja erityisesti tuloksen muodostumiseen.



Tilitoimistoala tiivistettynä

- Tilitoimistoala kasvaa arviomme mukaan lähivuosina noin 3-4 %:n vuosivauhtia.
- Valtaosa liikevaihdosta on jatkuvaa / toistuvaa
- Tilitoimistoala on yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, koska kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille.
- Kilpailu toimialalla on rauhallista ja alueellista ja panostukset uusasiakashankintaa ovat yleisesti alhaisia. Myös hintakilpailu on 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 lähivuosina, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan.
- Arviomme mukaan toimialan arvo tulee keskittymään suurille yhtiöille, vaikka toimialan yhtiömäärä voi pysyä korkeana.

Toimiala ja kilpailukenttä

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, joka on vielä kuitenkin suhteellisen vähäistä
- Yritysosotohalukkuus korkea
- Mahdollisuuksia nousuun tai laskuun kategorioissa

Haastajat



+ muutama muu suurehko tilitoimisto

Häviäjien yhteisiä tekijöitä:

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

Häviäjät

Valtaosa nykyisistä noin 4000 pienestä tilitoimistosta



Muutama selkeä voittaja

Kasvuhaluiset haastajat, joilla mahdollisuuksia kehittää omaa teknologiaa

Pienet ja paikalliset tilitoimistot

Skaalaetuja niillä, joilla on teknologista osaamista

Strategia 1/4

Talenomilla on erittäin hyvä positio alalla

Talenomin tavoitteena on kasvaa Suomen arvostetuimmaksi tilitoimistoksi. Yhtiö pyrkii hyötymään orgaanisen kasvun strategialla alan murroksesta. Talenom haastaa erityisesti toimialan pienemmät toimijat myyntityöllään ja teknologisella edelläkävijyydellä, mille osittain erittäin vanhakantaisella toimialalla on tilaa. Talenomilla on mielestämme selkeät kilpailuedut, joista merkittävimpiä ovat automatisoidun tuotantolinjan ja palvelukeskusmallin tuomat tehokkuus- ja skaalaedut, laajat neuvontapalvelut ja laajenevat yrittäjien tukipalvelut. Nämä tekijät antavat yhtiölle erittäin hyvät lähtökohdat edessä olevaan murrokseen.

Kasvu vahvistaa skaalaetuja

Talenomin kasvustrategia perustuu orgaaniseen kasvuun, jota yhtiö voi kuitenkin kiihdyttää harkituilla yritysostoilla. Yhtiö panostaa kasvuun erityisesti myyntiorganisaationsa kautta, mikä aiheuttaa kasvuvaiheessa myös merkittäviä kuluja. Keskitetty palvelukeskusmalli yhdistettynä kirjanpidon automatisoituun tuotantolinjaan luovat yhtiölle kuitenkin skaalaetuja. Tämä tekee yhtiön kasvusta erityisen houkuttelevaa, koska kasvava skaala vahvistaa myös teknologista kilpailuetua. Automatisoidun kirjanpitolinjan ansiosta yhtiön kannattavuus myös skaalautuu erittäin hyvin.

Kasvu on kallista defensiivisellä toimialalla

Kasvun saavuttamiseen Talenom käyttää kombinaatiota aggressiivisesta myynnistä, palvelulaadun ja palvelun laajuuden lisäämistä

sekä maantieteellistä laajentumista uusiin kaupunkeihin Suomessa (myöhemmin ulkomaille). Lisäksi yhtiö laajentaa franchising-verkostoa.

Myyntipanostukset ovat viime vuosina olleet keskimäärin 70-85 % asiakkaan ensimmäisenä vuotena tuomasta liikevaihdosta, mikä tarkoittaa kasvun olevan suhteellisen kallista. Tämä on luonnollista defensiivisellä markkinalla, jossa asiakaspysyvyys on korkea ja asiakkuudet erittäin pitkiä (jopa 25 vuotta). Tämä on Talenomille haaste uusasiakashankinnassa, mutta toisaalta merkittävä vahvuus ja peruste tehdä aggressiivista myyntityötä. Uusasiakashankinta aiheuttaa huomattavia etupainotteisia kuluja, joista suurimmat ovat myyntiprovisiot ja järjestelmän käyttöönottoon liittyvät kulut.

Pois lukien uusasiakasmyyntin kustannukset, uusi asiakas muuttuu kumulatiivisesti kassavirtapositiiviseksi yhtiön oman arvion mukaan kuuden kuukauden kuluttua. Kun myyntipanostukset huomioidaan, uusi asiakas muodostuu kumulatiivisesti kassavirtapositiiviseksi noin kahden vuoden kuluttua. Pitkät asiakassuhteet huomioiden uusasiakashankinta on silti erittäin kannattavaa pidemmällä aikavälillä. Talenomilla on mahdollisuus laskea kasvupanostuksia ja fokusoida kannattavuuteen, jos yhtiö näkee markkinadynamiikan muuttuvan. Tällä hetkellä aggressiivinen kasvu on mielestämme hyvin perusteltua.

Automatisoitu kirjanpidon tuotantolinja

Talenomin kirjanpitolinjan tuomaa kilpailuetua on

vaikea osoittaa yksinkertaisesti, mutta esimerkiksi yhtiön tositteiden läpimenoajat ovat todella paljon lyhyempiä kuin alalla keskimäärin. Yhtiö jatkaa tuotantolinjan kehitystyötä painottaen ohjelmistorobotiikan ja tekoälyn kehitystä. Talenomin kannattavuus tulee skaalautumaan tulevaisuudessa liikevaihdon kasvun mukana, koska yhtiö tarvitsee suhteessa vähemmän kirjanpitäjiä tehokkuuden parantuessa. Tämän yhtiö todisti jälleen vuonna 2018, jolloin kannattavuus nousi voimakkaasti.

Talenomin automatisoidun tuotantolinjan kulut ovat muodostuneet etupainotteisesti. Yhtiö on investoinut viimeisen vuosikymmenen aikana todella paljon omien IT-järjestelmien kehittämiseen, mikä on ollut hidas ja kallis prosessi. Nyt yhtiöllä on kuitenkin vahva kilpailuetu, sillä vastaavat kehitysprosessit ovat valtaosalla kilpailijoista edessä tai monille myös käytännössä mahdottomia toteuttaa.

Franchising-malli laajentaa potentiaalia

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 tavoittelee asemaa uusille pienemmille paikkakunnille Suomessa, joille oman toimiston perustaminen ei olisi rajallisen asiakaskunnan takia perusteltua. Malli laajentaa merkittävästi Suomen markkinoiden potentiaalia yhtiölle.

Strategia 2/4

Tällä hetkellä franchising-yrittäjiä on 26 ja kasvu on ollut todella voimakasta viimeisen vuoden aikana (2018: 14 uutta yrittäjää). Franchising on Talenomille merkittävä kasvuajuri, jonka avulla yhtiö kasvattaa markkinaosuutta ja kriittistä skaalaa, mikä jälleen vahvistaa kilpailuetua.

Tulevaisuudessa yrittäjien tavara- ja palvelutalo?

Talenom kertoi kesällä 2016 uudesta viiden vuoden strategiasta, jonka suurin uudistus oli suunnitelma palvelutarjonnan laajentaminen muissa hallinto- ja tukipalveluissa kumppaniverkoston kautta. Talenomin asiakkaiden vuosittaiset ostot ovat noin kolme miljardia euroa vuodessa. Talenom pyrkii strategiassa keskittämään asiakaskuntansa ostoja valitsemilleen kumppaneille, antamaan skaalaetuja asiakkaille ja ottamaan osuutensa välistä. Valtaosa palveluista tullaan tuottamaan kumppaneiden kautta, ja Talenom toimii asiakkaan suuntaan palvelun jakelukanavana. Näin toteutettavilla toimitusketjuilla yhtiö pystyy varmistamaan skaalautuvuuden, mikä mahdollistaa nopean kasvun ja rajaa riskejä.

Kirjapitäjä on monille pk-yrityksille tärkeä osa yhtiön hallintoa ja asiakassuhteet ovat monesti tiiviitä. Jos Talenom pystyy tarjoamaan yrittäjälle relevantteja tuotteita ja palveluita skaalaetujen ansiosta muita edullisempaan hintaan, on pohja kysynnälle vahva. Potentiaali Talenomille on erittäin merkittävä ja uuden strategian onnistuessa yhtiöstä voi tulla yrittäjien tavara- ja palvelutalo. Olemme avanneet asiaa seuraavalla sivulla.

Kirjanpitäjien aikaa vapautuu konsultointiin

Mahdollisesti merkittävien suhteellisen nopeasti avautuva mahdollisuus liittyy mielestämme konsultointipalveluihin, joiden lähtökohtana on olemassa olevien kirjanpitäjien vapautuneen ajan myynti, mistä tuleva lisätulo oletettavasti jaetaan kirjanpitäjän (lisä palkkaan) ja Talenomin kesken. Talenomille ei tule tästä uusia kiinteitä kuluja, mikä tekee mahdollisuudesta erityisen houkuttelevan.

Konsultointipalveluiden rooli tulee nousemaan lähivuosina selvästi, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan yhä enemmän ja toisaalta kirjanpitäjiä saadaan koulutettua riittävästi. Talenom on kehityksessä yleistä toimialaa selvästi edellä ja panostaa nyt konsultointiin merkittävästi.

Konsultoinnin tulospotentiaali on merkittävä

Konsultoinnin potentiaalia voidaan hahmotella joko asiakkaan keskilaskutuksen nousun kautta tai kirjanpitäjien konsultointilaskutuksen kautta, kuten teemme seuraavaksi. Oletamme kirjanpitäjän työtuntien olevan 1739 vuodessa (37 tuntia viikossa ja 47 viikkoa vuodessa) ja että kirjanpitäjän rutiinitehtävistä vapautuvasta ajasta saadaan 10 % myytyä konsultointitunteina. Tämä olisi vuodessa noin 174 konsultointituntia, joiden hinta on esimerkkilaskelmassa 190 euroa / tunti (Talenom.fi-osoitteesta löytyvä tuntihinta veroneuvonnalle, muut voivat olla alempia).

Näillä oletuksilla yksi kirjanpitäjä toisi konsultoinnilla noin 33 TEUR lisää liikevaihtoa vuodessa. Oletamme lisäksi, että kirjanpitäjä saisi tästä lisäansioista 20 % (+6,6 TEUR) palkkana, mikä

olisi myös ainoa Talenomille aiheutuva oleellinen kulu työntekijänsä tekemästä konsultoinnista. Tämä tarkoittaisi Talenomille noin +26,4 TEUR käyttökatetta vuodessa.

Vaikka luvut ovat pieniä, on tärkeää muistaa, että Talenomilla on satoja kirjanpitäjiä. Kaikki kirjanpitäjät eivät tule olemaan kyvykkäitä tai motivoituneita konsultointitehtäviin, mutta potentiaali on merkittävä. Jos kerromme edellä mainitut luvut sadalla, liikevaihtoa tulisi lisää 3,3 MEUR (+6,8 % vrt. Talenomin 2018 liikevaihtoon) ja käyttökatetta 2,64 MEUR (+19,3 % vrt. 2018 käyttökatteeseen). Erityisesti tulosvaikutus olisi siis todella merkittävä. Talenomilla oli vuoden vaihteessa 657 työntekijää, joista suurin osa on kirjanpitäjiä (tarkka jaottelu hankalaa).

Neuvonantopalveluiden tai konsultoinnin tulevaa kehitystä on vielä vaikea ennustaa. Talenomin asiakaskunnassa on varmasti kysyntää, mutta yhtiöllä ei ole tältä osalta vielä merkittäviä näyttöjä strategian toimivuudesta. Tämän takia olemme edelleen omissa ennusteissamme erittäin varovaisia ja suhtaudumme konsultointiin merkittävänä mahdollisuutena, jonka onnistuminen on erittäin epävarmaa. Sijoittajien kannalta se on mielestämme mielenkiintoinen optio vahvan ydinliiketoiminnan rinnalle.

Talenomin kannalta konsultointimyynnin riski on erittäin pieni, koska se ei lisää yhtiön kiinteitä kuluja vaan käyttää jo olemassa olevia, osittain vapautuvia resursseja. Toki annettuihin neuvoihin liittyy erityisesti merkittävä maineriski, joka on alkuvaiheessa todennäköisesti koholla.

Strategian muut palvelut

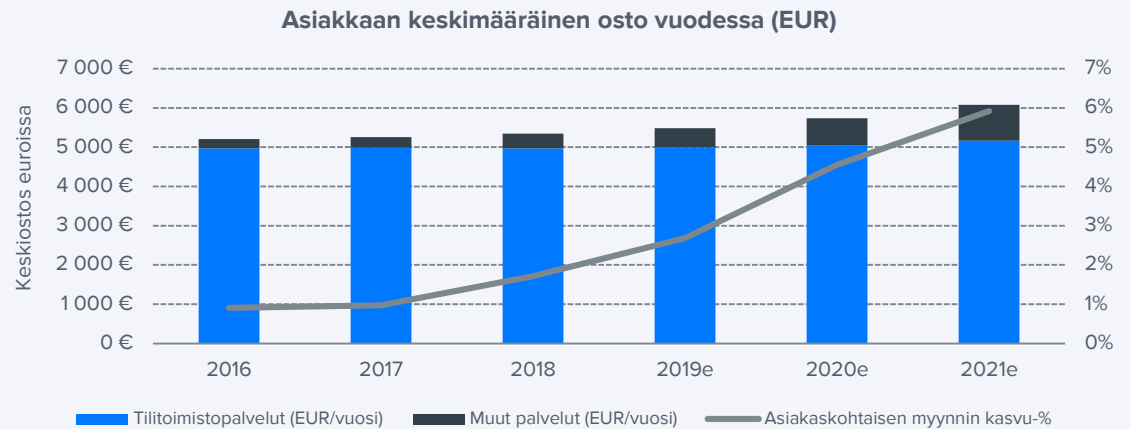
Yrittäjän tavara- ja palvelukaupan logiikka



Talenomin mahdollisuus:
 ”myyntikomission” kaltainen ansainta sekä
 asiakkaiden yhä parempi sitouttaminen

Potentiaalinen hahmottaminen keskiostoksen kasvun kautta

Uusien palveluiden potentiaalia on helpoin hahmottaa asiakkaan keskiostoksen kasvun kautta. Lisämyynti olemassa oleville tilitoimistoasiakkaille luo Talenomille merkittävän kasvumahdollisuuden, mitä olemme hahmotelleet alla.



Esimerkkiskenaario asiakaskohtaisen myynnin mahdollisesta kasvusta

Liiketoiminnan jakautuminen (MEUR)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Tiltoimistopalvelut	33,3	39,3	45,4	52,5	58,4	65,7
Muut palvelut	1,7	2,1	3,4	5,2	8,0	11,6
Muiden palveluiden kasvu-%	26 %	27 %	63 %	51 %	53 %	46 %
Asiakaskohtaisen myynnin kasvu-%	0,9 %	1,0 %	1,7 %	2,7 %	4,5 %	5,9 %
Asiakasmäärä (kpl)	7104	7885	9147	10519	11571	12728

Lähde: Inderes. Talenom ei ole julkaissut lukuja, vaan ne ovat Inderesin esimerkinomaisia arvioita.

Strategia 3/4

Tukipalveluilla voi olla merkittävä tulosvaikutus

Talenomin tukipalvelut (muut palvelut) voivat olla tulevaisuudessa merkittävä lisäajuri kannattavalle kasvulle, mutta niihin liittyvä riski on Talenomin kannalta erittäin pieni. Hyvin toimiessaan Talenom pystyy rakentamaan arvokkaan verkoston palveluita, saamaan merkittäviä alennuksia toimittajilta tarjoamansa skaalan takia ja hinnoittelemaan palvelut houkuttelevasti asiakkaille omasta katteestaan huolimatta. Sijoittajien kannalta tärkeää on mielestämme se, että kyseessä on Talenomille lisämahdollisuus, jonka potentiaali voidaan selvittää suhteellisen pienillä investoinneilla. Kasvupanostuksista valtaosa kohdistuu edelleen ydinliiketoimintaan.

Eri palveluilla on merkittävästi erilainen profiili, mutta pääasiassa Talenomin rooli on ”välittäjä”. Esimerkiksi laskurahoituksessa yhtiö välittää Arexin laskurahoituspalveluita järjestelmänsä kautta asiakkaille, ja saa välistä palkkion ilman lisätöitä (järjestelmän luonnin jälkeen). Vaikka suhteellinen osuus on tietysti pieni, palkkio on käytännössä puhdas lisätulo Talenomille. Jos Talenom onnistuu tavarakaupassa, tälläkin on pitkälti samantyylinen vaikutus kuin laskurahoituksella. IFRS-kirjanpidossa tuote/tavaramyynti (tietokoneet, älypuhelimet ja muut vastaavat) määritellään agentuuritoiminnan alle, minkä takia liikevaihtovaikutusta ei ole. Sen sijaan Talenomin oma palkkio-osuus näkyisi käytännössä suoraan käyttökaterivillä.

Uusien palveluiden riskit liittyvät mielestämme pääasiassa mahdollisiin laatuongelmiin: heikot

palvelut voivat heikentää asiakassuhdetta ja Talenomin brändiä.

Onnistuminen vahvistaisi myös yhtiön asemaa

Positiivisen tulosvaikutuksen lisäksi onnistuessaan tukipalvelut sitovat asiakkaat yhä voimakkaammin Talenomin ekosysteemiin ja nostavat edelleen asiakkaiden pysyvyyttä. Jos asiakas on tottunut Talenomin lisäpalveluihin, on perinteisen tilitoimiston mahdotonta tarjota vastaavaa kokonaisuutta. Tämä on strategisesti tärkeää, vaikkei se heijastukaan tuloslaskelmaan lyhyellä aikavälillä.

Toistaiseksi kehitys on ollut hidasta

Talenom lanseerasi ensimmäisiä uusia palveluita kesällä 2017, mutta toistaiseksi ainoastaan muutamat uudet palvelut ovat lähteneet käyntiin. Näitä ovat henkilöstöpalvelut sekä puhelinpalvelut. Vuonna 2018 liikevaihto muista liiketoiminnoista oli vain 3,4 MEUR, mutta liikevaihto kasvoi kuitenkin 63 %.

Uusia avauksia on kuitenkin tulossa ja yhtiö kertoi vasta uudesta laskurahoitus-konseptista, jossa Talenom toimisi välittäjänä yhteistyökumppanin (Arex) ja asiakkaidensa välissä. Pk-sektorin laskurahoitus (factoring) on merkittävä mahdollisuus, jos se onnistuu. Lisäksi se on Talenomille käytännössä riskitön mahdollisuus.

Pidemmällä tähtäimellä näemme myös ICT-hankinnat (tietokoneet, kännykät ja muut laitteet) mielenkiintoisena alueena, koska Talenomin asiakaskunnan hankinnat alueella ovat varmasti suuria. Jos tästä summasta saadaan kohtuullinen

osa esimerkiksi Talenom/Gigantti-kanavaan, voi tästä muodostua merkittävä lisäliiketoiminta. Näemme toki huomattavia mahdollisuuksia myös muissa palveluissa. Kriittistä on mielestämme vahvojen kumppaneiden valinta ja vakuuttaminen.

Olemme edelleen varovaisia ennusteissamme

Toistaiseksi Talenomin muut liiketoiminnat on niin varhaisessa vaiheessa, että siihen kannattaa mielestämme suhtautua start up -yhtiönä. Niillä on silti merkittävä potentiaali erityisesti asiakkaiden keskioston kasvattamisen kannalta. Arviomme mukaan Talenomilla on yli 9000 asiakasta, ja tilitoimistopalveluiden laskutus on keskimäärin noin 5000 euroa vuodessa. Kaikki asiakkaat eivät varmasti lähde ostamaan lisäpalveluita, mutta joidenkin asiakkaiden vuosilaskutus voi hyvin moninkertaistua pelkästään jo nyt kerrottujen palveluiden pohjalta. Jos keskilaskutus nousisi tulevaisuudessa 10 % yhteensä 5500 euroon, tämä tarkoittaisi 10 %:n nousua liikevaihdossa ja voimakkaasti suurempaa vaikutusta tuloksessa, koska suuri osa palveluista ei aiheuta Talenomille merkittäviä uusia kuluja. Esimerkiksi laskurahoituksessa Talenomin liikevaihtoa on vain palkkio, mikä on suoraan myös tulosta.

Tukipalveluiden myynti on toistaiseksi ollut erittäin vähäistä ja yhtiö on edennyt strategiassa hiljalleen. Erityisesti tavarakaupan ensimmäinen yritys selvästi epäonnistui, ja yhtiö muuttaa tältä osalta toiminta-ajatustaan. Toistaiseksi meillä ei ole riittävää näkyvyyttä siihen, että ottaisimme muut toiminnot merkittäväällä mittakaavalla mukaan Talenomin ennusteisiimme.

Strategia 4/4

Tällä hetkellä ennusteissamme tukipalveluiden uudet mahdollisuudet eivät siis juuri ole mukana, joskin olemme ottaneet ydinliiketoiminnan kasvulle hieman aggressiivisemmän kasvulinjan osittain tukipalveluiden potentiaalin takia. Jo todistetut uudet liiketoiminnat ovat toki jo sisällä ennusteissa ja lisäksi odotamme neuvonantopalveluiden osuuden kasvavan hiljalleen, mihin on selkeät ajurit. Lähivuosien ennusteemme tulevat kuitenkin nousemaan selvästi, jos tukipalvelut onnistuvat tuomaan merkittävästi kannattavaa kasvua ydinliiketoiminnan rinnalle. Tässä vaiheessa tyydymme kuitenkin odottamaan yhtiöltä näyttöjä tukipalveluiden suhteen.

Kansainvälinen laajentuminen alkanee 2019

Talenom on laajentumassa myös kansainvälisesti, arviomme mukaan Ruotsiin. Ruotsin tilitoimistomarkkina on Suomen tapaan erittäin pirstaloitunut, ja tilitoimistoja on jopa 17 000. Isoja tilitoimistoja ei käytännössä ole, joskin maassa toimivat tilintarkastajat ja konsulttiyhtiöt ovat mukana myös kirjanpidossa.

Laajentuminen Ruotsiin vaatii yritysostoa, jolla Talenom hakee kasvualustaa maahan. Yritysosto olisi näkemyksemme mukaan kokoluokaltaan pieni mutta laadukas täsmähankinta, jonka päälle kasvua voidaan hiljalleen rakentaa. Edessä ei siis ole suurta yksittäistä yritysostoa. Tämä pienentää riskejä, mutta merkittävän markkinaosuuden valloittamiseen kuluu pitkä aika.

Arviomme mukaan Talenom laajenee Ruotsiin varovaisin askelein, joista ensimmäinen nähdään tänä vuonna. Ruotsin sirpaloitunut markkina on houkutteleva kohde, mutta näkemyksemme mukaan kyse on strategisesta valinnasta, jolla kasvatetaan yhtiön pitkän tähtäimen potentiaalia. Kansainvälistymiseen liittyvä riski on mielestämme hyvin hallittu, joskin myös merkittäviä tuloksia joudutaan todennäköisesti odottamaan vuosia.

Pitkällä aikavälillä Talenomin on tarkoituksena monistaa Suomessa toimivaksi todistettu konsepti Ruotsissa, mutta alkuvaiheessa automatisoidun tuotantolinjan käyttö olisi käsityksemme mukaan mahdotonta. Yhtiön täytyy saavuttaa tietty volyyymi Ruotsissa tätä ennen. Pitkäjärjestykselle sijoittajalle näemme Ruotsin mielenkiintoisena mahdollisuutena. Leijonan osa yhtiön kasvupanostuksista suuntautuu kuitenkin Suomen ydinliiketoimintaan, missä yhtiöllä on edelleen todella paljon kasvumahdollisuuksia.

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Pitkän aikavälin kehitys on ollut vakuuttavaa

Talenomin vahva kasvutarina on jatkunut pitkään. Vuodesta 2004 ja vuoteen 2018 päättyvällä aikasarjalla liikevaihto on kasvanut keskimäärin 15,6 % (CAGR). Viimeisen viiden vuoden (2014–2018) kasvu on ollut keskimäärin 13,5 % (CAGR).

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

Viime vuosina kannattavuus on lähtenyt skaalautumaan voimakkaasti, ja vuonna 2018 käyttökate oli jo 28 % liikevaihdosta. Tämä on erinomainen taso tilitoimistolle, mikä kertoo teknologiapanostuksien onnistumisesta. Vanhojen asiakkaiden kannattavuus on vielä selvästi korkeampi merkittävän automatisoinnin takia, mutta yhtiön edelleen hakema voimakas kasvu vaatii taakseen merkittäviä myyntipanostuksia ja uusien asiakkaiden käyttöönotto on edelleen suhteellisen kallista.

Talenomin kannattavuuteen ovat vaikuttaneet oleellisesti myös aktivoinnit. Näiden suhteen tilanne on IFRS:n myötä selkeämpi, kun yhtiön

aktivoinnit ovat linjassa tunnetumman standardin kanssa. Käsittelimme aikaisemmassa laajassa päivityksessämme (3/2016) poistoja ja aktivointeja laajasti emmekä toista asiaa tässä raportissa. Toteamme kuitenkin, että kehitys on ollut pitkälti odotuksiemme mukaista alueella.

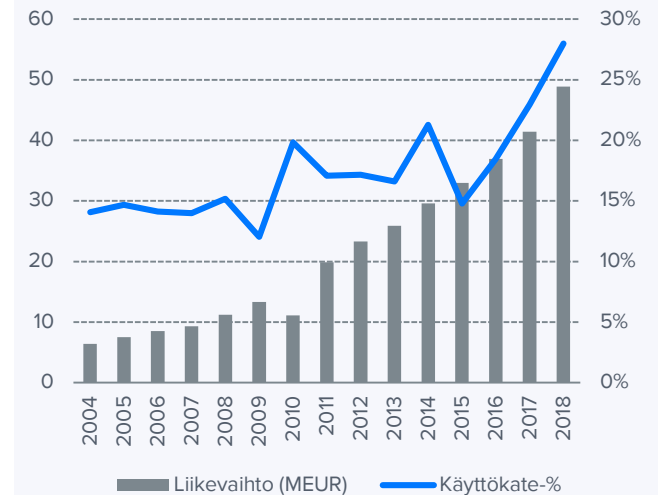
Operatiivinen rahavirta investoidaan takaisin

Talenomin liiketoimintamalli tuottaa erittäin hyvin operatiivista kassavirtaa, mutta toisaalta kasvu- ja it-investoinnit syövät valtaosan tästä rahavirrasta. Viimeisen viiden vuoden aikana (2014-2018) liiketoiminnan nettorahavirta on ollut 7,8 MEUR vuodessa, kun samaan aikaan käyttökate on ollut 8,2 MEUR vuodessa (luvut keskiarvoja). Molemmat ovat olleet viime vuosina voimakkaassa kasvussa.

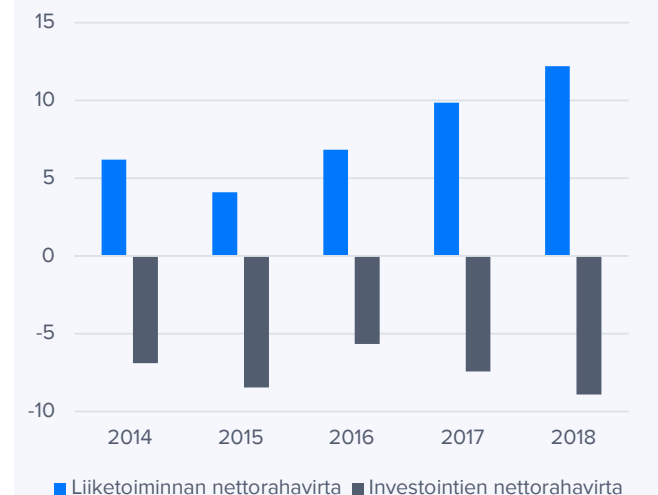
Vahva operatiivinen rahavirta on investoitu lähes kokonaan teknologiaan ja kasvuun. Kirjanpidon automatisoimisen kehittäminen (2013-2018 arvio 18 MEUR) ja myyntivetoisen kasvu on ollut suhteellisen kallista, joten investointien rahavirta on ollut 2014-2018 noin 7,5 MEUR vuosittain. Kun lisäksi on maksettu osinkoja (pääomanpalautuksia), niin rahavirta on valtaosin 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 yli 15 MEUR ja kasvavan tästä samaa tahtia käyttökateen kanssa, mistä riittää pääomia kilpailuetuja vahvistaviin järjestelmä-investointeihin, kasvuun ja osinkoihin. Heikko vapaa rahavirta on mielestämme syy huoleen vain, jos ei usko näiden investointien tuottavan tulevaisuudessa (itse olemme luottavaisia).

Pitkän aikavälin kehitys



Rahavirran pääelementit (MEUR)



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 vuoden 2018 lopussa 36,7 % ja nettovelkaantumisaste painui alle 100 %:n ollen 98 %. Nämä ovat yhtiölle mielestämme enemmän kuin riittäviä. Vielä muutama vuosi sitten tasetta pystyi mielestämme arvostelemaan, kun 2016 omavaraisuusaste oli noin 25 % ja nettovelkaantumisaste 187 %. Tase tulee vahvistumaan myös tulevaisuudessa, ellei yhtiö nosta uutta korollista velkaa (tänä vuonna lukua painaa IFRS-muutos, katso seuraava sivu). Lisävelanotto voisi olla mielestämme pian perusteltua, koska korot ovat erittäin alhaisia ja tase kestäisi velkavivun hyvin.

Vaikka yhtiöllä on suhteellisen paljon korollista velkaa (2018: 23,5 MEUR), emme näe tätä ongelmana defensiivisellä ja ennustettavalla toimialalla. Pitkäaikaisen lainan (koko velkasumma) korko on vain 2,25 %, mitä pidämme erittäin maltillisena. Vuosittaiset korkokulut jäävät siis noin 0,5 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

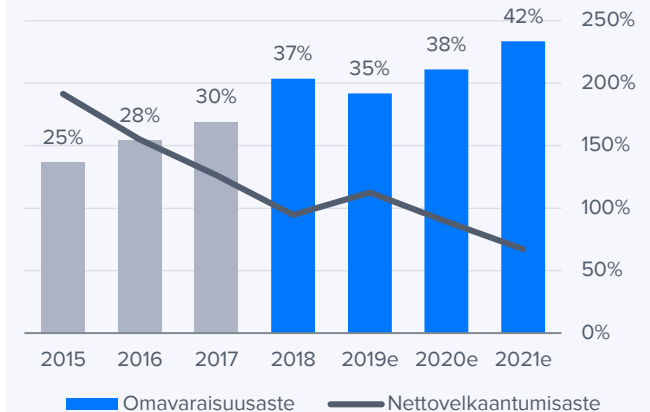
heikentyminen voisi aiheuttaa ongelmia myös taseen kannalta. Taseessa oli vuoden 2018 lopussa 18,4 MEUR liikearvoa, mikä vastaa suunnilleen yhtiön oman pääoman määrää (18,7 MEUR). Kun liikearvoon lisätään muut aineettomat hyödykkeet (mm. asiakasaktivoinnit), jotka olivat vuoden lopussa 10,5 MEUR, on aineettomien osuus taseessa dominoiva. Tämä ei ole yhtiön tilanteessa poikkeuksellista, mutta jos liiketoiminnan kannattavuus jostain syystä lähtisi kehittymään heikosti ja näiden arvojen kuranttius nousisi epäilyksen kohteeksi, taseriski nousisi nopeasti. Pidämme tätä kuitenkin tällä hetkellä erittäin epätodennäköisenä.

Osingot kasvavat tuloksen mukana

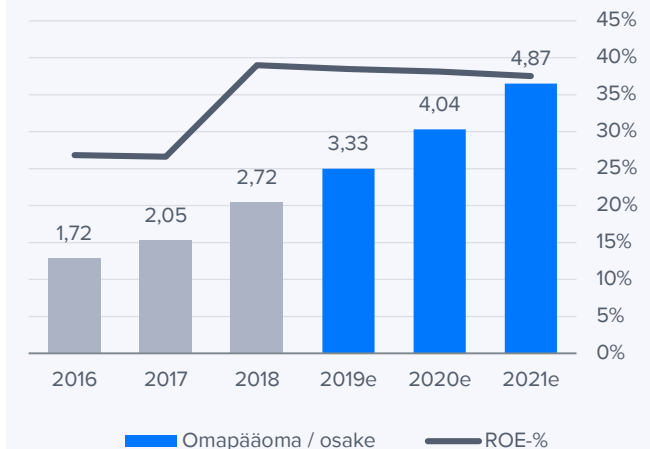
Talenomin tase ei kaipaa enää vahvistusta, joten ennustamme osinkojen nousevan vähintään tuloksen mukaisesti. Osinkoja rajoittaa kuitenkin yhtiön halu kasvaa aggressiivisesti, mikä on mielestämme hyvin perusteltua toimialan nykyisessä tilanteessa. Nykyisellä kasvuvauhdilla yhtiöllä jää koko ajan riittävästi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

Taloudellisen lisäarvon kannalta voisi mielestämme olla perusteltua myös lopettaa osingot ja investoida nämäkin rahat kasvuun, koska pääoma tuottaa tällä hetkellä erinomaisesti. Emme usko yhtiön tekevän näin, ja nykyinen kannattavan kasvun malli onkin mielestämme järkevä kompromissi tulevaisuuden potentiaalin ja nykyhetkessä jaettavien osinkojen välillä.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



IFRS 16 tulee vaikuttamaan erityisesti taseeseen

IFRS 16 Vuokrasopimukset standardi

IFRS 16 Vuokrasopimukset -standardia on sovellettava 1.1.2019 tai sen jälkeen alkavilla tilikausilla. Uusi standardi edellyttää vuokralle ottajilta vuokrasopimusten merkitsemistä taseeseen vuokranmaksuvelvoitteena sekä siihen liittyvänä omaisuuseränä. Taseeseen merkitseminen muistuttaa paljon aiempaa IAS 17:n mukaista rahoitusleasingin kirjanpitokäsittelyä. Taseeseen merkitsemisestä on kaksi helpotusta, jotka koskevat lyhytaikaisia enintään 12 kuukautta kestäviä vuokrasopimuksia sekä arvoltaan enintään USD 5000 olevia hyödykkeitä.

Standardi koskee konsernin määräaikaista vuokrasopimuksia toimitiloista sekä niitä toistaiseksi voimassa olevia toimitilasopimuksia, joiden osalta vuokrasopimus on jatkunut yli 12 kk. Toistaiseksi voimassa olevien vuokrasopimusten osalta vuokra-aika on määriteltävä johdon arvioon perustuen. Muilla IFRS-standardimuutoksilla yhtiö ei arvioi olevan merkittävää vaikutusta.

Vuokravastuiden käsittely tulee heikentämään tasetta paperilla

Talenom ottaa standardin käyttöön standardin voimaantulopäivästä lähtien. Uusi standardi tulee vaikuttamaan konsernin tilinpäätöstietoihin, kun toimitilojen vuokrat kirjataan pääosin taseeseen omaisuuserinä ja velkana. Yhtiö ei aio oikaista edeltävän vuoden vertailulukua.

Konsernilla on 31.12.2018 tilanteessa vuokravastuita 11,8 MEUR. IFRS 16 -standardin perusteella taseeseen kirjattavien vuokrasopimusten sisältö eroaa näistä

vuokravastuista mm. lyhytaikaisia vuokrasopimuksia ja vähäarvoisia omaisuuseriä koskevien helpotusten osalta.

Yhtiön arvion mukaan taseeseen kirjattava omaisuuserä 1.1.2019 ja vastaava korollisen velan määrä on 8,2 MEUR. Vuonna 2019 yhtiön alustavan arvion mukaan IFRS 16 -standardin käyttöönotosta aiheutuvat vaikutukset tuloslaskelmaan ovat:

- Poistot +1,6 MEUR
- Liikevoitto +0,1 MEUR
- Tilikauden tulos +0,1 MEUR

IFRS 16 -standardin käyttöönoton johdosta konsernin omavaraisuusaste laskee yhtiön arvion mukaan 4 %-yksikköä, nettovelkaantuneisuusaste kasvaa 33 %-yksikköä ja sijoitetun pääoman tuotto prosentti laskee 3 %-yksikköä.

Olemme lisänneet vuokravastuut tase-ennusteisiimme

Olemme huomioineet standardimuutoksen tase-ennusteissamme lisäämällä 8,2 MEUR erän käyttöomaisuuteen ja tulosennusteissamme käytännössä nostamalla erään liittyviä poistoja noin 1,6 MEUR:lla, mikä samalla poistuu vuokratuloluista. Muut muutokset ovat mielestämme pitkälti merkityksettömiä. Talenomin velkaantuneisuus nousi muutoksien takia, mikä selittää taseen heikentymisen tänä vuonna, vaikka tuloskehitys jatkuu vahvana. Samalla huomautamme, ettei yhtiön taloudellinen asema varsinaisesti muutu. IFRS 16-muutokset koskevat kaikkia IFRS-kirjanpidossa olevia pörssiyrityksiä.



IFRS 16:n vaikutukset

- IFRS 16 Vuokrasopimukset -standardia on sovellettava 1.1.2019 tai sen jälkeen alkavilla tilikausilla.
- Talenomin arvion mukaan taseeseen kirjattava omaisuuserä 1.1.2019 ja vastaava korollisen velan määrä on 8,2 MEUR.
- IFRS 16 -standardin käyttöönoton johdosta konsernin omavaraisuusaste laskee yhtiön arvion mukaan 4 %-yksikköä, nettovelkaantuneisuusaste kasvaa 33 %-yksikköä ja sijoitetun pääoman tuotto prosentti laskee 3 %-yksikköä.
- Olemme huomioineet standardimuutoksen tase-ennusteissamme lisäämällä 8,2 MEUR erän käyttöomaisuuteen ja tulosennusteissamme nostamalla erään liittyviä poistoja noin 1,6 MEUR:lla, mikä toisaalta samalla poistuu vuokratuloluista.
- Talenomin velkaantuneisuus nousi muutoksien takia, mutta yhtiön taloudellinen asema varsinaisesti muutu.
- IFRS 16-muutokset koskevat kaikkia IFRS-kirjanpidossa olevia pörssiyrityksiä.

Ennusteet ja arvonmääritys 1/4

Tuloskasvu jatkuu vahvana vuonna 2019

Talenomilta erinomaisesti sujuneen vuoden 2018 jälkeen yhtiö ohjeisti liikevaihdon kasvun jatkuvan vuonna 2019 samalla tasolla kuin vuonna 2018 (18,0 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan edelleen hieman vuoteen 2018 (17,5 %) verrattuna. Kasvu ja kannattavuus kulkevat lyhyellä tähtämällä pitkälti käsi kädessä, sillä kasvupanostuksia lisäämällä kasvu kiihtyy, mutta toisaalta kannattavuus (väliaikaisesti) heikkenee. Mielestämme ohjeistetut tasot, joissa sekä kasvu että liikevoittomarginaali ovat noin 18 %:n tasolla, on erittäin vahva. Taso on kuitenkin hyvin saavutettavissa.

Mielestämme ohjeistus indikoi yhtiön odottavan vähintään 18 %:n kasvua ja liikevoittomarginaalia, koska yhtiöllä on tapana olla konservatiivinen ohjeistuksien suhteen. Vuoden 2017 tilinpäätöksen yhteydessä Talenom ohjeisti vuoden 2018 liikevaihdon kasvun olevan selvästi edellisvuotta nopeampaa (2017: 12,1 %) ja liikevoittoprosentin parantuvan hieman edellisestä vuodesta (2017: 11,7 %), mikä osoittautui lopulta erittäin maltilliseksi ohjeistukseksi. Liikevaihdosta yli 90 % on toistuvaa ja yhtiön näkyvyys on siten erittäin hyvä. Kun lisäksi huomioidaan yleensä konservatiiviset ohjeistukset, olemme hyvin luottavaisia voimakkaan tuloskasvun jatkumisen suhteen.

Vuoden 2019 ennusteet

Emme ole tehneet oleellisia operatiivisia ennustemuutoksia 2018 tilinpäätöksen jälkeisen päivityksemme jälkeen, mutta nostimme IFRS 16-muutoksen takia poistoja selvästi. Ennustamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 18,1 % ja käyttökatemarginaalin nousevan yli 31 %:n tasolle (2018: 28,0 %). Liikevoiton ennustamme edelleen

olevan 10,5 MEUR eli noin 18,3 % liikevaihdosta. Rahoituskulut ovat noin 0,5 MEUR ja veroprosentti on Suomen yritysveroaste 20 %.

Näillä oletuksilla 2019 osakekohtainen tulos olisi 1,16 euroa, mistä odotamme yhtiön maksavan noin 60 % osinkoina (0,70 euroa/osake). Odotamme osakekohtaisen tuloksen siis kasvavan noin 26 %, mikä antaa osakkeelle erinomaisen tuottoajurin, vaikka tätä on toki jo osin hinnoiteltu osakkeeseen.

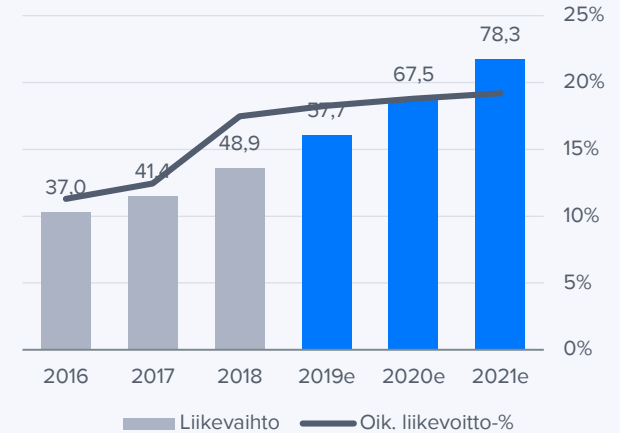
Vuosien 2020-2022 ennusteet

Tuloskasvunäkymä on vahva myös vuoden 2019 jälkeen, koska emme näe mitään merkkejä Talenomien kilpailuedun heikentymisestä tai oleellisista muutoksista toimialalla. Liikevaihto jatkaa vahvaa kasvua ja kannattavuus skaalautuu edelleen maltillisesti, koska kasvupanostukset pysyvät arviomme mukaan korkeina.

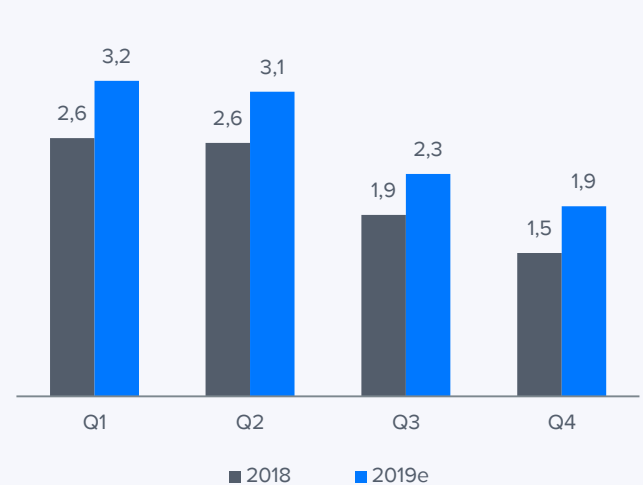
Odotamme Talenomien liikevaihdon kasvun olevan 15-20 %:n haarukassa myös 2020-2022, mutta ennusteemme ovat 15-17 %. Käyttökatemarginaalin odotamme nousevan 2020 hieman 32-33 %:n tasolle ja vakiintuvan tämän jälkeen. Poistojen odotamme kasvavan suunnilleen liikevaihdon tahdissa, joten liikevoittovoitto-% nousee suhteellisen hitaasti pysyen 19 %:n tuntumassa.

Odotamme siis tulosvivun olevan erittäin maltillinen, mutta edellytyksiä on mielestämme selvästi parempaan. Olemme olettaneet henkilöstökulujen jatkuvan voimakasta kasvua, vaikka varsinaisia kirjanpitäjiä yhtiö ei käsityksemme mukaan tarvitse merkittävästi lisää. Oletettavasti absoluuttisesti yhä kasvava myynti vaatii uusia resursseja ja tuo kuluja.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Ennusteet ja arvonmääritys 2/4

Myös jatkuvat it-panostukset vaativat mahdollisesti uutta henkilöstöä, ja palkkainflaatio lienee tällä sektorilla merkittävä. Silti olemme oman arviomme mukaan hyvin konservatiivisia henkilöstökulujen kehityksen suhteen.

Materiaalien ja palveluiden olemme olettaneet kasvavan liikevaihdon mukana, mikä on käsityksemme mukaan realistista. Lisäksi olemme olettaneet liiketoiminnan muiden kulujen kasvavan liikevaihdon vauhdissa, mikä ei normaalitilanteessa olisi perusteltua sillä erän pitäisi skaalautua varsin hyvin. Täällä olemme kuitenkin varautuneet mm. panostuksiin muihin liiketoimintoihin (uudet lisäpalvelut) sekä ottaneet turvamarginaalia mahdollista Ruotsin laajentumista varten.

Kehitykseen vaikuttaa merkittävästi yhtiön strategiset valinnat, eli kasvun tai kannattavuuden mahdolliset painotukset eri jaksoilla. Lisäksi selkeä epävarmuustekijä on Ruotsin laajentuminen, jota emme ole huomioineet ennusteissamme (yritysostojen mallintaminen on käytännössä mahdotonta) muuten kuin varovaisuutena. Kannattavuusennusteemme ovat mielestämme koko kulurakennetta tarkasteltaessa hyvin varovaisia, koska mielestämme Talenomin kulujen ei pitäisi kasvaa näin merkittävästi. Ainoat ennustemuutoksemme teimme pidemmän aikavälin kasvu- ja kannattavuusennusteisiin, joita nostimme hieman.

Ennustamme tällä hetkellä yhtiön osakekohtaisen tuloksen kasvavan 2018-2021 noin 22 %:n vuosivauhtia (CAGR-%). Tämä on erinomainen vauhti, mutta Talenomilla on näkemyksemme mukaan potentiaalia vielä parempaan.

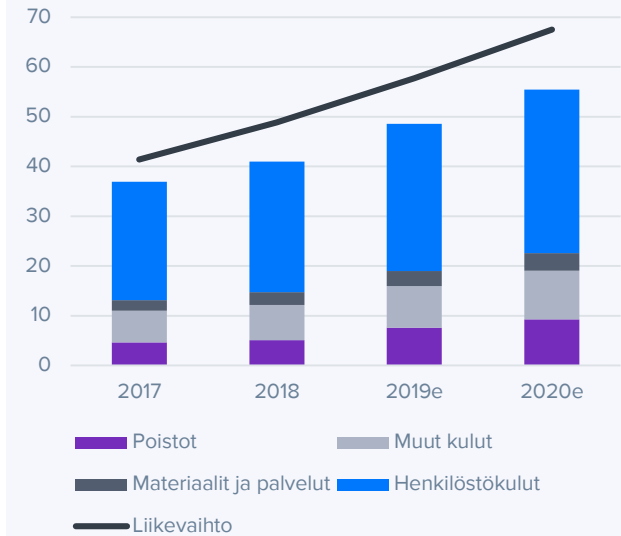
Pitkän aikavälin ajurit edelleen erittäin vahvat

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 laaja-alaiset asiantuntijapalvelut antavat mielestämme sille selkeän kilpailuedun. Merkittävän lisämahdollisuuden tarjoaa kirjanpitäjien siirto korkeamman lisäarvon konsultointiin.

Lisäksi yhtiön strategia laajentaa tarjontaa uusille alueille avaa mielestämme yhtiölle merkittäviä kasvumahdollisuuksia. Yhtiö pyrkii tarjoamaan asiakkailleen palveluita, joilla suuren asiakasryhmän ostovoima yhdistämällä voidaan pk-yrityksille tarjota aikaisemmin suuryrityksille kuuluneita skaalaetuja. Näemme uusissa palveluissa merkittäviä kasvumahdollisuuksia lähivuosien aikana, mutta ennusteissamme näitä ei ole vielä merkittävästi huomioitu. Odotamme edelleen yhtiöltä lisänäyttöä strategian toimivuudesta ja tulosvaikutuksesta.

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.

Kulurakenne (MEUR)



Osakekohtaisen tuloksen kehitys



Ennusteet ja arvonnääritys 3/4

Erittäin hyvät lähtökohdat arvonnluonnille

Talenomin viime vuosien kalliit kasvuponnistelut ovat jo luoneet merkittävästi arvoa, mutta tämän ulosmittaus on suhteellisen hidasta huomioiden toimialan yleisesti erittäin hyvä asiakaspito, pitkäjännitteisyys ja skaalan kasvaminen.

Talenomin liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, kysyntä kirjanpidon lakisääteisyys 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.

Kokonaisuutena näemme yhtiön riskiprofiilin matalana erityisesti sen jälkeen, kun yhtiön automatisoitu kirjanpidon tuotantolinja on saatu todistetusti toimimaan ja liiketoiminnan skaalautuvuus on näkyvillä. Teknologiaan liittyvät riskit ovat nyt huomattavasti aikaisempaa alhaisempia, ja luottamus nykyisten investointien hyötyihin on korkea. Myöskään likviditeetti ei ole enää merkittävä ongelma, koska osakkeella käydään kauppaa jo suhteellisen aktiivisesti. Selvästi suurin riski osakkeelle on mielestämme suhteellisen korkeat arvostuskertoimet ja kovat tuloskasvuodotukset. Mahdolliset tulospettymykset voivat aiheuttaa painetta sekä ennusteisiin että kertoiimiin.

Hyväksyttävä arvostustaso on nousussa

Talenomin arvostustaso on mielestämme viime aikojen voimakkaasta kurssinoususta huolimatta

kohtuullinen, eikä täysimääräisesti huomioi yhtiön tulospotentiaalia ja toimialan murrosta. Osakkeen 2019e P/E on noin 20x ja EV/EBITDA yli 10x, mitkä ovat jo käytännössä aikaisemmin yhtiölle hyväksymällämme tasolla.

Mielestämme Talenomin nopeutunut kasvu (hitaamman jakson jälleen toistuvasti haarukassa 15-20 %), jatkuvasti vahvistuva kilpailuetu (palvelukeskusmalli ja automatisoitu kirjanpidon tuotantolinja) ja todistetusti skaalautuva kannattavuus ovat kuitenkin erittäin hyviä perusteita hyväksyttävän arvostustason nousulle. Tätä heijastelee myös tuloskasvuennusteiden nousu. Odotamme nyt lähivuosien tuloskasvun (EPS) olevan noin 20-22 %, kun aikaisemmin ennusteemme oli noin 17-18 %. Ero kumuloiutuu lopulta osakkeenomistajille merkittäväksi.

Erittäin vahvan tuloskasvun takia 2019e P/E 25x antaisi osakkeelle vasta PEG-luvun 1x, mikä voidaan mielestämme hyvin perustella yhtiölle. Pidemmällä aikavälillä tuloskasvu kuitenkin tasaantuu ja kestävämpi taso P/E-kertoimella on mielestämme 20-25x, mikä antaa edelleen omistajille erittäin hyvän tuotto-odotuksen. Olemme esittäneet vieressä argumentteja Talenomin hyväksyttävälle arvostukselle.

Hyväksymme Talenomille nyt suunnilleen P/E-kertoimen 23x ja EV/EBITDA-kertoimen 12x vuoden 2019 ennusteilla, joihin luottamuksemme on jo vahva. Toisaalta 2020e P/E on tällä tasolla vain 17x ja 12-kuukauden päästä tämä tulee olemaan korkeampi tuloskasvunäkymän kestäessä, minkä takia emme ole kovin huolestuneita vuoden 2019-kertoimista.



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 skaalaan ja toimintamalliin perustuvien kilpailuetujensa ansiosta toimialan murroksen voittajia ja tulee kasvamaan selvästi markkinoita nopeammin. Lähivuosien liikevaihdon kasvu on arviomme mukaan 15-20 % vuosittain.
- Talenomin kannattavuus skaalautuu, koska rutiinitehtävät on pystytty pitkälti automatisoimaan. Tämän ansiosta odotamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina noin 20-25 %, 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). Yhtiöllä ei kuitenkaan ole hyvää verrokkiryhmää.
- Talenomin muut liiketoiminnat eli ns. tukipalvelut luovat yhtiölle uusia kasvumahdollisuuksia ja voivat nostaa asiakkaan keskioستosta merkittävästi. Tämä on sijoittajille toistaiseksi lähes ilmainen optio.

Ennusteet ja arvonnääritys 4/4

Pidemmällä aikavälillä hyväksyttävä taso riippuu tuloskasvunäkymistä ja muun muassa uusien palveluiden lanseerauksessa onnistumisesta. Tätä potentiaalia on mielestämme hinnoittelemana.

Talenomille ei ole hyvää verrokkiryhmää

Talenomilla ei mielestämme ole hyviä verrokkeja Helsingin pörssissä tai Pohjoismaissa. Periaatteessa Heeros olisi varsin lähellä Talenomia, mutta yhtiön taloudellinen kehitys on jäänyt vaisuksi ja tulos on ollut tappiollinen. Ruotsalainen Fortnox on mahdollisesti lähin verrokkiyhtiö ajatellen Talenomin teknologista puolta ja kohderyhmää (pk-sektori), mutta Fortnox on selkeästi profiloitunut ohjelmistoyritykseksi eikä sillä ole varsinaista tilitoimistoa. Tässä hybridimallissa Talenom on käsityksemme mukaan ainutlaatuinen pörssimaailmassa. Accountor tai Visma eivät ole listattuja, joskin Accountorin mahdollisesta listautumisesta on puhuttu jo vuosia.

Kuriositeettina todettakoon, että Fortnoxin arvostuskertoimet ovat todella korkeita verrattuna Talenomiin. Fortnoxin EV/S-kerroin on noin 10x ja vuoden 2019 ennustettu P/E on noin 44x. Yhtiön tuloksen ennustetaan kuitenkin kasvavan todella voimakkaasti, mikä selittää osittain kertoimia.

Helsingin pörssissä tällä hetkellä paras verrokki on näkemyksemme mukaan digitalisaatiota hyödyntävä lakitoimisto Fondia, jossa on joitakin samoja elementtejä (kuten defensiivinen ja konservatiivinen markkina). Fondian liiketoiminta ei kuitenkaan ole samalla tavalla skaalautuvaa, ja teknologian merkitys on pienempi. Fondian arvostuskertoimet ovat kuitenkin hieman Talenomia korkeampia. Lisäksi Talenomin

arvostusta voi mielestämme verrata laadukkaisiin palveluyhtiöihin kuten Gofore ja Vincit.

Hyvien verrokkien puutteen takia vertaamme Talenomin arvostustasoa pääasiassa Helsingin pörssin yleisesti hyväksymään arvostustasoon huomioiden 1) Talenomin korkeampi kasvu, 2) toimialan defensiivisyys ja murrosvaihe, 3) yhtiön selkeät kilpailuedut ja vahva asema sekä 4) yhtiön suhteellisen pieni koko. Pohdimme arvostusta myös tuloskasvuvauhdin, mihin hyväksyttävät kertoimet voidaan jossain määrin sitoa, sekä sijoittajien tuotto-odotuksen kautta. Mielestämme aikaisemmin kertomamme arvostustaso sopii myös tähän viitekehikseen.

DCF-laskelma tukee näkemystämme

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa osakkeelle mielestämme perustelluilla oletuksilla noin 30 euron arvon. On tärkeää huomioida, että DCF-arvoa ajaa hyvin voimakkaasti oletukset pitkän aikavälin kasvusta ja kannattavuudesta. Terminaalijakson paino (73 %) on korkea ja korostaa selvästi riskejä DCF-arvon antamalla tasolla. Olemme asettaneet terminaalijakson kasvuodotuksen 3 %:n tasolle ja asettaneet liikevoittomarginaalin 15,5 %:n tasolle. Tämä on erittäin maltillinen kasvukulujen poistuessa 3 %:n kasvuoletuksella, mutta toisaalta pitkällä aikavälillä toimialalla tulee olemaan hintaeroosiopaineita kirjanpidon automatisoituessa yleensä. Laskelmassa olemme käyttäneet oman pääoman kustannuksena 8,5 % ja pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) asetui 7,4 %:n tasolle. Kassavirtalaskelmamme on esitetty kokonaisuudessaan liitetiedoissa.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	23,8	23,8	23,8
Osakemäärä, milj. kpl	6,87	6,87	6,87
Markkina-arvo	164	164	164
Yritysarvo (EV)	189	188	186
P/E (oik.)	20,4	16,9	14,2
P/E	20,4	16,9	14,2
P/Kassavirta	neg.	26,1	19,0
P/B	7,1	5,9	4,9
P/S	2,8	2,4	2,1
EV/Liikevaihto	3,3	2,8	2,4
EV/EBITDA (oik.)	10,4	8,6	7,3
EV/EBIT (oik.)	18,0	14,8	12,4
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	3,5 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Hyväksytty arvostus	Nyt	Aik.	Muutos
P/E (oik.)	22,8	21,5	6,0 %
P/B	7,9	7,5	6,0 %
EV/Liikevaihto	3,7	3,3	11,1 %
EV/EBITDA (oik.)	11,6	11,5	1,3 %
EV/EBIT (oik.)	20,0	18,1	10,4 %
DCF-laskelma	30,0	29,4	2 %

Lähde: Inderes

Arvostusmenetelmä	Arvo	Ero. Vrt. Tavoite
P/E 2019e	26,5	0 %
EV/EBITDA 2019e	26,5	0 %
DCF	30,0	13 %
BULL	32,3	22 %
BEAR	21,1	-20 %

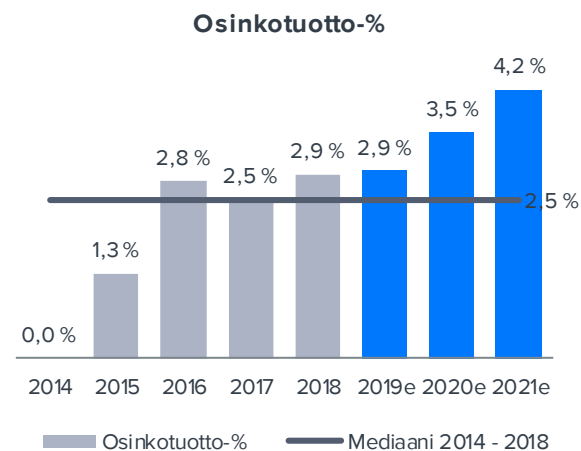
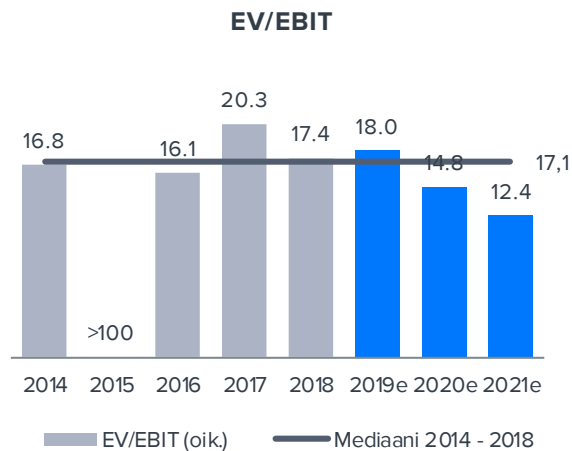
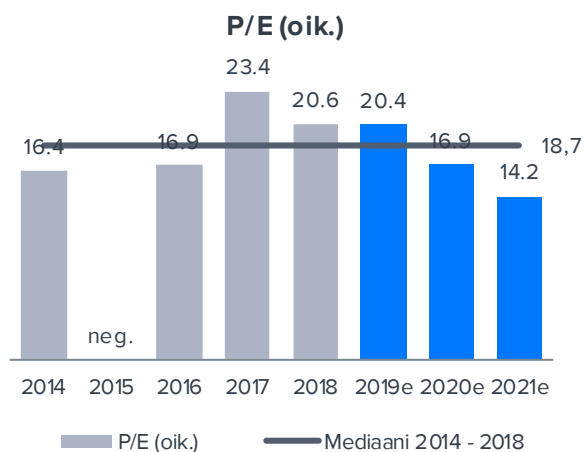
Keskiarvo/ Tavoitehintaa	27,3	26,5
--------------------------	------	------

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,26	5,26	7,20	12,8	19,1	23,8	23,8	23,8	23,8
Osakemäärä, milj. kpl	5,16	6,81	6,81	6,81	6,87	6,87	6,87	6,87	6,87
Markkina-arvo	27	36	49	87	131	164	164	164	164
Yritysarvo (EV)	53	55	67	105	149	189	188	186	183
P/E (oik.)	16,4	neg.	16,9	23,4	20,6	20,4	16,9	14,2	12,3
P/E	>100	neg.	16,9	25,5	20,6	20,4	16,9	14,2	12,3
P/Kassavirta	neg.	5,1	20,4	40,3	65,5	neg.	26,1	19,0	15,5
P/B	37,9	3,6	4,2	6,2	7,0	7,1	5,9	4,9	4,1
P/S	0,9	1,1	1,3	2,1	2,7	2,8	2,4	2,1	1,8
EV/Liikevaihto	1,8	1,7	1,8	2,5	3,0	3,3	2,8	2,4	2,0
EV/EBITDA (oik.)	8,5	11,2	9,9	11,0	10,9	10,4	8,6	7,3	6,3
EV/EBIT (oik.)	16,8	>100	16,1	20,3	17,4	18,0	14,8	12,4	10,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	neg.	46,9 %	63,9 %	59,4 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,3 %	2,8 %	2,5 %	2,9 %	2,9 %	3,5 %	4,2 %	4,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Fortnox	83,90	471	460	33,7	25,4	28,8	22,3	44,4	33,5	0,6	0,8	17,5
Fondia	12,80	50	44	14,7	14,7	14,7	11,0	19,1	16,6	2,5	3,5	6,6
Vincit	5,90	71	66	11,0	9,4	9,4	8,2	14,0	12,0	3,1	3,7	3,2
Gofore	8,09	106	100	10,6	10,0	9,6	8,4	13,5	11,5	3,0	3,4	3,7
Siili Solutions	8,94	63	59	9,0	7,2	8,0	6,5	12,3	10,4	5,3	6,4	
Solteq	1,37	26	50	12,6	10,1	7,2	7,2	12,5	10,5	2,2	2,9	1,1
Talenom (Inderes)	23,80	164	189	18,0	14,8	10,4	8,6	20,4	16,9	2,9	3,5	7,1
Keskiarvo				15,3	12,8	12,9	10,6	19,3	15,8	2,8	3,5	6,4
Mediaani				11,8	10,1	9,5	8,3	13,8	11,8	2,8	3,5	3,7
Erotus-% vrt. mediaani				52 %	47 %	10 %	3 %	48 %	44 %	6 %	3 %	91 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	41,4	12,7	12,5	11,1	12,4	48,9	15,1	14,8	13,1	14,7	57,7	67,5	78,3	90,1
Talenom-konserni	41,4	12,7	12,5	11,1	12,4	48,9	15,1	14,8	13,1	14,7	57,7	67,5	78,3	90,1
Käyttökate	9,5	3,9	3,8	3,2	2,7	13,7	5,1	5,0	4,2	3,8	18,1	22,0	25,6	29,0
Poistot ja arvonalennukset	-4,7	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-5,1	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-7,6	-9,3	-10,5	-11,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,2	2,6	2,6	1,9	1,5	8,5	3,2	3,1	2,3	1,9	10,5	12,7	15,0	17,3
Liikevoitto	4,8	2,6	2,6	1,9	1,5	8,5	3,2	3,1	2,3	1,9	10,5	12,7	15,0	17,3
Talenom-konserni	4,8	2,6	2,6	1,9	1,5	8,5	3,2	3,1	2,3	1,9	10,5	12,7	15,0	17,3
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7
Tulos ennen veroja	4,3	2,5	2,4	1,8	1,3	8,0	3,1	3,0	2,1	1,8	10,0	12,1	14,4	16,6
Verot	-0,9	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-1,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-2,0	-2,4	-2,9	-3,3
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	3,4	2,0	2,0	1,4	1,0	6,4	2,5	2,4	1,7	1,4	8,0	9,7	11,5	13,3
EPS (oikaistu)	0,55	0,29	0,29	0,21	0,15	0,93	0,36	0,35	0,25	0,21	1,16	1,41	1,67	1,93
EPS (raportoitu)	0,50	0,29	0,29	0,21	0,15	0,93	0,36	0,35	0,25	0,21	1,16	1,41	1,67	1,93

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	12,1 %	18,1 %	17,9 %	19,8 %	16,3 %	18,0 %	18,2 %	18,1 %	17,8 %	18,2 %	18,1 %	17,0 %	16,0 %	15,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,3 %	42,4 %	59,2 %	128,9 %	69,9 %	65,9 %	22,1 %	20,2 %	22,7 %	32,5 %	23,4 %	20,4 %	18,5 %	15,0 %
Käyttökate-%	23,0 %	30,7 %	30,6 %	28,5 %	22,1 %	28,0 %	34,0 %	33,8 %	31,8 %	26,1 %	31,4 %	32,6 %	32,6 %	32,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,4 %	20,7 %	20,6 %	16,6 %	11,8 %	17,5 %	21,4 %	21,0 %	17,3 %	13,2 %	18,3 %	18,8 %	19,2 %	19,2 %
Nettotulos-%	8,2 %	15,6 %	15,6 %	12,7 %	8,0 %	13,0 %	16,4 %	16,1 %	13,0 %	9,8 %	13,9 %	14,3 %	14,7 %	14,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	29,2	31,5	42,4	44,7	46,4
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Aineettomat hyödykkeet	7,8	10,5	13,2	15,6	17,4
Käyttöomaisuus	2,5	2,2	10,4	10,3	10,3
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	10,4	11,4	13,9	16,2	18,8
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	5,5	6,9	8,1	9,4
Likvidit varat	4,9	5,9	6,9	8,1	9,4
Taseen loppusumma	45,9	51,2	66,6	73,3	79,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	13,9	18,7	22,9	27,8	33,5
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,6	7,9	12,1	16,9	22,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muu oma pääoma	12,4	10,9	10,9	10,9	10,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	22,6	23,9	30,0	30,2	29,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	22,0	23,6	29,8	29,9	29,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset velat	9,4	8,6	13,7	15,4	17,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	0,0	2,9	3,0	2,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,4	7,7	9,8	11,5	13,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9
Taseen loppusumma	45,9	51,2	66,6	73,3	79,9

DCF-laskelma

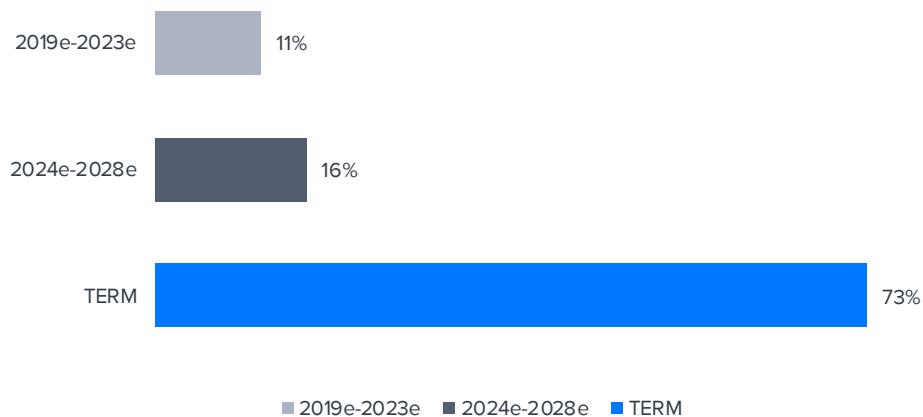
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	8,5	10,5	12,7	15,0	17,3	19,2	20,0	21,0	21,2	20,9	21,5	
+ Kokonaispoistot	5,1	7,6	9,3	10,5	11,7	12,8	14,1	15,7	17,2	18,6	19,8	
- Maksetut verot	-1,5	-2,0	-2,4	-2,9	-3,3	-3,7	-3,8	-4,0	-4,0	-4,0	-4,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-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	-0,3	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	11,8	16,7	19,9	23,1	26,1	28,7	30,6	33,0	34,6	35,6	37,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-9,5	-20,5	-13,7	-14,5	-15,6	-17,6	-19,8	-21,0	-22,2	-22,7	-22,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,0	-3,8	6,3	8,6	10,5	11,1	10,8	12,0	12,4	12,9	14,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,0	-3,8	6,3	8,6	10,5	11,1	10,8	12,0	12,4	12,9	14,3	332
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,6	5,5	7,0	8,0	7,8	7,1	7,3	7,0	6,8	7,1	164
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		224	228	222	215	207	199	192	185	178	171	164
Velaton arvo DCF		224										
- Korolliset velat		-23,6										
+ Rahavarat		5,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		206										
Oman pääoman arvo DCF per osake		30,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenvedo

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	37,0	41,4	48,9	57,7	67,5	EPS (raportoitu)	0,43	0,50	0,93	1,16	1,41
Käyttökate	6,8	9,5	13,7	18,1	22,0	EPS (oikaistu)	0,43	0,55	0,93	1,16	1,41
Liikevoitto	4,2	4,8	8,5	10,5	12,7	Operat. kassavirta / osake	1,02	1,42	1,72	2,43	2,90
Voitto ennen veroja	3,6	4,3	8,0	10,0	12,1	Vapaa kassavirta / osake	0,35	0,32	0,29	-0,56	0,91
Nettovoitto	2,9	3,4	6,4	8,0	9,7	Omapääoma / osake	1,72	2,05	2,72	3,33	4,04
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,20	0,32	0,55	0,70	0,84
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	42,3	45,9	51,2	66,6	73,3	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	12 %	18 %	18 %	17 %
Oma pääoma	11,7	13,9	18,7	22,9	27,8	Käyttökateen kasvu-%	40 %	39 %	44 %	33 %	21 %
Liikearvo	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	1265 %	23 %	66 %	23 %	20 %
Nettovelat	18,2	17,6	17,7	25,8	24,8	EPS oik. kasvu-%	-454 %	28 %	69 %	26 %	21 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	18,5 %	23,0 %	28,0 %	31,4 %	32,6 %
Käyttökate	6,8	9,5	13,7	18,1	22,0	Oik. Liikevoitto-%	11,3 %	12,4 %	17,5 %	18,3 %	18,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	0,8	-0,3	0,6	0,5	Liikevoitto-%	11,3 %	11,7 %	17,5 %	18,3 %	18,8 %
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,7	11,8	16,7	19,9	ROE-%	26,8 %	26,6 %	39,0 %	38,5 %	38,1 %
Investoinnit	-4,6	-7,4	-9,5	-20,5	-13,7	ROI-%	12,2 %	13,9 %	21,8 %	21,6 %	21,9 %
Vapaa kassavirta	2,4	2,2	2,0	-3,8	6,3	Omavaraisuusaste	27,8 %	30,5 %	36,7 %	34,5 %	38,0 %
						Nettovelkaantumisaste	155,2 %	126,4 %	94,7 %	112,4 %	89,3 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Harri Tahkola			22,8 %			EV/Liikevaihto	1,8	2,5	3,0	3,3	2,8
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			17,2 %			EV/EBITDA (oik.)	9,9	11,0	10,9	10,4	8,6
Markus Tahkola			13,7 %			EV/EBIT (oik.)	16,1	20,3	17,4	18,0	14,8
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt			5,9 %			P/E (oik.)	16,9	23,4	20,6	20,4	16,9
SR Danske Invest Suomi yhteisöosake			3,4 %			P/B	4,2	6,2	7,0	7,1	5,9
Hallintarekisteröity			3,0 %			Osinkotuotto-%	2,8 %	2,5 %	2,9 %	2,9 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Inderesin analytikko Juha Kinnusella on 18.12.2017 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Talenom Oyj.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.3.2016	Osta	6,50 €	4,95 €
24.5.2016	Osta	6,50 €	5,11 €
19.8.2016	Osta	7,50 €	6,40 €
8.9.2016	Lisää	7,50 €	7,10 €
14.12.2016	Osta	8,00 €	6,50 €
14.2.2017	Osta	10,00 €	8,13 €
28.3.2017	Osta	10,50 €	8,72 €
9.5.2017	Osta	12,50 €	10,50 €
12.6.2017	Osta	13,50 €	11,80 €
15.8.2017	Osta	13,50 €	11,50 €
6.10.2017	Lisää	13,50 €	12,48 €
3.11.2017	Lisää	13,50 €	11,80 €
28.11.2017	Osta	13,50 €	11,57 €
16.1.2018	Lisää	14,00 €	13,25 €
9.2.2018	Lisää	13,50 €	12,05 €
27.4.2018	Lisää	15,00 €	13,90 €
3.8.2018	Lisää	18,00 €	16,65 €
11.9.2018	Vähennä	18,00 €	17,45 €
18.9.2018	Lisää	20,00 €	18,40 €
23.10.2018	Lisää	21,00 €	19,55 €
27.11.2018	Osta	21,00 €	17,75 €
13.12.2018	Osta	22,00 €	19,10 €
5.2.2019	Lisää	25,00 €	23,00 €
25.2.2019	Lisää	26,50 €	23,80 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**