

Talenom

Laaja raportti

13.4.2022 07:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvupyrähdys uuteen kokoluokkaan

Toistamme Talenomille osta-suosituksen 12,0 euron tavoitehinnalla. Yritystovetoisen kasvupyrähdyn jälkeen yhtiö on kasvanut uuteen kokoluokkaan ja merkittäväksi toimijaksi myös Ruotsissa. Kannattavuus on jäänyt kasvupanostuksien jalkoihin, mutta arvioimme tilanteen korjaantuvan lähivuosina ja tuloskasvunopeuden palaavan yli 20 %:n tasolle vuosittain. Ydinliiketoiminnan teknologinen kilpailuetu on vahvistunut skaalan mukana ja kasvupanostuksista voi kuoriutua uusia kasvuajureita lähivuosina. Osakkeen arvostustaso on laskenut kohtuulliseksi (2023e P/E 29x ja EV/EBIT 24x), mutta lyhyellä aikavälillä korkojen nousu voi edelleen painaa osaketta. Pitkäjänteiselle sijoittajalle pidämme osakkeen riski/tuotto-suhdetta nyt kuitenkin houkuttelevana.

Talenom kuuluu murroksessa olevan tilitoimistoalan voittajiin

Talenomilla on vahva positio Suomen fragmentoituneella tilitoimistoalalla, jossa yhtiöllä on selkeä teknologinen kilpailuetu kirjanpidon automatisoidun tuotantolinjan ansiosta. Hybridistrategia, jossa yhtiö on yhdistänyt omien ohjelmistojen kehittämisen sekä palvelun, on toimialalla varsin ainutlaatuinen. Skaalaedut ovat muodostumassa yhä tärkeämmäksi ajaen samalla toimialan konsolidaatiota, ja Talenom on kiihdyttänyt omaa kasvuaan yritysostoilla sekä Suomessa että Ruotsissa. Ruotsissa Talenom on liikevaihto on jo noin 19 MEUR ja syksyllä yhtiö ottaa maassa käyttöön omat ohjelmistonsa. Tämän jälkeen myös Ruotsin toistaiseksi heikon kannattavuuden pitäisi alkaa parantumaan, mikä on kriittistä yhtiön tuloskasvun ja kansainvälistymisen kannalta. Vahvasta kilpailuedusta huolimatta kasvu on defensiivisellä toimialalla hidasta ja kallista, mutta lopulta sitäkin arvokkaampaa.

Tuloksellisesti kahdenkerroksen väkeä, mutta tuloskasvunäkymä on vahva

Talenomin vahva tuloskasvu on hidastunut suurien kasvupanostuksien painaessa kannattavuutta. Samalla kun ydinliiketoiminnan kannattavuus on edelleen parantunut automaation tukemana, arvioimme mukaan noin 30 % liikevaihdosta (Ruotsi ja Espanja, Suomen tuoreet yritysostot) raahaa kannattavuutta selvästi alaspäin. Toisaalta tämä osuus sisältää merkittävän parannuspotentiaalin lähivuosina. Jos Talenom pystyisi nostamaan tämän osan kannattavuutta 10 %-yksikköä ohjelmistojen käyttöönoton ansiosta, tämä nostaisi osakekohtaista tulosta arviolta vajaat 20 % (pohjalukuna 2022e). Historiassa näyttöjä on Suomessa, ja samaa ajatusta pyritään nyt viemään Ruotsiin. Euroopan valloittamiseen Talenom on kehittänyt uuden paremmin skaalautuvan sovelluspohjaisen tien, missä näkyy panostukset pienasiakassegmenttiin. Erilaisia kasvuaihoita ja tulevaisuuden optioita on paljon, mutta arvioimme yhtiön keskittyvän kasvupyrähdyn jälkeen enemmän tehokkuuteen ja kannattavuuteen. Odotamme nyt 2021-2024 EPS-kasvun olevan yli 20 % (CAGR), kun kannattavuus lähtee jälleen skaalautumaan.

Arvostustaso on palannut järkeväksi

Kasvuosakkeiden arvostustasojen lasku on heijastunut voimakkaasti Talenomiin, joka painoi juuri kasvussa kaasun pohjaan ja uhrasi väliaikaisesti tuloskehitystä. Samalla osakkeen alamäki on tuonut arvostuksen houkuttelevaksi: vuoden 2023 ennusteilla Talenomin P/E on 29x ja EV/EBIT on 24x, mitkä ovat maltillisia ennakoimamme noin 20 %:n vuosittainen tuloskasvuvauhti huomioiden (PEG alle 1,5x). Suhteessa verrokkeihin Talenom on edelleen haastavasti hinnoiteltu, mutta mielestämme tämä ei huomioi yhtiön ”sisäänrakennettua” merkittävää tuloskasvua. Suurimmat riskit liittyvät mielestämme Ruotsin kehitykseen sekä arvostukseen mahdollisesti edelleen kohdistuvaan paineeseen korkojen noustessa edelleen.

Suositus

Osta

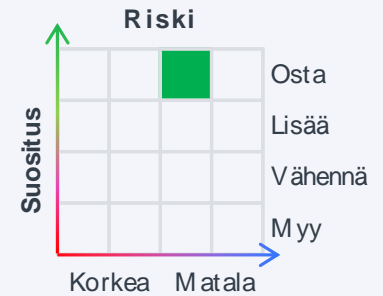
(aik. Osta)

12,00 EUR

(aik. 12,00 EUR)

Osakekurssi:

9,99



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	83	104	120	138
kasvu-%	27 %	26 %	15 %	15 %
EBIT oik.	14,8	16,6	20,4	26,2
EBIT-% oik.	17,8 %	15,9 %	17,0 %	19,0 %
Nettotulos	10,8	12,6	15,5	20,1
EPS (oik.)	0,25	0,28	0,35	0,45
P/E (oik.)	47,5	35,5	28,9	22,3
P/B	11,5	8,9	7,8	6,6
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,8 %	2,2 %	2,9 %
EV/EBIT (oik.)	37,4	29,3	23,7	18,2
EV/EBITDA	19,9	14,5	12,7	10,9
EV/Liikevaihto	6,7	4,7	4,0	3,5

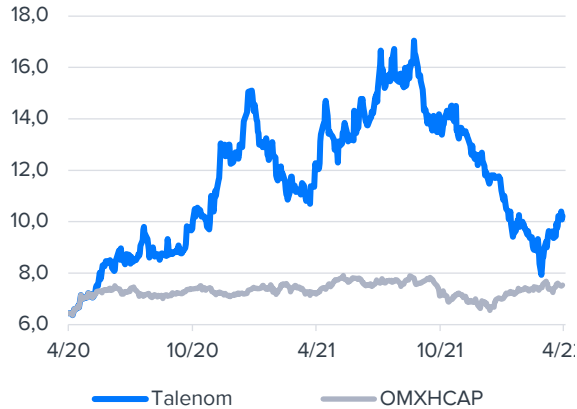
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

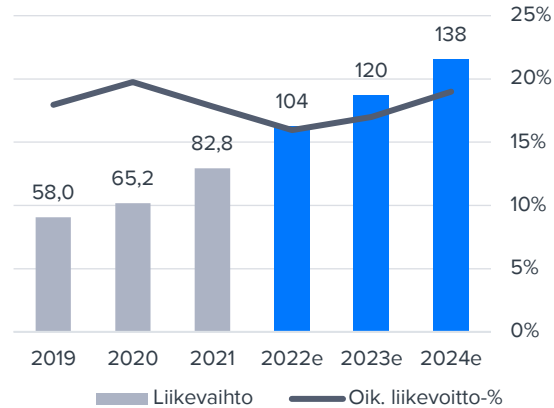
Talenom odottaa vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton 15-18 MEUR.

Osakekurssi



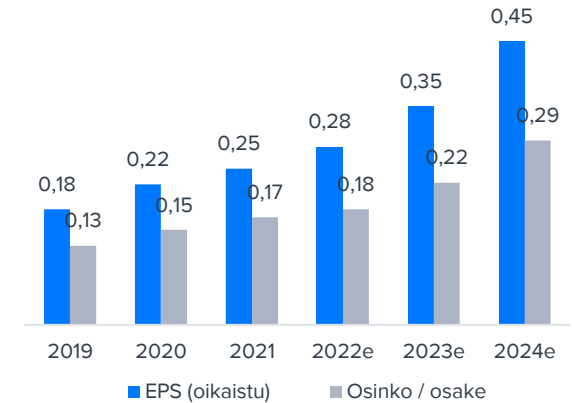
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Ennustamme yhtiön tuloskasvun olevan lähivuosina keskimäärin yli 20 %:n vuodessa
- Selkeät kilpailuedut tukevat markkinaosuuden kasvattamista myös jatkossa
- Ruotsin markkina-aseman vahvistaminen ja kansainvälinen laajentuminen
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, joka avaa uusia mahdollisuuksia
- Skaalaedut hyödyntävä liiketoimintamalli vahvistuu kasvun mukana
- TiliJaska-pienasiakaskonsepti
- Laajentuminen Espanjassa ja muualla Euroopassa



Riskitekijät

- Ruotsin kannattavuusparannuksissa epäonnistuminen
- Epäonnistuminen kansainvälistymisessä
- Tulospettymykset ja hyväksyttävien arvostuskertoimien lasku
- Kilpailuetu nojaa teknologiaan, jonka kehitys on yleisesti nopeaa
- Asiakaspidon mahdollinen lasku
- Mahdollisesti kiristytvä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,99	9,99	9,99
Osakemäärä, milj. kpl	44,7	44,9	44,9
Markkina-arvo	446	448	448
Yritysarvo (EV)	485	483	476
P/E (oik.)	35,5	28,9	22,3
P/E	35,5	28,9	22,3
P/Kassavirta	57,9	34,3	24,2
P/B	8,9	7,8	6,6
P/S	4,3	3,7	3,3
EV/Liikevaihto	4,7	4,0	3,5
EV/EBITDA (oik.)	14,5	12,7	10,9
EV/EBIT (oik.)	29,3	23,7	18,2
Osinko/tulos (%)	65,0 %	65,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	2,2 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Sijoitusprofiili	9-11
Toimiala	12-17
Strategia	18-21
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	22-25
Ennusteet	26-30
Arvonmääritys	31-34
Taulukot	35-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

Talenom lyhyesti

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

1972

Perustamisvuosi

2015

Listautuminen

+16,3 % 2005-2021

Pitkän aikavälin kasvu (CAGR-%)

83 MEUR (+27 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

14,8 MEUR (17,8 % liikevaihdosta)

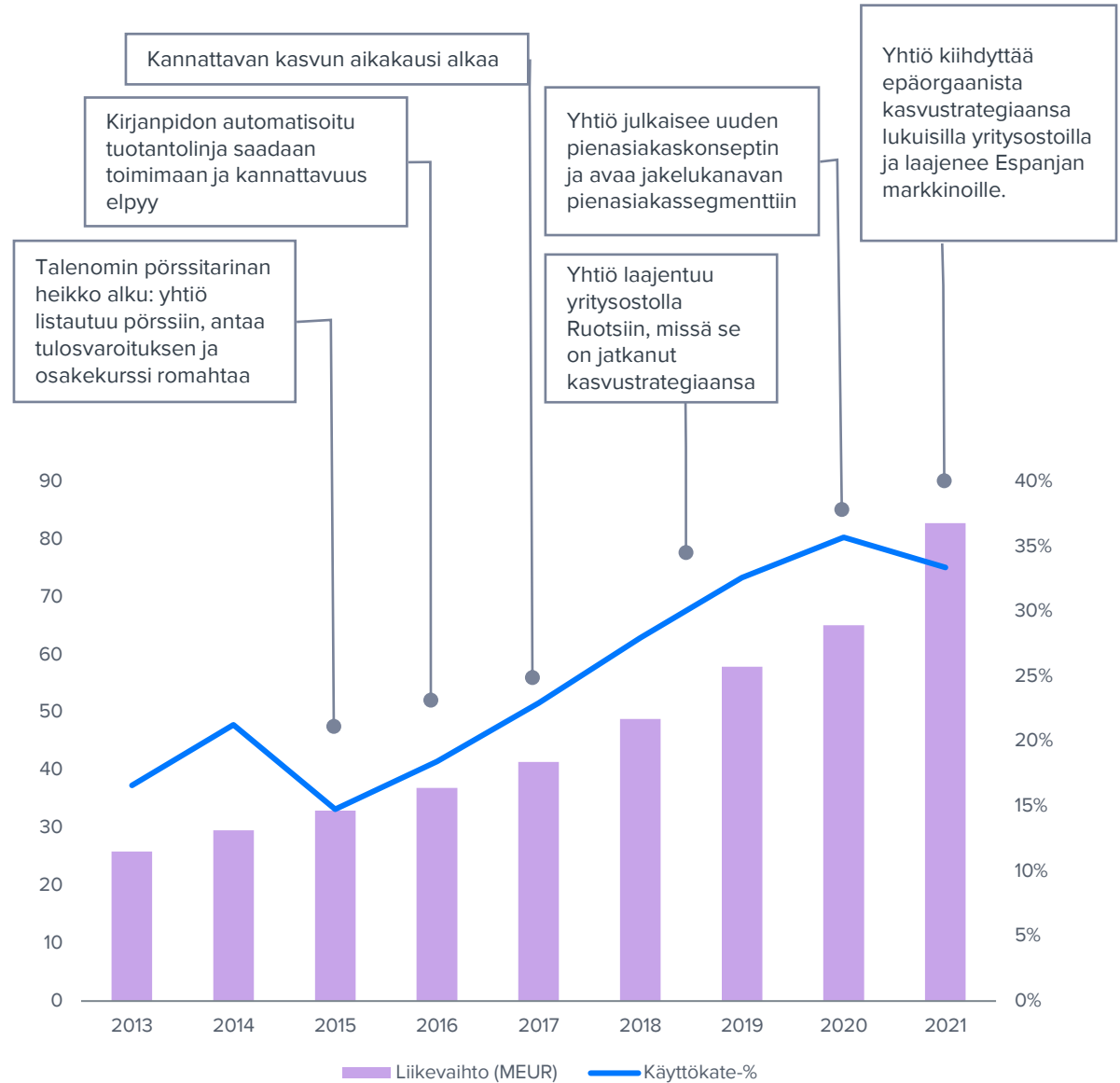
Liikevoitto 2021

Noin 6 %

Talenomin markkinaosuus Suomessa (Inderesin 2021 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 keskittynyt toimimaan erityisesti pk-yritysten kumppanina tarjoten näille lakisääteistä kirjanpitoa huomattavasti laajempaa palvelukokonaisuutta, johon sisältyy monipuoliset asiantuntijapalvelut sekä rahoitus- ja pankkipalvelut. Viime vuosina yhtiö on laajentanut tarjontaansa myös pienasiakassegmenttiin. Liiketoiminta-ajatuksena on yrittäjien arjen helpottaminen helppokäyttöisillä sähköisillä työkaluilla sekä pitkälle automatisoiduilla palveluilla. Yhtiön visiona on tarjota ylivoimaiset tilitoimisto- ja pankkipalvelut pk-yrityksille. Talenom työllisti vuonna 2021 keskimäärin 1012 työntekijää Suomessa, Ruotsissa ja Espanjassa yhteensä 52 toimipisteessä.

Markkinaosuudeltaan toimialan suurimpiin kuuluvalla Talenomilla on noin 6 %:n osuus Suomen fragmentoituneesta markkinasta. Myös Ruotsissa Talenom kuuluu jo toimialan isojen toimijoihin joukkoon. Yhtiö on erittäin kasvuhakuinen ja haastaa kilpailijoitaan murroksen keskellä olevalla toimialalla aktiivisella myyntityöllä. Tehokkuutta kirjanpidon rutiineihin yhtiö hakee erityisesti pitkälle automatisoidulla kirjanpidon tuotantolinjalla. Perinteisten tilitoimistopalveluiden lisäksi Talenom pyrkii laajentamaan tarjontaansa lisäarvopalveluihin sekä yrittäjien tukipalveluihin. Näin yhtiö pyrkii erottumaan kilpailijoista ja vahvistamaan kilpailuetuaan.

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. Viime vuosina yhtiö on kehittänyt erityisesti pienasiakkaille suunnatun TiliJaska Freemium -konseptin, joka on vahvassa kasvussa.

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, jotta 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 lakisääteiset rutiinit tullaan automatisoimaan.



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 2-4 % 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 yhdeksässä toimialaerikoistuneessa tiimissä. Näin asiakas saa syvempää osaamista henkilökohtaiselta kirjanpitäjältään, sijainnilla ei ole merkitystä ja palvelu voidaan tuottaa etänä. Jokainen yksikkö tuottaa paikallisille asiakkaille paikallista palvelua, ja lisäksi etäpalvelua toimialan mukaan mahdollisesti myös muille asiakkaille. Lisäksi yhtiöllä on suuret palvelukeskukset Oulussa ja Tampereella. Kaiken taustalla on kirjanpidon tuotantolinja, jonka automaatioaste on yli 75 %.

Talenomin kirjanpito on täysin sähköinen ja paperisodasta on siirrytty digitalisaation mukana uuteen aikaan. Asiakkaila 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 yleisesti varsin haastavia. Tämä tukee kannattavuuden skaalautumista kasvun mukana.

Automatisoitua tuotantolinjaa kehitetään edelleen mm. koneoppimisen ja robotiikan avulla, ja yhtiön tehokkuus tulee oletettavasti paranemaan edelleen volyymien kasvamisen antaessa yhtiölle skaalaetuja. Kilpailijoiden osalta teknologinen 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 yli 15 000 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 menettämällä 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

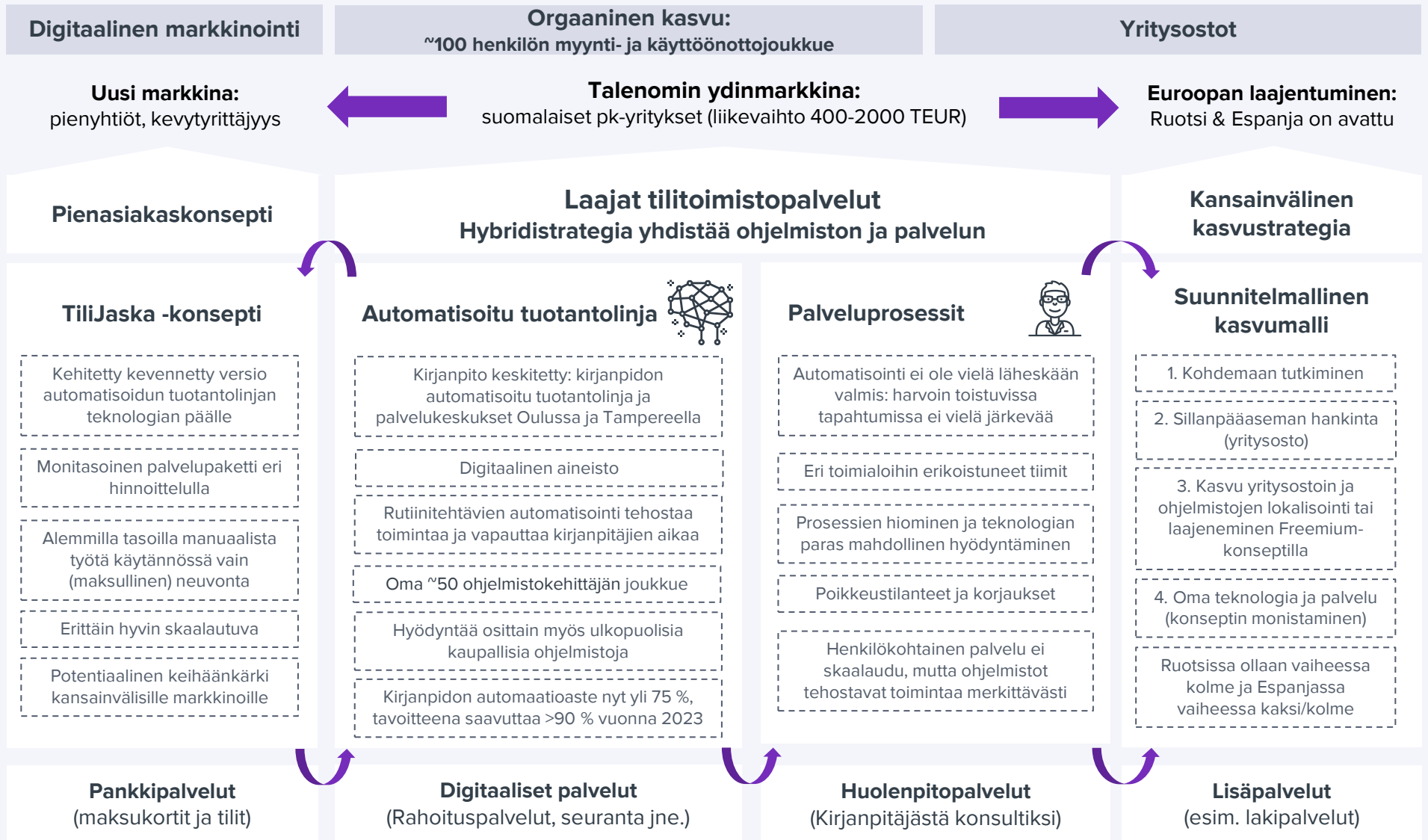
Vahvuudet ja mahdollisuudet

- Erittäin tehokas ja pitkälle automatisoitu kirjanpito prosessi, minkä mahdollistaa yhtiön ohjelmisto-osaaminen ja liiketoimintamalli
- Kannattavuus skaalautuu, koska kirjanpitoluovyymien 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 konsultointi- ja muissa lisäpalveluissa, joihin yhtiö panostaa
- Merkittäviä kasvumahdollisuuksia kansainvälisesti, mikäli yhtiö todistaa mallinsa toimivuuden myös ulkomailla

Heikkoudet ja uhat

- Kasvu vaatii kalliita investointeja
- 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)

Talenomnin strategia ja liiketoimintamalli



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. Epävarmuutta kasvattaa toki se, että suuri osa mahdollisuuksista on nyt aiemman ydinliiketoiminnan (Suomen pk-sektori) ulkopuolella. Yhtiön pitkän aikavälin sijoitustarina kuuluu silti 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 sen jo nyt vahvaa kilpailuetua ja resursseja uusiin investointeihin.

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

Riskiprofiili on edelleen maltillinen, vaikka kansainvälistymishankkeet nostavat sitä

Talenomin liiketoiminnan riskiprofiili on 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.

Yhtiön riskiprofiilia sen sijaan nostaa yhtiön kasvavat panostukset kansainväliseen kasvuun. Yhtiön menestykseen Ruotsissa ja erityisesti manner-Euroopassa liittyy huomattavasti enemmän epävarmuutta kuin Suomessa. Yhtiöllä ei ole vielä tässä vaiheessa näyttöjä uudesta digitaalisesta kansainvälistymisstrategiastaan. Pienasiakaskonseptin menestyminen on toistaiseksi arvoitus myös Suomessa, ja Talenomin kasvanut aktiivisuus yritysostomarkkinoilla kasvattaa myös riskejä. Nämä tekijät nostavat mielestämme Talenomin riskiprofiilia merkittävästi.

Talenomin osakekurssi on laskenut huipuistaan noin 40 %. Suurin arvostusriski onkin mielestämme jo realisoitunut, vaikka nykyinenkin arvostus sisältää edelleen odotuksia voimakkaasta tuloskasvusta. Yleinen kasvuyhtiöiden arvostuksen lasku voisi silti näkyä edelleen osakkeessa, erityisesti jos yhtiön tuloskasvunäkymään tulisi säröjä. Olemme kuitenkin varsin luottavaisia tuloskasvun toteutumiseen, joten suurin arvostusriski on mielestämme selvästi laskenut viimeisen vuoden aikana.



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 arvostus pitää sisällään oletuksia tulevasta tuloskasvusta• Kasvun hallinnassa onnistuminen• Toimialan murroksen yllättävä käänne• Kilpailun kiristyminen
Mahdollisuudet	Uhat

Sijoitusprofiili

1.

Vahva kasvu, joka vahvistaa myös yhtiön skaalaetuja

2.

Kannattavuuden skaalautuminen hiljalleen 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 Suomessa että kansainvälisesti

Riskit



- Uusiin aluevaltauksiin liittyvät riskit: epäonnistuminen kansainvälistymisessä tai yritysostoissa
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Pitkällä aikavälillä toimialalla mahdollinen hintaeroosio
- Mahdolliset tulospettymykset sekä kasvuyhtiöiden yleinen heikko sentimentti ja niiden negatiivinen vaikutus osakkeen hyväksyttävään arvostukseen

Toimiala 1/5

Kasvava ja defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,2 miljardia euroa vuonna 2020. 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 erittäin defensiivinen. Yrityksillä on lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito, joten tarve säilyy niin kauan kun verottaja haluaa omansa. Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välillä syntyy yleensä vahva luottamussuhde, minkä takia asiakaspysyvyys alalla on erittäin korkea. Defensiivisyydestä kertoo hyvin se, että toimiala on selvinnyt finanssikriisistä ja eurokriisistä ilman liikevaihdon laskua. Koronapandemian yhteydessä vuonna 2020 alan liikevaihto laski vajaat 3 % edellisvuodesta, mutta on arviomme mukaan elpynyt nopeasti. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositionista toimialalla erittäin arvokkaan.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 5,0 % vuodessa jaksolla 2001-2020. Odotamme Suomen markkinan kasvavan noin 3-4 % vuodessa pitkällä aikavälillä, ja iso kuva on käsityksemme mukaan sama myös Ruotsissa.

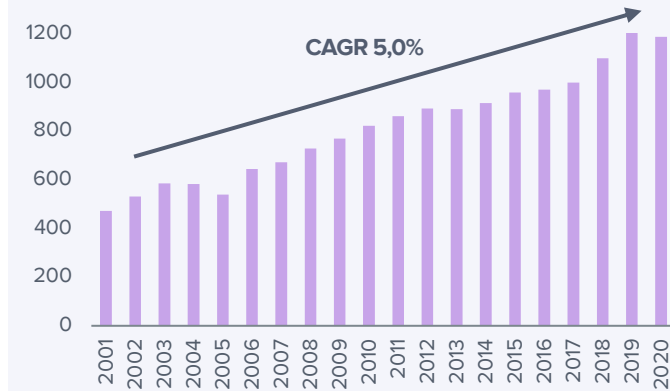
Kasvuajurit ovat muuttumassa

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 piristyminen tai heikentyminen tyypillisesti näkyy transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä. Koronapandemian seurauksena nähtiin hetkellinen lasku transaktiomäärissä vuonna 2020, joka näkyikin toimialan luvuissa. Markkina palautui tästä kuitenkin nopeasti eikä pidempiaikaisia vaikutuksia ilmennyt.

Arviomme mukaan toimialan kasvuajuri tulee lähivuosina olemaan erityisesti perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti sekä yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistymisen tilitoimistoille. Yritykset ulkoistavat yhä enemmän tukitoimintojaan (esim. IT) keskittyessään ydinliiketoimintaansa, joten taloushallinnon ulkoistaminen olisi luonnollinen askel tässä kehityksessä. Tilitoimistoille tämä tarkoittaisi kasvavaa kysyntää controller-, talouspäällikkö- ja HR-asiantuntijapalveluille.

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 tilitapahtumien 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 muodostuu perinteisesti läheiseksi ja henkilökohtaisella palvelulla on suuri merkitys, millä myös toimialan pieni asiakasvaihtuvuus selittyy.

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 kilpailukyyn nousun.

Voimakkaasti fragmentoitunut markkina

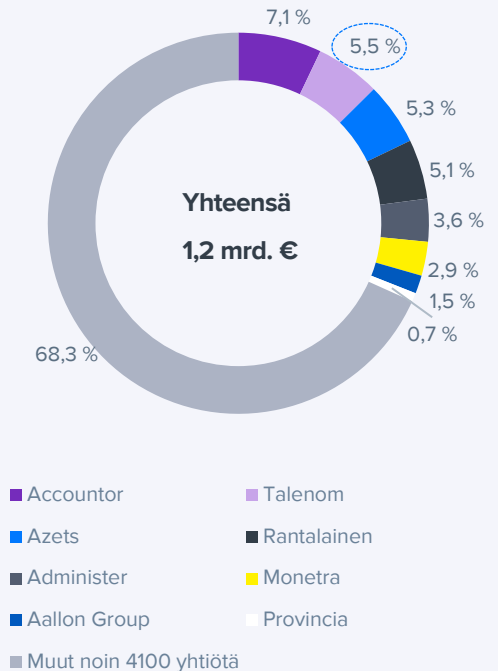
Toimialan rakenne on fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2020 markkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 4110 yritystä ja keskimääräisessä yrityksessä oli vain 3 työntekijää. Arvioimme mukaan alan murros tulee ajamaan monia pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, sillä näillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen. Vaikka toimijoiden määrä ei välttämättä merkittävästi laske, arvioimme yhä suuremman osuuden markkinasta keskittyvän suurille toimijoille.

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 hyvää kilpailukykyä myös teknologisesti.

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arvioimme mukaan alan kahdeksan suurinta toimijaa pitivät vuonna 2020 hallussaan vain noin 32 % 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 lähivuosina. Tilitoimistoyrittäjien eläköitymiset ovat myös yksi alan konsolidaatiota ajava tekijä. Lisäksi Accountorin päätös lopettaa kirjanpito-ohjelmisto Tikonin elinkaari vuoden 2021 tilinpäätöskauteen voi kiihdyttää konsolidaatiota.

Arvio tilitoimistojen markkinaosuuksista Suomessa vuonna 2020 (%)



Toimiala 3/5

Tikonista irtautuminen pakottaa monet vaihtamaan työssä keskeistä ohjelmistoa ja miettimään tulevaisuuden valintoja. Talenomin ekosysteemi on silloin yksi relevantti vaihtoehto. Tämä on mielestämme yksi syy siihen, että Talenom on lisännyt aktiivisuutta yritysostoissa.

Skaalaetujen merkitys korostuu

Toisin kuin historiassa, nykyaikaiset liiketoimintamallit saavat merkittävää tukea skaalasta. Skaalaedut tukevat 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. Talenomin 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 skaalaetuja on saavutettavissa myynnin ja markkinoinnin alueilla.

Toimialan murros ja fragmentoituneisuus luovat suuremmille toimijoille tilitoimistomarkkinasta kasvumarkkinan seuraaviksi 5-15 vuodeksi. 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. Talenom on ollut käytännössä ainoa suuressa mittakaavassa aktiivista uusmyyntiä harjoittava yhtiö pitkään. 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 pienillä paikkakunnilla ole välttämättä kovin houkuttelevia ostokohteita isommille toimijoille.

Kausivaihtelu tilinpäätösten ympärillä

Tilitoimistojen liiketoiminnassa on ollut selkeää kausivaihtelua. Tilinpäätöksen valmistelu ja päättäminen luovat kysyntään säännöllisen piikin joulukuun-maaliskuulle. Tämä korostaa erityisesti ensimmäisen kvartaalin osuutta laskutuksessa sekä kannattavuudessa. Myös Q2 on yleensä vahva. Tämä heijastuu myös Talenomin liikevaihdon ja tuloksen muodostumiseen, vaikka suurimmat erot ovatkin viime vuosina tasoittuneet.



Tilitoimistoala tiivistettynä

- Tilitoimistoala kasvaa arviomme mukaan lähivuosina noin 3-4 %: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

Ruotsin tilitoimistomarkkina

Talenom laajentui Wakers -yritysostolla Ruotsiin vuonna 2019 ja liiketoimintaa on kasvatettu lukuisilla yritysostoilla etenkin vuoden 2021 aikana. Ruotsin liikevaihto vuonna 2021 oli 10,7 MEUR, mikä vastaa yli 10 % Talenomin kokonaisliikevaihdosta. Ruotsi on mielestämme kriittinen Talenomin kansainvälistymisstrategian kannalta, joten markkina on hyvä tutustua.

Ruotsin tilitoimistomarkkina on noin 2 miljardia euroa, mikä on lähes kaksi kertaa Suomen markkinan koko. Käsitksemme mukaan Ruotsin markkina kasvaa suunnilleen samaa vauhtia kuin Suomi (ennuste 3-4 % vuosittain). Tiliiketoimintaa harjoittavia toimistoja on yli 20 000, mutta merkittävä osa on sivutoimisia metsäveroilmoituksia tekeviä tahoja. Ammattimaisesti toimivia toimistoja on arviolta 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.

Suuria tilitoimistoja Ruotsissa on käsitksemme mukaan vain kaksi: [Aspia](#) ja [Ludvig & Co](#). Aspialla on noin 1200 työntekijää ja 55 toimistoa ympäri Ruotsin (edustus myös Suomessa, Norjassa ja Tanskassa). Vastaavasti Ludvigilla on noin 1300 työntekijää yhteensä noin 130 paikkakunnalla. Molemmat ovat skaalaltaan suuria, mutta käsitksemme mukaan yhtiöiden oma teknologinen taso ei ole poikkeuksellinen.

Käsitksemme mukaan Aspian järjestelmä tukeutuu Fortnoxin ja vastaavasti Ludvig osti aikoinaan Bokoredon, mikä ei kuitenkaan ole johtanut selkeään kilpailueteen. Suomessakin toimivista kilpailijoista Azetsilla ja Accountorilla on merkittävää toimintaa myös Ruotsissa. Lisäksi maininnan arvoisia ovat [PE Accounting](#) ja [ECIT](#), joka listautui vuonna 2021 ja päätyi tätä kautta Talenomin verrokkiryhmään. Talenom on jo nykyisellä liiketoiminnallaan toimialan kymmenen suurimman yhtiön joukossa, koska suuria toimijoita on vähän.

Mielenkiintoinen markkina

Yleisesti Ruotsi on tilitoimistoalan kehityksessä Suomea jäljessä esimerkiksi digitalisaation suhteen, mutta taso on kuitenkin erittäin hyvä eurooppalaisessa vertailussa. 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. Silti Ruotsin markkinan rakenne ja dynamiikka vaikuttavat Talenomille hyviltä. Ruotsin hinnoitteludynamiikka on samantapainen kuin Suomessa, joskin sekä hinnat että palkat ovat korkeampia.

Ruotsin tilitoimistomarkkina on varsin fragmentoitunut, mutta viime vuosina toimialan konsolidaatio on kiihtynyt selvästi yhtiön mukaan. Kehitystä ajaa eteenpäin paikalliset keskikokoiset tilitoimistot. Lisäksi myös muita suomalaisia tilitoimistoja pyrkii laajentumaan Ruotsin markkinalla, kuten hiljattain listautunut Administer.



Ruotsin markkina tiivistettynä

- Markkinan koko noin kaksi miljardia euroa eli suunnilleen kaksinkertainen Suomeen verrattuna
- Ammattimaisten tilitoimistojen määrä on noin 7000, joten markkina on erittäin fragmentoitunut kuten Suomessa
- Ruotsin suurimmat yhtiöt toimialalla ovat Aspia ja Ludwig & Co
- Suomessa merkittävistä kilpailijoista Azetsilla ja Accountorilla on merkittävää toimintaa Ruotsissa
- Talenom on Ruotsin liiketoiminnan pienuudesta huolimatta toimialalla jo kymmenen suurimman yhtiön joukossa
- 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

Katsaus Espanjan markkina

Talenomin laajentuminen manner-Eurooppaan käynnistyi Espanjasta, johon yhtiö teki pienen yrityskaupan [heinäkuussa 2021](#). Espanjan tilitoimistomarkkina on noin kymmenkertainen Suomeen verrattuna, eli kyseessä on noin 10 miljardin tilitoimistomarkkina. Tilitoimistoja maassa on yli 65 000 ja yrityksiä maassa on yhteensä noin 3 miljoonaa. Markkinan koosta ei siis kasvumahdollisuudet jää kiinni. Espanjan tilitoimistomarkkinan digitalisaatio on kehityksessä Suomea ja Ruotsia paljon jäljessä, mutta nyt markkinamurrosta ja kirjanpidon sähköistymistä ajaa mm. verottajan uudet verkkolaskuvaatimukset.

Talenom kertoi 2021 tilinpäätöksen yhteydessä käynnistäneensä markkinatutkimuksen ”mahdollisimman skaalautuvan tuotteen” hyödyntämisestä Espanjan markkinoilla, ja yhtiö kertoi aloittaneensa digitaalisen myyntikanavan kehittämisen. Käsityksemme mukaan tarkoituksena on luoda mahdollisimman kevyt sovelluspohjainen ratkaisu, jonka kiinnostuneet yhtiöt voivat ottaa käyttöön pienellä vaivalla. Sovellus on ilmainen käyttäjälle, joiden määrän Talenom pyrkii ensisijaisesti maksimoimaan.

Ansaintalogiikka perustuu siihen, etteivät (läheskään kaikki) asiakkaat halua tehdä kirjanpitoa, tilinpäätöstä tai veroilmoitusta itse. Näin Talenom pääsee asiakkaan iholle tarjoamaan palveluita, joilla nämä ratkeavat helposti. Ajatusta on koeponnistettu Suomessa pienasiakassegmentissä, jossa perinteinen myyntityö ei ole kustannustehokasta asiakkaiden pienen keskikoon takia. Tätä strategiaa soveltaen näemme myös uusien maiden avaamisen

järkevänä, koska vaadittavat panostukset ovat huomattavasti pienempiä.

Euroopan tilitoimistoala on digitalisaatiossa selvästi Suomea jäljessä

Talenom on kertonut avoimesti haluavansa laajentaa toimintaansa myös muihin Euroopan maihin edellä mainitulla mallilla. Yleisesti Keski-Eurooppa on merkittävästi jäljessä Suomea digitalisaatiossa myös tilitoimistoalalla. Euroopassa tilitoimistojen ”standardi” on edelleen vahvasti paperipohjainen, mutta on selvää, että muutos on edessä myös Euroopassa.

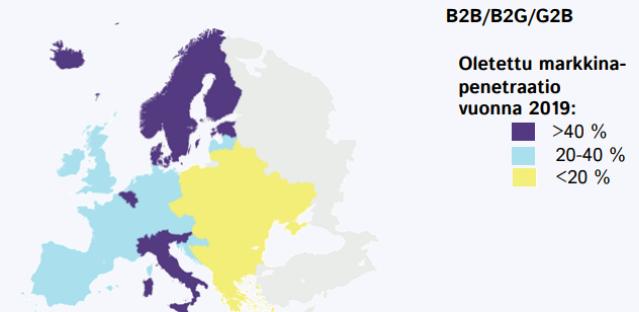
Euroopan markkinadynamiikka vaikuttaa muutenkin hyvin suotuisalta Talenomille. Euroopassa on valtava määrä mikro- ja pienyhtiöitä, joita palvelee lukematon määrä yksittäisiä konsultteja sekä pieniä tilitoimistoja. Markkina on myös voimakkaasti fragmentoitunut ja sitä pitävät hallussaan valtaosin pienet tilitoimistot, jotka toimivat Talenomin näkökulmasta vanhoilla työmenetelmillä ja käsityksemme mukaan ilman merkittävää omaa teknologiakehitystä.

Euroopassa on noin 17 miljoonaa alle 250 hengen yritystä. Markkinan potentiaali on siis valtava, mutta eri markkinoille oikean ratkaisun löytäminen rajallisin resurssein on haastavaa. Pidämme nykyistä kevyttä ja skaalautuvaa kulmaa hyvänä mahdollisuutena kokeilla laajentumista eri markkinoille rajatuin riskein. 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 1/3

Strategian ydin esiteltiin vuonna 2020

Talenom antoi strategiansa pääpiirteet pääomamarkkinapäivällään marraskuussa 2020. Yhtiön visiona on tuottaa ylivoimaiset tilitoimisto- ja pankkipalvelut pk-yrityksille. Kasvustrategian uudistuksen myötä kohdemarkkina laajentui keskiuurten pk-yritysten lisäksi pienasiakkaisiin. Samalla yhtiö otti strategiseksi tavoitteeksi viedä osaamista uusille markkinoille Eurooppaan sekä kasvaa yrityskaupoin. Tämän jälkeen strategia on muovautunut hieman ja erityisesti kansainvälistymisstrategiaan on tehty mielestämme järkeviä tarkennuksia.

Kansainvälistymisessä yhtiö voi jatkossa edetä uusille markkinoille kevyellä ja hyvin skaalautuvalla sovelluspohjaisella alustalla, jonka käyttöönotto uusissa maissa olisi suunnitelmassa helppoa ja nopeaa. Yhtiö testaa markkinaa sekä uutta digitaalista markkinointikanavaa Espanjan markkinalla, minkä jälkeen konseptia voidaan kokeilla uusilla markkinoilla suhteellisen pienillä riskeillä. Tuloksia näemme vielä tänä vuonna.

Aiemmin vahvasti orgaaniseen kasvuun panostanut Talenom on viime vuosina kiihdyttänyt kasvua voimakkaasti yritysostoilla niin Suomessa kuin ulkomaillakin. Tämä näkyy erittäin voimakkaassa liikevaihdon kasvussa vuosina 2021 ja 2022.

1. Automaation tehostaminen ja skaalaedut

Talenomin kirjanpitolinjan tuoma kilpailuetu on erittäin selkeä, minkä osoittaa jo Talenomin ydinliiketoiminnan erinomainen kannattavuus. Automaation tuomat edut myös kasvavat

volyymien mukana, minkä ansiosta kasvun mukana kannattavuus lopulta skaalautuu. Välillä merkittävät kasvupanostukset painavat kuitenkin kannattavuutta.

Yhtiön fokus on ollut vuosina 2019 ja 2020 prosessitehokkuuden parantamisessa, missä on saavutettu selkeitä hyötyjä. Nyt painopiste on siirtynyt jälleen automaation kehitykseen. Kirjanpidon tuotantolinjan automaatioaste oli H1'21:n yhteydessä yhtiön mukaan 75 % ja palkanlaskennan 50 % (H1'20: 68 % / 0 %). Palkanlaskennassa yhtiö saavutti 2021 lopussa jo yli 85 %:n tason. Yhtiön tavoite on saavuttaa molemmissa 95 %:n automaatioaste pitkällä aikavälillä, mutta varsinaisia aikatavoitteita ei ole julkistettu.

Kirjanpito-prosessin automaation suhteen Talenom on menossa hiljalleen kohti täyttä rutiinitehtävien automatisaatiota ja investoinnit jatkuvat myös tulevaisuudessa. Talenomin tähän liittyvät kulut ovat muodostuneet etupainotteisesti. Yhtiö on investoinut viimeisen viiden vuoden aikana arviomme mukaan yli 30 MEUR omien IT-järjestelmien kehittämiseen. Investoinnit ohjelmistoihin ja digitaalisiin palveluihin olivat uudella 11,6 MEUR:n huipputasolla vuonna 2021 (2020: 10,1 MEUR), ja pysyvät arviomme mukaan suunnilleen tällä tasolla hamaan tulevaisuuteen. Näkemyksemme mukaan investoinnit vahvistavat edelleen Talenomin kilpailuetua, mutta lähivuosina investoinnit painavat yhtiön tulostasoa voimakkaasta nousevien poistojen takia.

Mitä suurempi määrä erilaisia toistuvia toimenpiteitä on, sitä suurempia hyötyjä

automatisaatiosta voidaan saada. Näin ollen asiakas- ja toistemäärien kasvu tukee koko ajan myös teknologian kehitystä. Tämä tekee yhtiön kasvusta erityisen houkuttelevaa, koska kasvava skaala vahvistaa myös teknologista kilpailuetua.

2. Asiakaspalvelun parantaminen

Talenomin hybridistrategian toinen kulmakivi on laadukas palvelu (teknologian lisäksi). Yhtiön 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 kohtaamiin, ja asiantuntijoiden proaktiiviset kontaktit ovat kasvaneet moninkertaisiksi. Talenomin mukaan asiakkaiden tyytyväisyys omaan asiantuntijaan on korkeampi kuin koskaan (Suomessa Q4'21 NPS: 65 vs. Q4'20 NPS: 51), mikä parantaa edelleen asiakaspitoa.

Samalla avautuu merkittävä mahdollisuus konsultointipalveluihin, joiden lähtökohtana on olemassa olevien kirjanpitäjien vapautuneen ajan myynti. Tästä tuleva lisätulo oletettavasti jaetaan kirjanpitäjän (lisää palkkaa) ja Talenomin kesken. Talenomille ei tule tästä uusia kiinteitä kuluja, mikä tekee mahdollisuudesta erityisen houkuttelevan. Näkemyksemme mukaan erilaisten konsultointipalveluiden rooli tulee nousemaan lähivuosina, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan yhä enemmän ja toisaalta kirjanpitäjiä saadaan koulutettua riittävästi.

Strategia 2/3

3. Kasvu orgaanisesti ja epäorgaanisesti

Talenomin kasvustrategia perustuu orgaaniseen kasvuun, jota yhtiö kiihdyttää yritysostoilla. Yritysostojen rooli on kasvanut viime vuosina merkittävästi, kun yhtiön omat prosessit ja teknologia ovat kehittyneet ja tätä kautta saatavat hyödyt ovat huomauttavasti aiempaa suurempia. Toimialalla on käynnissä voimakas digitalisaation ajama murros, minkä takia erityisesti pienien tilitoimistojen täytyy miettiä ohjelmistostrategiaa uudelleen. Tämä avaa mahdollisuuksia Talenomille. Lisäksi ydinliiketoiminta tuottaa nykyään vahvaa kassavirtaa, jota yhtiö pystyy jatkuvasti allokoimaan yritysostoihin. Vuonna 2021 noin 2/3 kasvusta tuli epäorgaanisesti.

Talenom vahvuus yritysostoissa on ollut se, että yhtiö on pystynyt nostamaan kohdeyhtiön kannattavuutta voimakkaasti tuomalla kohteeseen Talenomin automatisoidun kirjanpitojärjestelmän sekä yhtiön tehokkaat toimintaprosessit. Yhtiön tavoitteena on nostaa yritysostokohteiden kannattavuus noin kolmen vuoden aikana Talenomin oman liiketoiminnan kannattavuustasolle, mikä voi tarkoittaa jopa 20 %-yksikön parannusta. Historiassa yhtiö on onnistunut kannattavuuksien parantamisessa, mutta näytöt koskevat toistaiseksi vain Suomen liiketoimintaa. Ruotsissa Talenom on kertonut kolmen vuoden aikaikkunan olevan realistinen siitä, kun yhtiön oma lokalisoiu järjestelmä on otettu käyttöön Ruotsissa (osin syksy 2022).

Talenom panostaa edelleen voimakkaasti myös orgaaniseen kasvuun ja yhtiöllä on noin 90 henkilön myyntiorganisaatio. 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. Suomessa yhtiö laajentaa edelleen myös franchising -verkostoaan toimintamallissa, jossa yhtiö tarjoaa keskitetyn palvelukeskusmallin käyttöä yrittäjille. Franchising-yrittäjien vastuulla on uusien asiakkaiden hankinta, kun kaupan jälkeen vastuu asiakkuudesta siirtyy palvelupäällikölle ja kirjanpitäjälle. Näin yhtiö on vahvistanut asemaansa pienemmillä paikkakunnilla Suomessa, joihin oman toimiston perustaminen ei olisi rajallisen asiakaskunnan takia perusteltua.

Kokonaisuudessaan kasvu defensiivisellä toimialalla, jossa asiakaspysyvyys on korkea, on kallista. Tämä on Talenomille haaste asiakashankinnassa, mutta toisaalta tekee markkinaposition eriyisen arvokkaan. Asiakashankinta aiheuttaa huomattavia etupainotteisia kuluja, joista suurimmat ovat myyjien kiinteät palkat ja myyntiprovisiot.

4. Eurooppaan laajentuminen

Talenomin strategian selkeä uusi fokusalue on laajentuminen uusille markkinoille Euroopassa. Yhtiön mukaan Euroopassa on useita erittäin mielenkiintoisia maita, joissa on 1) valtava määrä pieniä ja keskisuuria yrityksiä, 2) perinteiset talouden prosessit ja 3) fragmentoituneet tilitoimistomarkkinat.

Talenomin kansainvälistymisprosessi on kehittynyt siitä kun yhtiö päätti laajentua Ruotsiin, jossa yhtiö halusi ensin rakentaa tarpeeksi suuren koon itselleen, jonka jälkeen yhtiö pyrki lokalisoimaan teknologiansa ja integroimaan omat ohjelmistonsa maahan. Ruotsin kaltainen laajentuminen on ollut yhtiölle raskas prosessi, jossa yritysostoihin ja maaorganisaation kehittämiseen on jouduttu investoimaan runsaasti. Takeita Suomen mallin kopioinnin toimivuudesta ei vielä ole. Vasta muutaman vuoden päästä näemme omien ohjelmien tehokkuushyödyt ja sen, tulevatko ne kannattavuudessa samalla tavalla läpi kuin kuin Suomessa. Huomioiden Talenomin todistettu kyky tehostaa ostettujen yritysten tehokkuutta ja kannattavuutta Suomessa, Ruotsissa ollaan etenemässä kriittiseen vaiheeseen.

Vuoden 2021 tilipäätöksen yhteydessä Talenom toi esiin tarkennetun kansainvälistymiskulman. Uudessa prosessissa Talenom pyrkii laajentumaan uusiin maihin kevyemmällä ja skaalautuvammalla pienyrittäjille tarkoitetulle sovelluspohjaisella alustaratkaisulla. Tällä tavoin yhtiö pyrkii saamaan suuren määrän uusia asiakkaita alustalleen nopeasti, joista osalle sitten yhtiö pyrkii myymään omia palveluitaan. Tämän tyyppistä mallia yhtiö tulee kokeilemaan Espanjassa, jossa yhtiöllä on tällä hetkellä pieni liiketoiminta (yritysoston kautta). Malli mahdollistaa huomattavasti kevyemmät investoinnit uuteen maahan laajentumisessa, sillä palvelua markkinoidaan lähinnä digitaalisten kanavien kautta. Suhtaudumme uuteen kansainvälistymisprosessiin tässä vaiheessa mielenkiintoisena ja vähäriskinä optiona.

Strategia 3/3

Euroopan markkinoiden Talenomille suotuisa rakenne, yhtiön järjestelmällinen suhtautuminen kansainväliseen laajentumiseen ja tähän rakennetun selkeän prosessin myötä olemme vakuuttuneita, että kansainvälistymissuunnitelma on harkittu ja omaa merkittävää potentiaalia. 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. Sijoittaja voi seurata liiketoimintojen etenemistä eri maissa, sillä Talenom alkoi raportoidaan avainlukuja maista tarkemmin Q3'21:stä alkaen.

5. Pienasiakaskenttään laajentuminen

Merkittävä uudehko liiketoimiavaus on pienasiakkaille suunnattu [TiliJaska-konsepti](#), jonka mukana Talenom laajentui uuden asiakassegmentin lisäksi myös pankkipalveluihin. TiliJaska-konsepti lanseerattiin Q3'20-tilaisuuden yhteydessä ja huhtikuussa 2021 palvelu siirtyi pankkipalveluissa tuotantoon ja pankkitilien ja -korttien käyttöönotot asiakkaille aloitettiin. TiliJaskan tarkoituksena on tarjota pienasiakkaille ilmainen kirjanpitosovellus, pankkipalvelut (IBAN-tilit ja kortit) sekä joustavat tilitoimistopalvelut asiakkaan tarpeiden mukaan. Transaktiomäärien kasvaessa ja/tai kirjanpidon monimutkaistuessa tarkoituksena on nostaa palvelutasoa ja sitä kautta ansaittuja palkkioita. Strategisesti tärkeää on kohdemarkkinan merkittävä laajeneminen sekä helpompi pääsy kiinni kasvuyhtiöihin sekä asiakaspidon parantaminen edelleen.

TiliJaska -alustan pohjalla käytetään samaa teknologiaa kuin kirjanpidon tuotantolinjassa. Tämä on pienentänyt kehityskustannuksia ja nostaa synergioita. TiliJaskasta on olemassa versio Ruotsin markkinoille (KontoKalle) ja mallia voidaan soveltaa myös laajentuessa manner-Euroopassa. Viimeaikoina Talenom on kuitenkin puhunut pelkästään sovelluspohjaisesta strategiasta, joka olisi vielä skaalautuvampi. Pohja on kuitenkin sama kuin TiliJaska-konseptissa.

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 400-10000 TEUR:n liikevaihtoluokassa. Pienasiakkaiden keskuudessa Talenom on aiemmin ollut suhteellisen heikko, vaikka asiakkaita on ollut.

TiliJaska tarjoaa siis uuden jakelukanavan pienasiakkaisiin, joiden osuus markkinasta on Talenom arvion mukaan noin 40 %. Samalla Talenom haastaa myös mielenkiintoista kevytyrittäjä-kenttää, jossa toimivat mm. Ukko.fi (yhteistyössä Nordean kanssa), OP 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 %. Varsinaista markkinointia Talenom ei ole vielä käynnistänyt, ja dataa palvelun menestyksestä on toistaiseksi vähän. Onkin toistaiseksi vaikeaa arvioida konseptin menestystä tai sitä, miten kuinka merkittävä tulosajuri TiliJaska

mahdollisesti on ”ylösajovaiheen” jälkeen. Ennusteissamme pienasiakaskonseptin rooli on pieni, ja oletamme sen käytännössä kiihdyttävän Talenom liikevaihdon kasvua kuluvana vuonna 1-2 %.

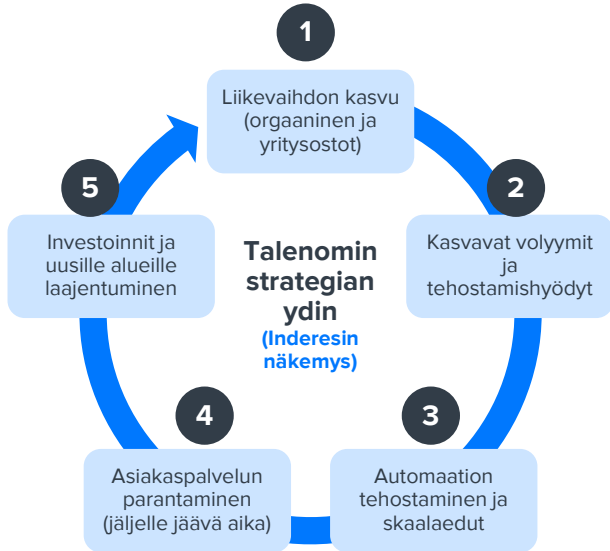
6. Maksu- ja rahoituspalveluista lisäarvoa asiakkaille

Talenom pyrkii tuomaan asiakkailleen lisäarvoa ja vahvistamaan omaa ekosysteemiään sekä asiakaspitoaan ”saman katon alta” tarjottavilla maksu- ja rahoituspalveluillaan. Tili- ja korttipalvelut lanseerattiin yhdessä TiliJaskan kanssa. Tämä on selkeä erottautumistekijä perinteisiä tilitoimistoja vastaan, ja se voi olla merkittävä pienasiakassegmentissä. Pankkipalveluiden kautta kokonaisuus saadaan kattavammaksi ja myös kirjanpitojärjestelmän automaatioita voidaan kehittää edelleen. Prosessia on hidastanut merkittävästi suomalaisien IBAN-tilien saamisen viivästyminen (yhteistyökumppani PPS:n kautta tili Belgiassa).

Maksutilien ja -korttien lisäksi Talenom tarjoaa asiakkailleen myös rahoituspalvelua kumppaniensa kautta. Yhteistyökumppaneita olivat laskurahoituksessa Arex ja yrityslainoissa Fellow Finance. Rahoituspalveluissa Talenom vahvuutena on, että se tietää lähes reaaliajassa asiakkaiden taloudellisen tilanteen ja sitä kautta voi arvioida luottoriskejä muita toimijoita paremmin. Käsityksemme mukaan rahoituspalveluiden volyymit ovat ainakin vielä jääneet mataliksi. Talenom on pyrkinyt integroimaan palvelun paremmin osaksi Talenom Online-palvelua, jotta käyttö lisääntyisi.

Strategia yhteenveto

Inderesin näkemys Talenomin liiketoiminnan vauhtipyörästä



Uudet avaukset

1. TiliJaska-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

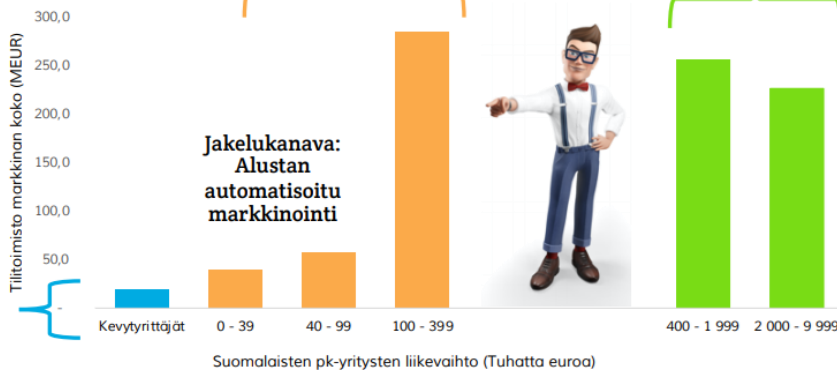
4 Oma teknologia ja palvelu (24 kk)

- 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.



Jakelukanava: Alustan automatisoitu markkinointi

Jakelukanava: orgaaninen aktiivinen myynti suorissa asiakastapaamisissa

Keuytyrittämisestä uusi kaikkein pienimmille suunnattu tapa aloittaa matka Talenomin asiakkaana.

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/3

Pitkän aikavälin kehitys on ollut vakuuttavaa

Talenomin vahva kasvutarina on jatkunut pitkään. Vuosien 2005-2021 välisellä jaksolla yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 16,3 % (CAGR) vuosittain. Viimeisen viiden vuoden (2017-2021) kasvu on ollut keskimäärin 17,5 %. Samalla Talenomin kannattavuus on ollut pääosin erittäin hyvä, mutta yleisesti kannattavuus riippuu paljon yhtiön kasvunopeudesta ja investoinneista. Viimeisen kuuden vuoden aikana kannattavuus on skaalautunut käyttökate-asteella kauniisti ylöspäin.

Vuonna 2021 käyttökate oli 33 % laskien vuoden 2020 vahvalta 36 % tasolta. Heikkenevää kannattavuutta selitti vuoden aikana tehdyt lukuisat yritysostot. Ostokohteiden kannattavuus on yleensä Talenomin omaa kannattavuutta merkittävästi heikompi ennen omien ohjelmistojen ja prosessien integrointia, minkä lisäksi poistot nousevat (erityisesti Ruotsissa) ja kaupoista syntyy myös kertaluontoisia kuluja. Kannattavuus on silti erinomainen tilitoimistolle, mikä kertoo teknologiapanostuksien erittäin hyvästä onnistumisesta. Yhtiön ydinliiketoiminnan ja 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 yhtiön tasetta. Toisaalta kaikki taseessa olevat asiakashankintaan liittyvät aktivoinnit tuottavat yhtiölle kassavirtaa, koska muuten yhtiö joutuisi alaskirjaamaan ne.

Näin ollen emme näe aktivointeja ongelmallisina, vaikka ne parantavat yhtiön raportoimaa kannattavuutta väliaikaisesti.

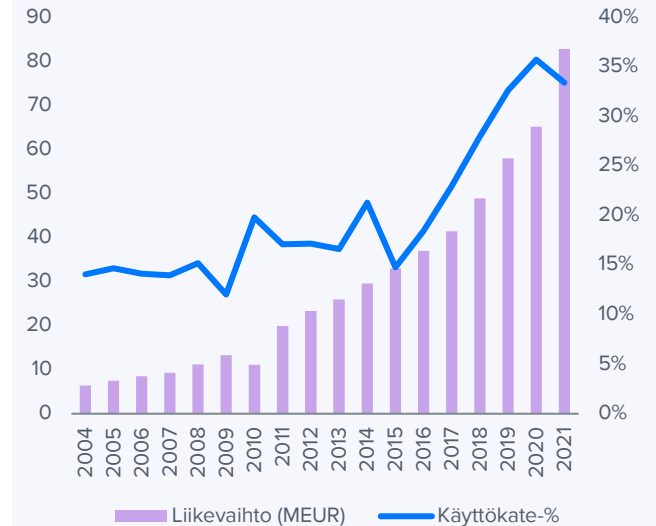
Ruotsin kehitys ratkaisee paljon

Talenom laajeni Ruotsiin vuonna 2019, kun yhtiö osti huhtikuussa Tukholmassa toimivan tilitoimisto Wakers Consulting AB:n. Yritys työllisti ostohetkellä 30 ihmistä, ja sen liikevaihto oli vuositasolla 2,5 MEUR. Ostokohteen kannattavuus oli hyvä käyttökate-asteella 14,7 %, mutta arviomme mukaan kaikkien kulojen jälkeen Ruotsin kontribuutio Talenomin liiketulokseen oli silti negatiivinen vuonna 2019.

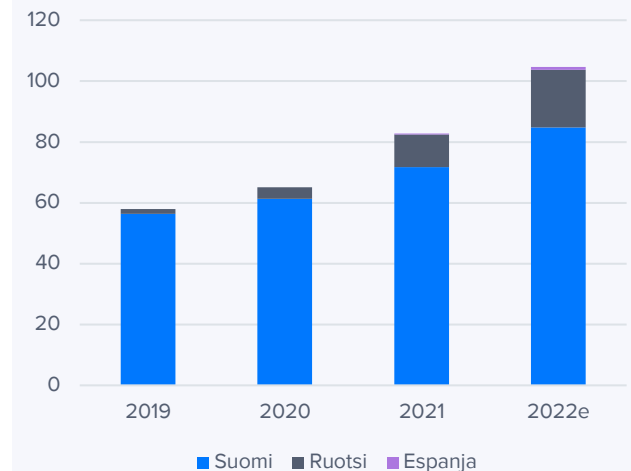
Tämän jälkeen yhtiö on tehnyt monia yritysostoja Ruotsissa, jotka ovat kasvattaneet yhtiön kokoluokkaa merkittävästi. Viimeisimmät yritysostot yhtiö teki marraskuussa 2021 (Kjell Wengbrand Redovisnings AB ja MH Konsult Väst AB), jotka saatettiin päätökseen vuoden 2022 alussa. Talenomille siirtyvä liikevaihto ostetuista yhtiöistä on vuositasolla noin 3,3 MEUR. Viimeisimpien yritysostojen jälkeen 12kk:n rullaava liikevaihto on arviomme mukaan yli 16,5 MEUR. Yritysostoja on oletettavasti tulossa lisää vuoden 2022 aikana, kun yhtiö kasvattaa edelleen kokoluokkaansa Ruotsissa.

Samalla kun Ruotsin liikevaihto on kasvanut viime vuosina voimakkaasti, liiketulosta liiketoiminta ei ole toistaiseksi tuonut Talenom-konserniin. Kannattavuustarkastelun kannalta mielenkiintoista onkin eriyttää Ruotsin kontribuutio, mitä kautta saamme kuvan paremman kuvan kokonaistilanteen kehityksestä ja Suomesta.

Pitkän aikavälin kehitys



Liikevaihdon kehitys eri maissa



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/3

Talenom on julkistanut maakohtaisia avainlukuja vuosilta 2020 ja 2021, mutta vuoden 2019 liikelulosmarginaali Ruotsissa on oma karu arviomme. Kuvaajasta näemme kuitenkin, että Suomen liiketoiminnan kannattavuus on pysynyt erittäin hyvällä tasolla erittäin voimakkaista investoinneista sekä useista yritysostoista huolimatta. Tämä tukee arviotamme siitä, että Talenomin Suomen ydinliiketoiminnan kannattavuus on edelleen parantunut automatisaation edistyessä.

Ruotsin kannattavuuden pitäisi lähteä parantumaan selvästi vuoden 2023 aikana, jos Talenom saa suunnitelmien mukaisesti oman kirjanpitojärjestelmän maassa käyttöön syksyllä 2022. Tämän pitäisi luoda merkittäviä tehokkuushyötyjä, minkä jälkeen yhtiö on arvioinut kannattavuuden normalisoituvan Talenomin yleiselle tasolle kolmen vuoden aikana (kuten muissa yritysostoissa). Tämä on mielestämme kriittinen tekijä Talenomin sijoitustarinan kannalta.

Operatiivinen rahavirta investoidaan takaisin

Talenomin liiketoimintamalli tuottaa erittäin hyvin operatiivista kassavirtaa, mutta toisaalta kasvu- ja it-investoinnit syövät valtaosan tästä rahavirrasta. Viimeisen kahdeksan vuoden aikana (2014-2021) liiketoiminnan nettorahavirta on ollut keskimäärin 13,3 MEUR vuodessa, kun samaan aikaan käyttökate on ollut keskimäärin 13,9 MEUR vuodessa. Molemmat ovat olleet viime vuosina voimakkaassa kasvussa ja viime vuonna liiketoiminnan rahavirta oli jo 25,6 MEUR.

Vahva operatiivinen rahavirta on investoitu lähes

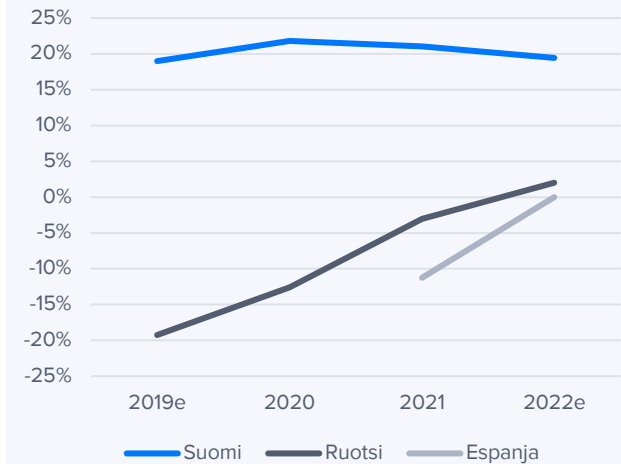
kokonaan teknologiaan ja kasvuun. Ohjelmistojen ja digitaalisten palveluiden kehittäminen (2016-2021 arvio yli 35 MEUR) ja myyntiveton kasvu on ollut suhteellisen kallista. Investointeihin käytetty rahamäärä on kasvanut vuosien mittaan selvästi ja viime vuonna investointeihin käytettiin yhteensä jo 24,4 MEUR, mitä selitti suuri määrä yritysostoja. Kun lisäksi on maksettu osinkoja, niin rahavirta on valtaosin myös käytetty. Toki yhtiön kassa on myös vahvistunut viime vuosina.

Kun kirjanpidon tuotantolinja on saatu toimimaan tehokkaasti, liiketoimintamalli on generoinut yhä enemmän kassavirtaa. Arvioimme operatiivisen rahavirran olevan kuluvana vuonna noin 30 MEUR ja kasvavan tästä lähes samaa tahtia käyttökateen kanssa, mistä riittää pääomia kilpailuetuja vahvistaviin järjestelmäinvestointeihin, kasvuun ja osinkoihin. Nykyään Talenomin kassavirrat ovatkin jo vuolaita, mikä tukee edelleen kasvunäkymää.

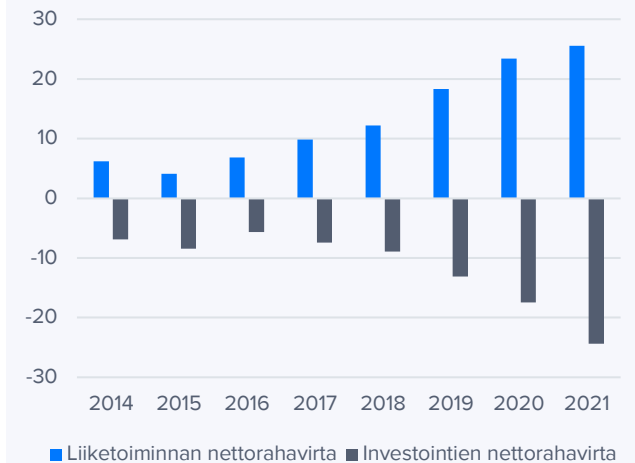
Isot investoinnit nostavat poistoja voimakkaasti

Talenomin viime vuosina tekemät erittäin suuret investoinnit automaatioon, käyttöliittymiin ja pieniasiakas-segmenttiin sekä kansainvälisesti skaalautuvaan ohjelmistoalustaan nostavat yhtiön mukaan poistotasoa suhteessa liikevaihtoon merkittävästi lähivuosina. Hyppäys on erityisen suuri vuonna 2022, koska Talenom otti syksyllä 2021 käyttöön uuden version Talenom Online-järjestelmästä, mikä käynnisti myös poistot suuresta hankkeesta. Ennustamme tällä hetkellä vuoden 2022 poistojen olevan 16,8 MEUR, kun vuonna 2021 taso oli vielä 12,9 MEUR. Tällä on merkittävä vaikutus liikevoittomarginaaliin.

Arvioitu liikelulosmarginaali eri maissa (%)



Rahavirran pääelementit



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 3/3

Sijoittajien kannattaakin huomioida voimakkaasti nousevien poistojen vaikutus kannattavuuteen ja seurata liikevoittomarginaalin lisäksi käyttökatemarginaalin kehitystä. Vastaavan kokoista hyppyä investointi- ja poistotasoissa ei ole odotettavissa lähivuosina, jolloin poistot eivät myöskään kasva enää liikevaihtoa nopeammin. Vuosi 2022 on tässä mielessä poikkeus.

Taseessa on velkaa, mutta tämä on perusteltua

Talenomin taloudellinen tilanne on erittäin hyvä ja aiemmin voimakkaasti vivutettu tase on vahvistunut viimeisen viiden vuoden aikana. Omavaraisuusaste oli 2021 lopussa 38,1 % ja nettovelkaantumisaste 88 %. Nämä ovat yhtiölle mielestämme enemmän kuin riittäviä. Tase tulee vahvistumaan myös tulevaisuudessa, ellei yhtiö nosta merkittävästi uutta korollista velkaa. Samalla liiketoiminta tuottaa kuitenkin vuolasta kassavirtaa, jota yhtiö investoi kasvuun.

Vaikka yhtiöllä on suhteellisen paljon korollista nettovelkaa (2021: 39,2 MEUR), emme näe tätä ongelmana defensiivisellä ja ennustettavalla toimialalla. Pitkäaikaisen lainan korko on noin 2 %, mitä pidämme erittäin maltillisena. Vuosittaiset korkokulut ovat tulevina vuosina arviomme mukaan noin 1 MEUR:n tasolla, 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, mikäli korkotaso säilyy kohtuullisella tasolla. Pidämme yleisen korkotason merkittävää nousua Euroopassa erittäin epätodennäköisenä,

vaikka painetta ylöspäin onkin. Järkevällä velkavivun käytöllä yhtiö pystyy optimoimaan oman pääoman tuottoa ilman, että riskiprofiili nousee oleellisesti.

Huonossa skenaariossa ongelmia voisi tulla

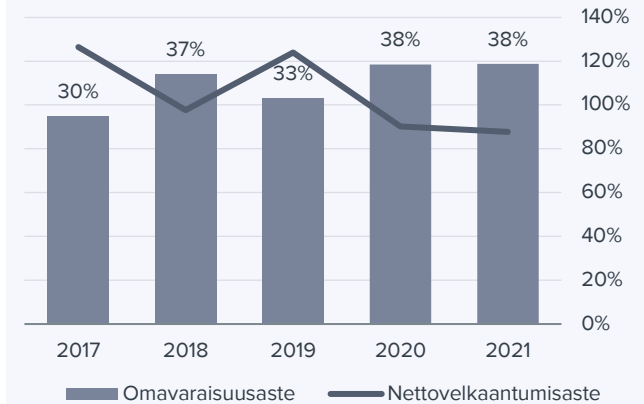
Kuvitellussa negatiivisessa skenaariossa yhtiön taloustilanteen epätodennäköinen nopea heikentyminen voisi aiheuttaa ongelmia myös taseen kannalta. Taseessa oli 2021 lopussa noin 37 MEUR liikearvoa, noin 36 MEUR aineettomia hyödykkeitä (mm. ohjelmistojen kehittämismenot) ja noin 12 MEUR aktivoituja asiakassopimuksia, joten yhteensä nämä (85,4 MEUR) ylittävät reilusti yhtiön oman pääoman määrän (2021: 44,7 MEUR). Jos yhtiö alkaisi jostain syystä menettämään merkittävästi asiakkaita, yhtiön teknologia tulisi hyödyttömäksi ja liiketoiminnan kannattavuus lähtisi kehittymään erittäin heikosti, näiden arvojen kuranttius voisi nousta epäilyksen kohteeksi ja taseriski nousisi nopeasti. Pidämme tätä kuitenkin erittäin epätodennäköisenä, ja yleisesti Talenomin riskiprofiilia hyvin maltillisena.

Osingot kasvavat tuloksen mukana

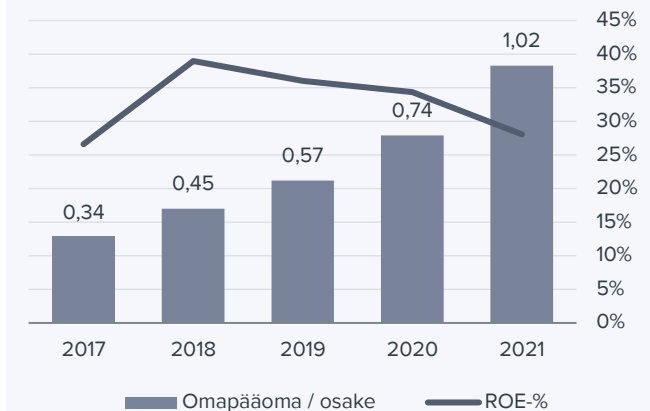
Talenomin tase ei mielestämme kaipaa enää vahvistusta, ja ennustamme osinkojen nousevan vähintään tuloksen mukaisesti. Osinkoja rajoittaa kuitenkin yhtiön halu kasvaa aggressiivisesti, mikä on mielestämme perusteltua toimialan nykyisessä tilanteessa. Nykyisellä kasvuvauhdilla yhtiöllä jää koko ajan riittävästi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

Huomautus: IFRS 16 -standardin käyttöönotto heikensi tunnuslukuja vuonna 2019, muuten positiivinen trendi.

Taseen avainlukujen historiallinen kehitys

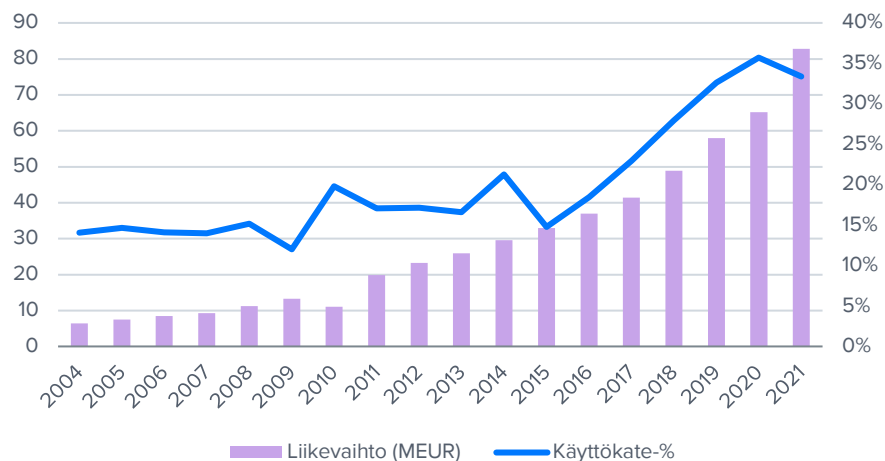


Oma pääoma / osake ja ROE-%

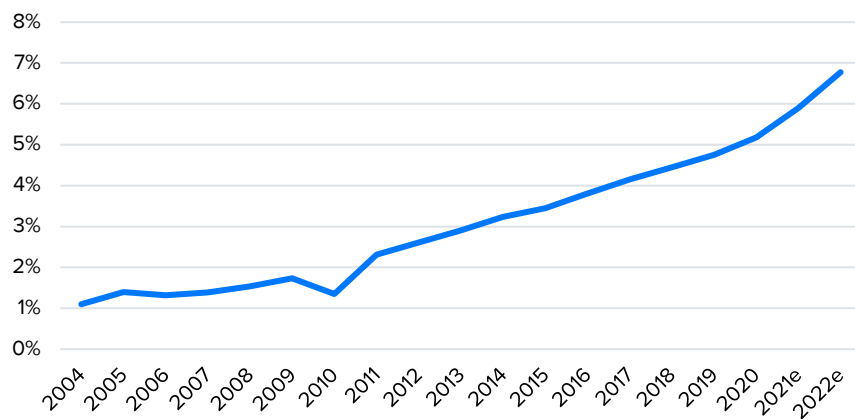


Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

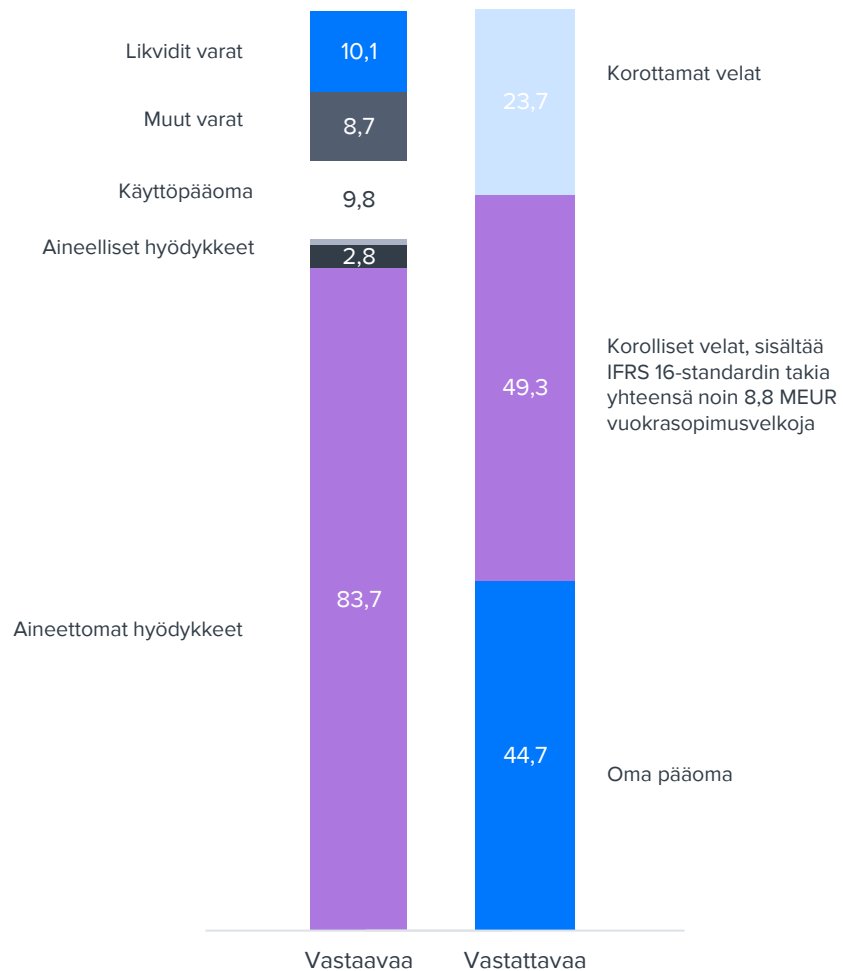
Pitkän aikavälin kehitys



Talenin markkinaosuus Suomessa*



Yksinkertaistettu taserakenne 2021 (MEUR)



Ennusteet 1/4

Kasvua on kiihdytetty merkittävästi yritysostoilla

Talenom on kiihdyttänyt kasvuaan suurella määrällä yritysostoja viime vuosina. Yritystojen suhteen on nähty merkittävä strateginen muutos viimeisen viiden vuoden aikana, sillä aiemmin yhtiö panosti erityisesti orgaaniseen kasvuun ja yritysostot olivat suhteellisen harvinaisia. Viime vuosina yritysostoja on kuitenkin tehty erittäin paljon, ja vuosi 2021 oli selkeä ennätys. Kaikki yhtiön tekemät yritysostot vuodesta 2016 eteenpäin on listattu yhtiön [sijoittajat-sivuilla](#).

Vuoden 2021 aikana Talenom hankki Suomessa, Ruotsissa ja Espanjassa yhteensä 16 liiketoimintaa ja yhteensä yrityskauppojen osuus nettoinvestoinneista oli 20,2 MEUR (2020: 5,1 MEUR) sisältäen osan ehdollisista vastikkeista. Yritysostot jatkuvat myös vuonna 2022 ja Talenom ohjeistuskin sisältää niitä merkittävän määrän. Strategisesti yhtiö onkin selvästi laittanut kasvuvaihteen silmään, mikä näkyy toisaalta merkittävästi myös kannattavuudessa. Arviomme mukaan vuoden 2022 jälkeen Talenom kääntää kasvun painopistettä jälleen kohti orgaanista.

Voimakkaalle kasvulle on mielestämme hyviä perusteluita, sillä yhtiön oma teknologia ja korkea automaatiotasoluovat merkittävän kannustimen skaalan kasvattamiseen. Toimialan murros etenee tällä hetkellä nopeasti pienien yhtiöiden miettiessä omaa digistrategiaansa, ja tässä jaossa Talenom haluaa olla mukana omalla ratkaisullaan. Lisäksi yhtiön kansainvälistymisstrategia nojaa yritysostoihin, koska puhtaasti orgaanisesti erityisesti alkutaival uudessa maassa olisi erittäin vaikea. Myös Talenom ydinliiketoiminnan

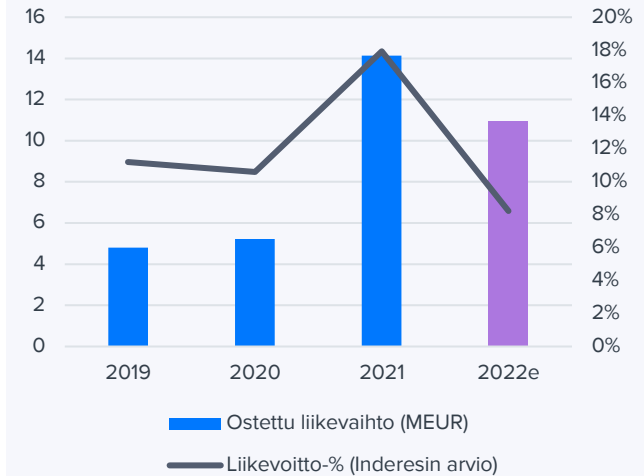
tuottama vahva kassavirta ja sitä kautta kasvaneet resurssit yritysostoihin näyttelevät strategiamuutoksessa tiettyä roolia.

Merkittävä osa liikevaihdosta painaa suhteellista kannattavuutta

Talenomin kannattavuus on ollut paineessa sen jälkeen, kun yhtiö päätti kiihdyttää kasvuaan voimakkaasti yritysostoilla. Lyhyellä aikavälillä yritysostojen vaikutus suhteelliseen kannattavuuteen on selvästi negatiivinen: ostokohteiden kannattavuus on yleensä Talenominn kannattavuutta merkittävästi heikompi, minkä lisäksi integrointikulut ja ostojen mukana kasvavat poistot painavat kannattavuutta. Lähtökohtaisesti Talenom ei ”saneeraa” ostokohteita, vaan tehostaa niiden toimintaa omilla automatisoiduilla ohjelmistoilla. Näin ollen kannattavuushyödyt näkyvät vasta, kun yhtiöt saavat uusia asiakkaita ja kirjanpitäjäkohtainen liikevaihto kasvaa automaation tukemana. Hyödyt tulevat yleensäkin asteittain, koska uusien toimintatapojen oppiminen vaatii aikaa.

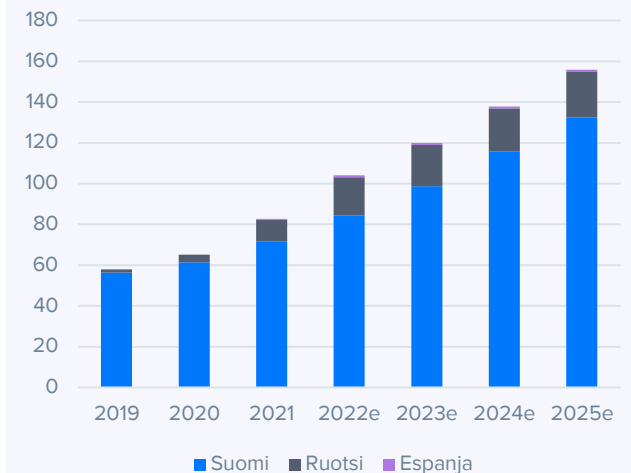
Talenom on itse arvioinut yritysostokohteen kannattavuuden nousevan Talenominn muun liiketoiminnan kannattavuustasolle kolmen vuoden kuluttua ostohetkestä. Tästä yhtiöllä on näyttöjä aiemmista Suomessa tehdyistä yritysostoista. Ruotsin suhteen yritysostojen kannattavuuden parantuminen on monimutkaisempaa, koska yhtiöllä ei vielä ole Ruotsissa käytössä omaa pitkälle automatisoituja ohjelmistoja. Ruotsissa yhtiö odottaakin Suomea vastaavia parannuksia kannattavuudessa sen jälkeen, kun ohjelmistot otetaan käyttöön Ruotsissa syksyllä 2022.

Toteutetut yritysostot eri vuosina



Huomautus: liikevaihtoluvut ovat edelliset 12 kk ostohetkestä, ja luvut on jaoteltu kaupan toteutumisen mukaan. Talenominn lukuihin vaikutukset ovat erilaisia. Kannattavuudet osin Inderesin arvioita.

Maakohtaiset liikevaihtoennusteet



Ennusteet 2/4

Tämä koskee kuitenkin vain jo aiemmin tehtyjä yritysostoja, ja käsityksemme mukaan vuonna 2022 tehdyt ja tehtävät yritysostot jäävät tämän käyttöönoton ulkopuolelle (syksy 2023). Mielestämme Ruotsin kannattavuusparannuksien kokoluokkaan liittyy merkittävästi enemmän epävarmuutta kuin Suomen, koska toiminta- ja kilpailuympäristö on erilainen ja Talenomille edelleen suhteellisen uusi. Silti Ruotsissa on perusteltua odottaa vuodesta 2023 alkaen merkittäviä kannattavuusparannuksia.

Merkittävästi ”sisällä olevaa” tuloskasvua

Arviomme mukaan Talenomien Suomen ydinliiketoiminnan käyttökate on yli 40 % ja se on jatkanut parantumistaan, mutta uusissa yritysostoissa voimakkaasti alhaisempi ja Ruotsissa taso on alle 10 %. Vuoden 2022 liikevaihdossa on arviomme mukaan noin 31 MEUR (noin 30 % liikevaihdosta) normaalia alemman kannattavuustason liikevaihtoa. Tähän olemme laskeneet Ruotsin ja Espanjan ennustetun liikevaihdon (alle 20 MEUR) sekä Suomessa vuosina 2019-2022e tehdyt yritysostot (noin 11 MEUR). Huomautamme, että ennusteet sisältävät vielä pienen määrän toteutumattomia yritysostoja.

Arvioimme siis, että noin 30 % Talenomien liikevaihdosta sisältää merkittävän kannattavuusparannuspotentiaalin seuraavan kolmen vuoden aikana. Jos oletamme, että Talenom pystyisi nostamaan tämän liikevaihdon kannattavuutta 10 %-yksikköä teknologisen etunsa ansiosta, tämä tarkoittaisi 3,1 MEUR:n parannusta käyttökatteeseen. Tämä nostaisi vuoden 2022 osakekohtaista tulosta arviolta vajaat 20 %. Ero

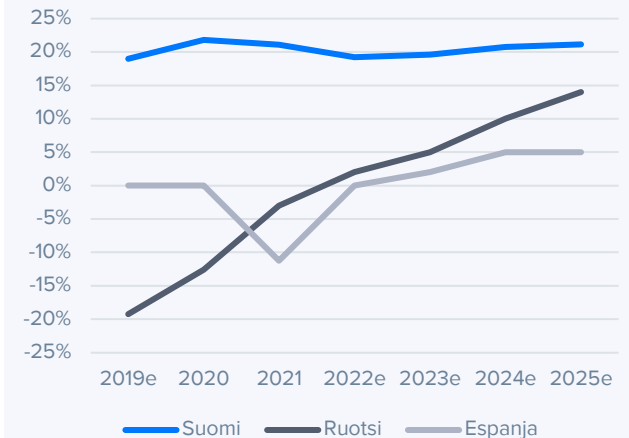
tuoreiden yritysostojen ja vanhan ydinliiketoiminnan kannattavuuksien välillä on arviomme mukaan paljon enemmän kuin 10 %-yksikköä. Näin ollen potentiaali on vielä merkittävästi suurempi, jos Talenom pystyisi nostamaan Ruotsin liiketoiminnan Suomen historialliselle kannattavuustasolle. Tämä on lähivuosien tuloskasvulle kriittinen tekijä.

Yritysovetoinen kasvu jatkuu vuonna 2022

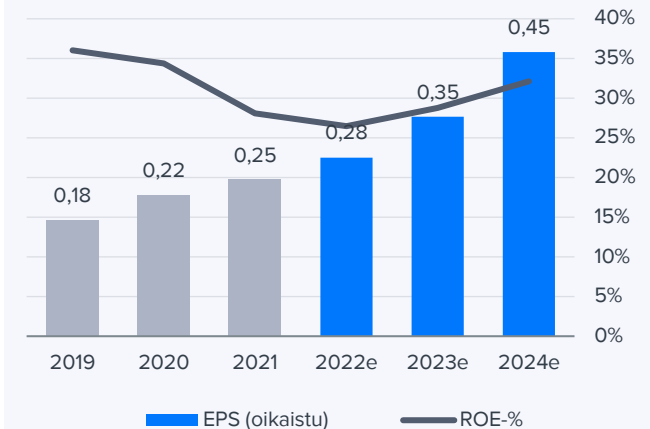
Talenom on ohjeistanut vuoden 2022 liikevaihdon olevan 100-110 MEUR ja liikevoiton 15-18 MEUR. Ohjeistus pitää poikkeuksellisesti sisällään vielä toteutumattomia yritysostoja, joiden ennustaminen on ulkopuolelta erityisesti ajoituksen osalta mahdotonta. Alkuvuoden aikana Talenom on kuitenkin tehnyt jo useita yritysostoja, ja tiedottamattomien rooli on pienentynyt näiden mukana. Ennusteemme sisältää kuitenkin edelleen kaksi uutta yritysostoa ([tuorein yritysosto](#)), joiden liikevaihtojen olemme olettaneet olevan 2 MEUR vuositasolla. Mallinnuksessamme nämä toteutuvat Q3'22:n ja Q4'22:n alussa.

Odotamme Talenomien vuoden 2022 liikevaihdon olevan noin 104 MEUR, mikä tarkoittaisi 25,6 %:n kasvua edellisvuodesta. Odotamme orgaanisen kasvun olevan noin 10 % ja lopun tulevan yritysostoista. Epäorgaanista kasvua tukevat lukuisat vuonna 2021 ja alkuvuonna 2022 tehdyt yritysostot ([Talenomien yritysostot](#)). Ennusteemme sisältää myös pientä liikevaihtoa (noin 1 MEUR) pienasiakassegmentistä, mikä on Talenomille myös uusi kasvualue. Tähän liittyy merkittävä epävarmuutta, mutta kokonaisuuden kannalta sen vaikutus on toistaiseksi erittäin pieni.

Maakohtaiset kannattavuusennusteet



Tuloskasvu (EPS) ja ROE-%



Ennusteet 3/4

Talenomin suhteellinen kannattavuus heikkenee tänä vuonna yritysostojen ja kasvupanoksien takia, ja arvioimme 2022 liikevoittomarginaalin olevan 15,9 % (2021: 17,8 %). Tämä tarkoittaisi noin 16,6 MEUR:n liikevoittoa, mikä on lähellä ohjeistushaarukan keskikohtaa. Pienet ennustemuutokset liittyvät lähinnä yritysostoihin liittyviin tarkennuksiin päivityksen yhteydessä.

Liiketoiminnan kannattavuuskehitystä kuvaa kuitenkin paremmin käyttökatemarginaali, sillä myös poistot nousevat tänä vuonna voimakkaasti viime vuosien erittäin suurien investointien takia. Suuret investoinnit automaatioon, käyttöliittymiin, pienasiakassegmenttiin sekä kansainvälisesti skaalautuvaan ohjelmistoalustaan nostavat poistotasoa suhteessa liikevaihtoon voimakkaasti. Ennustamme 2022 poistojen olevan 16,8 MEUR, kun 2021 taso oli 12,9 MEUR ja 2020 vain 10,4 MEUR. Odotamme vuoden 2022 käyttökatemarginaalin olevan noin 32 % eli heikkenevän hieman edellisvuodesta (2021: 33,4 %) yritysostojen vaikutuksen takia. Lisäksi yleisesti voimakas kustannusinflaatio nostaa kuluja, vaikka tämä voidaan kompensoida hinnankorotuksilla

kohtuullisella viiveellä. Pandemian vaikutuksien odotamme olevan vähäisiä, mutta Venäjän ja Ukrainan sodan negatiiviset vaikutukset Suomen talouskasvuun voivat hidastaa tilitoimistomarkkinan kasvua. Mahdolliset vaikutukset näkyisivät kuitenkin noin 6 kuukauden viiveellä talouskäänteestä. Odotammekin ydinliiketoiminnan kannattavuuden parantuvan edelleen automaation tukeman tehokkuuden kautta. Tulokone jyrää siis edelleen eteenpäin, vaikka yritysostot ja kansainvälinen laajentuminen painavat lyhyellä aikavälillä kannattavuutta.

Vuonna 2023 kannattavuus alkaa parantumaan

Talenomin skaalautuva kasvutarina on ollut 2021-2022 tauolla, kun yhtiö on panostanut voimakkaasti yritysostovetoiseen kasvuun ja kansainvälistymiseen. Arvioimme mukaan yritysostotahti rauhoittuu ensi vuonna ja yhtiö fokusoituu astetta enemmän tehokkuusparannuksiin, kun omat ohjelmistot saadaan osittain käyttöön myös Ruotsissa syksyllä 2022. Strategisesti on mielestämme myös perusteltua keskittyä välillä myös kannattavuuteen, jotta pakka pysyy varmasti kasassa monien kasvuhankkeiden ristipaineessa. Kannattavuuden

optimoinnista ei toki voi vielä puhua, mutta lievä käänne kehityksessä on arvioimme mukaan edessä.

Odotamme Talenomin liikevaihdon kasvun rauhoittuvan vuonna 2023 noin 15 %:n tasolle. On tärkeää huomioida, ettei pidemmän aikavälin ennusteemme sisällä uusia ilmoittamattomia yritysostoja 2022 jälkeen. Silti näitä on odotettavissa, joten toteutuva kasvu on todennäköisesti ennustettua korkeampi. Koska uusien yritysostojen kontribuutio tulokseen on alussa vähäinen, tulosennusteet ovat mielestämme tärkeämpiä.

Odotamme Talenomin liikevoittomarginaalin nousevan vuonna 2023 maltillisesti noin 17 %:n tasolle. Poistoissa ei ole enää samanlaista nousupainetta, ja käyttökateasolla kannattavuus pysyy ennusteessamme vakaana noin 32 %:n tasolla. Suomessa ydinliiketoiminta jatkaa oletettavasti jyräämistä eteenpäin, mutta Ruotsin liiketoiminnan pitäisi osoittaa merkkejä kannattavuuden kehittymisestä, kun omien ohjelmistojen hyödyt saadaan hiljalleen esiin. Merkittävä osa tulosparannuspotentiaalista jää kuitenkin edelleen piiloon, ja oletamme Talenomin olevan edelleen aktiivinen yritysostoissa.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	105	104	-1 %	121	120	-1 %	139	138	-1 %
Käyttökate	33,7	33,4	-1 %	38,3	38,0	-1 %	43,8	43,6	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,9	16,6	-2 %	20,7	20,4	-2 %	26,4	26,2	-1 %
Liikevoitto	16,9	16,6	-2 %	20,7	20,4	-2 %	26,4	26,2	-1 %
Tulos ennen veroja	16,0	15,7	-2 %	19,7	19,4	-2 %	25,3	25,1	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,29	0,28	-3 %	0,36	0,35	-3 %	0,46	0,45	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,19	0,18	-3 %	0,23	0,22	-3 %	0,32	0,29	-9 %

Lähde: Inderes

Ennusteet 4/4

Vuonna 2023 Talenom on hyvinkin voinut ehtiä laajentumaan myös uusiin maihin, mikä aiheuttaa ennusteisiin epävarmuutta. Arviomme mukaan tämä tapahtuisi kuitenkin kevyemmällä, digitaaliseen markkinointiin ja skaalautuvaan sovellukseen pohjautuvalla liiketoimintamallilla. Näin Talenom voi testata erilaisia markkinoita pienemmillä panostuksilla ja rajatulla riskillä, mikä on mielestämme järkevä strategia.

Talenomilla on mielestämme mahdollisuuksia merkittävästi parempaan kannattavuuteen, mutta oletamme, että yhtiön kasvupanostukset pysyvät korkealla. Kasvu- ja kannattavuuskehitykseen vaikuttaa merkittävästi yhtiön strategiset valinnat, eli kasvun tai kannattavuuden painotukset eri jaksoilla. Jos yhtiö lopettaisi voimakkaat kasvupanostukset, arviomme mukaan yhtiön kannattavuus nousisi nopeasti vuoden 2020 tasolle, jolloin yhtiö vähensi etupainotteisia kuluja. Vuonna 2020 yhtiön käyttökate oli 36 % ja liikevoitto 20 % liikevaihdosta. Tämä tarkoittaisi kuitenkin houkuttelevan kasvunäkymän väliaikaista uhraamista, eikä tämä olisi mielestämme perusteltua. Ennustamme vuoden 2023 osakekohtaisen tuloksen olevan 0,35 euroa, mikä tarkoittaisi yhtiölle hyvää 23 %:n tuloskasvua.

Pitkän aikavälin tulokasvunäkymä on vahva

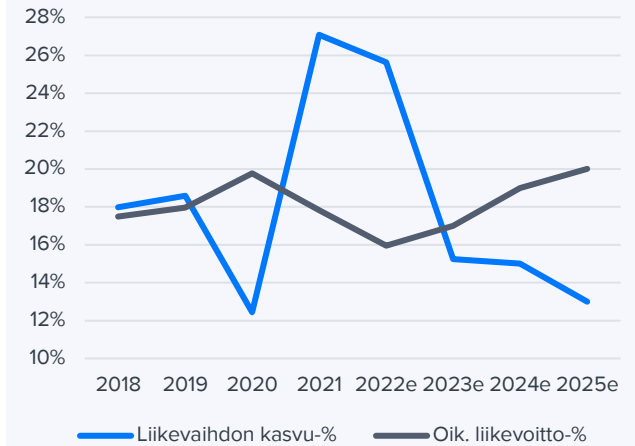
Talenomin pitkän aikavälin tulokasvuajurit ovat mielestämme erittäin vahvoja, ja odotamme yhtiön pystyvän keskimäärin yli 20 %:n vuosittaiseen tuloskasvuun (EPS) vuosina 2022-2025. Vahva asema defensiivisesti kasvavalla toimialalla, teknologian tuomat skaalaedut ja automaation

tuoma sisäinen tehokkuus antavat yhtiölle selkeän kilpailuedun sekä hinnoitteluvoimaa. Automatisaation edetessä kirjanpitäjien siirto korkeamman lisäarvon konsultointiin tekee murroksesta onnistuessaan yhtiölle tuottoisan.

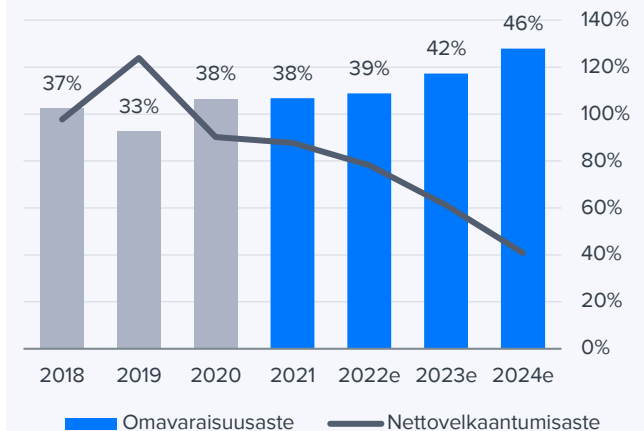
Yleisesti näemme yhtiöllä merkittäviä mahdollisuuksia parantaa kannattavuutta, kun uusiin yritysostojen kautta tulleisiin tilitoimistoihin saadaan omat ohjelmistot ja näistä saadaan hyödyt irti. Tähän suhtautettuna pidämme ennustamaamme suunnilleen vakaata käyttökatemarginaalia hyvin maltillisena yhtiölle erityisesti, kun kasvuennusteemme laskevat pidemmälle tulevaisuuteen mentäessä. Lähivuosina marginaaleja painavat edelleen suuret kasvupanostukset, vaikkakin fokus oletettavasti siirtyy hiljalleen orgaanisen kasvun priorisoimiseen.

Lisäksi Talenom on tehnyt merkittäviä investointeja tulevaisuuden mahdollisuuksiin, jotka tuovat yhtiölle tällä hetkellä pääasiassa kuluja. Näitä ovat erityisesti kansainvälistyminen (ml. sovelluskehitys ja digitaalinen markkinointi), laajentuminen pienasiakassegmenttiin, palvelutarjonnan laajentaminen (esimerkiksi pankki- ja rahoituspalvelut) sekä muut digitaaliset lisäpalvelut (kuten talouden seurantatyökalut). Avainasemassa on mielestämme kuitenkin Ruotsi, jossa yhtiön täytyy pystyä lähivuosina monistamaan Suomessa erittäin hyvin toiminut liiketoimintamalli. Jos yhtiö onnistuu tässä, lähivuosien tuloskasvunäkymä on erinomainen. Uusi digitaaliseen alustaan nojaava kansainvälistymisstrategia muualle Eurooppaan on toistaiseksi mielenkiintoinen optio sijoitustarinassa.

Kasvun ja kannattavuuden yhteys



Taseen avainlukujen kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	65,2	20,3	21,4	19,4	21,8	82,8	25,7	27,2	24,4	26,8	104	120	138	156
Käyttökate	23,3	7,2	7,2	6,7	6,6	27,7	8,5	8,8	8,0	8,1	33,4	38,0	43,6	50,7
Poistot ja arvonalennukset	-10,4	-2,8	-3,1	-3,2	-3,8	-12,9	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-16,8	-17,6	-17,4	-19,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,9	4,4	4,1	3,4	2,8	14,8	4,3	4,6	3,8	3,9	16,6	20,4	26,2	31,2
Liikevoitto	12,9	4,4	4,1	3,4	2,8	14,8	4,3	4,6	3,8	3,9	16,6	20,4	26,2	31,2
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1
Tulos ennen veroja	12,0	4,2	3,8	3,3	2,6	14,0	4,1	4,4	3,6	3,7	15,7	19,4	25,1	30,1
Verot	-2,4	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-0,8	-0,9	-0,7	-0,7	-3,1	-3,9	-5,0	-6,0
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	9,6	3,3	3,1	2,5	1,9	10,8	3,2	3,5	2,8	3,0	12,6	15,5	20,1	24,1
EPS (oikaistu)	0,22	0,08	0,07	0,06	0,04	0,25	0,07	0,08	0,06	0,07	0,28	0,35	0,45	0,54
EPS (raportoitu)	0,22	0,08	0,07	0,06	0,04	0,25	0,07	0,08	0,06	0,07	0,28	0,35	0,45	0,54
Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	12,4 %	17,0 %	29,6 %	30,4 %	32,2 %	27,1 %	26,7 %	27,0 %	26,0 %	23,0 %	25,6 %	15,2 %	15,0 %	13,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,7 %	18,7 %	15,2 %	9,6 %	14,1 %	14,6 %	-2,9 %	11,5 %	9,7 %	41,6 %	12,4 %	22,8 %	28,6 %	18,9 %
Käyttökate-%	35,7 %	35,4 %	33,7 %	34,5 %	30,3 %	33,4 %	33,0 %	32,5 %	32,7 %	30,3 %	32,1 %	31,7 %	31,6 %	32,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	19,8 %	21,7 %	19,4 %	17,8 %	12,7 %	17,8 %	16,6 %	17,0 %	15,5 %	14,6 %	15,9 %	17,0 %	19,0 %	20,0 %
Nettotulos-%	14,7 %	16,5 %	14,3 %	13,1 %	8,5 %	13,0 %	12,6 %	12,9 %	11,7 %	11,0 %	12,1 %	12,9 %	14,6 %	15,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Erittäin hyvät lähtökohdat arvonluonnille

Talenomin viimeisen kymmenen vuoden kalliit kasvuponnistelut ovat jo luoneet merkittävästi arvoa, mutta niiden täysimääräinen 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 erittäin 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.

Kansainvälistyminen nostaa riskiprofiilia

Kokonaisuutena näemme Talenomin riskiprofiilin matalana, koska automatisoidun kirjanpidon tuotantolinjan tehokkuus ja liiketoiminnan skaalautuvuus on todistettu Suomessa. Kansainvälistymisen osalta yhtiöllä on kuitenkin vielä paljon todistettavaa, sillä Talenomin toimintatavan tuloksellisuutta ei ole toistaiseksi näytetty Ruotsissa tai muualla Euroopassa.

Talenomin kassavirtamallissa yli 70 % arvosta muodostuu yli kymmenen vuoden päästä, joten yhtiön sijoitustarinan täytyy katsoa kauas

tulevaisuuteen. Silloin esille nousee myös toimialamurroksen lopputulema. Talenomin oman arvion mukaan kymmenen vuoden päästä kirjanpidon rutiinistosta 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.

Aiemmin korkea osakkeen arvostusriski on madaltunut selvästi osakkeen hinnan laskiessa erittäin voimakkaasti viime vuoden huipuistaan. Hinta pitää kuitenkin edelleen sisällään odotuksia tulevien vuosien reippaasta tuloskasvusta, mutta mielestämme odotukset ovat nyt realistisia.

Arvostus on maltillistunut kasvuyhtiöiden uudelleenhinnoittelun jälkeen

Talenomin arvostus on ollut voimakkaassa paineessa sen jälkeen, kun kasvuyhtiöiden hinnoitteluympäristö muuttui merkittävästi kesällä 2021. Suurin syy tähän on korkojen nousu, mikä heijastuu sijoittajien tuottovaatimuksiin ja erityisesti korkealle arvostettuihin kasvuyhtiöihin. Talenomin osake on laskenut yli 40 % viime vuoden huipuistaan, vaikka yhtiön sijoitustarinassa ei ole tapahtunut suuria muutoksia. Kannattavuuden kustannuksella tehdyt panostukset kasvuun olivat kuitenkin ajoitukseltaan siinä mielessä heikkoja, että markkinoiden horisontti on lyhentynyt. Vuoden 2022 heikohkon kannattavuustason takia osake näyttää mielestämme tällä hetkellä kalliimmalta, mitä se todellisuudessa on. Silti on selvää, että huipuillaan Talenomin osake oli voimakkaassa yliarvostettu tai peräti kuplassa.



Talenomin hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

- Talenomin liikevaihdosta noin 70 % on puhdasta jatkuvaa kuukausilaskutusta ja noin 30 % on volyympohjaista (esimerkiksi palkanlaskenta), mikä sekä on valtaosin jatkuvaa. Tämä kuvastaa erittäin defensiivistä liiketoimintaa ja markkinaa.
- Valtaosin jatkuvan liikevaihdon ja defensiivisen toimialan ansiosta näkyvyys ydinliiketoiminnan kehitykseen on erittäin hyvä. Haasteita aiheuttavat yritysostot ja kansainvälistyminen.
- Talenom on skaalaan ja toimintamalliin perustuvien kilpailuetujensa ansiosta toimialan murroksen voittaja ja tulee kasvamaan selvästi markkinoita nopeammin.
- Talenomin kannattavuus skaalautuu, koska kirjanpidon automatisaatioaste nousee edelleen. Vuodet 2021-2022 ovat skaalautuvassa kannattavuudessa väli vuosia, koska yhtiö on ollut poikkeuksellisen aktiivinen yritysostoissa.
- 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 kansainvälistymishankkeet.
- Talenom on yksi Suomen tilitoimistomarkkinan selkeistä edelläkävijöistä, minkä takia se ansaitsee mielestämme selkeän preemion suhteessa toimialan yleiseen arvostustasoon (pl. ohjelmistoyhtiöt).
- Talenomin uudet avaukset luovat yhtiölle uusia kasvumahdollisuuksia ja yhtiöllä on myös mielenkiintoinen kansainvälistymisstrategia, joka kasvattaa pitkän aikavälin potentiaalia huomattavasti.

Arvonmääritys 2/4

Näkemyksemme Talenomin kansainvälistymisestä on muuttunut aiempaa positiivisemmaksi, koska uusi pienasiakkaisiin kohdistuva kevyempi skaalautuva ratkaisu luo mielestämme matalariskisemmän ratkaisun uusille markkinoille laajentumiseen. Silti digitaalinen sovellus- ja markkinointiratkaisu on toistaiseksi positiivinen optio. Mikäli yhtiö todistaa kykenevänsä toistamaan menestyksensä Suomessa myös kansainvälisesti, kasvaa yhtiön pitkän aikavälin potentiaali merkittävästi.

Lisäksi uusi pienasiakaskonsepti tarjoaa tärkeän jakelukanavan pienasiakkaisiin ja vie yhtiön myös mielenkiintoiselle kevytyrittäjäkentälle. Näkemyksemme mukaan yhtiö onkin luonut viime vuosina uusia kasvumahdollisuuksia ja optioita edelleen positiivisesti kehittyvän ydinliiketoiminnan rinnalle. Näiden optioiden arvottaminen on erittäin haastavaa, mutta mielestämme niiden pitäisi heijastua lähivuosien arvostuskertoimiin nostavana tekijänä.

Arvostuskertoimet kohtuullisella tasolla

Talenomin 2022e P/E on noin 36x ja EV/EBIT noin 29x, mitkä eivät mielestämme ole erityisen houkuttelevia yhtiön laadusta huolimatta. Jos ja kun luotamme yhtiön kykyyn nostaa yritysostokohteiden kannattavuuksia merkittävästi, vuoden 2022 kannattavuus tai tulostaso eivät kuvaa Talenomin tuloksentelekykyä oikein. Lisäksi Talenom on lanseerannut viime vuosina useita uusia kasvuhankkeita, joiden kuluja kannetaan nyt, mutta hedelmät poimitaan vasta kaukana tulevaisuudessa. Mielestämme

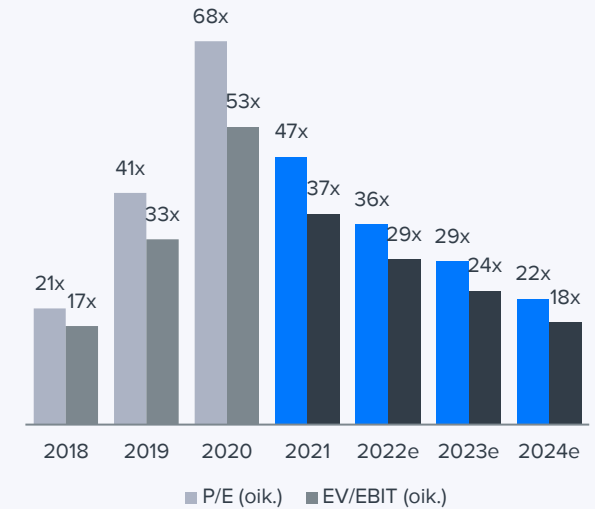
arvostuskertoimia kannattaa tarkastella pääosin ensi vuoden ennusteiden kautta, jotka ovat merkittävästi relevantimpia myös 12 kuukauden päähän asetettavan tavoitehinnan kannalta.

Vuoden 2023 ennusteilla P/E painuu jo alle 29x ja EV/EBIT on noin 24x, mitkä ovat mielestämme varsin houkuttelevia Talenomin tuloskasvunäkymän ollessa vahva pitkälle eteenpäin. Nopeasti muuttuvassa markkinatilanteessa olemme varovaisia lukitsemaan arvostuskertoimia tietylle tasolle, mutta noin 30x P/E-luku kuulostaa maltilliselle yhtiöllä, jonka tuloskasvun odotamme olevan yli 20 % vuosittain. Jos yhtiö pystyy palaamaan odotuksiemme mukaisesti 20 %:n tuloskasvurallalle, PEG-luku olisi alle 1,5x. Tämä tarjoaisi mielestämme sijoittajalle houkuttelevan tuotto-odotuksen.

Arvostus onkin pidemmällä aikavälillä katsottuna houkutteleva defensiiviselle kasvuyhtiölle, jolla on yritysostojen kautta lähivuosille ”sisäänrakennettuna” merkittävä tuloskasvu (mahdollisesti yli 20 %). Jos sijoittaja malttaa katsoa Talenomin sijoitustarinaa muutamia vuosia eteenpäin, tuotto-odotus on mielestämme vahvan tuloskasvun ansiosta houkutteleva. Samalla on tärkeää huomioida, että mahdollisessa karhumarkkinassa sijoittajien horisontti yleisesti lyhenty merkittävästi. Tämän takia on tärkeää huomioida, että vuoden 2022 arvostuskertoimet ovat tällä hetkellä korkeita suhteessa vaisuun tuloskasvuun. Tämän takia arvostus voi edelleen hyvin laskea lyhyellä aikavälillä, vaikka yhtiö etenisi jatkuvasti oikeaan suuntaan.



Talenomin arvostuksessa on nähty viime vuosina hurjia muutoksia



Talenom P/E (12 kk eteenpäin katsova)

Data: Thomson Reuters konsensus



Arvonmääritys 3/4

Suhteellinen arvostus ja verrokki

Talenomilla ei ole erityisen hyviä verrokkeja Helsingin pörssissä, mutta [Aallon Group](#) ja [Administer](#) edustavat samaa toimialaa perinteisemmällä mallilla ja Admicom toimii myös samalla kentällä. Aallon Groupin ja Administerin arvostustaso on erittäin maltillinen verrattuna Talenomiin, mutta toisaalta näemme Talenomin kilpailuedun ja tuloskasvunäkymän tällä hetkellä selvästi vahvempina. Aallon Groupia hinnoitellaan mielestämme defensiivisenä palveluyhtiönä (2022e P/E 15x ja EV/EBIT 12x), ja pidämme yhtiön hinnoittelua hyvin kohtuullisena. Administerin osake on kehittynyt listautumisen jälkeen heikosti, ja hinnoittelu vaikuttaisi olevan jo käännekehä-kategoriaan sopiva. Lähtökohtiin nähden Administerin taloudellinen kehitys vaikuttaa jopa yllättävän heikolta, joten markkinoiden epäluottamus voi olla ansaittua. Verrokkiryhmässä emme tällä hetkellä esitä Administerin arvostusta, koska Reutersin tietokannoista ei löydy yhtiölle ennusteita. Inderesin seurannassa yhtiö ei ole. Norjassa listautui vuonna 2021 lisäksi ECIT AS, jolla on tilitoimistopalveluiden lisäksi IT-palveluita ja erilaisia liiketoimintaratkaisuja (kuten ERP ja CRM).

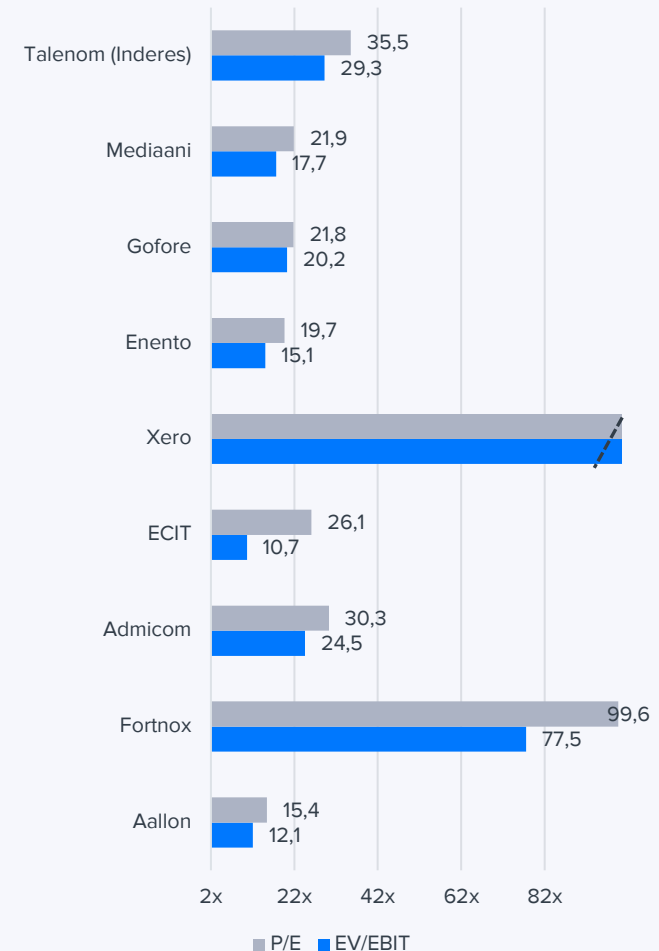
[Admicom](#) ja ruotsalainen [Fortnox](#) ovat mielenkiintoisia yhtiöitä Talenomin teknologista puolta ajatellen, mutta ne ovat SaaS-ohjelmistoyhtiöitä. Talenom ei myy ohjelmistoja, ja yhtiön hybridistrategia on käsityksemme mukaan ainutlaatuisen pörssimaailmassa. Yhtiö ei siis nauti pelkästään ohjelmistoliiketoiminnan erittäin korkeista bruttomarginaaleista, joten arvostuksen vertaaminen ohjelmistoyhtiöihin on vaarallista.

Admicomin osake on laskenut huipuiltaan yli 55 %, ja samalla osakkeen arvostustaso on laskenut voimakkaasti kasvun ja tuloskasvunopeuden merkittävästä hidastumisesta huolimatta. Nyt 2022e P/E on noin 28x ja EV/EBIT 21x, ja ensi vuoden ennusteilla vastaavat ovat 25x ja 19x. Kertoimet ovat Talenomia alhaisempia, mikä osaltaan antaa varoitusmerkin Talenomin arvostuksesta, vaikka yhtiön markkinapotentiaali (erityisesti kansainvälisesti) onkin merkittävästi Admicomia suurempi.

Fortnoxin arvostus (2022e P/E 100x ja EV/EBIT 78x) on voimakkaasti Talenomia korkeampi, mutta yhtiön tuloskasvunopeus on historiallisesti ollut moninkertainen Talenomiin nähden, näkymät ovat edelleen erinomaiset ja potentiaalinen kannattavuus erittäin korkea (ohjelmistojen bruttomarginaalit). Konsensusennusteilla Fortnoxin 2023e P/E on 65x ja EV/EBIT yli 50x, joten tuloskasvuodotuksia on edelleen erittäin paljon arvostuksen laskusta huolimatta.

Lisäksi maailmalta löytyy SaaS-pilvimallilla toimiva australialainen ohjelmistoyhtiö [Xero](#), jonka yhtä sovelluspohjaista tuotetta on verrattu karusti Talenomin TiliJaskaan. Sektorin tällä hetkellä mahdollisesti kuumimman Xeron arvostuksen kommentoiminen on hankalaa, koska yhtiön odotetaan kääntyvän voitolliseksi tänä vuonna. Arvostuskertoimet ovat hurjia (2022e P/E >1000x). Hurjia arvostuskertoimia nähtiin myös yrityskaupassa, jossa Visma osti [Bokion](#) alkuvuonna 2022. Bokion tarjonta vastasi käsityksemme mukaan suhteellisen hyvin Talenomin TiliJaska-konseptia. [Dagens Industrin](#) mukaan Visma maksoi Bokiosta jopa 100 MEUR.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2022e)



Arvonmääritys 4/4

Arvostus on hurja, sillä Bokion liikevaihto oli ilmeisesti noin 1 MEUR (P/S ~100x) ja yhtiö oli voimakkaasti tappiollinen. Tämän pohjalta ei voi tehdä johtopäätöksiä Talenomin suhteen, mutta TiliJaska-konseptin houkuttelevuudesta Bokio-kauppa kertonee jotain. Silti TiliJaska on enemmänkin sisäänheittotuote ja kasvualusta Talenomille kuin itsenäinen liiketoiminta.

Toimialan ulkopuolelta yhtiötä voi verrata Enentoon (ent. Asiakastieto), jonka liiketoiminta osuu ainakin suunnilleen kohderyhmään. Myös Enenton arvostustaso (2022e P/E 20x ja EV/EBIT 15x) on nykyään maltillinen verrattuna Talenomiin. Lisäksi olemme ottaneet verrokkiryhmään Helsingin pörssin palveluyhtiöistä Goforen, Vincitin, Fondian ja Etteplanin. Yleisesti suhteellisen arvostuksen rooli Talenomin arvonnäilyksessä on rajallinen. Verrokkiryhmä tarjoaa kuitenkin karun viitekehysten, miten palveluliiketoiminta voitaisiin arvottaa ilman teknologista etua (Aallon Group) ja toisaalta mahdollisena ohjelmistoyhtiönä, jos Talenomin teknologiaa kaupallistettaisiin. Tällä hetkellä verrokkiryhmän vaikutus näkemykseen Talenomin arvosta on lievästi negatiivinen, koska arvostus monet verrokkiryhtiöt vaikuttaisivat pintapuolisesti tarjoavan Talenomia paremman riski/tuotto-suhteen. Talenomin arvostuksen pitäisi mielestämme olla jonkinlainen hybridi perinteistä palveluyhtiötä sekä ohjelmistoja.

Kassavitalaskelma

Kassavitalaskelmamme (DCF) antaa Talenomin osakkeelle mielestämme kovilla mutta realistisilla oletuksilla noin 12 euron arvon. DCF-arvoa ajaa kuitenkin erittäin voimakkaasti oletukset pitkän

aikavälin kasvusta ja kannattavuudesta, joihin näkyvyys on suhteellisen heikko toimialan ollessa murroksessa. Terminaalijakson paino (yli 70 %) on korkea ja korostaa riskejä osakekurssin ollessa DCF-arvon antamalla tasolla.

Olemme asettaneet terminaalijakson kasvuodotuksen 3,2 %:n tasolle ja asettaneet liikevoittomarginaalin 19,0 %:n tasolle (2020e: 20,5 %). Tämä on maltillinen kannattavuus kasvukulujen poistuessa edellä mainitulla kasvuoletuksella, mutta toisaalta 10 vuoden aikana koko toimiala voi muuttua kirjanpidon automatisoituessa. Laskelmassa olemme käyttäneet oman pääoman kustannuksena 8,0 % ja pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) asetui 7,4 %:n tasolle. Mielestämme molemmat ovat Talenomille neutraaleja Talenomin defensiivisen luonteen vuoksi, mutta mahdollinen merkittävä korkojen nousu on silti selkeä riski. Kassavitalaskelmamme on esitetty kokonaisuudessaan liitetiedoissa.

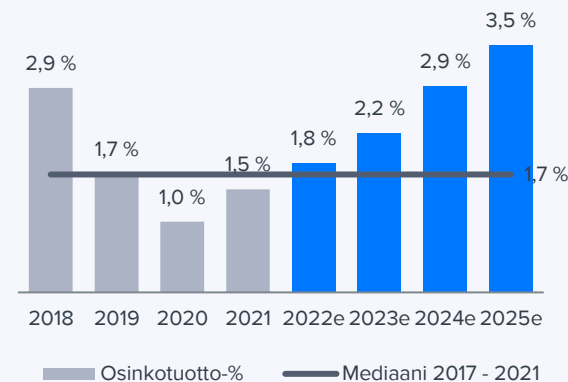
Hieno pitkän aikavälin tarina

Talenomin sijoitustarinassa on paljon houkuttelevia elementtejä ja mahdollisuuksia, joita harvalla Helsingin pörssi-yhtiöllä on. Liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, defensiivistä, kannattavuus osin skaalautuvaa ja kilpailuedut vahvoja. Yhtiöllä on jo vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu ainakin Suomessa. Kun tähän lisätään uudet mahdollisuudet pienasiakassegmentissä (TiliJaska) ja kansainvälisillä markkinoilla, on sijoitustarina erittäin houkutteleva. Yhtiötä ja omistaja-arvoa kehitetään erittäin pitkäjänteisesti.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,99	9,99	9,99
Osakemäärä, milj. kpl	44,7	44,9	44,9
Markkina-arvo	446	448	448
Yritysarvo (EV)	485	483	476
P/E (oik.)	35,5	28,9	22,3
P/E	35,5	28,9	22,3
P/Kassavirta	57,9	34,3	24,2
P/B	8,9	7,8	6,6
P/S	4,3	3,7	3,3
EV/Liikevaihto	4,7	4,0	3,5
EV/EBITDA (oik.)	14,5	12,7	10,9
EV/EBIT (oik.)	29,3	23,7	18,2
Osinko/tulos (%)	65,0 %	65,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	2,2 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Aallon	10,30	40	37	12,1	10,1	10,5	8,7	1,4	1,2	15,4	14,6	2,1	2,7
Fortnox	60,05	3231	3223	77,5	50,9	60,7	42,0	26,8	19,9	99,6	64,8	0,2	0,1
Admicom	62,90	311	295	24,5	21,0	21,0	19,0	9,7	8,5	30,3	26,1	2,1	2,6
ECIT	6,96	245	281	10,7	8,4	6,2	5,0	0,9	0,8	26,1	18,8		
Xero	101,17	10314	10301	349	164	83	62	15,2	12,2	2281	244		0,0
Enento	24,85	599	741	15,1	13,7	11,5	10,7	4,3	4,1	19,7	17,2	4,3	4,6
Fondia	6,60	26	22	22,5	11,2	11,2	7,5	1,0	0,9	22,0	15,7	4,2	5,2
Vincit	6,01	76	68	11,3	9,7	7,5	6,8	1,0	0,9	16,6	13,0	3,7	4,0
Gofore	23,25	359	334	20,2	17,6	14,8	13,4	2,4	2,2	21,8	19,4	1,4	1,6
Etteplan	15,65	390	438	14,6	13,1	8,9	8,2	1,3	1,2	16,9	15,4	2,9	3,2
Talenom (Inderes)	9,99	446	485	29,3	23,7	14,5	12,7	4,7	4,0	35,5	28,9	1,8	2,2
Keskiarvo				55,7	31,9	23,5	18,4	6,4	5,2	255,0	44,9	2,6	2,7
Mediaani				17,7	13,4	11,4	9,7	1,9	1,7	21,9	18,0	2,5	2,7
Erotus-% vrt. mediaani				66 %	77 %	28 %	31 %	146 %	135 %	62 %	60 %	-27 %	-17 %

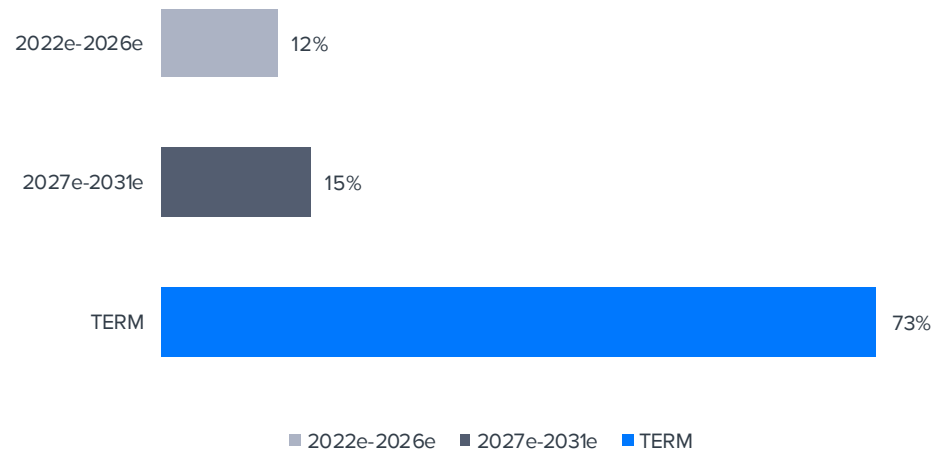
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Huomautus: Korjattu Aallon Groupin luvut vastaamaan Inderesin ennusteita.

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	14,8	16,6	20,4	26,2	31,2	34,6	37,7	39,3	40,2	42,3	43,6	
+ Kokonaispoistot	12,9	16,8	17,6	17,4	19,6	21,5	23,4	25,1	26,6	25,9	26,6	
- Maksetut verot	-1,9	-3,1	-3,9	-5,0	-6,0	-6,7	-7,3	-7,6	-7,8	-8,2	-8,5	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ 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	3,3	1,7	2,3	1,6	1,6	3,3	1,6	1,3	1,0	1,1	0,7	
Operatiivinen kassavirta	28,9	31,8	36,2	40,0	46,1	52,5	55,1	57,8	59,8	60,7	62,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-41,9	-24,1	-23,2	-21,4	-25,2	-27,0	-28,0	-29,3	-29,1	-28,4	-28,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-11,3	7,7	13,1	18,5	20,9	25,4	27,1	28,5	30,7	32,3	33,9	
+/- 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	-11,3	7,7	13,1	18,5	20,9	25,4	27,1	28,5	30,7	32,3	33,9	838
Diskontattu vapaa kassavirta		7,3	11,6	15,3	16,0	18,2	18,1	17,7	17,7	17,4	17,0	420
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		576	568	557	542	526	507	489	472	454	437	420
Velaton arvo DCF		576										
- Korolliset velat		-49,3										
+ Rahavarat		10,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		536										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,0										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

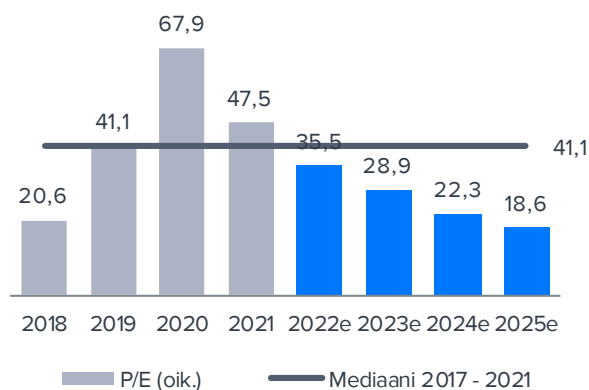
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

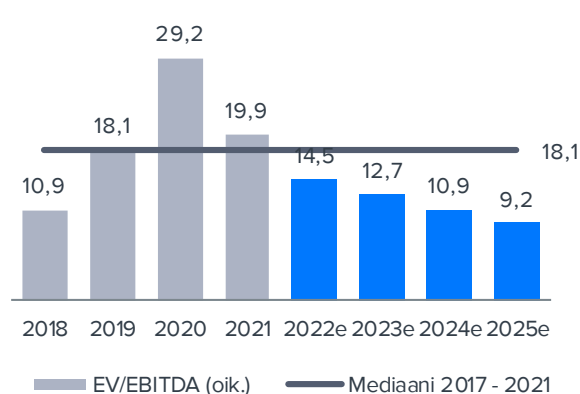
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,13	3,18	7,50	15,1	11,7	9,99	9,99	9,99	9,99
Osakemäärä, milj. kpl	40,9	41,2	41,7	43,2	43,8	44,7	44,9	44,9	44,9
Markkina-arvo	87	131	313	650	512	446	448	448	448
Yritysarvo (EV)	105	149	342	679	552	485	483	476	469
P/E (oik.)	23,4	20,6	41,1	67,9	47,5	35,5	28,9	22,3	18,6
P/E	25,5	20,6	41,1	67,9	47,5	35,5	28,9	22,3	18,6
P/Kassavirta	40,3	90,2	neg.	>100	neg.	57,9	34,3	24,2	21,5
P/B	6,2	7,0	13,3	20,2	11,5	8,9	7,8	6,6	5,7
P/S	2,1	2,7	5,4	10,0	6,2	4,3	3,7	3,3	2,9
EV/Liikevaihto	2,5	3,1	5,9	10,4	6,7	4,7	4,0	3,5	3,0
EV/EBITDA (oik.)	11,0	10,9	18,1	29,2	19,9	14,5	12,7	10,9	9,2
EV/EBIT (oik.)	20,3	17,5	32,8	52,7	37,4	29,3	23,7	18,2	15,0
Osinko/tulos (%)	63,9 %	59,4 %	68,4 %	67,7 %	69,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,5 %	1,8 %	2,2 %	2,9 %	3,5 %

Lähde: Inderes

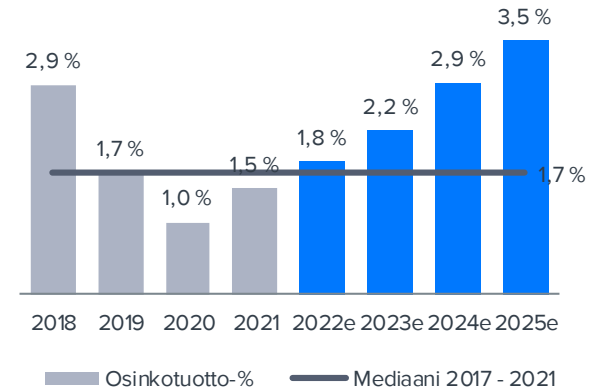
P/E (oik.)



EV/EBITDA



Osinkotuotto-%



Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	66,1	96,0	103	107	111
Liikearvo	24,0	37,3	37,3	37,3	37,3
Aineettomat hyödykkeet	31,3	46,4	53,4	57,7	60,2
Käyttöomaisuus	2,5	2,8	2,5	2,7	3,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9
Muut pitkäaikaiset varat	8,0	8,6	8,7	8,8	8,9
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	16,2	20,0	25,1	27,8	34,6
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	7,1	9,8	12,4	13,2	15,2
Likvidit varat	9,1	10,1	12,7	14,7	19,4
Taseen loppusumma	84,9	118	130	138	149

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	32,2	44,7	50,2	57,5	67,6
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	17,3	23,1	28,2	35,5	45,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	14,8	21,6	22,0	22,0	22,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	37,1	50,4	52,2	50,5	44,2
Laskennalliset verovelat	0,7	2,0	2,0	2,0	2,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	35,9	46,2	48,0	46,3	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,6	2,2	2,2	2,2	2,2
Lyhytaikaiset velat	15,6	22,6	27,7	30,4	37,4
Lainat rahoituslaitoksilta	2,3	3,2	4,0	3,6	7,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,1	16,6	20,8	24,0	27,6
Muut lyhytaikaiset velat	1,2	2,9	2,9	2,9	2,9
Taseen loppusumma	84,9	118	130	138	149

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	58,0	65,2	82,8	104,0	119,9	EPS (raportoitu)	0,18	0,22	0,25	0,28	0,35
Käyttökate	18,9	23,3	27,7	33,4	38,0	EPS (oikaistu)	0,18	0,22	0,25	0,28	0,35
Liikevoitto	10,4	12,9	14,8	16,6	20,4	Operat. kassavirta / osake	0,44	0,54	0,66	0,71	0,81
Voitto ennen veroja	9,6	12,0	14,0	15,7	19,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,18	0,04	-0,26	0,17	0,29
Nettovoitto	7,6	9,6	10,8	12,6	15,5	Omapääoma / osake	0,57	0,74	1,02	1,12	1,28
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,13	0,15	0,17	0,18	0,22
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	71,3	84,9	117,7	130,1	138,5	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	12 %	27 %	26 %	15 %
Oma pääoma	23,6	32,2	44,7	50,2	57,5	Käyttökateen kasvu-%	38 %	23 %	19 %	21 %	14 %
Liikearvo	20,7	24,0	37,3	37,3	37,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	22 %	24 %	15 %	12 %	23 %
Nettovelat	29,2	29,0	39,2	39,3	35,2	EPS oik. kasvu-%	18 %	21 %	11 %	14 %	23 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	32,6 %	35,7 %	33,4 %	32,1 %	31,7 %
Käyttökate	18,9	23,3	27,7	33,4	38,0	Oik. Liikevoitto-%	18,0 %	19,8 %	17,8 %	15,9 %	17,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	2,4	3,3	1,7	2,3	Liikevoitto-%	18,0 %	19,8 %	17,8 %	15,9 %	17,0 %
Operatiivinen kassavirta	18,3	23,5	28,9	31,8	36,2	ROE-%	36,0 %	34,4 %	28,1 %	26,5 %	28,8 %
Investoinnit	-25,7	-22,2	-41,9	-24,1	-23,2	ROI-%	20,2 %	19,8 %	18,0 %	16,9 %	19,5 %
Vapaa kassavirta	-7,6	1,8	-11,3	7,7	13,1	Omavaraisuusaste	33,2 %	38,1 %	38,2 %	38,9 %	41,9 %
						Nettovelkaantumisaste	123,9 %	90,3 %	87,7 %	78,3 %	61,2 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	5,9	10,4	6,7	4,7	4,0						
EV/EBITDA (oik.)	18,1	29,2	19,9	14,5	12,7						
EV/EBIT (oik.)	32,8	52,7	37,4	29,3	23,7						
P/E (oik.)	41,1	67,9	47,5	35,5	28,9						
P/B	13,3	20,2	11,5	8,9	7,8						
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,0 %	1,5 %	1,8 %	2,2 %						

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 omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesin, voivat liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyteenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyteenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyteen 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 liikeyteen 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 Oyj.

Suositushistoria (>12 kk)

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
9.2.2021	Vähennä	12,00 €	12,50 €
2.3.2021	Lisää	12,00 €	11,15 €
27.4.2021	Vähennä	14,00 €	14,12 €
3.8.2021	Vähennä	16,00 €	16,72 €
1.10.2021	Lisää	15,00 €	13,98 €
2.11.2021	Lisää	15,50 €	14,50 €
17.12.2021	Lisää	13,50 €	11,92 €
9.2.2022	Osta	12,00 €	9,84 €
13.4.2022	Osta	12,00 €	9,99 €

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 Oyj

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.**