

# Talenom

Laaja raportti

28.12.2023 07:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kansainvälistysresepti testataan lähivuosina

Nostamme Talenomin tavoitehinnan 6,5 euroon (aik. 6,0 €), mutta laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta). Yhtiön tuloskasvutarina palaa raiteilleen lähivuosina, kun yhtiö siirtyy aggressiivisesta kasvusta kannattavuuden elvyttämiseen. Edessä on kansainvälistymisen kannalta kriittiset vuodet, kun Ruotsissa haetaan tehokkuutta omasta kirjanpitojärjestelmästä ja Espanjaa ajetaan ylös. Voimakkaan kurssinousun jälkeen osake ei ole enää alekorissa, mutta jos Suomen menestystarinaa saadaan siirrettyä ulkomaille, osake on edelleen edullinen. Näytöt ovat vielä heikot Suomen ulkopuolella, mutta ainekset menestysreseptiin ovat olemassa.

## Suomen menestystarina on vaikea kyseenalaistaa

Talenomilla on vahva positio Suomen fragmentoituneella tilioimistoalalla, jossa yhtiöllä on selkeä teknologinen kilpailuetu pitkälle automatisoidun kirjanpitojärjestelmän ansiosta. Tämän todistaa Suomen ylivoimainen tehokkuus ja sektoriin nähden moninkertainen kannattavuus (Suomen käyttökate 36-40 %). Hybridistrategia, jossa yhtiö on yhdistänyt omien ohjelmistojen kehittämisen sekä palvelun, on toimialalla varsin ainutlaatuinen. Ennustamme Suomen pk-sektoriin suunnatun ydinliiketoiminnan kasvun hidastuvan 5-10 %:n väliin markkinaosuuden noustessa, mutta pieniyhtiösektoriin laajentaminen ja automaation jatkuva kehitys tarjoavat edelleen mahdollisuuksia menestystarinan jatkumiseen. Skaalaeduct ovat muodostumassa yhä tärkeämmäksi, ja uskomme Talenomin kilpailuedun kestävästä pitkään ja yhtiön kuuluvan toimialan selkeisiin voittajiin Suomessa.

## Kansainvälistyminen on käynnistynyt takkuillen, mutta ainekset menestykseen ovat olemassa

Talenom on viime vuosina kasvanut aggressiivisesti yritysostoin Ruotsissa ja Espanjassa. Ennustamme Ruotsin liikevaihdon olevan noin 29 MEUR ja Espanjan (ml. Italia) lähes 15 MEUR vuonna 2024. Liikevaihdosta tämä on yli 30 %, mutta tuloskontribuutio on ollut negatiivinen. Tämä sekä hidas reagointi markkinakäänteeseen Suomessa ovat painaneet Talenomin oikaistun liikevoittomarginaalin alle puoleen siitä (2023e 9,4 %), mitä se oli vielä 2020 (19,8 %). Ruotsissa edessä on kriittiset vuodet, kun omien järjestelmien käyttöönotto saadaan valmiiksi vuonna 2024. Täysien hyötyjen pitäisi näkyä tästä kolmen vuoden päästä, ja silloin Ruotsin kannattavuuden pitäisi teoriassa olla lähellä Suomea. Omat ennusteemme ovat paljon maltillisemmat, mutta nykytasolta parannukset tulevat olemaan voimakkaita. Espanjassa strategia on erilainen ja hyötyjen pitäisi olla suoraviivaisempia, mutta molemmissa yhtiön täytyy onnistua orgaanisessa kasvussa. Lähivuosien tuloskasvunäkymä on yhtiölle heikolta lähtötasolta erinomainen ja tulos kasvaa lähivuosina nopeasti. Ensi vuonna odotamme tulosparannusta valtaosin Suomesta, mutta tämän jälkeen Ruotsin ja Espanjan täytyy tarjota merkittävää vetoapua. Menestysreseptin ainekset ovat yhtiön omassa käsissä, mutta kansainvälistymiseen liittyvä epävarmuus on silti toistaiseksi korkea.

## Arvostukseen uusi näkökulma osien summa -laskelmasta

Osake on noussut osta-suosituksemme aikana lähes 30 %, ja samalla selkein aliarvostus on purkautunut. Arvostuskertoimet näyttävät jo suhteellisen haastavilta (2024e P/E yli 30x ja EV/EBIT yli 22x) ja ensi vuoden tuloskäännä on jo hinnoiteltu. Ruotsin ja Espanjan liiketoimintojen arvot eivät kuitenkaan heijastu tuloskerroimiin, vaikka keskipitkällä aikavälillä näemme näissä merkittävää potentiaalia. Tekemämme osien summa -laskelma indikoikin edelleen lievää aliarvostusta, vaikka omassa skenaarioissamme menestys ulkomaille jää suhteellisen vaisuksi. Lähivuosina näemme, toimiiko Talenomin liiketoimintamalli myös Ruotsissa. Jos kohtuullinen osuus Suomen menestystarinasta saataisiin monistettua ulkomaille, osake olisi edelleen erittäin edullinen.

## Suositus

### Lisää

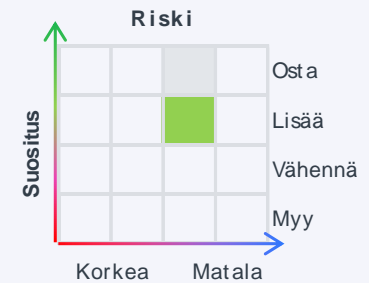
(aik. Osta)

**6,50 EUR**

(aik. 6,00 EUR)

### Osakekurssi:

6,03



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	102	121	137	153
<b>kasvu-%</b>	23 %	19 %	13 %	12 %
<b>EBIT oik.</b>	15,3	11,4	15,8	22,1
<b>EBIT-% oik.</b>	15,0 %	9,4 %	11,6 %	14,4 %
<b>Nettotulos</b>	11,8	3,2	9,1	14,1
<b>EPS (oik.)</b>	0,27	0,14	0,20	0,30
<b>P/E (oik.)</b>	35,4	43,1	30,6	20,0
<b>P/B</b>	7,5	5,1	5,1	4,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,9 %	3,0 %	3,2 %	3,3 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	31,1	30,4	22,5	16,3
<b>EV/EBITDA</b>	14,6	10,7	9,2	7,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	4,6	2,9	2,6	2,3

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

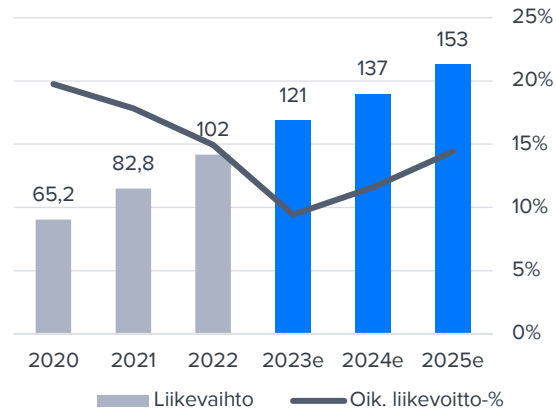
Talenom arvioi vuoden 2023 liikevaihdon olevan noin 120-125 MEUR, käyttökatteen noin 30-34 MEUR, vertailukelpoisen liikevoiton ilman ohjelmistojen alaskirjauksia noin 10-13 MEUR ja liikevoiton noin 7-10 MEUR.

## Osakekurssi



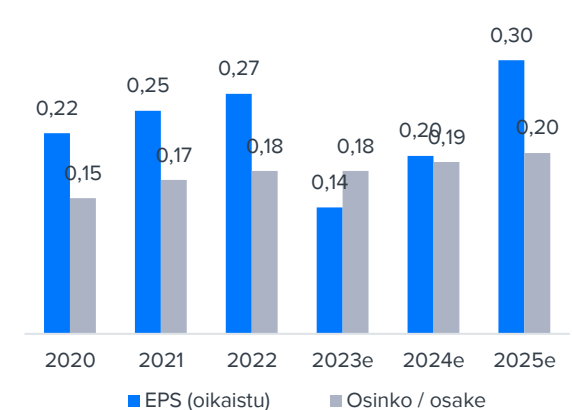
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Voimakas tuloskasvu yritysostovetoisen kasvuvaiheen jälkeen
- Selkeät kilpailuedut tukevat markkinaosuuden kasvattamista
- Ruotsin ja Espanjan liiketoimintojen kasvu ja merkittävää kannattavuusparannus
- Fragmentoitunut markkina on murroksessa, joka avaa uusia mahdollisuuksia
- Skaalaedut hyödyntävä liiketoimintamalli vahvistuu kasvun mukana
- Pitkällä aikavälillä laajentuminen muualla Euroopassa



### Riskitekijät

- Ruotsin tehokkuus- ja kannattavuusparannuksissa epäonnistuminen
- Epäonnistuminen kansainvälistymisessä
- Kilpailuetu nojaa teknologiaan, jonka kehitys on yleisesti nopeaa
- Asiakaspidon mahdollinen lasku
- Mahdollisesti kiristynvä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa
- Murros voi tuoda alalle uusia haastajia
- Taseeseen liittyvät riskit ovat nousseet

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	6,08	6,08	6,08
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	45,8	46,3	46,8
<b>Markkina-arvo</b>	278	281	284
<b>Yritysarvo (EV)</b>	350	358	362
<b>P/E (oik.)</b>	43,5	30,9	20,1
<b>P/E</b>	85,9	30,9	20,1
<b>P/B</b>	5,1	5,1	4,7
<b>P/S</b>	2,3	2,1	1,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,9	2,6	2,4
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	10,8	9,3	7,9
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	30,6	22,6	16,4
<b>Osinko/tulos (%)</b>	254 %	96,5 %	66,2 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,0 %	3,1 %	3,3 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	<b>5-8</b>
Sijoitusprofiili	<b>9-11</b>
Suomi	<b>12-16</b>
Ruotsi	<b>17-21</b>
Espanja (sis. Italia)	<b>22-25</b>
Rahavirta ja taloudellinen tilanne	<b>26-29</b>
Konserniennusteet	<b>30-34</b>
Arvonmääritys	<b>35-41</b>
Taulukot	<b>42</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>43</b>

# Talenom lyhyesti

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

**1972**

Perustamisvuosi

**2015**

Listautuminen

**16,6 % 2005-2022**

Pitkän aikavälin kasvu (CAGR-%)

**102 MEUR (+23 % vs. 2021)**

Liikevaihto 2022

**15,3 MEUR (15,0 % liikevaihdosta)**

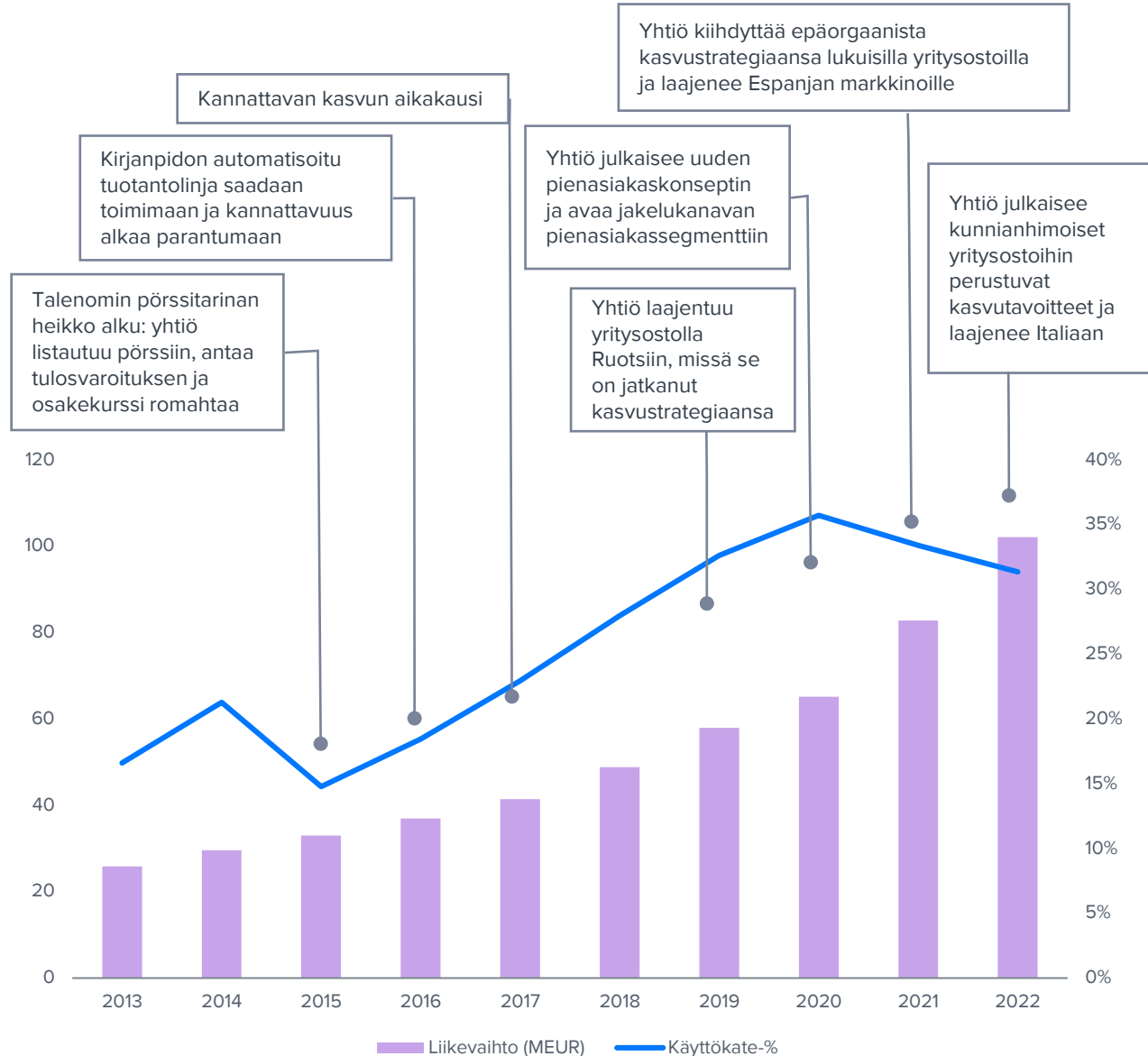
Liikevoitto 2022

**Noin 6 %**

Talenomin markkinaosuus Suomessa (Inderesin 2022 arvio)

**Teknologinen kilpailuetu**

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



# Yhtiökuvaus 1/2

## Voimakkaasti kasvava ja digitalisoituva tilitoimisto

Talenom on yksi Suomen suurimpia tilitoimistoja sekä taloushallinnon tukipalveluiden tarjoajia. Yhtiö on keskittynyt toimimaan erityisesti pk-yritysten kumppanina tarjoten lakisääteistä kirjanpitoa huomattavasti laajempaa palvelukokonaisuutta, johon sisältyy monipuoliset asiantuntijapalvelut sekä rahoitus- ja pankkipalvelut. Viime vuosina yhtiö on laajentanut tarjontaansa pieniyhtiö-segmenttiin. Liiketoiminta-ajatuksena on yrittäjien arjen helpottaminen helppokäyttöisillä sähköisillä työkaluilla sekä tehdä tämä tehokkaasti pitkälle automatisoiduilla palveluilla. Yhtiön visiona on tarjota ylivoimaiset tilitoimisto- ja pankkipalvelut pk-yrityksille. Talenom työllisti vuoden 2022 lopussa 1336 työntekijää Suomessa, Ruotsissa, Espanjassa ja Italiassa yhteensä 74 toimipisteessä. Yhtiön liiketoimintamallissa on pieniä vaihteluita eri maissa, joita käsittelemme myöhemmin erikseen.

Markkinaosuudeltaan toimialan suurimpiin kuuluvalla Talenomilla on noin 6 %:n osuus Suomen fragmentoituneesta markkinasta. Myös Ruotsissa Talenom kuuluu alan isoihin toimijoihin. Yhtiö on erittäin kasvuhakuinen ja haastaa kilpailijoitaan murroksen keskellä olevalla toimialalla aktiivisella myyntityöllä. Tehokkuutta kirjanpidon rutiineihin yhtiö hakee pitkälle automatisoidulla kirjanpidon tuotantolinjalla ja tarkkaan hiotuilla prosesseilla. Perinteisten tilitoimistopalveluiden lisäksi Talenom on laajentanut tarjontaansa lisäarvopalveluihin, yrittäjien tukipalveluihin sekä rahoitus- ja maksutili- ja korttipalveluihin. 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.

Talenomin liiketoimintamalli mahdollistaa keskittymisen taloushallinnon lisäarvopalveluihin ja yhtiö on pyrkinyt laajentamaan tarjontaansa neuvonantopalveluihin kuten vero- ja lakipalvelut. Kirjanpitäjien aikaa voidaan suunnata jatkuvasti enemmän konsultatiiviseen työhön, kun rutiinitehtäviä on pystytty automatisoimaan. Tämä luo merkittäviä lisäansaintamahdollisuuksia sekä kirjanpitäjille (työtyytyväisyys) että Talenomille. Yhtiö on lanseerannut Suomessa myös pankki- ja korttipalvelut, joiden avulla yhtiö pyrkii kiihdyttämään uusasiakashankintaa erityisesti pieniyhtiökentässä.

Pk-yrityksissä taloushallinnon hoitaminen jää monesti yrittäjien käsiin, jolloin lisäpalveluiden ostamisen ansiosta yrittäjä voi keskittyä liiketoimintaan taloushallinnon sijasta.

Mielestämme tämä tekee Talenomin vahvasta markkinapositionista tällä sektorilla entistä arvokkaamman. Pienet tilitoimistot eivät yleensä pysty tarjoamaan vastaavia palveluita, ja tilitoimistojen tarjonnassa on suuria eroja. Näkemyksemme mukaan lisäpalveluiden merkitys korostuu merkittävästi tulevaisuudessa, koska lakisääteiset rutiinit tullaan automatisoimaan. Suurimmissa yhtiöissä, joissa on oma taloushallinto ja osaajat, tärkeintä on kustannustehokkuus.



## Tilitoimistomarkkinan muutos

### Ennen ja yleensä edelleen

- Kirjanpitäjä on paikallinen pienyrittäjä, 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 edelleen 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 0-4 % lähivuosina)
- Toimialan tulevaisuuden kasvu riippuu siitä, miten tilitoimistot onnistuvat palveluiden laajentamisessa
- Toimijoiden määrä pysynee korkealla (Suomessa yli 4100 tilitoimistoa), mutta arviomme mukaan suurimpien toimijoiden osuus kasvaa
- Toimiala on ollut ja tulee arviomme mukaan olemaan erittäin defensiivinen, vaikka suhdanteet heijastuvatkin transaktiomääriin

# Yhtiökuvaus 2/2

## Pitkälle viety automatisaatio tuo tehokkuutta

Talenom tuottaa palveluita toimialaerikoistuneissa tiimeissä, jolloin 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. Talenomilla on suuret palvelukeskukset Oulussa ja Tampereella. Kaiken taustalla on kirjanpidon tuotantolinja, jonka automaatioaste on yli 75 % ja nousee edelleen.

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 Suomessa. Yhtiö on pystynyt automatisoimaan yhä enemmän kirjanpidon rutiinitehtäviä, ja tänä vuonna yhtiö laati ensimmäiset kuukausikirjanpidot ilman manuaalisia työvaiheita. Rutiinien automatisointi vapauttaa henkilöresursseja korkeampaa osaamista vaativiin lisäpalveluihin. Lisäksi tämä rajoittaa vaadittuja kirjanpitäjien rekrytointeja, jotka ovat yleisesti varsin haastavia. Tämä tukee kannattavuuden skaalautumista.

Automatisoitua tuotantolinjaa kehitetään edelleen mm. koneoppimisen ja robotiikan avulla, ja yhtiön tehokkuus tulee paranemaan edelleen volyymien kasvamisen antaessa yhtiölle skaalautuja. Kilpailijoiden osalta teknologinen tasokorjaus on mahdollista suuremmille kilpailijoille, mutta lähes mahdotonta noin 4100 pienelle tilitoimistolle Suomessa (yhteenlaskettu markkinaosuus >65 %). Nämä ovat valtaosin Accountorin ja Visman

asiakkaita, eikä ohjelmistotarjoajilla 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

Talenomin asiakasmäärä on arviomme mukaan yli 20 000 ja asiakkaat 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 arviomme mukaan alle 5 % yhtiön liikevaihdosta, joten yksittäisen asiakkaan menettämisellä ei ole yhtiölle suuria vaikutuksia. Asiakaskunta on myös maantieteellisesti entistä hajautuneempi Ruotsin ja Espanjan liiketoimintojen osuuden kasvun myötä.

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



## Yhtiön vahvuudet ja heikkoudet

### Vahvuudet ja mahdollisuudet

- Erittäin tehokas ja pitkälle automatisoitu kirjanpito prosessi, minkä mahdollistaa yhtiön ohjelmisto-osaaminen ja liiketoimintamalli
- Kannattavuus skaalautuu, koska kirjanpito volyymien kasvu ei vaadi yhtiöltä juurikaan uusia rekrytointeja
- Erinomainen positio toimialan murroksessa, jonka voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu
- Markkinaosuuden kasvattamisen kautta yhtiön skaalautuvat vahvistuvat edelleen
- Franchising-malli mahdollistaa markkina-aseman vahvistamisen pienemmällä paikkakunnilla
- Merkittäviä kasvumahdollisuuksia konsultointi- ja muissa lisäpalveluissa, joihin yhtiö panostaa
- Valtavasti kasvumahdollisuuksia kansainvälisesti, mikä yhtiö todistaa mallinsa 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)

# Talenom in tiivistetty yhtiökuvaus





# Sijoitusprofiili

## Talenom kuuluu arvonluojat -kategoriaan

Mielestämme Talenom on yksi Helsingin pörssin suhteellisen harvoista yhtiöistä, jotka kuuluvat arvonluojat -kategoriaan ("compounder"). Yhtiöllä on pitkä track-record kannattavasta kasvusta, vaikka viime vuosina kannattavuus on kehittynyt negatiivisesti Talenom otettua merkittävä kansainvälistymisloikka laajentamalla Ruotsiin ja Espanjaan. Yhtiöllä on kaikki edellytykset palata skaalautuvaan kasvuun, kun yhtiön fokus on kääntynyt voimakkaasti orgaanisen kasvun kiihdyttämiseen ja harmonisointiin sekä oman kirjanpitolinjan käyttöönottoon. Yrityskauppoja ei tulla näkemään lähitulevaisuudessa siinä määrin kuin parin viime vuonna, ja kannattavuuden nostaminen on nyt prioriteetti numero yksi.

Mielestämme yhtiöllä on sekä selkeä kilpailuetu ("vallihauta") että houkuttelevia investointimahdollisuuksia, mitkä antavat yhtiölle mahdollisuuden korkeisiin pääoman tuottoihin tulevaisuudessa. Epävarmuutta kasvattaa se, että kasvamahdollisuudet ovat nyt valtaosin aiemman erittäin kannattavan ydinliiketoiminnan (Suomen pk-sektori) ulkopuolella. Talenomilla on vahva asema kasvavalla, defensiivisellä ja murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin yhtiö arviomme mukaan kuuluu ainakin Suomessa. Näemme yhtiöllä hyvät mahdollisuudet menestykseen myös Ruotsissa ja Espanjassa. Kasvutarinan ytimessä on mielestämme se, että Talenom hyödyntää sen teknologista kilpailuetua yhä tehokkaammin ja suuremmalla skaalalla.

Pitkän aikavälin tarinaa tukee tarjonnan laajentaminen pieniyhtiöihin sekä

kansainvälistyminen, jonka merkitys sijoitustarinassa on kasvanut merkittävästi. Suhtaudumme molempiin positiivisesti pitkällä aikavälillä, mutta epävarmuus on paljon korkeampaa kuin Talenomin varsin tasaisesti etenevässä Suomen ydinliiketoiminnassa.

## Kansainvälistyminen nostanut riskiprofiilia

Talenomin ydinliiketoiminnan riskiprofiili on alhainen, minkä ansiosta yhtiö voi muun muassa käyttää huoletta kohtuullista velkavipua 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 nostaa kuitenkin suuret panostukset kansainväliseen kasvuun, koska ulkomailla yhtiö ei ole vielä todistanut teknologista kilpailuetua. Yhtiöllä ei ole vielä näyttöjä yritysostokohteidensa toimintojen tehostamisesta ulkomailla kuten Suomessa. Tätä kautta yhtiön menestykseen Ruotsissa ja manner-Euroopassa liittyy huomattavasti enemmän epävarmuutta kuin Suomessa. Yhtiön aggressiivinen yritysostostrategia on heijastunut negatiivisesti kannattavuuteen ja rahavirtaan, mikä on edelleen vaikuttanut negatiivisesti Talenomin riskiprofiiliin yhdessä korkojen nousun kanssa.

Talenomin arvostusriski on mielestämme valtaosin poistunut osakekurssin laskettua huipuistaan yli 60 %. Nykyinen arvostus sisältää kuitenkin edelleen odotuksia voimakkaasta tuloskasvusta erityisesti vuoden 2023 poikkeuksellisen heikolta kannattavuustasolta. Olemme luottavaisia merkittävään tuloskasvuun lähivuosina.



## SWOT-analyysi sijoituskohteesta

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none"><li>• Defensiivinen ja kasvava toimiala</li><li>• Hyvä asiakaspito</li><li>• Vahva teknologian tuoma vallihauta</li><li>• Ytimen korkea kannattavuus ja erittäin hyvät pääoman tuotot</li><li>• Pitkä ja valtaosin vahva track-record</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Uusiin aluevaltauksiin liittyvä epävarmuus</li><li>• Orgaaninen kasvu on suhteellisen kallista</li><li>• Yritystostoihin liittyvät riskit (mm. vaihtuvuus)</li><li>• Teknologiariskit</li><li>• Maineriskit</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>• Ruotsin ja Euroopan tarjoamat uudet kasvamahdollisuudet</li><li>• Pankkipalvelut voivat kiihdyttää uusiasiakashankintaa</li><li>• Toimialan murros ja konsolidaatio</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Kasvun hallinnassa onnistuminen</li><li>• Osakkeen arvostus vaatii edelleen suuria tulosparannuksia</li><li>• Toimialan murroksen yllättävä käänne</li><li>• Kilpailun kiristyminen</li></ul>
Mahdollisuudet	Uhat

# Sijoitusprofiili

1.

**Vahva kasvu, joka vahvistaa onnistuessaan yhtiön skaalaetuja**

2.

**Kannattavuuden skaalautuminen automatisaation edetessä ulkomailla**

3.

**Erittäin vahva positio Suomessa defensiivisellä markkinalla**

4.

**Kansainvälinen kasvu kasvattanut mahdollisuuksia ja riskejä**

5.

**Kokonaisuutena kohtuullinen riskiprofiili**

## Potentiaali



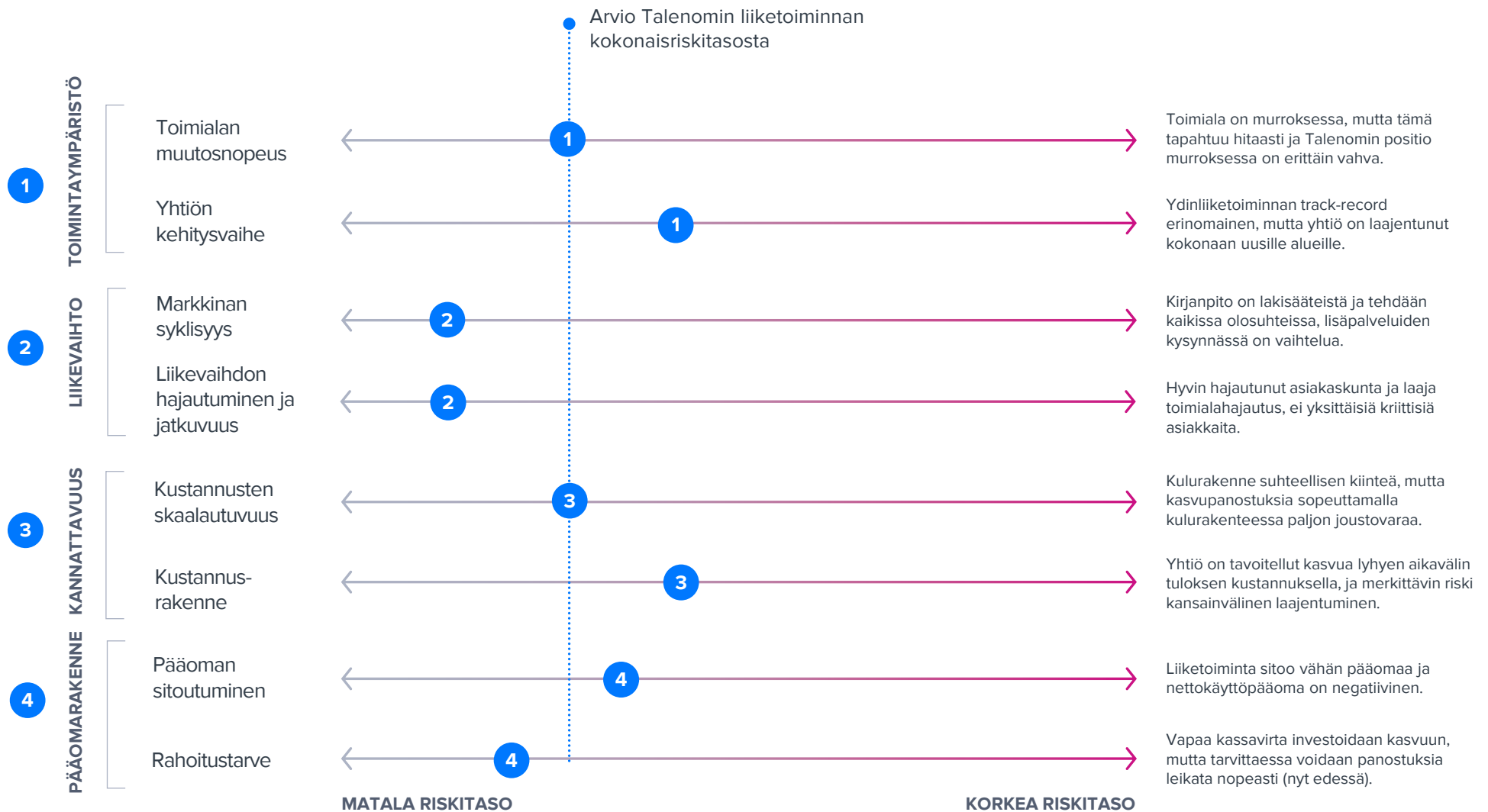
- Hyvä orgaaninen kasvu jatkuu selkeiden kilpailuetujen ansiosta, yritysostot jatkossa kasvun tukena
- Erittäin hyvin positioinut toimialan murrokseen, jota kiihdyttää digitalisaatio ja automatisaatio
- Kannattavuus skaalautuu suhteellisen hyvin automatisoidun kirjanpitolinjan ansiosta
- Yhtiön kilpailuedut 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 ja niiden negatiivinen vaikutus osakkeen hyväksyttävään arvostukseen

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Suomi 1/4

## Kasvava ja defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,2 miljardia euroa vuonna 2021. 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 säilyä 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 % ja elpyi nopeasti vuonna 2021. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositionista toimialalla erittäin arvokkaan. On kuitenkin hyvä huomioida, että asiakkaiden liiketoimintojen kutistuessa myös tilitoimiston laskutus yleensä tippuu.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 4,9 % vuodessa jaksolla 2001-2021. Odotamme Suomen markkinan kasvavan noin 3-4 % vuodessa pitkällä aikavälillä, ja iso kuva on käsityksemme mukaan sama myös Ruotsissa.

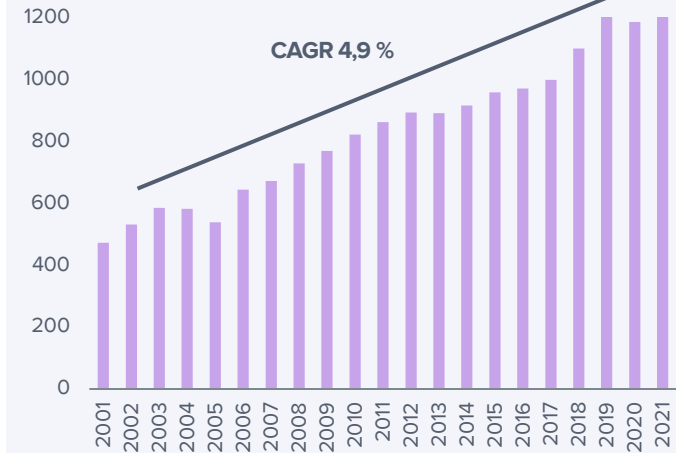
## Toimiala on murroksessa

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 yleistyä vääjäämättä digitalisaation ajamana.

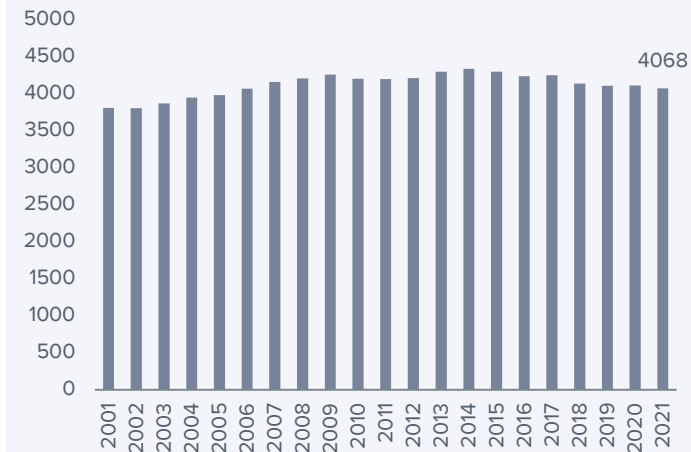
Sähköistyminen tulee muuttamaan tilitoimistojen palvelut, prosessit, osaamistarpeet sekä työnjaon asiakkuuksissa. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän arvoaan, mutta konsultin työtehtävät kasvattavat merkitystään. Tämä vapauttaa resursseja lisäarvopalvelujen tuottamiseen, joiden odotamme tuovan tulevaisuudessa yhä suuremman osan tilitoimistojen liikevaihdosta. Arviomme mukaan toimialan kasvuajuri tulee lähivuosina olemaan erityisesti perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti sekä yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistyminen tilitoimistoille. Samalla on hyvä muistaa, että henkilökohtaista palvelua ei voi korvata automaatiolla. Asiakas/tilitoimisto-suhde muodostuu usein läheiseksi ja henkilökohtaisella palvelulla on suuri merkitys, millä myös toimialan pieni asiakasvaihtuvuus selittyy.

Monelle näistä pienille tilitoimistoille 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.

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Tilitoimistojen lukumäärä Suomessa (kpl)



# Suomi 2/4

## Voimakkaasti fragmentoitunut markkina

Toimialan rakenne on fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2021 markkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 4068 yritystä ja keskimääräisessä yrityksessä oli vain 3 työntekijää. Arviomme 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 juuri laske, arvioimme yhä suuremman osuuden markkinasta keskittyvän isoille 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 hyvä kilpailukyky myös teknologisesti.

Arviomme mukaan alan kahdeksan suurinta toimijaa pitivät vuonna 2021 hallussaan vain noin 34 % 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.

Tilitoimistomarkkinalla kilpailu asiakkaista on ollut käytännössä aina rajattua. Talenom on ollut yksi harvoista suuressa mittakaavassa aktiivista uusmyyntiä harjoittava yhtiö pitkään. Valtaosa pienistä yhtiöistä on keskittynyt suojelemaan

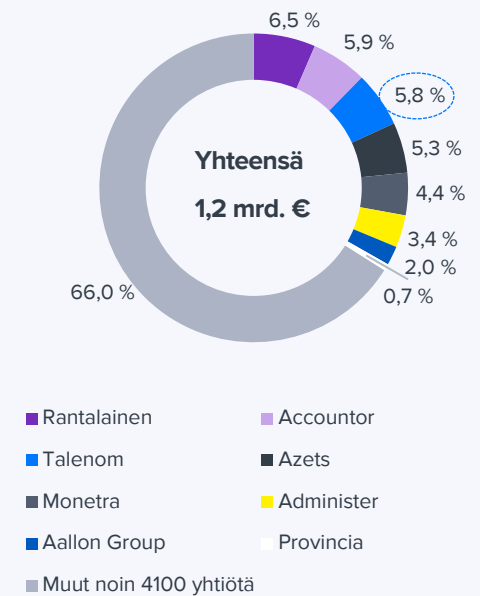
omaa ”reviiriä” ja muut suuret toimijat ovat panostaneet pääosin yritysostoihin. Toimialan suurta toimijamäärää ylläpitääkin arviomme mukaan kilpailun puute tai sen alueellisuus.

## Skaalaetujen merkitys korostuu

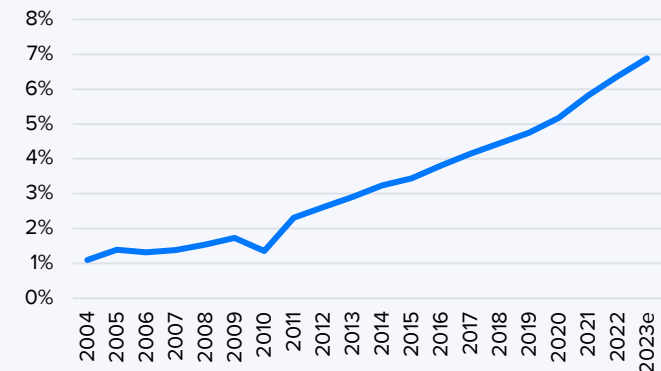
Toisin kuin historiassa, nykyaikaiset liiketoimintamallit saavat merkittävää tukea skaalasta. Skaalaedut tukevat automatisoidun tilitoimiston sekä asiantuntijapalveluiden kannattavuutta. Skaalaedut automaatiassa mahdollistavat erittäin vahvan kannattavuuden ydinliiketoiminnassa ja toisaalta myös kasvavan hintakilpailun, jos automaatio yleistyy merkittävästi ja se määrää joskus ns. rajahinnan. Talenomien 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.

## Arvio tilitoimistojen markkinaosuuksista Suomessa vuonna 2021 (%)



## Talenomin markkinaosuus Suomessa\*



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätöstiedot ja kotisivut, Inderes  
\* Inderesin arvio

# Toimiala ja kilpailukenttä Suomessa

## Voittajien yhteisiä tekijöitä:

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

## Voittajat



TALENOM

## Haastajien yhteisiä tekijöitä:

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

## Haastajat



+ muutama muu suurehko tilitoimisto

## Häviäjien yhteisiä tekijöitä:

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

## Häviäjät

Valtaosa nykyisistä noin 4100 pienestä tilitoimistosta



Muutama selkeä voittaja

Kasvuhaluiset haastajat, joilla on omaa teknologiaa ja mahdollisuuksia kehittää sitä

Pienet ja paikalliset tilitoimistot, joiden markkinaosuus tulee laskemaan murroksessa

Skaalaetuja niillä, joilla on teknologista osaamista ja riittävä kokoluokka

# Suomi 3/4

## Suomessa Talenom on ollut menestystarina

Talenomin menestystarinaa Suomessa on vaikeaa kiistää. Yhtiö on kasvanut kannattavasti jo vuosikymmeniä ja viimeisen kymmenen vuoden aikana tuloskasvu on vain kiihtynyt. Kun katsomme aikasarjaa vuodesta 2013 pian päättyvän vuoteen 2023, Suomen liiketoiminnan keskimääräinen vuosikasvu on ollut noin 13 %. Tämä on saavutettu pääosin orgaanisesti, vaikka yhtiö on toki tehnyt jaksolla runsaasti yritysostoja.

Samalla jaksolla Talenomin käyttökatemarginaali on noussut toimialalle hyvältä 17 %:n tasolta poikkeuksellisen vahvalle noin 37 %:n tasolle, eikä vuosi 2023 edes ole yhtiölle erityisen hyvä kannattavuuden osalta. Kasvu on siis ollut erinomaisen kannattavaa, ja kannattavuus on skaalautunut kauniisti sen jälkeen, kun yhtiö otti käyttöön oman kirjanpitojärjestelmän vuonna 2015. Järjestelmän käyttöönotossa oli silloin hankaluuksia, ja yhtiön käyttökatemarginaali laski väliaikaisesti noin 15 %:n tasolle. Kun järjestelmän hyödyt alkoivat kuitenkin tulla läpi seuraavina vuosina, kannattavuus nousi voimakkaasti saavuttaen suunnilleen nykyisen tasonsa vuonna 2020 (käyttökatemarginaali 38 %). Tämän jälkeen järjestelmää on kehitetty edelleen ja automaatioaste on noussut, joten periaatteessa käyttöönoton Ruotsissa pitäisi tuottaa vielä merkittävämpi tehokkuushyöty. Talenomin kehitys Suomessa on ollut erittäin vakuuttavaa ja yhtiö on luonut voimakkaasti omistaja-arvoa vuosikymmeniä.

## Vahva teknologinen kilpailuetu

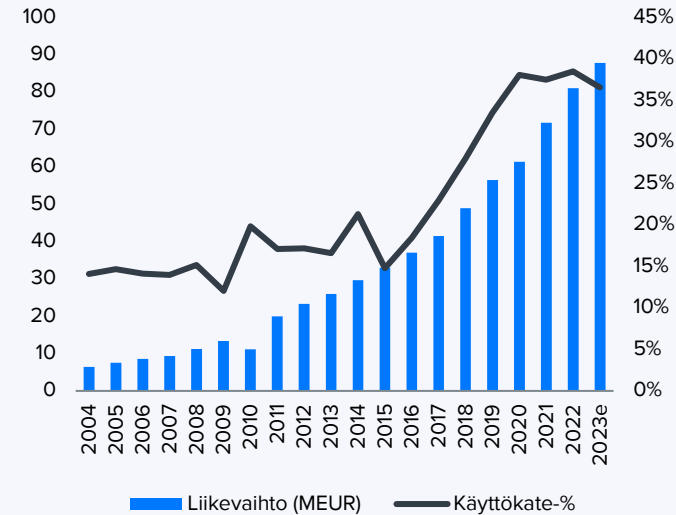
Talenomin kirjanpitojärjestelmän ja omien ohjelmistojen tuoma kilpailuetu on vahva, minkä

osoittaa jo Suomen liiketoiminnan erinomainen kannattavuus. Automaation tuomat edut myös kasvavat volyymien mukana, minkä ansiosta kasvun mukana kannattavuus lopulta skaalautuu.

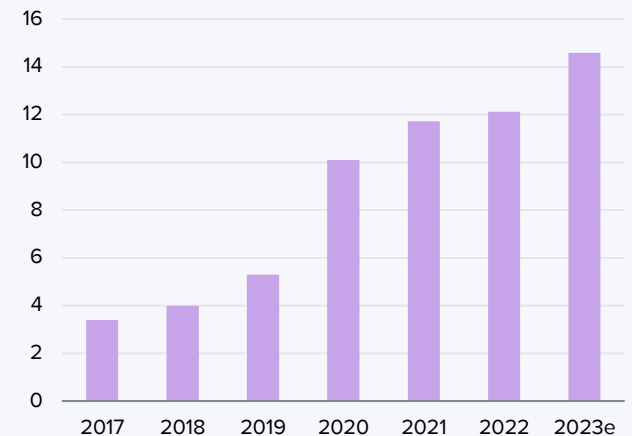
Suomessa käytössä olevan kirjanpitojärjestelmän automaatioaste on jo hyvin korkealla, mutta siinä on kuitenkin edelleen parantamisen varaa. Kirjanpito-prosessissa Talenom eteneekin kohti täyttä rutiinitehtävien automatisaatiota ja tänä vuonna yhtiöllä on ollut täysin automatisoituja asiakkuuksia. Talenomille kirjanpitojärjestelmä on sisäinen työkalu ja sitä kehitetään tehokkuuden parantamiseksi. Sen sijaan Talenom Online on asiakkaan käyttöliittymä, jossa yhtiö korostaa helppokäyttöisyyttä ja yksinkertaisuutta. Tuoreimpana Talenom on yhdistänyt palveluun pankkipalvelut (yhteistyö Alisa Pankin kanssa), mitä kautta yhtiö pystyy tarjoamaan yhä laajemmän kokonaisuuden asiakkailleen.

Talenomin järjestelmäkehitykseen ja automaatioon liittyvät kulut ovat muodostuneet etupainotteisesti. Yhtiö on investoinut viimeisen viiden vuoden aikana arviomme mukaan yli 50 MEUR omien IT-järjestelmien kehittämiseen. Investoinnit ohjelmistoihin ja digitaalisiin palveluihin olivat uudella 12,1 MEUR:n huipputasolla vuonna 2022 (2021: 11,7 MEUR), mutta investointien kasvussa on nähty kuitenkin rauhoittumista. Jatkossa kasvun pitäisi vastata suunnilleen palkkainflaatiota, koska yhtiö on todennut nykyisen noin 100 henkilön kehitystiimin optimaaliseksi. Näkemyksemme mukaan investoinnit vahvistavat edelleen Talenomin kilpailuetua, mutta viime vuosina investoinnit ovat alkaneet painaa yhtiön tulostasoa voimakkaasta nousseiden poistojen takia.

Suomen liiketoiminnan avainluvut



Investoinnit: Ohjelmistot ja digitaaliset palvelut (MEUR)



# Suomi 4/4

## Suomessa kasvu hidastuu, jos pienasiakaskonsepti ei lyö läpi

Vahvasta kasvuhistoriasta ja voimakkaista myyntipanostuksista huolimatta arvioimme Talenomin kasvuvauhdin hiipuvan Suomessa organisesti 5-10 %:n tasolla tulevina vuosina. Ensi vuonna orgaaninen kasvu voi hyvin olla vielä selvästi matalampaa, jos markkinoiden vastatuuli jatkuu voimakkaana ja Suomen talouden taantuma syvenee. Vaikka asiakashinnat ovat lähtökohtaisesti kiinteitä ja sopimukset jatkuvia, asiakkaiden oman liiketoiminnan merkittävä supistuminen asettaa hintoihin painetta. Lisäksi konkurssien nousu kasvattaa asiakaspoistumaa, ja konkurssit ovat nyt historialliseen nähden erittäin korkealla tasolla. On myös tärkeää huomata, että noin 30 % liikevaihdosta on volyymipohjaista ja esimerkiksi palkkakuittien määrä vähenee henkilöstön mukana.

Näkemyksemme mukaan kasvun hidastuminen johtuu siitä, että Talenomilla on jo vahva markkina-asema sen ydinalueella eli pk-sektorilla. Arvioimme mukaan valtaosa Talenomin Suomen liikevaihdosta osuu tähän noin 500 MEUR:n markkinasegmenttiin, mikä tarkoittaisi noin 14-18 %:n markkinaosuutta segmentissä. Parantamisen varaa on edelleen merkittävästi, mutta kasvua hankaloittaa se, että Talenomin on jo paaluttanut Suomen merkittävät kaupungit. Merkittävä maantieteellinen laajeneminen Suomessa on siten haastavaa, jolloin uusmyynti hankaloituu.

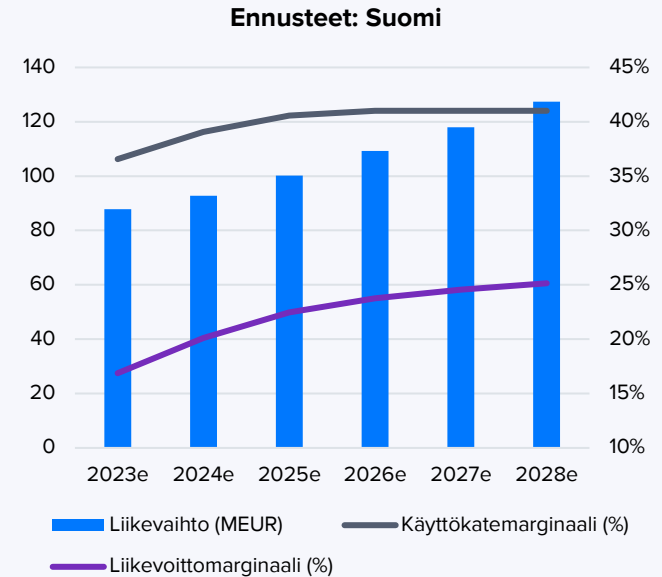
Talenom voi kuitenkin kiihdyttää merkittävästi kasvuaan pienasiakassegmentissä, jonne yhtiö on laajentanut tarjontaansa viime vuosina. Käsittelemme mukaan yhtiön asema täällä on edelleen suhteellisen heikko, mutta tuotteen

pitäisi olla kilpailukykyinen erityisesti, kun yhtiö saa pankkipalvelut toimimaan kunnolla. Mahdollinen läpimurto pienasiakassegmentissä voi kiihdyttää kasvun takaisin historialliselle yli 10 %:n tasolle, mutta pienyhtiösegmentistä pitäisi ensin saada näyttöjä reseptin toimivuudesta. Emme odota Suomessa oleellisia yritysostoja, joita Talenom ei ole kotimaassa tehnyt pitkään aikaan. Uskomme yritysostojen kohdistuvan jatkossa Espanjaan.

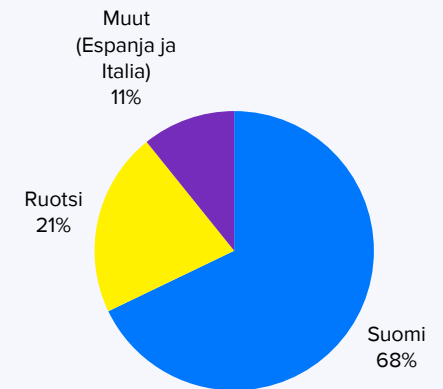
Ennustamme Talenomin Suomen liikevaihdon kasvavan vuonna 2024 vajaat 6 % ja kiihtyvän vuonna 2025 noin 8 %:n tasolle markkinakasvun pirstyessä. Tämän odotamme olevan lähellä keskimääräistä kasvua vuosina 2026-2028.

## Kannattavuus on jo erinomainen, mutta paranee ensi vuonna tehostuksen mukana

Suomen liiketoiminnan kannattavuus on edelleen erinomainen, vaikka yhtiö epäonnistui vuonna 2023 ennakoimaan markkinan merkittävää heikentymistä. Tämän takia henkilöstömäärä oli ylimitoitettu ja kulurakenne kaukana optimaalisesti, mitä kautta ennustamme Suomen käyttökatemarginaalin olevan ”vain” 37 % vuonna 2023 (2022: 38,5 %). Yhtiö pysäytti keväällä rekrytoinnit ja normaalin vaihtuvuuden kautta henkilöstömäärä tulee laskemaan, mistä voi tulla liiketoiminnalle jopa 5 MEUR:n säästö vuonna 2024. Ennustamme tämän sekä yleisesti kannattavuuteen siirtyneen fokuksen nostavan Suomen käyttökatemarginaalin noin 39 %:in vuonna 2024, mistä odotamme edelleen lieviä parannuksia tulevina vuosina noin 41 %:n tasolle. Liikevoittotasolla parannukset tulevat olemaan suurempia, kun yhtiön korkea poistomassa ei enää tulevaisuudessa kasva oleellisesti.



## Liikevaihdon jakauma (2024e)





# Ruotsi 1/4

## Ruotsin tilitoimistomarkkina

Ruotsin tilitoimistomarkkinan koko on reilut 2 miljardia euroa, joten markkina on lähes kaksi kertaa Suomen kokoinen. Käsitksemme mukaan Ruotsin markkina kasvaa suunnilleen samaa vauhtia kuin Suomi. Yleisesti Ruotsi on tilitoimistoalan kehityksessä Suomea jäljessä esimerkiksi digitalisaation suhteen, mutta taso on erittäin hyvä eurooppalaisessa vertailussa.

Tililiiketoimintaa 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”. Tämä tarkoittaa toimistoa, joka yhdistää tilitoimisto- ja tilintarkastustoiminnot (esimerkiksi EY, BDO sekä Grant Thornton). Kokonaisuutena Ruotsin markkina on pirstaloitunut kuten Suomen markkina. Viime vuosina toimialan konsolidaatio on käsityksemme mukaan kiihtynyt, mitä ajavat eteenpäin erityisesti keskikokoiset tilitoimistot.

## Kilpailukentästä ei ole löytynyt mörköjä

Suuria tilitoimistoja Ruotsissa on käsityksemme 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 käsityksemme mukaan yhtiöiden oma teknologinen taso ei ole poikkeuksellinen.

Merkittävin ohjelmistotoimittaja Ruotsissa on Fortnox, jonka eri ohjelmistoja on laajasti käytössä pk-sektorilla. Fortnox on kaupallisessa mielessä poikkeuksellinen menestystarina, mutta kirjanpidon tehostamiseen liittyen sen intressit ovat rajallisia. Tässä ainakin osa syy on se, että Ruotsissa tilitoimistopalveluja hinnoitellaan merkittävässä osin tuntitöinä, ja Fortnox käyttää tilitoimistoja jakelukanavina. Tuntilaskutuksessa olevilla kirjanpitäjillä on rajallinen halukkuus tehostaa omaa toimintaansa. Tässä mielessä Talenom voi omilla ohjelmistoillaan saavuttaa merkittävän kilpailuedun myös Ruotsissa.

Suomessakin toimivista kilpailijoista Azetsilla ja Accountorilla on merkittävää toimintaa myös Ruotsissa. Lisäksi maininnan arvoisia ovat [PE Accounting](#) ja [ECIT](#), joka listautui vuonna 2021. Talenom kuuluu toimialan suurimpien yhtiöiden joukkoon, koska suuria toimijoita on vähän. Kokonaisuutena Ruotsin markkinan rakenne ja dynamiikka vaikuttavat Talenomien kannalta suotuisilta, jos yhtiö onnistuu omien toimintatapojen ja ohjelmistojen käyttöönotossa.

## Ruotsin liiketoiminta on kasvanut nopeasti merkittävään kokoluokkaan

Talenom laajeni Ruotsiin vuonna 2019, kun yhtiö osti huhtikuussa Tukholmassa toimivan tilitoimisto Wakers Consulting Ab:n. Yritys työllisti silloin 30 ihmistä, ja sen liikevaihto oli vuositasolla 2,5 MEUR. Yritysosto antoi Talenomien ”sillanpääaseman”, ja vuoden tutkimisen jälkeen yhtiö päätti panostaa Ruotsin markkinaan. Tämän jälkeen Talenom on tehnyt Ruotsissa 20 yritysostoa, joiden mukana liiketoiminnan kokoluokka on kasvanut voimakkaasti.



## 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 merkittävästä kilpailijoista Azetsilla ja Accountorilla on merkittävää toimintaa Ruotsissa
- Ruotsissa on kuitenkin myös erinomaisesti menestyviä ohjelmistoyhtiöitä kuten Fortnox
- Talenom on Ruotsissa kymmenen suurimman joukossa
- Yleisesti Ruotsi on tilitoimistoalan kehityksessä Suomea jäljessä esimerkiksi digitalisaation suhteen, mutta taso on kuitenkin erittäin hyvä eurooppalaisessa vertailussa

# Ruotsi 2/4

Ennustamme Ruotsin liikevaihdon olevan yli 25 MEUR ja yli 20 % Talenom in liikevaihdosta vuonna 2023, joten liiketoiminnasta on kasvanut muutamassa vuodessa merkittävä osa konsernia.

Ruotsin tuloskontribuutio konsernille on ollut toistaiseksi olematon. Ruotsin liike-tulos on ollut jatkuvasti tappiollinen ja tappiot kasvavat vuonna 2023, kun kannattavuutta painavat omien ohjelmistojen käyttöönotot, maaorganisaation kasvattaminen sekä heikentynyt taloustilanne. Käyttökate-tasolla Ruotsin kannattavuus on kuitenkin positiivinen. Talenom ilmoitti Q2'23-tuloksen yhteydessä painottavansa jatkossa kannattavuuden parantamista. Ruotsin osalta tämä tarkoittaa ainakin yritysostojen väliaikaista lopettamista sekä fokuksen siirtoa tuottavuuden ja kannattavuuden parantamiseen.

## Ruotsissa pyritään toistamaan Suomen menestystarina

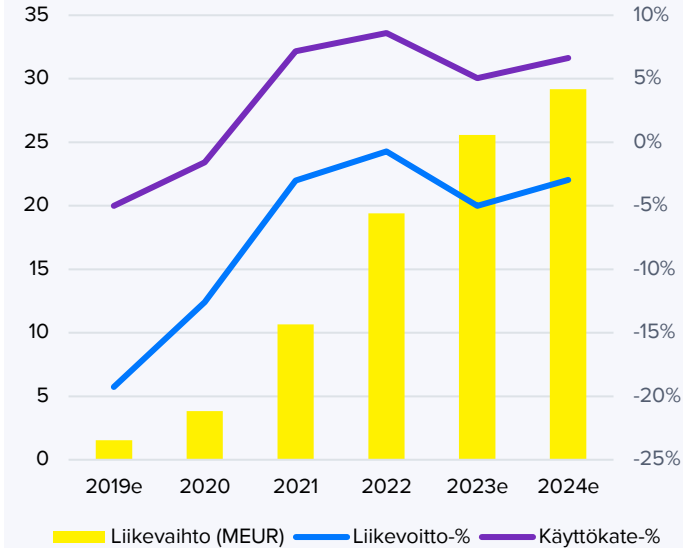
Talenom on nyt Ruotsissa saavuttanut kriittisen massan ja yhtiön strategia nojaa jatkossa omien ohjelmistojen sekä omien prosessien käyttöönottoon. Talenom pyrkiikin kopioimaan Ruotsissa Suomen menestysreseptiä, joka perustuu pitkälti ylivoimaiselle tuottavuudelle sekä aktiiviselle uusasiakashankinnalle.

Talenom aloitti omien ohjelmistojen käyttöönotot Ruotsissa osassa tilitoimistoja syksyllä 2022, minkä jälkeen käyttöönottoja on laajennettu hiljalleen toimisto kerrallaan. Käsityksemme mukaan Talenom in kirjanpitojärjestelmä on nyt otettu käyttöön suunnilleen kymmenessä toimistossa Tukholman ja Göteborgin alueilla. Talenom in tavoitteena on tehdä käyttöönotot kaikissa toimistoissa vuoden 2024 aikana.

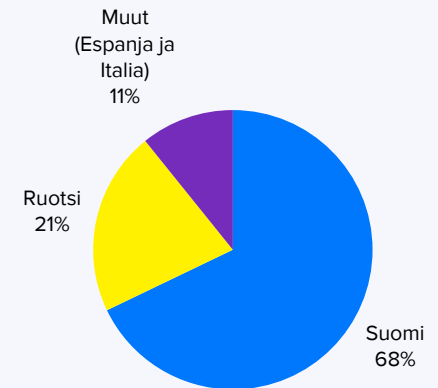
Omien ohjelmistojen käyttöönotosta tulevat hyödyt tapahtuvat asteittain, kun manuaalisia tehtäviä automatisoidaan ja prosesseja tehostetaan. Uusien ohjelmistojen käyttöönotto vaatii aluksi kirjanpitäjiltä totuttautumista uusiin työskentelytapoihin, mikä vie aikaa ja aiheuttaa epäjatkuvuuskohtia. Lyhyellä aikavälillä uusien toimintatapojen käyttöönotto aiheuttaa kannattavuuteen notkahduksen, ja voi kiihdyttävää vaihtuvuutta sekä henkilöstössä että asiakkaisissa. Tätä kautta ensimmäisenä vuonna käyttöönoton jälkeen ei kannata odottaa merkittäviä kannattavuushyötyjä kirjanpitojärjestelmästä, mikä tekee vuodesta 2024 edelleen kannattavuuden kannalta vaikean.

Kirjanpitojärjestelmän käyttöönoton onnistuessa tuottavuus nousee omaksunnan jälkeen voimakkaasti, mikä vähentää kirjanpitäjän yksittäiseen tositteeseen tai asiakkaaseen käyttämää aikaa voimakkaasti. Muutoksen jälkeen kirjanpitäjä voi hoitaa moninkertaisen määrän asiakkuuksia, mikä nostaa liikevaihto / kirjanpitäjä -tunnuslukuja ja kannattavuutta. Ennen kannattavuuden skaalautumista tuloslaskelmassa Talenom in täytyy kuitenkin joko onnistua uusasiakashankinnassa (orgaaninen kasvu) tai vähentää kirjanpitäjien määrää. Jälkimmäinen hoituu tarvittaessa yksinkertaisesti rajoittamalla rekrytointeja toimialan suhteellisen korkean poistuman takia. Molemmissa skenaarioissa Talenom in kannattavuuden Ruotsissa pitäisi nousta merkittävästi vuonna 2025 järjestelmän hyötyjen tullessa pintaan. Tästä kannattavuuden pitäisi edelleen parantua merkittävästi vuonna 2026, kun yhä suurempi osa tehokkuushyödyistä on saatu näkyviin myös tuloslaskelmaan skaalautuvuuden ansiosta.

### Ruotsin liiketoimintojen kehitys

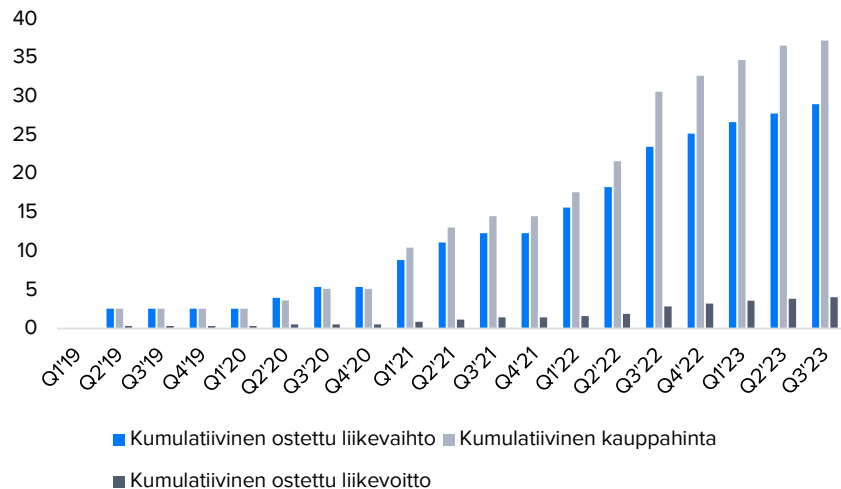


### Liikevaihdon jakauma (2024e)

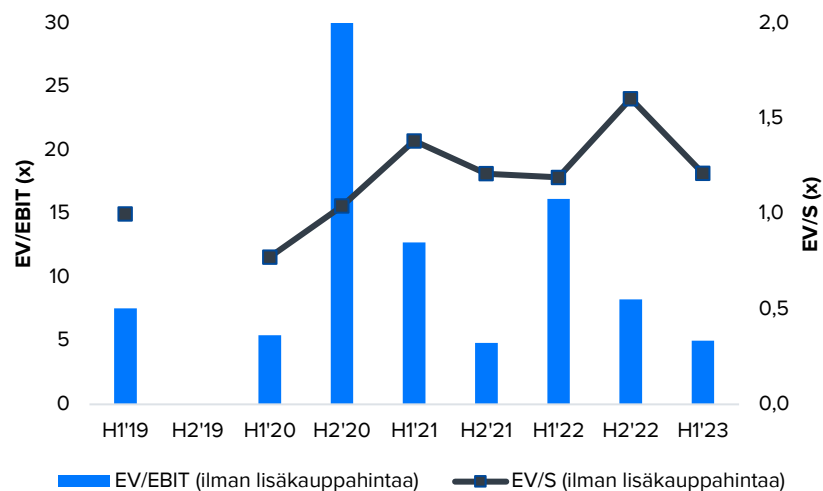


# Ruotsin yritysostovetoinen kasvu

Ruotsin yritysostot kumulatiivisesti (MEUR)



Ruotsi yritysostojen arvostustasot



Ostokohde	Oston ajankohta	Henkilöstö (kpl)	Liikevaihto (MEUR)	Kauppahinta (MEUR)	Ehdollinen kauppahinta	EV/S-kerroin
<b>2019</b>						
Wakers Consulting	4'2019	30	2,60	2,6		1,0
<b>2020</b>						
Niva Ekonomi	5'2020	17	1,4	1,1	0,1	0,8
Frivision	9'2020	20	1,4	1,5	0,4	1,0
Ekonomianalys KL	12'2020	27	2,3	3,6	2,1	1,5
Persson & Thorin	12'2020	15	1,2	1,8	0,7	1,6
<b>2021</b>						
Crescendo	3'2021	13	1,3	1,1	0,3	0,9
Progredo	3'2021	12	1,0	1,5	0,0	1,5
YOUnted Professionals	9'2021	14	1,2	1,5	0,2	1,2
MH Konsult Väst	11'2021	22	2,3	2,2	0,6	0,9
Kjell Wengbrand Redovisnings	11'2021	13	1,0	0,9	0,3	0,9
<b>2022</b>						
Lindgren & Lindgren Ekonomi	3'2022	8	0,6	0,7	0,2	1,1
Confido	3'2022	16	1,0	1,7	0,7	1,7
Redovisningsbyrå Öckerö	3'2022	20	1,4	1,7	0,7	1,2
Mazards Sweden	5'2022	46	5,2	9,0	6,8	1,7
Baran Redovisning	10'2022	8	0,7	0,9	0,2	1,3
Alcea Redovisning	10'2022	13	1,0	1,2	0,3	1,2
<b>2023</b>						
MTE Göteborg	1'2023		0,3			
R2 Redovisning	3'2023	7	0,7			
Easycount	2'2023	5	0,5			
LR Redovisning i Strängnäs	5'2023	10	1,1			
VM Redovisning	8'2023	14	1,2			

**Huomautus kuvaajista:** Ostetut liiketoiminnot ovat laskettu mukaan lukuihin kaupan toteutumishetken mukaan. Talenom raportoi liikevoitot kaikkien ostamiensa ostokohteiden osalta könttänä, minkä vuoksi liikevoittojen osalta on jouduttu tekemään oletuksia, jos yhtiö on tehnyt kvartaalin aikana kauppoja sekä Ruotsissa että Espanjassa.

# Ruotsi 3/4

Kokonaishyödyn käyttöönotetusta järjestelmästä pitäisi olla näkyvissä silloin, kun käyttöönotosta on kulunut kolme vuotta. Tämä tarkoittaa nykyisen toimistojen osalta vuotta 2027, jolloin Talenomin Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuden pitäisi teoriassa olla Suomen liiketoiminnan tasolla nykyisessä liiketoiminnassa (pois lukien mahdolliset uudet yritysostot ja käyttöönotot).

Yhtiön mukaan sillä on kaikki edellytykset saavuttaa Ruotsissa Suomea vastaava kannattavuus ja yhtiö on pystynyt esittämään samankaltaisia merkkejä parannuksista toimistoissa, jotka ovat aloittaneet polulla aiemmin. Toistaiseksi näytöt ovat kuitenkin heppoisia, mitä kautta väitteeseen täytyy toistaiseksi suhtautua skeptisesti. Pidämme kuitenkin selvänä, että Ruotsin kannattavuus tulee nousemaan voimakkaasti lähivuosina, kun järjestelmän ja prosessien hyödyt tulevat pintaan. Periaatteessa hyvä referenssipiste on Talenomin Suomen liiketoiminnan kehitys sen jälkeen, kun kirjanpitojärjestelmä saatiin toimimaan vuonna 2015 (esitetty graafissa). Ruotsissa tuottavuusloikan pitäisi kuitenkin teoriassa olla vielä merkittävämpi, koska lähtötaso on alhaisempi. Tämä tekee tilanteesta ja lähivuosien kehityksestä erittäin mielenkiintoisia.

## Ennustamme kannattavuuden paranevan asteittain

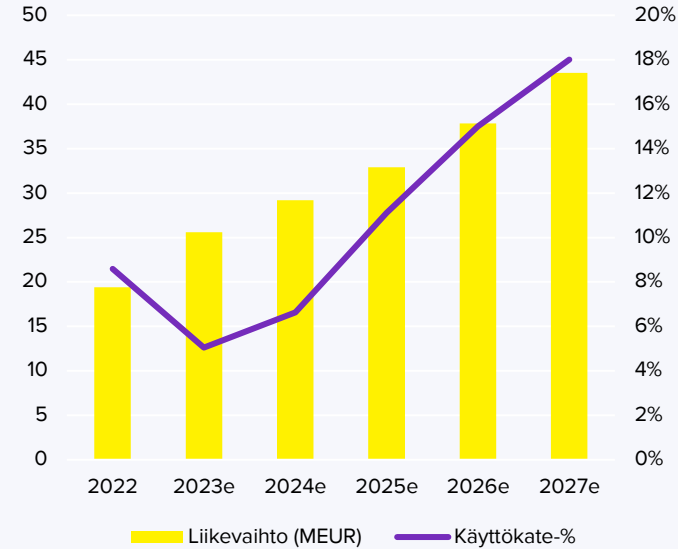
Talenom on kertonut lopettavansa ainakin väliaikaisesti yritysostot Ruotsissa ja keskittyvänsä tuottavuuden sekä liiketoiminnan kannattavuuden parantamiseen. Tässä kriittinen tekijä on edellä käsitelty kirjanpitojärjestelmän käyttöönotto, mutta lisäksi tärkeitä ovat muun

muassa Talenom Onlinen käyttöönotto (asiakasliittymänä nyt valtaosin Fortnox), hinnoittelumallin muutos sekä yleinen toiminnan tehokkuuden ja kannattavuuden parantaminen aggressiivisen yritysostoputken jälkeen.

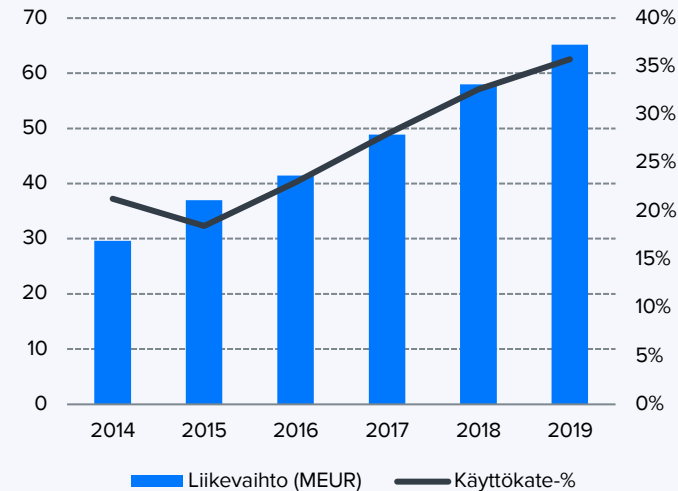
Käsityksemme mukaan Ruotsissa yli puolet Talenomin laskutuksesta on vielä tuntipohjaista, mistä yhtiö pyrkii nopeasti kohti kiinteitä kuukausisopimuksia (kuten Suomessa). Tämä on merkittävä muutos erityisesti, kun yhtiön tuottavuus alkaa parantumaan. Samalla muutos parantaa liiketoiminnan ennustettavuutta ja jatkuvuutta, vaikka tietty volyympihajainen osuus liiketoimintaan jää aina (esim. palkanmaksu).

Tulevina vuosina Talenomin kannattavuus Ruotsissa tulee erittäin todennäköisesti paranemaan voimakkaasti, mutta kulmakerrointa on vaikea arvioida. Vuonna 2024 Ruotsin kannattavuutta painaa edelleen omien järjestelmien käyttöönotto, mikä voi myös aiheuttaa ylimääräistä vaihtuvuutta. Lisäksi markkinatilanne tarjoaa todennäköisesti myös Ruotsissa selkeää vastatuulta ainakin alkuvuonna. Toisaalta edellä käsitelty hinnoittelumallin muutos voi parantaa hieman kannattavuutta jo vuonna 2024, mutta suurempaa vaikutusta odotamme yleisestä kulukurista ja fokuksesta yritysostojen taotessa. Epäilemme, että liiketoiminnassa on paljonkin tehostettavaa todella voimakkaan kasvuvaiheen jälkeen. Kokonaisuudessa ennustamme Ruotsin käyttökatteen nousevan vuonna 2024 maltillisesti suunnilleen 6,6 %:n tasolle (2023e: 5,1 %). Tämän jälkeen odotamme kuitenkin kannattavuuden lähtevän skaalautumaan merkittävästi nopeammin.

Ruotsin liiketoiminnan ennustettu kehitys



Suomen avainlukujen kehitys kirjanpitojärjestelmän käyttöönoton (2015) jälkeen



# Ruotsi 4/4

Ennustamme vuoden 2025 käyttökate-  
marginaalin olevan noin 11 %, mikä olisi merkittävä  
harppaus nykyisestä mutta toisaalta edelleen  
mallittainen suhteessa toimialan keskimääräiseen  
kannattavuuteen. Koska oletamme Talenom  
teknologisen kilpailuedun toimivan myös  
Ruotsissa keskipitkällä aikavälillä, odotamme  
kannattavuusparannuksien jatkuvan suhteellisen  
lineaarisesti vuosina 2026 ja 2027. Vuonna 2028  
Ruotsissa saavutetaan ennusteissamme 20 %:n  
käyttökatemarginaalin, mikä on kaukana yhtiön  
omasta tavoitteesta. Talenom on arvioinut, että  
Ruotsin kannattavuuden pitäisi olla konsernin  
yleisellä tasolla eli käytännössä Suomen tasolla  
kolmen vuoden päästä siitä, kun omat järjestelmät  
on käyttöön otettu (tapahtuu 2024).

Ennusteissamme Ruotsin liiketulos nousee  
positiiviseksi vuonna 2025 ja nousee tämän  
jälkeen voimakkaasti yritysostojen kasvattaman  
poistomassan kasvaessa jatkossa maltillisesti.  
Näin ollen omissa ennusteissamme Ruotsin  
liiketoiminta liudentaa Suomen erinomaista  
kannattavuutta voimakkaasti. Potentiaalia on  
näkemyksemme mukaan merkittävästi  
korkeampiin kannattavuustasoihin, mutta ensin  
haluamme näyttöjä Talenomin kilpailuedusta  
Ruotsin maaperällä.

## Orgaaninen kasvu määrittää paljon menestyksestä

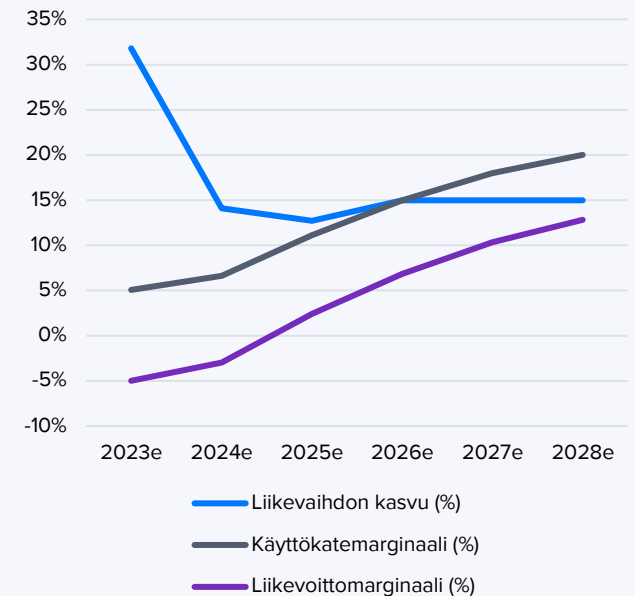
Ruotsin menestyksen kannalta kriittistä on myös  
onnistuminen orgaanisessa kasvussa, mikä on  
avain kannattavuuden skaalautumiseen.  
Orgaaniseen kasvuun yhtiöllä on mielestämme  
Ruotsissa erinomaiset edellytykset ja  
uusasiakashankinta on käsityksemme mukaan jo

onnistunut hyvin. Ongelmana on ollut, että  
yritysostoista on vuotanut asiakkaita, mikä on  
painanut kasvulukemia. Nyt molempiin laitetaan  
enemmän fokusta, mitä kautta molemmissa  
voidaan odottaa myös enemmän parannusta. Silti  
tulevaisuuden kasvunopeutta on erittäin vaikea  
arvioida, kun näyttöjä orgaanisesta kasvusta ei  
käytännössä vielä ole. Ruotsin kohdalla  
ennusteemme eivät sisällä uusia yritysostoja, mitä  
kautta kasvuennusteet ovat vuodesta 2025  
eteenpäin orgaanisia (vuodelle 2024 vaikuttavat  
aiemmin tehtyjen yritysostojen ”hännät”).

Ruotsin markkina ei aseta Talenomille  
minkäänlaisia kasvurajoitteita, koska  
markkinaosuus on pieni ja markkina suuri.  
Maantieteellisesti yhtiö voi laajentua halutessaan,  
mutta nykyisilläkin alueilla potentiaalia riittää  
(erityisesti Tukholma). Ennustamme tällä hetkellä  
orgaanisen kasvun kiihtyvän merkittävästi vuoden  
2024 aikana, kun tämä oletettavasti nousee  
Ruotsin prioriteeteissä erittäin korkealle. Vuonna  
2025 odotamme orgaanisen kasvun olevan noin  
13 % ja kiihtyvän vuonna 2026 noin 15 %:n tasolle,  
missä oletamme kasvun myös tämän jälkeen  
pysyvän. Potentiaalia on korkeampaankin  
kasvuun, mutta näyttöjä ei ole näillekään tasoille.

Talenomilla on edessä kriittiset vuodet, jotka  
määrittävät pitkälti sen, pystyykö yhtiö  
monistamaan Suomen menestysreseptin  
Ruotsissa. Mikäli yhtiö onnistuu saavuttamaan  
edes suunnilleen Suomen kannattavuutta  
vastaavan tason Ruotsissa, todistaisi tämä  
Talenomin teknologisen kilpailuedun myös  
Ruotsissa. Samalla tämä tarkoittaisi, että reseptin  
voitaisiin olettaa toimivan myös muualla, mikä  
antaisi uutta potkua kansainvälistymiseen.

Ennusteet: Ruotsin avainluvut



# Espanja 1/3

## Katsaus Espanjan markkinaa

Espanjan tilitoimistomarkkina on noin 10 miljardin euron arvoinen eli karusti kymmenkertainen Suomeen verrattuna. Tilitoimistoja maassa on yli 65 000 ja yrityksiä maassa on yhteensä noin 3 miljoonaa. Markkinan koko ei siis ainakaan rajoita Talenomien kasvumahdollisuuksia. Espanjan tilitoimistomarkkinan digitalisaatio on merkittävästi Suomea ja Ruotsia paljon jäljessä, mutta nyt kirjanpidon sähköistymistä ajaa mm. verottajan uudet verkkolaskuvaatimukset. Espanjassa ja yleisesti Manner-Euroopassa tilitoimistojen ”standardi” on edelleen vahvasti paperipohjainen, mutta murros on käynnissä.

Käsityksemme mukaan markkinadynamiikka on hyvin suotuisa Talenomille. Markkina on voimakkaasti sirpaloitunut ja suuren kokoluokan toimijoita on erittäin vähän. Sen sijaan maassa on valtava määrä mikro- ja pienyhtiöitä, joita palvelee lukematon määrä yksittäisiä konsultteja sekä pieniä tilitoimistoja. Suurinta markkinaosuutta hallitsevat käsityksemme mukaan pienet tilitoimistot, jotka toimivat Talenomiin verrattuna vanhoilla työmenetelmillä ja ilman oleellista omaa teknologiakehitystä. Tehokkuudessa on tätä kautta väkisin merkittävästi parantamisen varaa, mutta toimialan keskimääräinen kannattavuus on Espanjassa silti parempi kuin esimerkiksi Suomessa. Tässä mielessä kilpailukentän pitäisi olla hyvin suotuisa, vaikka Talenomilla on edelleen paljon opittavaa Espanjan markkinoista.

Talenom laajentui vuoden 2022 lopulla myös Italiaan, joka on samankaltainen kuin Espanja. Italiassa markkina on noin 12 miljardia euroa ja maassa on 6 miljoonaa yritystä, mutta markkinan

merkitys Talenomille on ainakin toistaiseksi pieni. Yksinkertaisuuden vuoksi käsittelemme Italian pientä liiketoimintaa toistaiseksi osana Espanjaa, jolloin kokonaisuus vastaa Muut maat -segmenttiä raportoinnissa. Käsityksemme mukaan tämä yksinkertaistus ei aiheuta suuria ongelmakohtia.

## Kasvu on ollut voimakasta

Talenom laajeni Espanjaan heinäkuussa 2021 ostettuaan Avain Services SL:n (Avalanding). Avalandingin vuoden 2020 liikevaihto oli noin 0,9 MEUR ja yhtiö työllisti 16 henkilöä, joten kyseessä oli pieni avaus uudelle markkinalle. Tämän jälkeen yhtiö tutki markkinaa vajaan vuoden, ja lähti investoimaan maahan voimakkaasti kesällä 2022. Tällöin yhtiö osti muun muassa pienyrittäjille suunnatun digitaaliseen kirjanpitoon sekä talous- ja verosuunnitteluun suunnatun Nomo-alustaliiketoiminnan, josta on muodostunut Talenomien asiakaskäyttöliittymä maassa.

Käsityksemme mukaan Nomo on ollut hyvä teknologia-alusta, mutta liiketoiminnallisesti yhtiö oli heikossa kunnossa ostohetkellä. Liikevaihto oli vain 0,5 MEUR ja tulos oli raskaasti tappiolla, mikä nosti voimakkaasti Talenomien tappioita Espanjassa alkuvaiheessa. Silti yhtiö on pitänyt investointia hyvänä, koska sitä kautta yhtiö pystyi kiihdyttämään omaa kehitystään ja sai oman kilpailukykyisen asiakaskäyttöliittymän (vrt. Ruotsissa usein käytössä Fortnox). Taloudellisia lukuja on painanut myös se, että Espanjassa Talenom rakensi heti merkittävän maaorganisaation tukemaan kasvua, kun aiemmin Ruotsissa yhtiö nojasi erityisesti yritysostokohteiden mukana tulleisiin avainhenkilöihin.



## Espanjan markkina tiivistettynä

- Markkinan koko noin 10 miljardia euroa eli lähes kymmenkertainen Suomeen verrattuna
- Tilitoimistojen määrä on yli 65 000, joten markkina on erittäin fragmentoitunut
- Suurinta markkinaosuutta pitävät pienet tilitoimistot, joiden teknologiataso on alhainen
- Espanjan tilitoimistomarkkinan digitalisaatio on merkittävästi Suomea ja Ruotsia paljon jäljessä, mutta murros on käynnissä
- Toimialan yleinen kannattavuus Espanjassa on parempi kuin Suomessa, vaikka yhtiöiden tehokkuus on kyseenalaista
- Kilpailuympäristö vaikuttaa suotuisalta Talenomille

## Talenomin yleisiä 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

# Espanja 2/3

Espanjan kannattavuus onkin ollut todella heikko ennen liikevaihdon kriittisen massan saavuttamista, vaikka valtaosa ostetuista yhtiöistä on käsityksemme mukaan operatiivisesti hyvin kannattavia.

Espanjan yritysostotahti on kiihtynyt voimalla vuonna 2023. Yhtiö on tehnyt vuoden alusta jo kymmenen yrityskauppaa, joista osa on ollut myös kohtuullisen kokoisia. Kokonaisuudessaan liikevaihtoa (vuositasolla) on ostettu nyt 13,6 MEUR:lla, mikä tekee liiketoiminnasta jo kohtuullisen merkittävän. Vuonna 2023 odotamme Muut maat -segmentin liikevaihdon olevan noin 8 MEUR, mutta merkittävä osa jo ostetusta liikevaihdosta näkyy konsernin luvuista vasta 2024 ja yritysostot tulevat Espanjassa myös jatkumaan. Vuonna 2024 odotamme Espanjan tuovan yli 10 % Talenomin liikevaihdosta, ja kasvunäkymä on vahva pitkälle tulevaisuuteen.

## Espanjan strategia poikkeaa Ruotsista

Talenomin strategia Espanjassa on hioutunut ajan myötä erityisesti Ruotsissa saatujen kokemusten perusteella. Aiemmin yhtiön tavoitteena oli laajentua maassa kevyellä skaalautuvalla sovelluspohjaisella alustalla. Tässä etuna oli, että laajentumiseen vaadittavat investoinnit olisivat kevyet, kun raskasta ohjelmistojen käyttöönottoa ei tehtäisi eikä laajentuminen vaatisi merkittävästi yrityskauppoja vaan kasvu perustuisi digitaaliseen myyntiin. Strategia kuitenkin muuttui yhtiön hankittua digitaalisen kirjanpitoalusta Nomon kesäkuussa 2022.

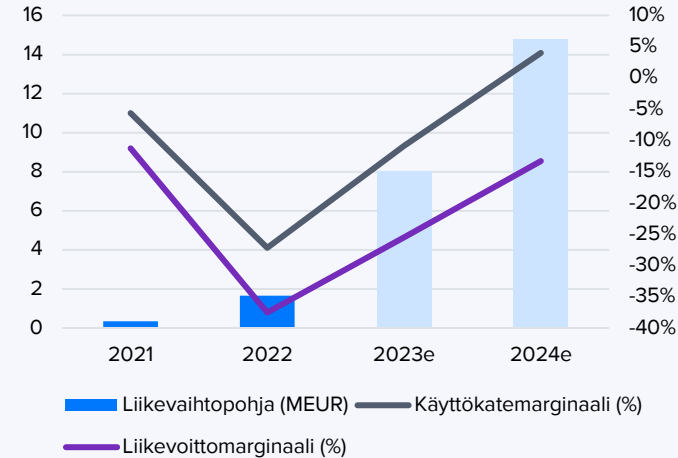
Nomo-alusta on suunnattu yksinyrittäjille ja pk-yrityksille, ja se sisältää ratkaisuja myyntilaskutukseen, kuluhallintaan,

pankkiyhteyksiin ja -täsmäytykseen, maksutileihin ja -kortteihin, kirjanpitoon ja veroneuvontaan. Tätä Nomoa ei enää varsinaisesti ole, mutta Talenom käyttää nyt alustaa Espanjan tilioimistoissaan asiakaskäyttöliittymänä. Tätä kautta yhtiön asiakkailta on käytössään pitkälti samat ominaisuudet Talenom Onlinen kanssa, eikä samankaltaista lokalisaatiota vaadita.

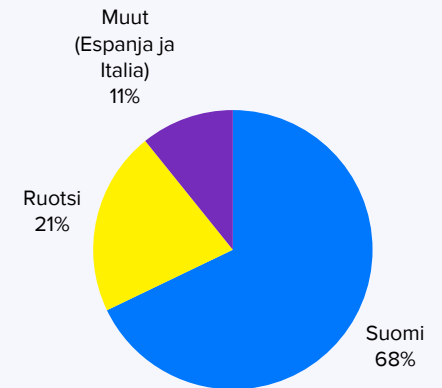
Omaa kirjanpitojärjestelmää Talenom ei vielä lähde ottamaan käyttöön Espanjassa. Osittain tähän on käsityksemme mukaan syynä liiketoiminnan rajallinen skaala suhteessa investointiin, ja osittain se, että Talenomin käyttöönottoresurssit ovat tällä hetkellä täysin työllistettyjä Ruotsissa. Espanjassa tehokkuutta haetaan erityisesti robotiikkaan ja prosesseihin liittyvillä toimilla, joilla yhtiön pitäisi pystyä parantamaan tehokkuuttaan merkittävästi ilman suurempia investointeja. Käyttöliittymän ja kirjanpitojärjestelmän välille luotavalla robotiikalla Talenom pystyy tehostamaan manuaalisia prosesseja, mistä yhtiöllä on paljon kokemusta Suomessa.

Kun suurempia toimintatapamuutoksia ei tehdä, Espanjan kannattavuusparannuksien pitäisi olla merkittävästi suoraviivaisempia kuin Ruotsissa. Toisaalta myös kannattavuuspotentiali on merkittävästi pienempi, mitä kautta kyseessä lienee välivaihe pitkälle tulevaisuuteen katsottaessa. Ensi vuoden Talenomin resurssit ovat kiinni Ruotsissa, mutta omien ohjelmistojen käyttöönotto voisi ainakin teoriassa alkaa Espanjassa jo vuonna 2025. Tätä ennen yhtiö halunnee kuitenkin myös varmistaa, että tehokkuushyödyt saadaan esille Ruotsissa.

### Espanjan avainluvut

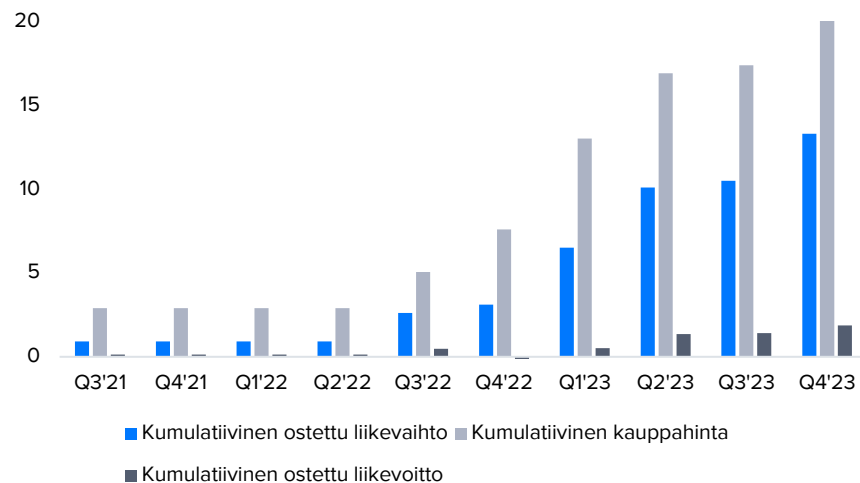


### Liikevaihdon jakauma (2024e)

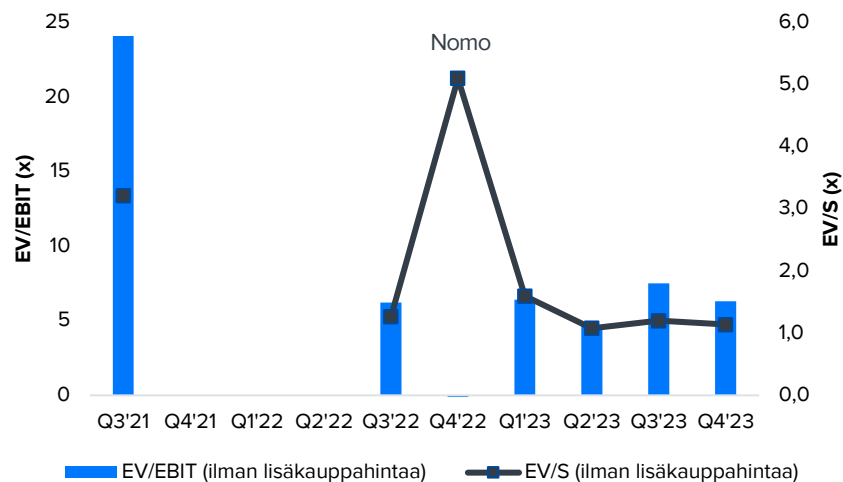


# Espanjan yritysostovetoinen kasvu

Espanjan yritysostot kumulatiivisesti (MEUR)



Espanjan yritysostojen arvostustasot



Ostokohde	Oston ajankohta	Henkilöstö (kpl)	Liikevaihto (MEUR)	Kauppahinta (MEUR)	Ehdollinen kauppahinta	EV/S-kerroin
<b>2021</b>						
Avalanding	8'2021	16	1,25	2,9	1,5	2,3
<b>2022</b>						
Nomo	6'2022	25	0,5	2,6	0	5,1
Acompany Asesoraria y Gestion	7'2022	12	0,7	0,7	0	0,9
Gestoria Teruel SL	8'2022	13	1,0	1,5	0,0	1,5
Studio Gavazzi	12'2022	10	0,6	0,4	0,2	0,7
<b>2023</b>						
BKF Asesores	2'2023	9	0,7	1,7	0,3	2,4
Bv Coruña Asesoría De Empresa	2'2023	17	0,9	1,7	0,3	1,9
Consultoria Granadina	3'2023	21	1,2	1,6	0,5	1,3
Aditio Gestion	6'2023	30	1,7	1,3	0,0	0,8
Advisoria Advocats I Economiste	6'2023	28	1,9	2,6	0,0	1,4
Acega Asesores S.L.u.	7'2023	8	0,4	0,3	0,1	0,7
Sant Cugat Consulting	9'2023	17	1,3			
Gesgal Asesores	9'2023	5	0,5			
Novak Digital Solutions	12'2023	9	0,5			
Bujan Y Asociados	12'2023	13	0,5			

**Huomautus kuvaajista:** Ostetut liiketoiminnot ovat laskettu mukaan lukuihin kaupan toteutumishetken mukaan. Talenom raportoi liikevoitot kaikkien ostamiensa ostokohteiden osalta könttänä, minkä vuoksi liikevoittojen osalta on jouduttu tekemään ajoittain oletuksia, jos yhtiö on tehnyt kvartaalin aikana kauppvoja sekä Ruotsissa että Espanjassa. Vuoden 2023 osalta tuoreimpien Espanjassa tehtyjen yritysostojen kauppahinnat on myös arvioita historiallisten arvostuskertoimien perusteella, sillä yhtiö ei ole vielä näitä raportoinut. Saamme tiedot tilinpäätöksen yhteydessä.



# Espanja 3/3

## Luvassa sekä orgaanista että epäorgaanista kasvua

Talenom on kertonut jatkavansa yritysostoja Espanjassa, mutta arvioimme yhtiön kuitenkin hiljentävän vauhtia viime vuosista fokuksen kääntyttyä voimakkaasti kannattavuuteen. Vuoden 2024 ennusteemme sisältävät nyt yhteensä 4 MEUR:n ostettavan liikevaihdon (ennuste puolitettu aiemmasta), minkä mallinamme vaativan 6 MEUR:n investoinnin (oletettu EV/S 1,5x historian perusteella). Ennusteissamme yritysostoja tehdään tasaisesti 1 MEUR neljänneksellä, mutta toteuma ei tule olemaan tasainen ja ennusteet elävät ajan kanssa. Jo 4 MEUR:n vuosittainen liikevaihto tarkoittaa tietysti voimakasta epäorgaanista kasvua edelleen suhteellisen pienelle Espanjan liiketoiminnalle, mutta olisi selkeä jarrutus viime vuosista. Oletamme suunnilleen saman tahdin yritysostoissa Espanjassa jatkuvan myös vuosina 2026-2028.

Yritysostojen sijaan arvioimme Talenomin pyrkivän kiihdyttämään orgaanista kasvua voimakkaasti Espanjassa, mikä tulee olemaan merkittävä testi kansainväliselle liiketoiminnalle. Näemme Espanjan markkinan erittäin mielenkiintoisena orgaanista kasvua ajatellen, mutta näyttöjä yhtiöllä ei tästä vielä ole. Näin ollen orgaanisen kasvun ennustaminen on äärimmäisen hankalaa, mutta ennustamme tällä hetkellä orgaanisen kasvun olevan ensi vuonna noin 5 % ja kiihtyvän seuraavina vuosina noin 10 %:n tasolle. Paljon riippuu siitä, miten voimakkaasti orgaaniseen kasvuun ollaan valmiita panostamaan Espanjassa lähivuosina, ja millaista vastinetta myyntipanostuksille saadaan.

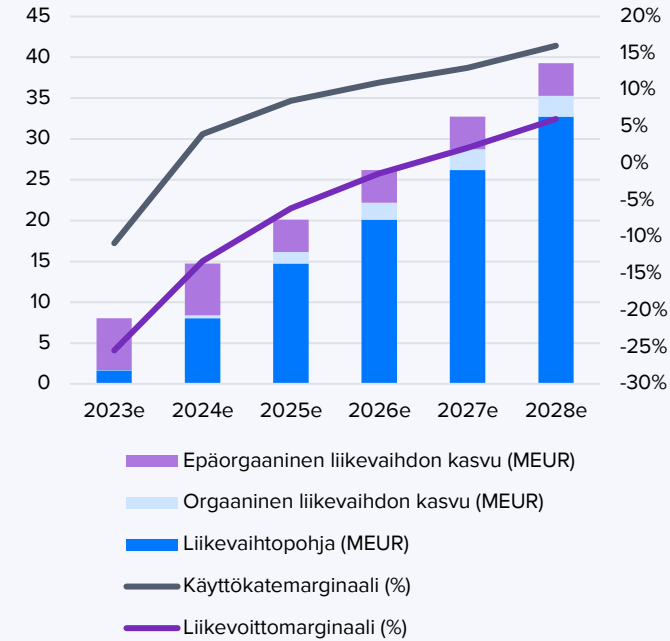
Espanjan kokonaiskasvun odotamme olevan hurjaa vielä ensi vuonna (2024e +84 %), mutta rauhoittuvan tämän jälkeen selvästi ja olevan vuonna 2026 noin 30 %. Ennustettu kasvuskenaario on esitetty viereisessä graafissa, ja siihen liittyvä epävarmuus on erittäin korkea.

## Odotamme kannattavuuden paranevan skaalan mukana

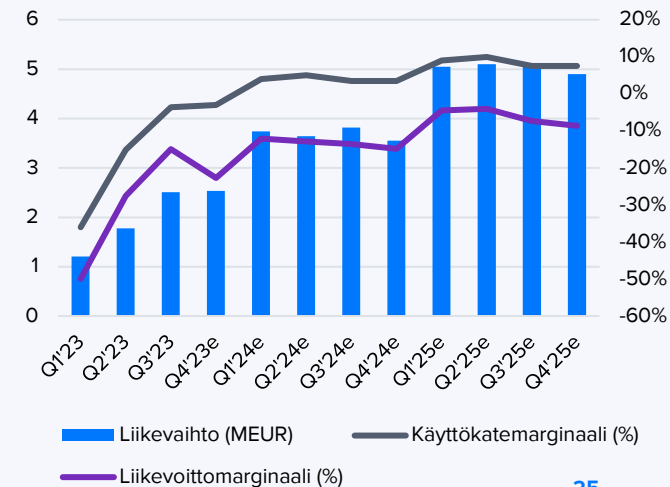
Espanjassa Talenomin kannattavuuden pitäisi kehittyä alkuvaiheessa suhteellisen lineaarisesti liikevaihdon kasvun mukana, koska maassa ei toistaiseksi aiota tehdä omien järjestelmien käyttöönottoja. Maaorganisaation kiinteät kulut (sisältäen Nomo) ovat arvioimme mukaan noin 2,0-2,5 MEUR vuodessa, mitä yhtiön pitäisi pystyä skaalaamaan kasvun mukana. Samalla yhtiöiden tuottavuuden pitäisi kasvaa maltillisesti tukien edelleen kannattavuutta.

Ennustamme nyt Espanjan (sis. Italia) käyttökateen nousevan noin 4 %:n tasolle vuonna 2024, mikä tarkoittaisi vuonna 2023 nähdyn trendin jatkumista. Vuonna 2025 odotamme käyttökateen nousevan 8,5 %:n tasolle ja tästä edelleen 11 %:n tasolle vuonna 2026. Ennusteemme nousevat vuonna 2028 aina 16 %:n tasolle, mikä on edelleen kohtuullinen taso yleisesti toimialalla. Toisaalta odotamme voimakkaiden kasvupanostuksien jatkuvan kauas tulevaisuuteen, mitä kautta optimaalista kannattavuutta ei nähdä tällä jaksolla. Ennustetut yritysostot tulevat kasvattamaan jatkuvasti myös poistomassaa, mitä kautta käyttökatemarginaalin parantuminen ei heijastu suoraan liiketulosmarginaaliin. Ennusteissamme liikevoitto nousee positiiviseksi vasta vuonna 2027.

## Ennusteet: Espanjan avainluvut



## Ennusteet: Espanja neljänneksellä



# Rahavirta ja taloudellinen tilanne 1/2

## Operatiivinen rahavirta investoidaan kasvuun

Talenomin Suomen ydinliiketoiminta tuottaa vuolasta operatiivista kassavirtaa ja kassavirtaprofiili on siinä mielessä suotuisa, ettei liiketoiminta sido käyttöpääomaa. Erityisesti viime vuosina rahavirta on kulutettu tehokkaasti yritysostoihin sekä it-investointeihin.

Viimeisen yhdeksän vuoden aikana (2014-2022) liiketoiminnan nettorahavirta on ollut keskimäärin 14,9 MEUR vuodessa, kun samaan aikaan käyttökate on ollut keskimäärin 15,9 MEUR vuodessa. Molemmat ovat olleet viime vuosina voimakkaassa kasvussa ja viime vuonna liiketoiminnan rahavirta oli jo 27,4 MEUR. Toisaalta ohjelmistojen ja digitaalisten palveluiden kehittäminen (2016-2022 arvio noin 50 MEUR) ja kasvu on ollut yleisesti kallista. Investointeihin käytetty rahamäärä on kasvanut vuosien mittaan selvästi ja viime vuonna investointeihin käytettiin yhteensä jo 32,0 MEUR, mitä selitti suuri määrä yritysostoja. Tätä kautta vapaa rahavirta on ollut negatiivinen ja kun lisäksi on maksettu osinkoja, niin yhtiön korollinen velka on kasvanut merkittävästi viime vuosina.

Liiketoiminnan nettorahavirtaa sekoittavat erityisesti asiakashankintaan liittyvät aktivoinnit sekä IFRS 16-vuokravastuut. Nämä lasketaan IFRS:n mukaisesti investointeihin ja rahoitukseen siitä huolimatta, että esimerkiksi toimitilavuokrat ovat käytännössä operatiivisia kuluja. Jos oikaisemme edellä mainitut erät takaisin liiketoiminnan nettorahavirtaan, luvut muuttuvat oleellisesti. Silti liiketoiminnan rahavirta on kohtuullisella tasolla (kts. graafi), mutta vapaa rahavirta on joka tapauksessa erittäin heikko.

## Aineettomat hyödykkeet ovat paisuneet taseessa

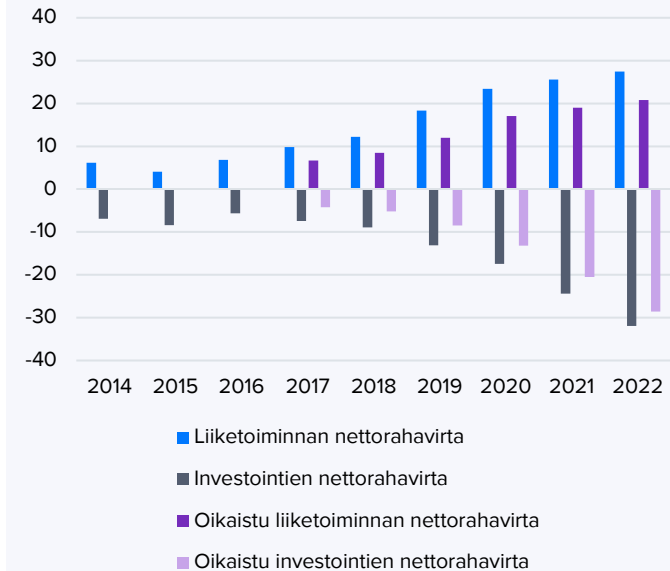
Talenomin taseessa on viime vuosina paisuneet liikearvo (yritysostojen takia) sekä muut aineettomat hyödykkeet, jotka kasvavat käsityksemme mukaan yritysostojen sekä ohjelmistoinvestointien takia. Esimerkiksi aktivoidut sopimuksesta aiheutuvat menot eivät ole kasvaneet taseessa oleellisesti, joten niiden aktivoinnit ja poistot ovat tasapainossa. Tämä tarkoittaa, etteivät ne ”vääristä” rahavirtoja.

Yritysostojen tase- ja rahavirtavaikutus on lähtökohtaisesti selkeä, joten investoinneista kyseenalaiseksi voi jäädä ohjelmistot ja digitaaliset palvelut. Täällä kasvu on ollut voimakasta viimeisen viiden vuoden aikana, kun Talenomin ohjelmistokehittäjien määrä ja näihin liittyvä kulu on noussut voimakkaasti. Suuri hyppäys tapahtui vuonna 2020, kun erä lähes kaksinkertaistui 10,1 MEUR:oon (2019: 5,3 MEUR) Tällä hetkellä Talenomilla on käsityksemme mukaan noin 100 henkilön kehitystiimi, johon liittyvät kulut yhtiö aktivoi taseeseen (2022: 12,1 MEUR). Mielestämme ohjelmistojen tuoma kilpailuetu on niin selkeä, että aktivointia on hankala pitää perusteettomana. Jos tämä erä kirjattaisiin kuitenkin suoraan kuluksi, olisi yhtiön kannattavuus merkittävästi alhaisempi.

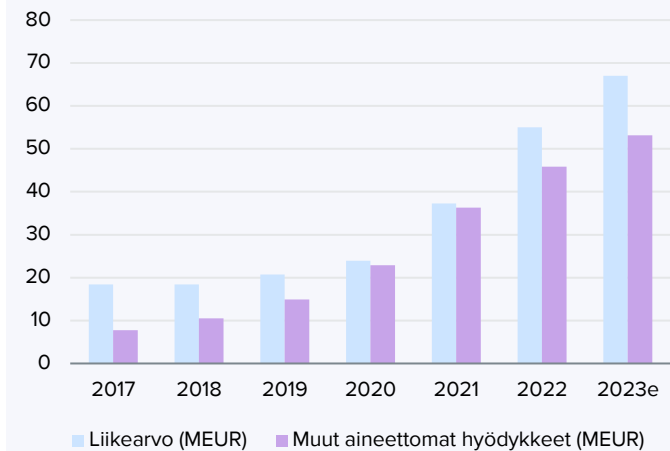
## Poistomassa on noussut edelleen

Talenomin viime vuosien erittäin suuret investoinnit ovat nostaneet yhtiön poistotasoa voimakkaasti viime vuosina, ja nousu on ollut myös liikevaihdon kasvua nopeampaa. Lähivuosina muutos tulee tasaantumaan, mutta poistojen kasvu jatkuu edelleen merkittävänä.

## Rahavirran pääelementit (raportoitu ja oikaistu)



## Taseessa voimakkaasti kasvaneet omaisuuserät



# Rahavirta ja taloudellinen tilanne 2/2

Talenomin poistot jakautuvat käytännössä kolmeen osa-alueeseen, joita ovat 1) aineettomat hyödykkeet, 2) aktivoidut sopimuksista aiheutuvat menot sekä 3) aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet (koneet, kalusto ja vuokratilat IFRS16). Aineettomien hyödykkeiden poistot kasvavat edelleen taseen mukana, mutta arvioimme kasvun olevan kuitenkin liikevaihdon kasvua hitaampaa tulevaisuudessa. Aktivoidut asiakashankintakulut heiluvat asiakaspoistuman kanssa (arvonalennukset), mitä kautta erä voi aiheuttaa yllätyksiä. Kokoluokka on kuitenkin kohtuullinen. Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet liikkuvat taas enemmän liiketoiminnan volyymin mukana. Yleisesti oleellista mielestämme on, että poistojen ja investointien tasapainon pitäisi parantua merkittävästi tulevina vuosina investointien laskiessa samalla yritysostojen mukana.

## Taseessa on velkaa, mutta tämä on perusteltua

Talenomin taloudellinen tilanne on edelleen hyvä, mutta voimakkaan yritysostovetoisen kasvun myötä korollisen velan määrä on kasvanut selvästi. Omavaraisuusaste oli Q3'23:n lopussa 31,6 % ja nettovelkaantumisaste 130 %. Korollista nettovelkaa oli 71,4 MEUR, mutta sen suhde edeltävän 12 kk:n käyttökatteeseen oli edelleen kohtuullinen 2,3x tasolla. Talenomin liiketoimintamalli on pääosin defenstiivinen ja yhtiö toimii ennustettavalla toimialalla, minkä myötä velkavivun käyttäminen on mielestämme perusteltua. Järkevällä velkavivun käytöllä yhtiö pystyy optimoimaan oman pääoman tuottoa ilman, että riskiprofiili nousee oleellisesti. Nousseet korot kuitenkin liudentavat nyt tästä saatavaa hyötyä.

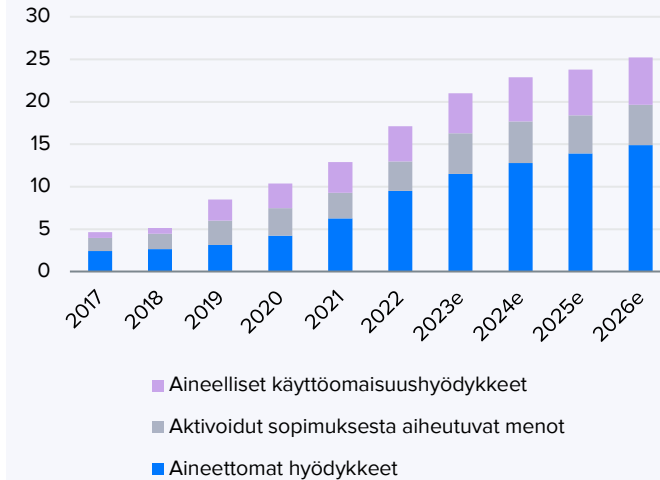
Emme ole huolestuneita velan määrästä, mutta nykyisellä korkotasolla se aiheuttaa jo merkittäviä korkokuluja. Vuosittaiset korkokulut ovat tulevina vuosina arvioimme mukaan suunnilleen 4 MEUR:n tasolla. Jarrun painaminen kasvuinvestoinneissa on taseenkin näkökulmasta perusteltua. Yhtiön painottaessa nyt jälleen kannattavuutensa parantamiseen taseasema voi vahvistua varsin nopeastikin yhtiön liiketoiminnan rahavirran ansiosta. Paljon riippuu luonnollisesti yhtiön tekemien investointien määrästä.

Riskitön yhtiön tase ei ole, ja epätodennäköisessä negatiivisessa skenaariossa taloustilanteen nopea heikentyminen voisi aiheuttaa ongelmia. Taseessa oli H1'23 lopussa noin 64 MEUR liikearvoa, noin 53 MEUR aineettomia hyödykkeitä (mm. ohjelmistojen kehittämismenot) ja noin 11 MEUR aktivoituja asiakassopimuksia, joten yhteensä nämä (128 MEUR) ylittävät reilusti yhtiön oman pääoman määrän (H1'23: 56 MEUR). Jos yhtiö alkaisi jostain syystä menettämään merkittävästi asiakkaita, yhtiön teknologia tulisi hyödyttömäksi ja / tai liiketoiminnan kannattavuus kehittyisi erittäin heikosti, taseriski nousisi nopeasti. Pidämme tätä kuitenkin erittäin epätodennäköisenä, ja yleisesti Talenomin riskiprofiilia maltillisena.

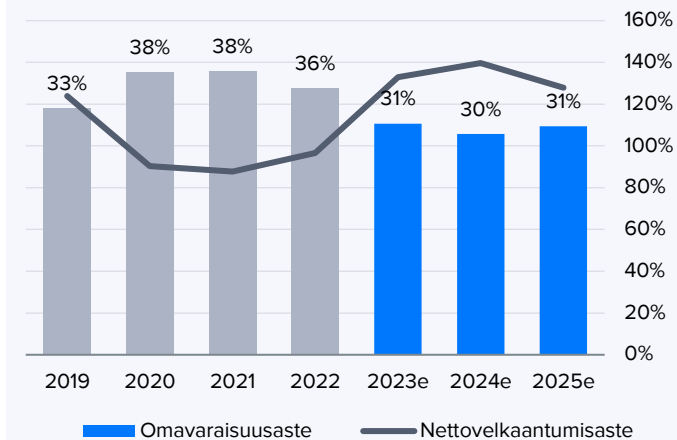
Talenomin taloudellisiin tavoitteisiin kuuluu vuosittain kasvava osinko, mikä on voimakkaan tulospudotuksen ja suurien investointien jälkeen nousseen velkaantuneisuuden tällä hetkellä varsin haastava tavoite. Pidemmällä aikavälillä tulos tulee arvioimme mukaan elpymään, jonka jälkeen osingon maksuun jää merkittävästi enemmän liikkumavaraa.

## Poistot (MEUR)

Huomautus: 2023 alaskirjaus 3,2 MEUR on oikaistu

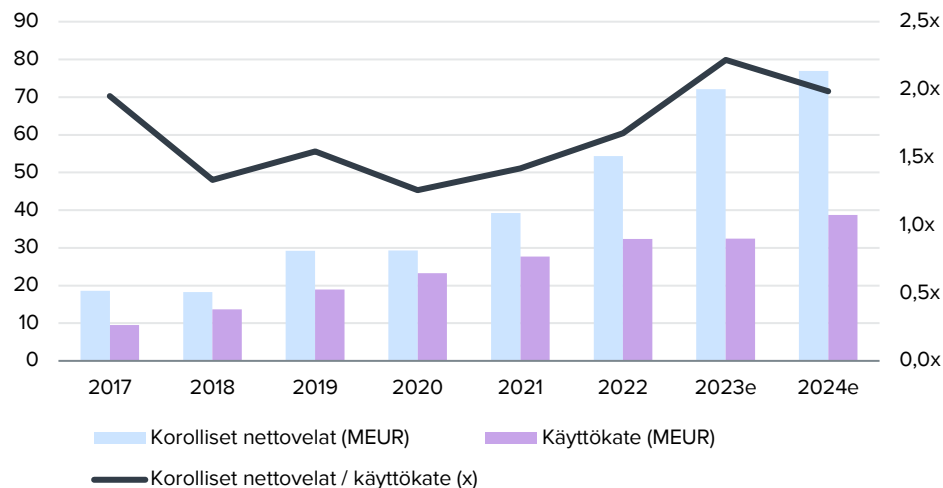


## Taseen avainlukujen kehitys

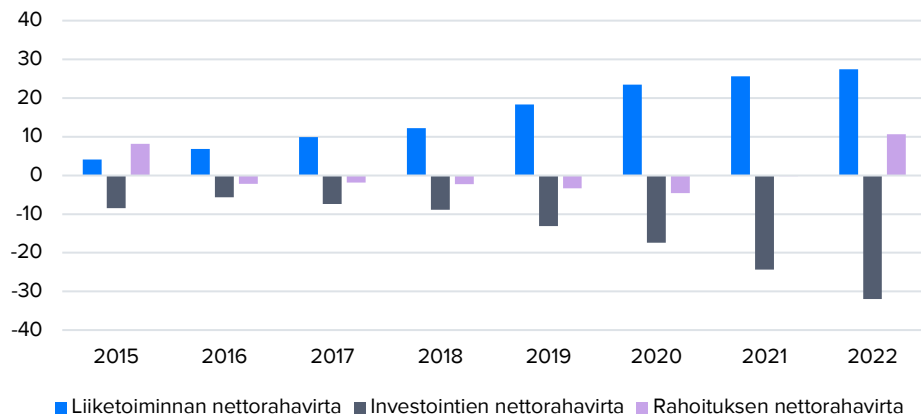


# Taloudellinen tilanne tiivistettynä

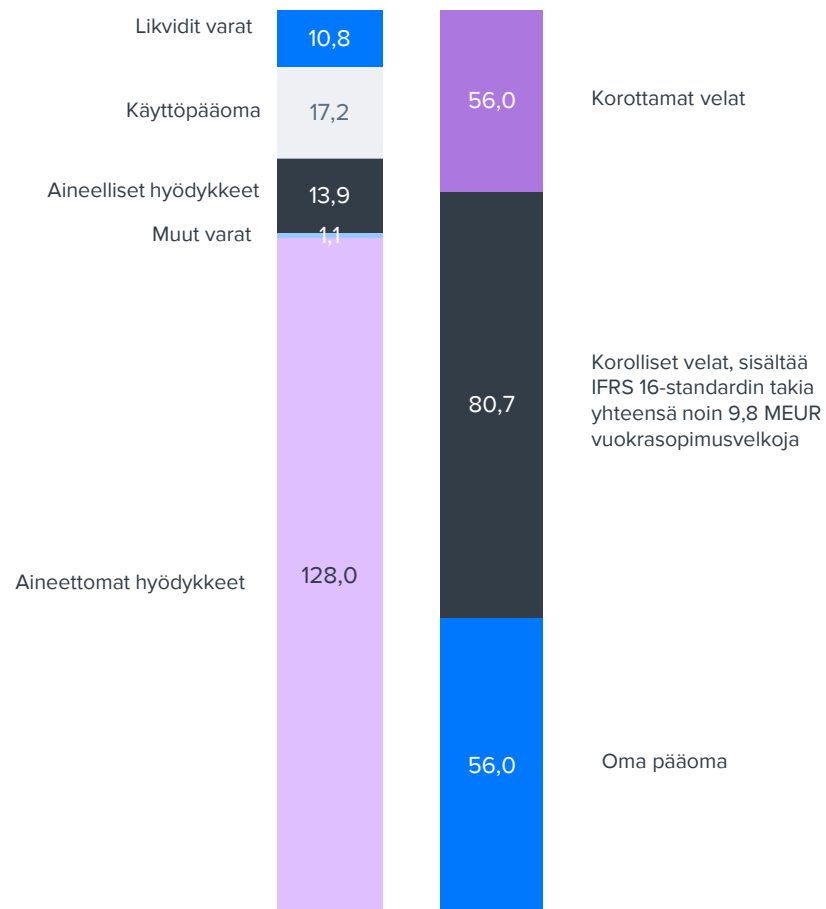
## Korolliset nettovelat ja velkaantuminen



## Rahavirran pääelementit



## Yksinkertaistettu taserakenne H1'23 (MEUR)



# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>94,3</b>	<b>124</b>	<b>146</b>	<b>155</b>	<b>163</b>
Liikearvo	37,3	55,0	67,0	71,0	75,0
Aineettomat hyödykkeet	44,7	55,9	64,1	68,1	71,1
Käyttöomaisuus	2,8	2,8	4,0	4,8	5,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	8,6	9,9	10,1	10,3	10,5
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>20,0</b>	<b>30,5</b>	<b>28,5</b>	<b>32,1</b>	<b>36,0</b>
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	9,8	14,5	16,4	18,5	20,7
Likvidit varat	10,1	16,0	12,1	13,7	15,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>118</b>	<b>156</b>	<b>175</b>	<b>186</b>	<b>197</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>44,7</b>	<b>56,0</b>	<b>54,3</b>	<b>55,1</b>	<b>60,5</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	23,1	29,1	24,3	25,1	30,5
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	21,6	26,9	29,9	29,9	29,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>50,4</b>	<b>62,3</b>	<b>80,7</b>	<b>81,8</b>	<b>87,4</b>
Laskennalliset verovelat	2,0	3,0	4,1	4,1	4,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	46,2	56,4	73,8	74,9	80,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,2	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>22,6</b>	<b>38,0</b>	<b>39,6</b>	<b>48,5</b>	<b>48,9</b>
Korolliset velat	3,2	13,7	10,5	15,7	12,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	16,6	24,3	29,1	32,8	36,8
Muut lyhytaikaiset velat	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>118</b>	<b>156</b>	<b>175</b>	<b>186</b>	<b>197</b>

# Konserniennusteet 1/3

## Kasvua on kiihdytetty merkittävästi yritysostoilla

Talenom on kiihdyttänyt kasvuaan suurella määrällä yritysostoja viime vuosina. Valtaosa yritysostoista on kohdistunut Ruotsiin ja Espanjaan, mitä kautta yhtiö on rakentanut nopeassa aikataulussa merkittävät liiketoiminnat molempiin maihin. Kaikki yhtiön tekemät yritysostot vuodesta 2016 eteenpäin on listattu yhtiön [sijoittajat-sivuilla](#). Kun tänä vuonna tehdyt yritysostot näkyvät kokonaisuudessaan Talenomin luvuissa, ennustamme Suomen ulkopuolisen liikevaihdon osuus nousevan yli 30 %:n tasolle.

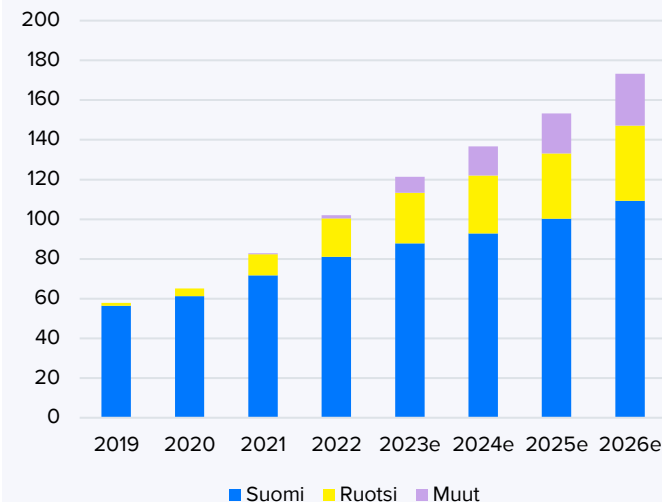
Nyt yritysostot on kuitenkin jäädytetty Suomen lisäksi Ruotsissa, ja Espanjassakin tahti tulee hidastumaan merkittävästi. Fokus on siirtynyt voimakkaasti kannattavuuteen, joka on laskenut rajusti aggressiivisessa kasvuvaiheessa. Talenomin Suomen liiketoiminnan kannattavuus on tämän hetken suhteellisesta heikkoudesta huolimatta erinomainen, mutta ulkomaiden tuloskontribuutio on käytännössä nollassa (käyttökate pieni positiivinen, liike-tulos selvästi negatiivinen). Käsittelimme Ruotsin ja Espanjan tilannetta erikseen maakohtaisissa kappaleissa, mutta kokonaisuuden kannalta on kriittistä ymmärtää, että lähes kolmannes konsernin liikevaihdosta ei tällä hetkellä tee tulosta. Tällä on luonnollisesti valtava vaikutus kokonaisuuteen, ja Talenomin liikevoittomarginaali on ainakin puolittunut viime vuosien aikana. Vuonna 2020 konsernin liikevoittomarginaali oli 19,8 %, mutta tänä vuonna kertaluontoisesta alaskirjauksesta oikaistukin liikevoittomarginaali jää alle 10 %:n tason.

## Tulospotentialiaali vs. nykyinen tuloskunto

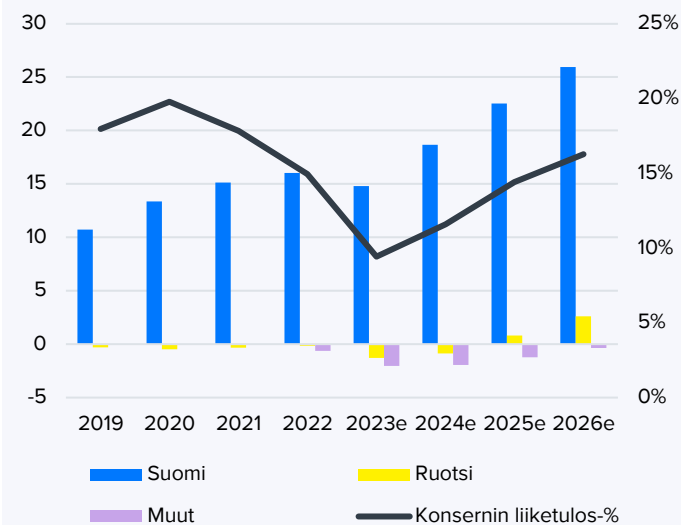
Lyhyellä aikavälillä erityisesti kansainvälisten yritysostojen vaikutus suhteelliseen kannattavuuteen on vahvasti negatiivinen. Maaorganisaatiot tuovat kiinteitä kuluja, integrointiin ja ohjelmistojen käyttöönottoon liittyy merkittäviä kuluja ja ostokohteiden lähtökohtainen kannattavuus on merkittävästi Talenomin Suomen kannattavuutta heikompi. Lähtökohtaisesti Talenom ei myöskään "saneeraa" ostokohteita, vaan tehostaa niiden toimintaa omilla prosesseilla ja automatisoiduilla ohjelmistoilla. Tämä tarkoittaa toimintatapoihin merkittäviä muutoksia, jotka vaativat hyvässä skenaariossakin aikaa ja aiheuttavat helposti vaihtuvuutta sekä henkilöstössä että asiakkuuksissa. Tehokkuushyödyt näkyvät kirjanpitäjien omaksuttua uudet toimintatavat, mutta kannattavuushyödyt näkyvät lähtökohtaisesti vasta, kun yhtiöt saavat uusia asiakkaita ja kirjanpitäjäkohtainen liikevaihto kasvaa automaation tukemana. Tätä kautta viive on pitkä.

Talenom on arvioinut yritysostokohteen kannattavuuden nousevan Talenomin muun liiketoiminnan kannattavuustasolle kolmen vuoden kuluttua ostohetkestä. Tästä yhtiöllä on näyttöjä aiemmista Suomessa tehdyistä yritysostoista, mutta tämä vaatii omien kirjanpitojärjestelmien käyttöönottoa. Tämä on käynnissä nyt Ruotsissa ja käyttöönottoprojektin loppuunsaattaminen vaatii vielä vuoden 2024. Talenomin arvioiden pohjalta Ruotsin kannattavuuden pitäisi siis nousta käytännössä Suomen tasolle vuonna 2027.

Liikevaihdon kehitys eri maissa (MEUR)



Liiketulos eri maissa (MEUR) ja konsernin liiketulos-%



## Konserniennusteet 2/3

Espanjassa tilanne on hieman erilainen, koska Talenomin omaa kirjanpitojärjestelmää ei olla toistaiseksi ottamassa käyttöön. Yhtiöllä on Espanjassa oma asiakaskäyttöliittymä (vrt. Talenom Online) ja kirjanpitoprosesseja tehostetaan robotiikalla, jolla päästään myös merkittäviin tehokkuushyötyihin. Tämä tapa ei vaadi raskaita investointeja, joten kehityksen pitäisi olla selvästi Ruotsia tasaisempaa.

Talenomin Suomen liiketoiminnan todistettu käyttökatemarginaali on noin 40 %, mitä vasten voimme peilata potentiaalista kannattavuusparannusta Ruotsissa. Ennustamme Ruotsin käyttökatemarginaalin olevan tänä vuonna noin 5 %, joten potentiaalinen parannus on huimat 35 %-yksikköä seuraavan 3-4 vuoden aikana. Arvioimme Ruotsin vuoden 2024 liikevaihdon olevan noin 29 MEUR, joten pelkästään tähän peilaten tulosparannus-potentiaali käyttökateetasolla olisi noin 10 MEUR. Tämä ei huomioi orgaanista kasvua, joka on vaatimus parannuksille ja onnistuessaan kasvattaa tulosparannuksen kokoluokkaa merkittävästi.

Espanjassa potentiaalinen kannattavuus on merkittävästi pienempi ilman omia järjestelmiä, mutta ainakin yli 20 %:n käyttökatemarginaalin pitäisi olla saavutettavissa yleisesti hyvin kannattavassa maassa. Vuonna 2023 odotamme Espanjan käyttökatemarginaalin olevan kokoluokassa -10 %, joten tässäkin marginaalin parannuspotentiaali olisi noin 30 %-yksikköä skaalan ja tehokkuuden kasvaessa. Absoluutisissa euroissa tämä olisi noin 4,5 MEUR vuoden 2024 liikevaihtoennusteella (noin 15 MEUR). Espanjassa kasvu tulee olemaan sekä orgaanista että

epäorgaanista, mikä tekee tilanteesta entistä monimutkaisemman.

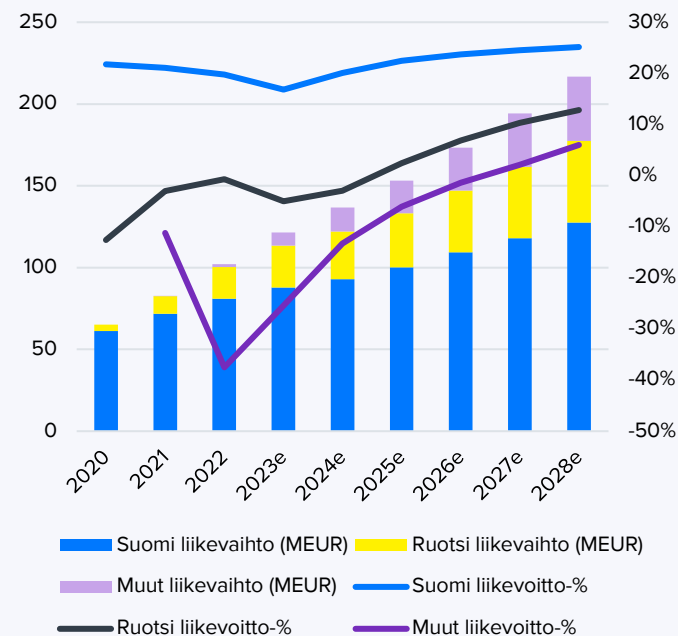
Kokonaisuudessaan voimme kuitenkin arvioida karusti, että ulkomaiden murrosvaiheessa olevien liiketoimintojen tulosparannuspotentiaali on seuraavan viiden vuoden aikana ainakin 15 MEUR. Talenomin 2023 käyttökate yli 30 MEUR, mihin potentiaalista tulosparannusta voi suhteuttaa. Samalla korostamme, etteivät ennusteemme nojaa Talenomin indikoimien parannuksien kannattavuusparannuksien toteutumiseen. Omat odotuksemme, joita käsittelemme maakohtaisissa kappaleissa, ovat merkittävästi alempia.

### Tuloskasvunäkymä on erinomainen

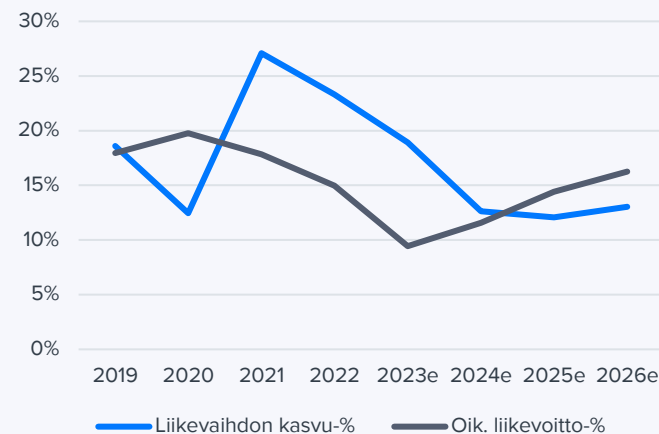
Vaikka edellä mainittuun potentiaaliin on syytä suhtautua erittäin kriittisesti ilman todisteita kannattavuusparannuksista ja orgaanisesta kasvusta ulkomailla, on Talenomin keskipitkän aikavälin tuloskasvunäkymä erinomainen. Fokuksen kääntyminen kasvusta takaisin kannattavuuteen ja tästä seuranneet pehmeät tehostamistoimet tulevat heijastumaan vuonna 2024 Suomen liiketoiminnan kannattavuuteen. Ruotsissa ensi vuosi on vielä hankala ohjelmistojen käyttöönoton raskauden takia, mutta Espanjassa kannattavuustrendi on selvästi positiivinen (todella alhaiselta lähtötasolta).

Talenom on historiassa painotellut usein kasvun ja kannattavuuden välillä. Molempia on käytännössä mahdotonta saada lyhyellä aikavälillä, mutta painopisteitä muuttamalla tuloksia on saatu molempiin suuntiin (kts. Graafi). Nyt painopiste on siirtynyt voimakkaasti kannattavuuden suuntaan, ja odotamme tuloksia 2024 erityisesti Suomessa.

Maakohtaiset liikevaihto- ja kannattavuusennusteet (%)



Kasvun ja kannattavuuden yhteys



# Konserniennusteet 3/3

Vuoden 2023 poikkeuksellisen heikolta tulostasolta ennustamme tuloskasvu on lähivuosina todella voimakasta. Tässä on kuitenkin huomioitava, että vuoden 2023 osakekohtaisen tuloksen ennuste 0,14 euroa on alle vuoden 2018 tason (0,15 €). Talenomin liikevaihto oli 48,9 MEUR vuonna 2018, kun tänä vuonna taso on yli 120 MEUR. Tämä kuvastaa, miten surkea Talenomin kannattavuus on tällä hetkellä suhteessa yhtiön suoritustasoon, ja toisaalta miten heikko vuoden 2023 tulostaso oikeasti on.

Hahmottaisimme Talenomin lähivuosien tuloskasvunäkymää kahden kriittisen tekijän kautta: 1) liikevaihdon kasvu sekä 2) liikevoittomarginaalin muutos. Liikevaihdon kasvu tulee lähivuosina olemaan valtaosin orgaanista (yritysostot jatkuvat vain Espanjassa) ja erityisesti ulkomailla uusasiakkaiden hankinta on kriittinen todiste myös Talenomin liiketoimintamallin toiminnasta. Ennustamme Talenomin liikevaihdon kasvavan vuosina 2024-2027 vuosittain 12-13 % yhtiön keskittyessä ja panostaessa orgaaniseen kasvuun myös Ruotsissa sekä Espanjassa. Tämä antaa luonnollisesti tuloskasvulle hyvän pohjan.

Liikevoittomarginaalin osalta odotamme kolmen vuoden laskuputken katkeavan ensi vuonna, ja liikevoittomarginaalin parantuvan 2,1%-yksikköä. Odotamme kannattavuuden elpyvän Suomessa "normaalitasolle" tehokkuuden parantuessa ja elpyvän Espanjassa kiinteiden kulujen osuuden pienentyessä. Vuonna 2025 odotamme lisäksi ensimmäistä merkittävää parannusta Ruotsissa, josta pitäisi tulla merkittävä tulosajuri vuosille

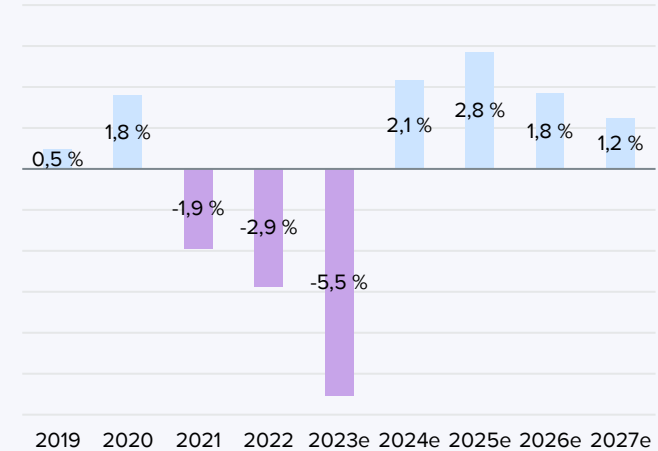
2026-2027. Liikevoittomarginaalin parantuminen tarjoaa luonnollisesti merkittävän vivun osakekohtaisen tuloksen kasvulle, joka kasvaa tätä kautta todella voimakkaasti 2024-2027.

## Oman pääoman tuotto elpyy kannattavuuden mukana

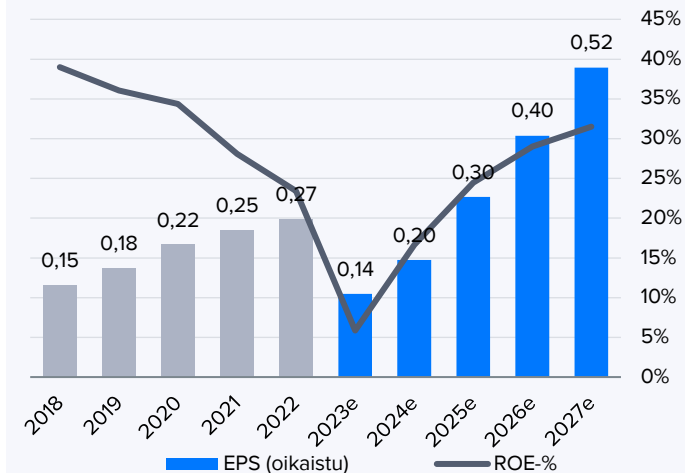
Talenomin oman pääoman tuotto on ollut historiassa erinomaisella 30-40 %:n tasolla. Kannattavuuden romahtaminen viime vuosina on iskenyt voimakkaasti oman pääoman tuottoon, minkä lisäksi investoinnit kansainväliseen kasvuun ovat olleet raskaita. Vuoden 2023 surkealta tasolta, jolla yhtiön omistaja-arvon luomista voidaan kyseenalaistaa, yhtiö tulee parantamaan voimakkaasti lähivuosina.

Investoinnit tulevat pienentymään merkittävästi yritysostojen vähentyessä, ja samalla tuloskasvu on voimakasta kannattavuuden parantuessa. Takaisin aiemmalle yli 30 %:n tasolle yhtiö pääsee ennusteissamme kuitenkin vasta vuonna 2027, mikä kuvastaa kansainvälisen kasvun vaatimia panostuksia. Joka tapauksessa odotamme Talenomin palaavan selvästi omistaja-arvoa luovien yhtiöiden joukkoon jo ensi vuonna ja tahdin kiihtyvän merkittävästi tästä eteenpäin.

Liikevoittomarginaalin muutos (v/v, %)



Tuloskasvu (EPS) ja ROE-%





# Tuloslaskelma

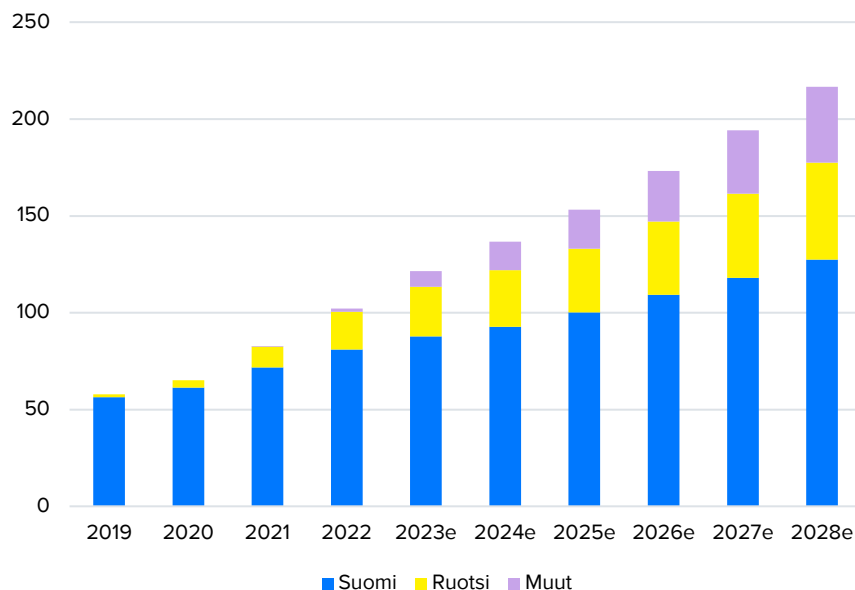
Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>82,8</b>	<b>25,2</b>	<b>27,0</b>	<b>23,6</b>	<b>26,3</b>	<b>102</b>	<b>31,3</b>	<b>32,4</b>	<b>28,3</b>	<b>29,4</b>	<b>121</b>	<b>137</b>	<b>153</b>	<b>173</b>
Suomi	71,8	21,0	21,4	18,8	19,8	81,0	23,4	23,3	20,3	20,8	87,8	92,8	100	109
Ruotsi	10,7	4,0	5,3	4,3	5,8	19,4	6,7	7,3	5,5	6,0	25,6	29,2	32,9	37,8
Muut maat	0,4	0,3	0,3	0,4	0,7	1,7	1,2	1,8	2,5	2,5	8,0	14,8	20,1	26,2
<b>Käyttökate</b>	<b>27,7</b>	<b>8,9</b>	<b>9,3</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>32,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>32,5</b>	<b>38,7</b>	<b>45,9</b>	<b>53,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-12,9	-4,0	-4,2	-4,2	-4,8	-17,1	-4,9	-5,2	-8,4	-5,7	-24,2	-22,9	-23,8	-25,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>14,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>15,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>11,4</b>	<b>15,8</b>	<b>22,1</b>	<b>28,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>14,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>15,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>8,3</b>	<b>15,8</b>	<b>22,1</b>	<b>28,2</b>
Suomi	15,1	4,8	4,8	3,3	3,1	16,0	4,1	4,0	3,5	3,2	14,8	18,7	22,5	25,9
Ruotsi	-0,3	0,1	0,4	-0,2	-0,5	-0,1	0,2	-0,1	-0,7	-0,7	-1,3	-0,9	0,8	2,6
Muut maat	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,6	-2,0	-2,0	-1,2	-0,4
Kohdistamattomat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-3,2	0,0	-3,2	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	-0,8	-1,1	-1,0	-3,6	-4,0	-4,0	-3,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>14,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>14,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,9</b>	<b>4,7</b>	<b>11,8</b>	<b>18,1</b>	<b>24,3</b>
Verot	-3,2	-1,0	-1,0	-0,6	-0,1	-2,8	-0,7	-0,7	0,2	-0,2	-1,4	-2,7	-4,0	-5,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>10,8</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>11,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>3,2</b>	<b>9,1</b>	<b>14,1</b>	<b>18,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,25</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,27</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,14</b>	<b>0,20</b>	<b>0,30</b>	<b>0,40</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,25</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,27</b>	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,20</b>	<b>0,30</b>	<b>0,40</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	27,1 %	24,1 %	26,2 %	21,7 %	21,1 %	23,3 %	24,2 %	20,1 %	20,0 %	11,6 %	18,9 %	12,6 %	12,1 %	13,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	14,6 %	10,1 %	24,0 %	-10,1 %	-21,2 %	3,4 %	-28,9 %	-28,6 %	-22,3 %	-12,1 %	-25,0 %	38,3 %	39,6 %	27,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	33,4 %	35,2 %	34,4 %	30,8 %	26,4 %	31,7 %	26,7 %	27,3 %	27,0 %	26,0 %	26,8 %	28,3 %	29,9 %	30,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	17,8 %	19,3 %	19,0 %	13,0 %	8,4 %	15,0 %	11,0 %	11,3 %	8,4 %	6,6 %	9,4 %	11,6 %	14,4 %	16,3 %
<b>Nettotulos-%</b>	13,0 %	14,9 %	15,0 %	9,2 %	7,0 %	11,6 %	6,6 %	6,7 %	-6,0 %	2,4 %	2,7 %	6,7 %	9,2 %	10,9 %

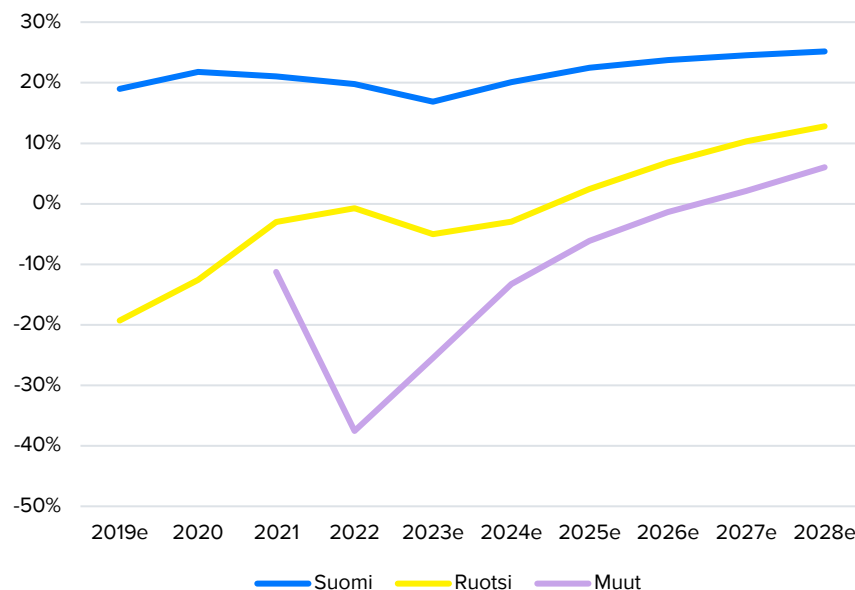
Lähde: Inderes

# Ennusteet ja ennustemuutokset

Liikevaihdon kehitys eri maissa (MEUR)



Maakohtaiset liikevoittomarginaalit (%)



Ennustemuutokset MEUR / EUR	2023e	2023e	Muutos %	2024e	2024e	Muutos %	2025e	2025e	Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	123	121	-1 %	141	137	-3 %	164	153	-7 %
Käyttökate	32,3	32,5	1 %	38,8	38,7	0 %	44,3	45,9	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,6	11,4	-1 %	17,0	15,8	-7 %	23,8	22,1	-7 %
Liikevoitto	8,4	8,3	-1 %	17,0	15,8	-7 %	23,8	22,1	-7 %
Tulos ennen veroja	4,8	4,7	-3 %	13,0	11,8	-9 %	19,7	18,1	-8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,14	0,14	-2 %	0,22	0,20	-11 %	0,33	0,30	-9 %
Osakekohtainen osinko	0,18	0,18	0 %	0,19	0,19	0 %	0,20	0,20	0 %

## Huomautus ennustemuutoksiin

Olemme mallintaneet Talenomin nyt ensimmäistä kertaa maakohtaisesti, mitä kautta ennustemuutoksien tarkka avaaminen on hankalaa. Olemme keskittyneet avaamaan nykyisten ennusteiden taustoja. Jatkossa muutoksia on helppo seurata mallinnustavan pysyessä oletettavasti samana.

# Arvonmääritys 1/4

## Vuosi 2023 oli risteyskohta kasvutarinassa

Talenomin viimeisen yli kymmenen vuoden kalliit kasvuponnistelut ovat jo luoneet merkittävästi arvoa. Tulokset ovat näkyvissä Suomessa, mutta kansainväliseen kasvuun tehdyt valtavat investoinnit eivät ole toistaiseksi tuottaneet juuri muuta kuin kuluja. Vaikka tulokasvuun erityisesti ulkomailla liittyy merkittävää epävarmuutta, olemme hyvin luottavaisia merkittävään tulosparannukseen keskipitkällä aikavälillä. Tässä mielessä vuosi 2023 on merkittävä risteyskohta, jossa yhtiö kääntyi jälleen kohti kannattavuutta aggressiivisen kasvuvaiheen jälkeen.

Talenomin sijoitustarinassa on paljon houkuttelevia elementtejä ja mahdollisuuksia, joita harvalla Helsingin pörssi-yhtiöllä on. Liiketoiminta on valtaosin jatkuvaa, defensiivistä, kannattavuus varsin skaalautuvaa ja kilpailuedut vahvoja yhtiön valitsemalla pk-sektorilla, mistä todisteena on Suomen edelleen erinomainen kannattavuus. Yhtiöllä on vahva asema murroksessa olevalla tilitoimistotoimialalla, jonka tulevaisuuden voittajiin Talenom arviomme mukaan kuuluu ainakin Suomessa. Suomen tuottamaa vuolasta rahavirtaa on investoitu kansainväliseen kasvuun, mikä avaa realistiset mahdollisuudet menestykseen myös Euroopan markkinoilla pitkällä aikavälillä.

## Riskiprofiili on kokonaisuudessa kohtuullinen

Kokonaisuutena näemme Talenomin ydinliiketoiminnan riskiprofiilin matalana, koska automatisoidun kirjanpitojärjestelmän tehokkuus ja liiketoiminnan skaalautuvuus on todistettu Suomessa. Kansainvälistymisen osalta yhtiöllä on

kuitenkin edelleen paljon todistettavaa, sillä Talenomin toimintatavan tuloksellisuutta ei ole toistaiseksi todistettu Ruotsissa tai muualla Euroopassa. Tämä nostaa merkittävästi Talenomin kokonaisriskiprofiilia, joka on kuitenkin edelleen kohtuullinen. Aiemmin korkea osakkeen arvostusriski on madaltunut selvästi osakkeen hinnan laskiessa erittäin voimakkaasti viime vuoden huipuistaan. Arvostus pitää kuitenkin edelleen sisällään odotuksia tulevien vuosien reippaasta tulokasvusta, mutta mielestämme odotukset ovat realistisia.

## Osien summa mukaan arvonmääritykseen

Talenom on historiallisesti ollut nopeasti kasvava ja erinomaista pääoman tuottoa tekevä yhtiö, mutta erityisesti voimakkaan kansainvälisen kasvun myötä tulokasvu on väliaikaisesti kääntynyt ja pääoman tuotot laskeneet. Kun Suomi tekee konsernin tuloksen ja muut tuhoavat sitä, arvostuskertoimien heijastama kuva ei anna arvoa kansainväliselle liiketoiminnalle. Tätä kautta lähivuosien arvostuskertoimet hylkäävät koko kansainvälisen liiketoiminnan potentiaalin, mihin kuitenkin itse uskomme keskipitkällä aikavälillä.

Tilannetta voi arvioida katsomalla pidemmän aikavälin arvostuskertoimia tai suhteuttamalla arvostuskertoimia lähivuosien odotettuun tulokasvuun, mutta tulokasvun kulmakertoimeen liittyy merkittävää epävarmuutta. Näin ollen olemme tarkastelleet Talenomin arvostusta nyt myös arvioimalla maakohtaisesti sen liiketoimintojen arvoja ja ottamalla osien summa - laskelman merkittäväksi osaksi arvonmääritystä.



## Talenomin hyväksyttävään arvostukseen vaikuttavia tekijöitä

- Talenomin liikevaihdosta noin 70 % on jatkuvaa kuukausilaskutusta ja noin 30 % on volyympohjaista (esimerkiksi palkanlaskenta), mikä sekkin on valtaosin jatkuvaa. Tämä kuvastaa erittäin defensiivistä liiketoimintaa ja markkinaa.
- Valtaosin jatkuvan liikevaihdon ja defensiivisen toimialan ansiosta näkyvyys ydinliiketoiminnan kehitykseen on yleisesti erittäin hyvä. Haasteita ovat aiheuttaneet yritysostot ja kansainvälistyminen.
- Talenom on skaalaan ja toimintamalliin perustuvien kilpailuetujensa ansiosta toimialan murroksen voittajia ja tulee kasvamaan selvästi markkinoita nopeammin.
- Talenomin kannattavuus skaalautuu, koska kirjanpidon automatisaatioaste nousee edelleen. Vuodet 2021-2023 ovat skaalautuvassa kannattavuudessa väli vuosia, koska yhtiö on ollut poikkeuksellisen aktiivinen yritysostoissa ja laajentunut voimakkaasti kansainvälisesti.
- Tilitoimistoala on yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, koska kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille. Tämän takia myös Talenomin riskiprofiili on lähtökohtaisesti alhainen, mutta nyt riskejä nostavat 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

## Kirjanpitoarvojen kautta arviointi

Yksinkertainen tapa hahmottaa Talenomin arvostusta on antaa Ruotsille ja Espanjalle niiden kirja-arvo, ja allokoida muu yritysarvo Suomelle. Silloin oletamme kansainvälisen liiketoiminnan osalta vain sen, ettei Talenom ole tuhonnut omistaja-arvoa yritysostoillaan. Tämän pitäisi olla suhteellisen turvallinen oletus, koska valtaosa yritysostoista on tehty hyvin kohtuulliseen arvostustasoon ja konsolidoituvalla toimialalla ostajia liiketoiminnoille luulisi olevan. Riskiksi jää käytännössä, että toimintatapojen muutoksessa Talenom aiheuttaisi pysyviä haittoja yhtiöihin.

Arvioimme Ruotsin kirjanpitoarvon olevan vuoden 2023 lopussa noin 38 MEUR. Tämä on laskettu vuoden 2022 arvosta (33 MEUR) ja uusista yritysostoista, joita yhtiö on tehnyt tänä vuonna Ruotsissa. Arvo ei ole tarkka, mutta antanee järkevän lähtökohdan tarkasteluun. Muut maat-segmentin osalta logiikka on sama, ja arvioimme on noin 24 MEUR vuoden 2023 lopussa. Talenomin velaton yritysarvo (EV) on noin 347 MEUR (osakekurssilla 6,00 €), mitä kautta Suomen liiketoiminnalle jää arvoa 285 MEUR.

Ennustamme Suomen liikeluoksen olevan vuonna 2024 18,7 MEUR, mitä kautta Suomen EV/EBIT olisi noin 15x jäljelle jääneellä arvolla. Tämä on mielestämme kohtuulliselta huomioiden, että kyseessä on vahvat vallitahaudat omaava liiketoiminta defensiivisellä toimialalla ja liiketoiminta kasvaa edelleen kohtuullisesti (5-10 % orgaanisesti). Tämä vahvistaa näkemystämme siitä, ettei Talenomin arvostus ole kohtuuton. Mainitaan mielenkiinnosta, että Talenomin kirjanpitoarvo

Suomelle oli vuoden 2022 lopussa noin 65 MEUR.

## Osien summa -laskelma

Varsinaisessa osien summa -laskelmassa pyrimme määrittämään todellisen arvo kaikille relevanteille osille. Sekä Ruotsin että Espanjan kohdalla arvostuksessa täytyy katsoa pitkälle tulevaisuuteen, jotta saamme järkevän tulosperustaisen kertoimen. Esitämme molemmille vuodet 2025-2027, mutta nojaamme erityisesti vuoteen 2026 molempien kohdalla.

Ennusteisiin liittyvän huomattavan epävarmuuden ja pitkän aikahorisontin takia on perusteltua käyttää korkeaa tuottovaatimusta. Talenom itse käytti vuoden 2022 vuosikertomuksessa sekä Ruotsille (17,5 %) että Espanjalle (19,3 %) erittäin korkeita diskonttauskorkoja (WACC) arvonalennustestauksessaan. Arvoja ei pitäisi irrottaa asiayhteyksistä, mutta suuntaa ne silti antavat. Käytämme tässä Ruotsille 15 %:n ja Espanjalle 18 %:n tuottovaatimusta, ja määritämme neutraaliksi kertoimeksi 11x EV/EBITDA vuoden 2026 ennusteella Ruotsissa ja 14x Espanjassa. Molempien pitäisi olla edelleen vahvassa kasvuvaiheessa tuolloin, mutta Espanjassa kehityskaari olisi edelleen aivan alussa.

Lopputulokseksi saamme Ruotsin yritysarvoksi noin 45 MEUR ja Espanjan noin 27 MEUR vuoteen 2024 tuottovaatimuksella diskontattuna. Arvot ovat hieman Talenomin kirjanpitoarvoja korkeampia. Tämä kuvastaa arviomme mukaan liiketoimintojen tämän hetken heikkoa kannattavuutta, toimialalle tyypillistä pitkää viivettä parannuksiin sekä toisaalta varsin maltillisia ennusteitamme tuleville vuosille.

Ruotsi	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto (MEUR)</b>	32,9	37,8	43,5
<b>Käyttökate (MEUR)</b>	3,7	5,7	7,8
<b>Liiketulos (MEUR)</b>	0,8	2,6	4,5
<b>EV/EBITDA-kerroin (x)</b>	12,0	11,0	10,0
<b>EV/EBIT-kerroin (x)</b>	55,0	24,1	17,4
<b>EV/S-kerroin (x)</b>	1,3	1,7	1,8

<b>Yritysarvo (MEUR)</b>	43,8	62,4	78,3
<b>Tuottovaatimus</b>	15 %	15 %	15 %
<b>Arvo 2024e</b>	37,3	45,1	48,1

Lähde: Inderes

Espanja	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto (MEUR)</b>	20,1	26,2	32,7
<b>Käyttökate (MEUR)</b>	1,7	2,9	4,3
<b>Liiketulos (MEUR)</b>	-1,2	-0,4	0,7
<b>EV/EBITDA-kerroin (x)</b>	16,0	14,0	12,0
<b>EV/EBIT-kerroin (x)</b>	-	-	73,6
<b>EV/S-kerroin (x)</b>	1,4	1,5	1,6

<b>Yritysarvo (MEUR)</b>	27,4	40,3	51,0
<b>Tuottovaatimus</b>	18 %	18 %	18 %
<b>Arvo 2024e</b>	22,5	27,1	28,1

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 3/4

Suomen liiketoiminnan arvo on mielestämme suoraviivaisesti EV/EBIT 16x vuoden 2024 tulosestimateella eli noin 298 MEUR. Koko osien summa on siis näkemyksemme mukaan noin 370 MEUR, kun käsittelemme edelleen yritysarvoa (EV). Arvioimme Talenomin korollisten nettovelkojen olevan vuoden 2023 lopussa noin 72 MEUR, mitkä vähentämällä pääsemme noin 300 MEUR:n markkina-arvoon. Osakekohtaisesti tämä tarkoittaa noin 6,5 euroa. Epävarmuuksia laskelmaan liittyy paljon, mutta arvioimme sen antavan järkevän kuvan Talenomin osakkeen arvon jakautumisesta tällä hetkellä. Suomessa arvo on suhteessa erittäin konkreettinen, kun taas kansainvälisen liiketoiminnan osalta se pohjautuu valtaosin tulevaisuuden potentiaaliin.

## Arvostuskertoimet

Vuoden 2023 heikolla tuloksella oikaistu P/E-kerroin on korkea yli 40x ja oikaistu EV/EBIT yli 30x. Näistä sijoittajat eivät saa tukea, joten arvostus vaatii luottamusta yhtiön kannattavuus- ja tuloskäänteeseen toteutumiseen. Itse luotamme vahvasti siihen, että ensi vuonna tulos elpyy ja yhtiö saa jälleen vahvan tulokasvuajurin. Silloin myös arvostuskertoimet näyttävät merkittävästi jo paremmalta, vaikkei yhtiö enää varsinaisessa alekorissa mielestämme ole. Vuoden 2024 ennusteilla P/E on reilut 30x ja EV/EBIT reilut 22x. Kertoimet ovat mielestämme nykytilanteessa perusteltuja, mutta eivät erityisen houkuttelevia. Käänte on siis jo hinnoiteltu osakkeeseen.

Jos ajattelemme tästä vuoden eteenpäin, kuten 12 kuukauden tavoitehinnassa pitäisi tehdä, katsomme jo vuoden 2025 kertoimia. Silloin tulokasvukone olisi jo käynnistynyt ja seuraavan vuoden kertoimet olisivat varsin houkuttelevia (2025e P/E 20x ja

EV/EBIT 16x) huomioiden, että kansainvälisesti Talenomin tarina on vasta alussa. Vaikka näkyvyys vuoteen 2025 on vielä erittäin heikko, uskomme Talenomin liikevoittomarginaalin nousevan hiljalleen aikana ainakin 15 %:n tuntumaan (2020: 19,8 %), kun kansainvälisen kasvun hedelmät alkavat kypsyä. Tätä ajatellen vuoden 2025 kannattavuus on edelleen vaisu (liikevoittoennuste 14,4 %) ja potentiaalia on paljon hinnoittelemaan.

## Rahavirta

Vaikkei Talenom tee juuri vapaata rahavirtaa investoidessaan voimakkaasti kasvuun, ensi vuonna odotamme liiketoiminnan rahavirran olevan noin 37 MEUR ja myös vapaan rahavirran kääntyvän selvästi positiiviseksi. Tähän suhtautettuna nykyinen noin 300 MEUR:n yritysarvo (EV) kuulostaa edelleen varsin maltilliselta. Samasta kertoo myös EV/EBITDA-kerroin, joka on ensi vuodelle alhainen 9x. Käyttökate on pidemmällä aikavälillä suhteellisen hyvä indikaatio liiketoiminnan rahavirrasta, jota yhtiö luo edelleen runsaasti.

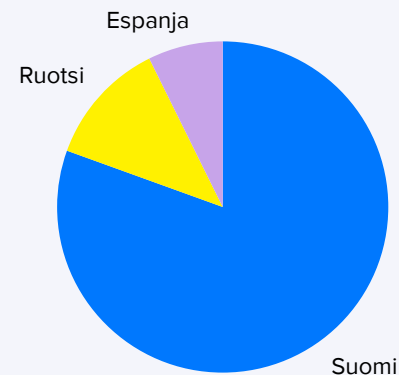
Talenomin liiketoiminnan rahavirtaa on kuitenkin arvosteltu, ja ainakin osittain tämä on mielestämme perusteltua (esimerkiksi asiakashankinta aktivoinnit sekä IFRS16 rahoituksen rahavirrassa). Kun yritysostot vähentyvät, arvioimme mahdollisien oikaisujen nettovaikutuksen olevan lähivuosina lopulta suhteellisen pieniä. Tämä johtuu siitä, että investointi/poisto -tasapaino parantuu merkittävästi eivätkä ongelmalliset erät enää kasva voimakkaasti tase-ennusteissamme. Jos tekisimme rahavirtaan nyt oikaisuja, täytyisi nämä huomioida myös poistojen puolella, mikä tekee asiasta monimutkaisempaa. Selvää on kuitenkin, että lähivuosien vapaalla rahavirralla Talenom on kallis.

## Osien summa

Suomi (yritysarvo, EV)	298	MEUR
Ruotsi (yritysarvo, EV)	45	MEUR
Espanja (yritysarvo, EV)	27	MEUR
Korolliset nettovelat (2023e)	72	MEUR
<b>Markkina-arvo</b>	<b>299</b>	<b>MEUR</b>
Osakemäärä (2023e)	45,8	Miljoona kpl
<b>Osakekohtainen arvo</b>	<b>6,5</b>	<b>EUR</b>

Lähde: Inderes

## Liiketoiminnan nykyarvon jakautuminen

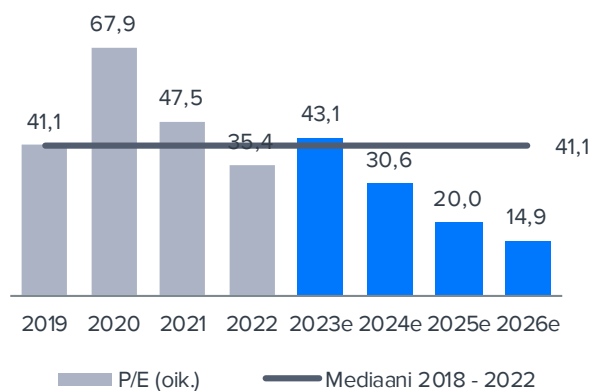


# Arvostustaulukko

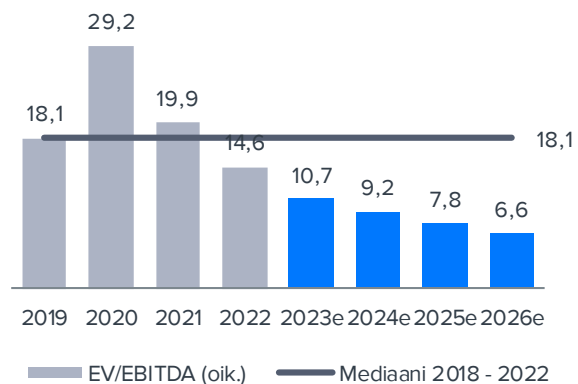
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,18	7,50	15,1	11,7	9,39	<b>6,03</b>	<b>6,03</b>	<b>6,03</b>	<b>6,03</b>
Osakemäärä, milj. kpl	41,2	41,7	43,2	43,8	44,5	<b>45,8</b>	<b>46,3</b>	<b>46,8</b>	<b>46,8</b>
Markkina-arvo	131	313	650	512	420	<b>276</b>	<b>279</b>	<b>282</b>	<b>282</b>
Yritysarvo (EV)	149	342	679	552	475	<b>348</b>	<b>356</b>	<b>359</b>	<b>353</b>
P/E (oik.)	20,6	41,1	67,9	47,5	35,4	<b>43,1</b>	<b>30,6</b>	<b>20,0</b>	<b>14,9</b>
P/E	20,6	41,1	67,9	47,5	35,4	<b>85,2</b>	<b>30,6</b>	<b>20,0</b>	<b>14,9</b>
P/B	7,0	13,3	20,2	11,5	7,5	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>
P/S	2,7	5,4	10,0	6,2	4,1	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
EV/Liikevaihto	3,1	5,9	10,4	6,7	4,6	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>
EV/EBITDA (oik.)	10,9	18,1	29,2	19,9	14,6	<b>10,7</b>	<b>9,2</b>	<b>7,8</b>	<b>6,6</b>
EV/EBIT (oik.)	17,5	32,8	52,7	37,4	31,1	<b>30,4</b>	<b>22,5</b>	<b>16,3</b>	<b>12,5</b>
Osinko/tulos (%)	59,4 %	68,4 %	67,7 %	69,0 %	68,3 %	<b>254,2 %</b>	<b>96,5 %</b>	<b>66,2 %</b>	<b>54,3 %</b>
Osinkotuotto-%	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,5 %	1,9 %	<b>3,0 %</b>	<b>3,2 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>3,6 %</b>

Lähde: Inderes

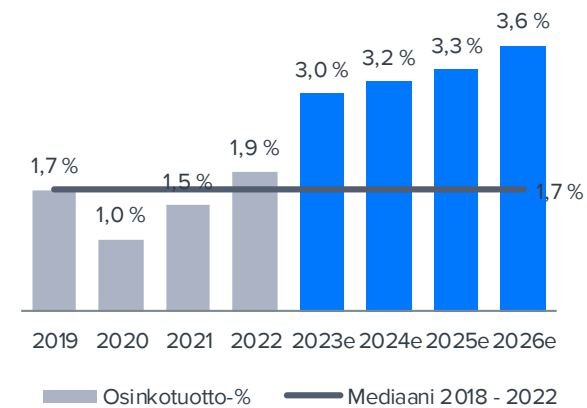
P/E (oik.)



EV/EBITDA



Osinkotuotto-%



# Arvonmääritys 4/4

## Suhteellinen arvostus

Talenomilla ei ole erityisen hyviä verrokkeja, mutta Aallon Group ja Administer edustavat samaa toimialaa perinteisemmällä mallilla ja Admicom toimii myös samalla kentällä. Aallon Groupin ja Administerin arvostustaso on alhainen verrattuna Talenomiin, mutta toisaalta näemme Talenomin kilpailuedun ja tuloskasvunäkymän selvästi vahvempana. Aallon Groupia hinnoitellaan mielestämme defensiivisenä palveluyhtiönä (2024e P/E 13x ja EV/EBIT 11x), ja pidämmekin yhtiön hinnoittelua houkuttelevana. Administerin liiketoiminnasta lopulta varsin pieni osa on tilitoimistoliiketoimintaa, ja konsernin tuloskehitys on jäänyt vauksi listautumisen jälkeen. Administeria hinnoitellaan käänneyhtiönä, ja Talenomiin nähden erityisesti volyympihajaiset kertoimet ovat erittäin matalia. Norjassa listattuna on lisäksi ECIT, jolla on tilitoimistopalveluiden lisäksi IT-palveluita ja erilaisia liiketoimintaratkaisuja (kuten ERP ja CRM).

Admicom ja Fortnox ovat mielenkiintoisia yhtiöitä Talenomin teknologista puolta ajatellen, mutta ne ovat SaaS-ohjelmistoyhtiöitä. Talenom ei myy ohjelmistoja, ja yhtiön hybridistrategia on varsin ainutlaatuinen pörssimaailmassa. Admicomin arvostus on joka tapauksessa tällä hetkellä merkittävästi Talenomia alhaisempi lähivuosien kertoimilla. Admicomin vuoden 2024e oikaistu P/E on noin 21x ja oikaistu EV/EBIT 16x, mikä antaa Talenomin arvostuksesta varoitusmerkin yhtiön suuresta kansainvälisestä potentiaalista huolimatta. Fortnoxin arvostus on sentään edelleen voimakkaasti Talenomia korkeampi, mutta yhtiön taloudellinen

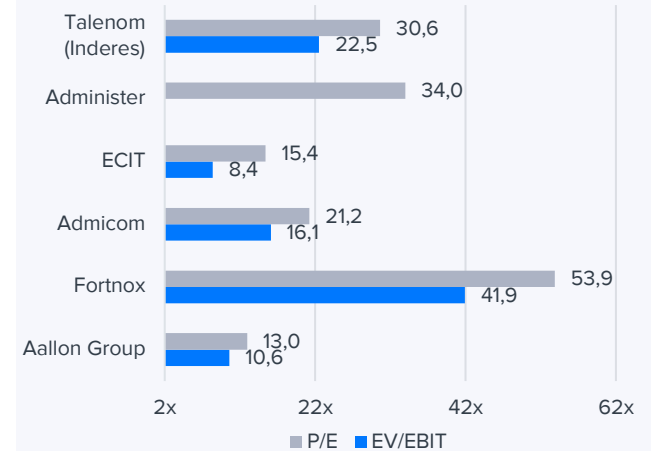
menestys ja näkymät ovat myös erittäin vakuuttavat.

## Kassavirtalaskelma

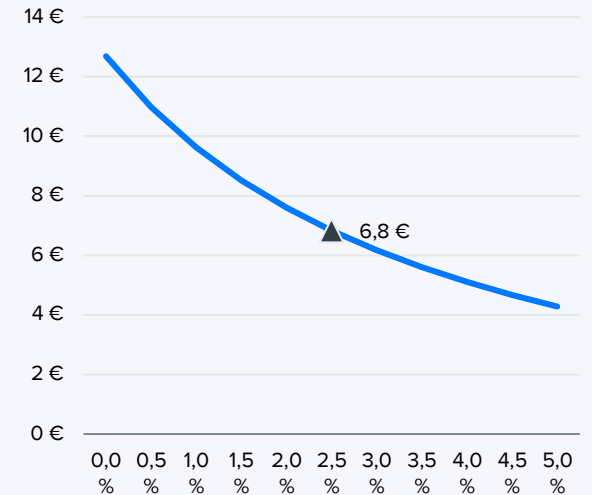
Kassavirtalaskelmamme (DCF) on Talenomin kohdalla nykyään varsin merkittävässä roolissa, koska sitä kautta saamme kiinni yhtiön pitkän aikavälin potentiaal. Ennustaminen on vaikeaa erityisesti pitkälle, mutta mielestämme realistisella ja kansainvälisen menestyksen suhteen maltillisella skenaariossa saamme osakkeen DCF-arvoksi noin 6,8 euroa. Arvoa ajavat voimakkaasti oletukset pitkän aikavälin kasvusta ja kannattavuudesta, mihin vaikuttaa oleellisesti kansainvälistymisen onnistuminen. Jos Suomen menestys saataisiin toistettua ulkomailla, olisivat oletuksemme erittäin alhaisia.

Olemme asettaneet terminaalijakson kasvuodotuksen 3,0 %:n tasolle ja olettaneet liikevoittomarginaalin asettuvan 15,0 %:n tasolle, mikä on alhainen suhteessa huippuihin mutta vaatii vahvan kilpailuedun kestämistä yli toimialan murroksen. Laskelmassa olemme käyttäneet oman pääoman kustannuksena 9,3 %:n varsin korkeaa tasoa, mitä kautta pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) asetui 8,4 %:n tasolle. Nämä heijastelevat erityisesti kansainvälistymiseen liittyvää huomattavaa epävarmuutta. Korkojen käännyttyä laskuun riskit tuottovaatimuksissa vaikuttavat olevan jo alaspäin, ja Talenom on herkkä näillä muutoksille (kts. Graafi). Terminaalin paino (70 %) on korkea ja korostaa riskejä osakekurssin ollessa DCF-arvon antamalla tasolla, mutta kertoo osittain myös Talenomin liiketoiminnan vaatimasta pitkäjänteisyydestä.

## Verrokkiryhmän arvostuskertoimet (2024e)



## DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Aallon Group	41	45	12,0	10,6	8,1	7,2	1,4	1,3	14,3	13,0	2,1	2,2
Fortnox	3239	3223	54,6	41,9	43,6	27,5	21,7	17,4	70,8	53,9	0,2	0,3
Admicom	220	213	16,1	16,1	15,9	15,9	6,2	6,1	21,1	21,2	2,3	2,3
ECIT	236	317	11,1	8,4	6,8	5,3	1,0	0,9	22,7	15,4	1,3	1,3
Administer	34	46			11,5	10,2	0,6	0,6		34,0	0,8	2,7
Xero	10295	10295	262	82	66	38	12,8	10,6	593	115		
Enento	448	593	16,2	13,9	11,1	9,8	3,8	3,7	18,6	15,4	5,3	5,5
Fondia	25	20	9,9	8,5	7,7	6,5	0,8	0,7	15,7	14,0	4,7	4,7
Vincit	52	42	11,8	7,6	18,7	6,6	0,4	0,4	17,9	13,1	3,2	4,8
Gofore	359	336	13,4	12,1	12,2	11,0	1,8	1,6	17,9	17,0	1,9	2,2
Etteplan	343	410	12,6	11,5	9,1	7,7	1,2	1,1	15,5	14,2	2,4	2,9
<b>Talenom (Inderes)</b>	<b>276</b>	<b>348</b>	<b>30,4</b>	<b>22,5</b>	<b>10,7</b>	<b>9,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>43,1</b>	<b>30,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>42,0</b>	<b>21,3</b>	<b>19,1</b>	<b>13,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>80,7</b>	<b>29,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>
<b>Mediaani</b>			<b>13,0</b>	<b>11,8</b>	<b>11,5</b>	<b>9,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>18,3</b>	<b>15,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>134 %</b>	<b>91 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>-6 %</b>	<b>109 %</b>	<b>107 %</b>	<b>136 %</b>	<b>99 %</b>	<b>37 %</b>	<b>26 %</b>

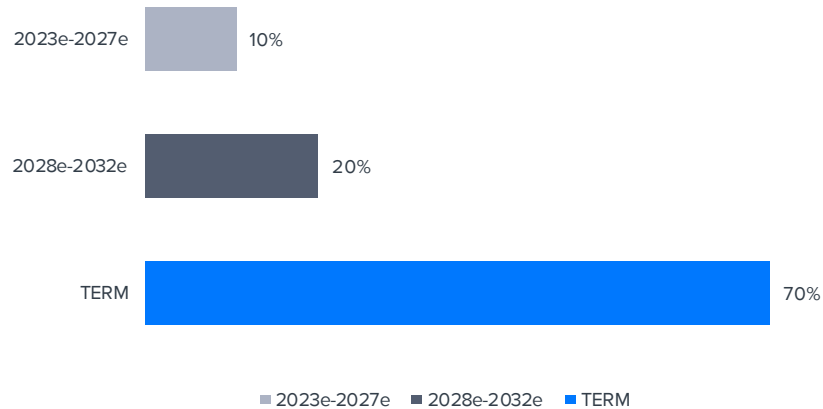
Lähde: Refinitiv / Inderes



# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	23,3 %	18,9 %	12,6 %	12,1 %	13,0 %	13,0 %	10,0 %	7,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto-%	15,0 %	6,8 %	11,6 %	14,4 %	16,3 %	17,5 %	17,0 %	16,0 %	15,5 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>15,3</b>	<b>8,3</b>	<b>15,8</b>	<b>22,1</b>	<b>28,2</b>	<b>34,3</b>	<b>36,6</b>	<b>36,9</b>	<b>37,5</b>	<b>38,1</b>	<b>39,3</b>	
+ Kokonaispoistot	17,1	24,2	22,9	23,8	25,2	26,2	27,6	28,7	30,1	31,4	32,5	
- Maksetut verot	-2,1	-0,4	-2,7	-4,0	-5,3	-6,9	-7,4	-7,6	-7,8	-8,0	-8,2	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	0,2	2,9	1,6	1,7	2,1	2,4	2,1	1,6	1,2	1,3	0,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>30,4</b>	<b>33,9</b>	<b>36,7</b>	<b>42,8</b>	<b>49,3</b>	<b>55,3</b>	<b>58,2</b>	<b>59,0</b>	<b>60,6</b>	<b>62,4</b>	<b>63,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-44,9	-44,4	-30,2	-31,2	-30,2	-30,0	-36,2	-33,9	-34,0	-35,6	-35,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-13,8</b>	<b>-10,5</b>	<b>6,5</b>	<b>11,6</b>	<b>19,1</b>	<b>25,4</b>	<b>22,0</b>	<b>25,1</b>	<b>26,6</b>	<b>26,9</b>	<b>28,6</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-13,8	-10,5	6,5	11,6	19,1	25,4	22,0	25,1	26,6	26,9	28,6	544
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-10,4</b>	<b>6,0</b>	<b>9,8</b>	<b>15,0</b>	<b>18,3</b>	<b>14,7</b>	<b>15,5</b>	<b>15,1</b>	<b>14,1</b>	<b>13,8</b>	<b>263</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		375	385	379	369	354	336	321	306	291	277	263
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>375</b>										
- Korolliset velat		-70,1										
+ Rahavarat		16,0										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-8,1										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>312</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>6,8</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,60 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,3 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,4 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	65,2	82,8	102,1	121,4	136,8	EPS (raportoitu)	0,22	0,25	0,27	0,07	0,20
Käyttökate	23,3	27,7	32,4	32,5	38,7	EPS (oikaistu)	0,22	0,25	0,27	0,14	0,20
Liikevoitto	12,9	14,8	15,3	8,3	15,8	Operat. kassavirta / osake	0,54	0,66	0,68	0,74	0,79
Voitto ennen veroja	12,0	14,0	14,6	4,7	11,8	Vapaa kassavirta / osake	0,04	-0,26	-0,31	-0,23	0,14
Nettovoitto	9,6	10,8	11,8	3,2	9,1	Omapääoma / osake	0,74	1,02	1,26	1,19	1,19
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-3,2	0,0	Osinko / osake	0,15	0,17	0,18	0,18	0,19
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	84,9	117,7	156,3	174,6	185,5	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	27 %	23 %	19 %	13 %
Oma pääoma	32,2	44,7	56,0	54,3	55,1	Käyttökateen kasvu-%	23 %	19 %	17 %	0 %	19 %
Liikearvo	24,0	37,3	55,0	67,0	71,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	24 %	15 %	3 %	-25 %	38 %
Nettovelat	29,0	39,2	54,1	72,1	77,0	EPS oik. kasvu-%	21 %	11 %	8 %	-47 %	41 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	35,7 %	33,4 %	31,7 %	26,8 %	28,3 %
Käyttökate	23,3	27,7	32,4	32,5	38,7	Oik. Liikevoitto-%	19,8 %	17,8 %	15,0 %	9,4 %	11,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,4	3,3	0,2	2,9	1,6	Liikevoitto-%	19,8 %	17,8 %	15,0 %	6,8 %	11,6 %
Operatiivinen kassavirta	23,5	28,9	30,4	33,9	36,7	ROE-%	34,4 %	28,1 %	23,4 %	5,9 %	16,7 %
Investoinnit	-22,2	-41,9	-44,9	-44,4	-30,2	ROI-%	19,8 %	18,0 %	13,9 %	6,4 %	11,2 %
Vapaa kassavirta	1,8	-11,3	-13,8	-10,5	6,5	Omavaraisuusaste	38,1 %	38,2 %	35,9 %	31,1 %	29,8 %
						Nettovelkaantumisaste	90,3 %	87,7 %	96,6 %	132,9 %	139,6 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	10,4	6,7	4,6	2,9	2,6						
EV/EBITDA (oik.)	29,2	19,9	14,6	10,7	9,2						
EV/EBIT (oik.)	52,7	37,4	31,1	30,4	22,5						
P/E (oik.)	67,9	47,5	35,4	43,1	30,6						
P/B	20,2	11,5	7,5	5,1	5,1						
Osinkotuotto-%	1,0 %	1,5 %	1,9 %	3,0 %	3,2 %						

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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 tehdyin arviot 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 yksilöityinä 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 Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
27.4.2022	Osta	12,00 €	10,00 €
3.8.2022	Vähennä	12,50 €	12,30 €
26.10.2022	Vähennä	9,50 €	9,39 €
1.2.2023	Vähennä	9,00 €	9,09 €
27.3.2023	Lisää	9,00 €	7,69 €
21.4.2023	Lisää	8,80 €	7,88 €
24.7.2023	Lisää	8,00 €	6,96 €
13.10.2023	Osta	6,00 €	4,65 €
23.10.2023	Osta	6,00 €	4,70 €
28.12.2023	Lisää	6,50 €	6,03 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### 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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**