

Talenom

Vuosipäivitys

3/2016

**inde
res.**

Murroksen voittajia

Talenomilla on vahva positio fragmentoituneella ja konsolidoituvalla Suomen tilitoimistoalalla. Uskomme yhtiön kuuluvan tulevan murroksen voittajiin selkeiden kilpailuetujen ansiosta. Pidämme yhtiön arvostustasoa houkuttelevana ja osaketta hyvänä valintana erityisesti pitkään salkkuun. Toistamme suosituksemme osta ja tarkistamme tavoitehintamme 6,50 euroon (aik. 6,80 euroa).

Tilitoimistoala on rakennemurroksen partaalla

Tilitoimistoala Suomessa on erittäin fragmentoitunut. Toimijoita on lukumäärältään yli 4 300 ja suurimmat kuusi alan toimijaa pitävät hallussaan vain noin 27 % noin 915 MEUR:n markkinasta. Pidämme kilpailua alalla yleisesti paikallisena, mutta alalla on käynnissä useita muutoksia. Muutosajureita ovat erityisesti voimakas sähköistyminen, mutta myös rutiinitehtävissä kiristytävä hintakilpailu, palvelun ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen sekä tilitoimistoyritysten eläköityminen. Mielestämme on selvää, että pienimmät tilitoimistot eivät kaikki pysty vastaamaan muutospaineeseen, jolloin markkinan haastajilla on edessä erittäin hyvä mahdollisuus huomattavaan kasvuun.

Talenom tulee voittamaan markkinaosuuksia lähivuosina

Talenom on valinnut orgaanisen kasvun strategian hyötyäkseen tilitoimistoalalla vallitsevasta rakennemuutoksesta. Arvioimme mukaan markkinalla on tilaa kasvaa ja tilausta aggressiiviselle pelaajalle. Talenom omaa lukuisia kilpailuetuja suhteessa kilpailijoihin kuten skaalaedut, palvelukeskusmalli, oma sähköinen taloushallinnon järjestelmä, automaation tuoma sisäinen tehokkuus sekä laaja-alaiset erikoisasiantuntijapalvelut. Yritys on onnistunut merkittävästi lisäämään uusien asiakkaiden määrää edellisinä vuosina. Arvioimme Talenomin pystyvän kasvattamaan markkinaosuuttaan huomattavasti nykyisestä 3-4 prosentista.

Kannattavuus skaalautuu kasvuvaiheen jälkeen

Talenomin kulurakenne on paisunut mittavien järjestelmäinvestointien, palvelukeskuskonseptin sekä aggressiivisen myyntiponnistelun takia viime vuosina. Vuonna 2016 yhtiön ”tuotantolinjan” pitäisi tehostaa huomattavasti tositteiden läpimenoaikoja ja sitä kautta parantaa kannattavuutta. Toinen merkittävä kannattavuusajuri on yhtiön päätös vakauttaa uusmyynnin euromääräinen kasvu vuodeksi 2016 edellisvuoden tasolle, mikä tulee poistamaan pahimpia kasvukipuja -ja kustannuksia. Uudet asiakkaat ovat myynti- ja käyttöönottovaiheen (noin 6 kuukautta) jälkeen kannattavia, mutta uusien asiakkaiden suuri osuus rasittaa organisaatiota taloudellisesti kasvuvaiheen aikana. Skaalautuvan liiketoimintamallin ansiosta odotamme kannattavuuden kohenevan nopeasti kasvupannostuksien tasaantuessa.

Näemme osakkeessa merkittävää nousuvaraa

Osakkeen arvostustaso on tällä hetkellä mielestämme alhainen eikä huomioi liiketoiminnan skaalautuvuutta ja pidemmän tähtäimen tulospotentiaalia. Vuoden 2016 ja 2017 EV/EBITDA-kertoimet ovat suunnilleen 8x ja 6x. Arvioimme kalliiden kasvuponnisteluiden luovan arvoa huomioiden toimialan luonne ja rakennemuutos, fragmentoituneisuus ja digitalisaatio. Hyvän sijoituksen tärkeät elementit ovat mielestämme tällä hetkellä olemassa ja uskomme osakkeen toipuvan, kun yhtiö pystyy todistamaan kasvavan skaalan parantavan kannattavuutta selvästi ja virtaavan voitoksi osakkeenomistajille.

Analyytikko

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

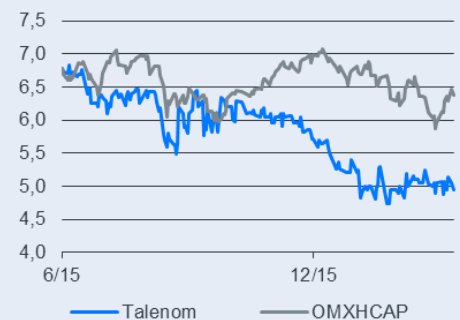


Suositus

Osta

Tavoitehintaa: 6,50 €

Edellinen: 6,80 €



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös **4,95 EUR**

12 kk vaihteluväli **4,61-7,33 EUR**

Potentiaali **+31 %**

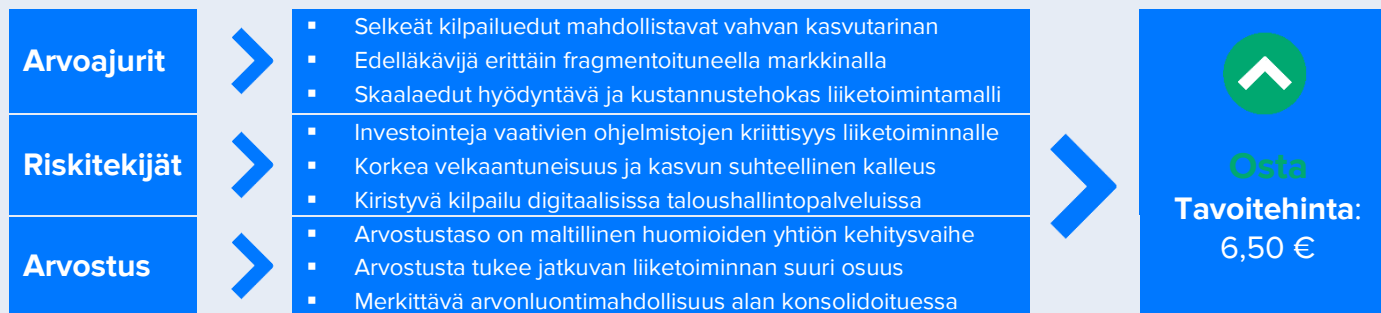
Avainluvut

	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	29,6	33,0	36,4	40,4
- kasvu-%	14 %	12 %	10 %	11 %
Käyttökate	6,3	4,9	6,6	8,3
- Käyttökate-%	21,3 %	14,8 %	18,2 %	20,5 %
Liikevoitto	1,5	-1,3	0,7	2,4
Nettotulos	0,0	-2,4	0,0	1,0
EPS	0,01	-0,36	0,00	0,15
Osinko	0,00	0,07	0,07	0,07
- Osinkosuhte	0 %	-20 %	5961 %	46 %
P/E (oikaistu)	neg.	20,7	12,7	
P/B		3,6	3,6	3,4
P/S		1,1	0,9	0,8
EV/EBIT (oikaistu)		179,2	22,1	12,3
EV/EBITDA (oikaistu)		11,2	7,8	6,0
EV/Liikevaihto		1,7	1,4	1,2
Osinkotuotto-%		1,3 %	1,4 %	1,4 %

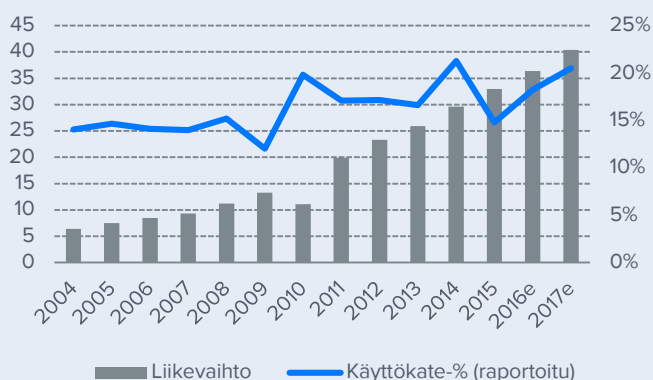
Lähde: Inderes, ennustetut arvostuskertoimet laskettu osakekurssilla 4,95e

Talenom yhteenveto

Sijoitusnäkemys

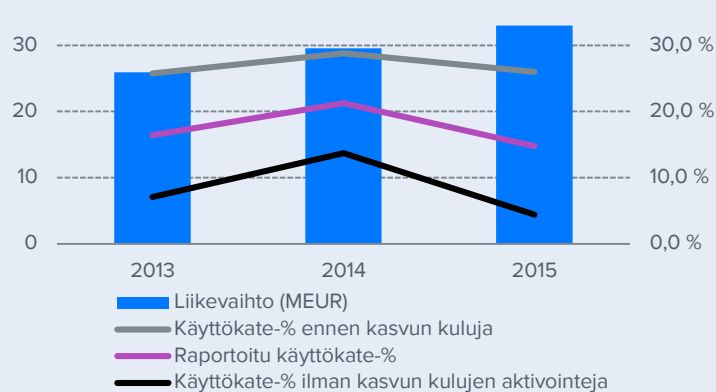


Avainlukujen pitkän aikavälin kehitys



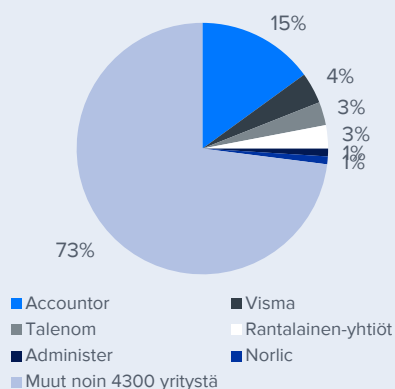
Lähde: Talenom / Inderes

Kannattavuus ja kasvun kulujen vaikutus



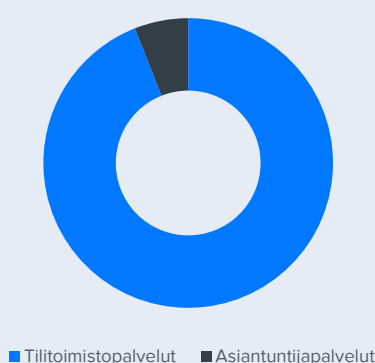
Lähde: Talenom / Inderes, luvut oikaistuja

Tilitoimistojen markkinaosuudet



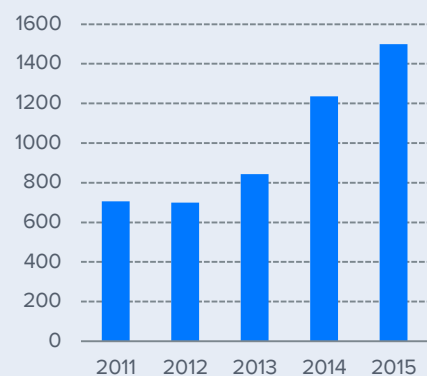
Lähde: Inderes (arvio 2013 liikevaihtojen pohjalta)

Liikevaihdon jakautuminen



Lähde: Inderes / Talenom

Uusien asiakkaiden lukumäärä



Lähde: Inderes / Talenom

Arvostus 2017e



Sisällysluettelo

Talenom yhteenveto	3
Yhtiökuvaus	5
Liiketoimintamalli	7
Talenomin liiketoimintamalli	9
Tilitoimistomarkkina	10
Markkinatilanne graafeina	14
Strategia ja kilpailuedut	15
Kilpailuedut ja tavoitteet	18
Tuloskehitys ja tase	19
Kasvu, kannattavuus ja taserakenne	24
Ennusteet ja arvostustaso	25
Ennusteet ja arvostustaso graafeina	30
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli	31
Tiivistelmä	33
Vastuuvapauslauseke	34

Yhtiökuvaus

Talenom on taloushallinnon tukipalveluiden tarjoaja sekä yksi merkittävimmistä tilitoimistoista Suomessa. Yhtiö on keskittynyt toimimaan erityisesti pk-yritysten kumppanina ja huolenpitäjänä tarjoten näillä lakisääteistä kirjanpitoa huomattavasti laajempaa palvelukokonaisuutta. Markkinaosuudeltaan toimialan kolmanneksi suurimmalla Talenomilla on kuitenkin vain 3-4 %:n siivu markkinasta. Yritys on erittäin kasvuhakuinen ja valmis haastamaan kilpailijoitaan murroksen keskellä olevalla toimialalla. Yhtiön organisaatorakenne on kevyt ja se pyrkii ottamaan käyttöön täysin automatisoidun kirjanpitojärjestelmän, mikä tuo yhtiölle merkittävän kustannustehokkuusedun. Talenomin tarjonta keskittyy entisestään lisäarvopalveluihin, joita vain harvat tilitoimistot tarjoavat asiakkailleen.

Yhtiökuvaus

Tilitoimistojen uranuurtaja Suomessa

Talenom on yksi Suomen johtavista kotimaisista tilitoimistoalan yrityksistä ja tarjoaa monipuolisen talouden hallinnan palvelukokonaisuuden asiakkailleen. Yhtiö on perustettu vuonna 1972 tilitoimisto Tahkolana ja se on käynyt historiansa aikana läpi useita ulkoisia shokkeja, jotka ovat muokanneet toimialaa sekä kilpailua aina tietokoneiden yleistymisestä toimialan kiristyvään lainsäädäntöön saakka. Vuonna 1998 yritys teki sukupolvenvaihdon, kun perustaja Paavo Tahkola jättäytyi toiminnasta pois ja nykyinen Tahkolan suku otti vetovastuun toimitusjohtaja Harri Tahkolan johdolla.

Yritysostoista orgaaniseen kasvuun

Talenom on kotoisin Oulusta ja se aloitti tilitoimisto-verkoston laajentamisen 1980-luvulla. Yhtiön liiketoiminnot keskitettiin alusta alkaen valtaosin kasvukeskuksiin. Kasvu rakentui pitkään orgaanisen kasvun ohella pieniin yritysostoihin, joilla skaalaetuja ja asiakkaita pyrittiin lisäämään. Historiansa aikana Talenom on tehnyt kymmeniä yritysostoa. Kasvaneen skaalan jälkeen yhtiössä panostettiin voimakkaasti sisäiseen tehokkuuteen ja automaation kehittämiseen. Skaalautuvan palvelukoneiston kehittämisessä ja tehostamisessa Talenomin fokus on painotettu yksinomaan orgaaniseen kasvuun.

Tehokkaan infran rakentamisen jälkeen Talenom on jatkanut voimakasta laajenemistaan Suomessa ja liikevaihdon vuotuinen keskimääräinen kasvu vuosina 2011-2014 ylsi noin 13 %:iin. Yhtiöllä on toimipisteitä Suomessa 22 paikkakunnalla sisältäen suuret palvelukeskukset Oulussa ja Tampereella. Vuonna 2014 yhtiö avasi viisi uutta toimipistettä: Turkuun, Poriin, Hämeenlinnaan, Kouvolaan ja Hyvinkäälle. Vuoden 2014 lopussa yhtiö palveli noin 5 500 asiakastaan yli 500 henkilön voimin ja sai vuoden 2015 aikana noin 1500 uutta asiakasta. Tarkempia asiakastietoja yhtiö ei enää julkaise kilpailullisista syistä. Henkilöstömäärä oli keskimäärin vuonna 2015 576.

Tilitoimisto- ja taloushallinnon lisäarvopalveluita

Talenom kertoo olevansa Suomen huolenpitävin ja selkokielellinen tilitoimisto. Yhtiössä asiakkaille tarjotaan henkilökohtainen palvelu yhdistettynä automatisoituihin taloushallinnon prosesseihin. Kehitetty ja käyttöön otettu automatisaatio on mahdollistanut Talenomin keskittymisen taloushallinnon lisäarvopalveluihin, mitä valtaosa pk-yrityksistä tarvitsee oman liiketoimintansa tueksi ja kehittämiseksi. Valtaosa perinteisistä pienistä tilitoimistoista ei pysty tarjoamaan vastaavia palveluita, minkä takia tilitoimistojen palveluiden tarjonnassa on erittäin suuria eroja. Näkemysmme mukaan tulevaisuudessa toimialan kilpailukyky ja kannattavuus tullaan pitkälti tekemään lisäarvopalveluilla, koska lakisääteiset kirjanpitopalvelut tulevat automatisoitumaan yhä voimakkaammin. Näitä palveluita tulevat tarvitsemaan erityisesti pk-yritykset, joten mielestämme Talenomin positio markkinoilla on hyvä.

Tilitoimistopalvelut

Talenomin keskeiset tilitoimistopalvelut ovat:

- kirjanpito
- tilinpäätös
- raportointi
- palkkahallinto
- laskupalvelut
- sisäinen laskenta

Talenom tarjoaa erilaista tilitoimistoratkaisua riippuen asiakassegmentistä, joka perustuu asiakkaan kokoon sekä palvelutarpeen laajuuteen.

Pienemmille yrityksille yhtiö pyrkii tarjoamaan talouden hallinnan ratkaisun kustannustehokkaasti, mutta kattavin ominaisuuksin. Yrityskoon ja tarpeiden kasvaessa asiakkaan on mahdollista valita räätälöidympi versio palvelusta. Se on tarkoitettu yritykselle, joka tarvitsee yksityiskohtaisempaa raportointia ja jonka toiminnan luonne tai laajuus edellyttää nimetyn asiakaspäällikön olemassaoloa.

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

Talenomin taloushallinnon ohjelmistot

Talenomin ohjelmistoratkaisut koostuvat Talenom Onlinesta, Talenom APP:sta, Talenom Linkistä sekä kumppanuus-ratkaisuista.

Talenom Online toimii tilitoimistoratkaisuiden ytimenä yrityksen sähköisenä taloushallinnon ohjelmistopalveluna asiakkaille. Se sisältää seuraavat mahdollisuudet:

- tulosraporttien lukeminen
- ostolaskujen hyväksyntä ja maksaminen
- myyntilaskujen laatiminen ja lähettäminen
- myyntisaatavien seuraaminen ja periminen
- palkkatietojen ilmoittaminen
- kirjanpitoaineiston katseleminen

Onlineen käyttöönotto tulee näkemyksemme mukaan lisääntymään erittäin voimakkaasti tulevaisuudessa. Talenomin mukaan online-palvelua käytti vuoden 2014 tietojen mukaan noin 10 000 henkilöä ja käyttöaste asiakaskunnassa on noin 80 %:n luokkaa. Tuoreempia tietoja yhtiö ei ole raportoinut, mutta uskomme käyttäjämäärän kasvaneen liikevaihdon mukana.

Talenom APP on mobiililaitteissa (ladattavissa Applen sovelluskaupasta tai Googlen Play-kaupasta) toimiva sovellus, jolla asiakas voi toimittaa erilaista aineistoa Talenomille, jolla asiakas pystyy esimerkiksi lähettämään kululaskun järjestelmään kuvana. Jos asiakkaalla on oma toimiva laskutus- tai ERP-ohjelmisto, niin **Talenom Linkki** -palvelun avulla se voidaan integroida Talenomin järjestelmien kanssa. **Talenomin kumppanuusratkaisut** tarjoavat toimialakohtaisia kokonaisratkaisuja, joissa Talenom vastaa taloushallinto-osuudesta ja ohjelmistokumppanin ratkaisulla yritys hoitaa toiminnanohjausta.

Talenom tilitoimistopalvelut



Lähde: Talenom

Huolenpitopalveluiden rooli on lisätä palvelun arvoa asiakkaille. Asiantuntijakatsaukset, asiakaspalvelukeskus sekä rahoituksenhallinta ovat esimerkkejä huolenpitopalveluiden tuottamasta lisäarvosta. Talenom tarjoaa myös palveluita yrityksille, jotka ovat kehityskaarensa alkuvaiheessa.

Talenomin huolenpitopalvelut



Lähde: Talenom

Tilitoimistopalvelut sekä siihen liittyvät huolenpitopalvelut muodostavat edelleen valtaosan eli noin 94 % yrityksen liikevaihdosta. Tätä osuutta liikevaihdosta voidaan hyvin luonnehtia jatkuvaksi, koska peruskirjanpito on lakisääteistä ja huolenpitopalvelut Talenom tarjoaa samalla. Lisäksi toimialalla asiakaspysyvyys on erittäin korkeaa.

Perinteisemmän taloushallinnon palveluiden lisäksi Talenom on rakentanut kattavan asiantuntijapalvelutarjonnan yritysasiakkailleen. Asiantuntijapalveluissa työskentelee noin 20 yritysneuvonnan ja juridiikan asiantuntijaa, jotka tarjoavat konsultointia ja palveluita esimerkiksi verotukseen, lakiasioihin, rahoituspalveluihin sekä yritysjärjestelyihin. Tarjonta pitää sisällään kaiken verosuunnittelusta testamenttiin sekä budjetoinnista yrityksen arvonmääritykseen. Asiantuntijapalvelut toivat vuonna 2015 noin 6 % yhtiön liikevaihdosta ja ovat muuta liiketoimintaa enemmän projektivetoisia.

Talenomin asiantuntijapalvelut



Lähde: Talenom

Liiketoimintamalli

Talenomin liiketoimintamalli fokusoituu palvelemaan pk-sektorin yrityksiä perinteisiä tilitoimistoja laajemmin ja tehokkaammin. Liiketoimintamallin ytimessä on kirjanpitäjien rutiinitehtävien automatisointi, mikä tarjoaa yhtiölle merkittävän kilpailuedun ja mahdollisuuden laajempaan palveluun kustannustehokkaasti. Yhtiöllä on tätä varten ns. tuotantolinja, jonka perustana toimivat yhtiön keskitetyt palvelukeskukset. Asiakaspysyvyys on alalla erittäin vahvaa, minkä takia Talenomin liiketoiminnan jatkuvuus ja ennustettavuus ovat erittäin hyviä.

Liiketoimintamalli

Liiketoiminnan ytimessä tehokkaat palvelukeskukset ja laaja palvelutarjonta

Talenom toimii markkinalla edelläkävijänä aggressiivisesti kasvaen ja pyrkii vahvistamaan skaalaetuja, jotka yhtiön ”tuotantolaitoksien” avulla parantavat edelleen yhtiön kustannustehokkuutta. Talenomin keskitetty palvelukeskusmalli luo arviomme mukaan yhtiölle skaalaetuja sähköisten tilitoimistopalvelujen tuottamisessa asiakkaille, koska palvelukeskuksien ”tuotantolinjojen” avulla kirjanpitäjien rutiinitehtävät voidaan automatisoida ja tositteiden läpimenoajat pienenevät huomattavasti.

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

Palveluiden tuottamisessa Talenom sanoo pitävänsä markkinoiden edelläkävijän roolia. Tehokkuudella, hinnoittelulla, lisäarvopalveluilla sekä laaja-alaisilla erikoisosaamispalveluilla Talenom pyrkii luomaan paremman tilitoimistopalvelun pk-yrityksille Suomessa.

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

Vahvuutena tehokkaat tilitoimistopalvelut sekä laaja-alaiset lisäarvopalvelut

Tilitoimistomarkkina on erittäin fragmentoitunut ja keskimääräisellä tilitoimistolla on vain 2,8 työntekijää. Alalla on yli 4300 pientä perheyrittäjä, joille laajan ja tehokkaan taloushallintopalvelun tarjoaminen on erittäin vaikeaa. Taloushallinnon ohjelmiston lisensointi on mahdollista ja

auttaa pienempiä tilitoimistoja kilpailussa, mutta tarjottavien prosessien kustannustehokkuuksissa on arviomme mukaan kuitenkin selkeitä eroja, jotka korostuvat suuremman skaalan myötä.

Asiantuntijapalveluiden tarjonta on usein käytännössä mahdotonta pienille tilitoimistoille, koska asiantuntijoita ei kannata palkata rajallisen kysynnän takia. Talenomin laaja-alainen palveluntarjonta mahdollistaakin selkeän kilpailuedun toimialalla ja sen ansiosta yhtiön on helppo lähestyä uusia asiakkaita. Tämän takia yhtiö on keskittynyt orgaaniseen kasvuun voimakkaasti fragmentoituneella markkinalla, jolla riittää voitettavaa markkinaosuutta. Talenom pyrkii ottamaan markkinaosuutta haltuun toimimalla aggressiivisena myyjänä.

Tilitapahtumien sähköisyys ja Talenom Online

Talenom APS on yhtiön itse kehittämä taloushallinto-palveluiden sähköinen tietojärjestelmä, joka toimii yhtiön keskeisenä työkaluna palvelukeskusmallissa. Talenom Online toimii käyttöliittymänä asiakasrajapinnassa Talenomin palveluihin. Sähköinen tietojenkäsittely ja arkistointi tuovat mukanaan tehokkaat prosessit, jossa tositteiden käsittely on pitkälle automatisoitu.

Talenom on rakentanut automatisoitua tietojärjestelmää pitkään ja tehnyt siihen suuria investointeja vuosien varrella. Vuoden 2015 aikana järjestelmään investointiin merkittävästi ja kehitettiin edelleen, mikä mahdollistaa jo esimerkiksi lähes kokonaan automaattisesti laadittavan kuukausikirjanpidon asiakkaille. Palvelukeskusmalli on luonteeltaan hyvin skaalautuva, mikä luo Talenomille merkittävää kustannusetua suhteessa kilpailijoihin.

Vaikka tilitapahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo arkipäivää, niin tilitoimistotoimialalla esimerkiksi ainoastaan noin 5,3 % ostolaskuista käsiteltiin sähköisessä muodossa vuonna 2014 (Lähde: Taloushallintoliitto). Mielestämme on kuitenkin täysin selvää, että kehitys sähköistettyyn ja tehokkaampaan käsittelyyn tulee yleistymään digitalisaation ajamana. Talenomin tapauksessa ostolaskujen sähköisen käsittelyn osuus on ylittänyt selvästi 50 %. Osuus on noussut jatkuvasti ja vuonna 2015 Talenomin sähköisesti vastaanotetun kirjanpitoaineiston määrä hyppäsi 190 %, mikä kertoo digitalisaation voimakkaasta kasvusta. Tässä yhtiötä auttoi postilakko, joka pakotti käyttämään sähköistä aineistoa ja nopeutti konversiota pois paperiversioista.

Käsittelyaikaan ja kustannustehokkuuteen sähköisellä laskutuksella on merkittävä vaikutus.

Talenomin tehokkuus syntyy myös palvelukeskusmallista, jossa prosessin nopeus on optimoitu. Käsittelyaika voi puolittua 3,6 minuutista (alan mediaani) per lasku 1,7 minuuttiin per lasku (Talenomin käsittelyaika H2'15), mistä yhtiö pyrkii painamaan läpimenoaikaa edelleen noin minuutin tasoon automatisointiin panostamalla. Tehokkuutta käsitellään tarkemmin Strategia ja kilpailuedut-kappaleessa.

Hinnoittelu tilitapahtumien ja palveluntarpeen mukaan

Talenomin palkkiorakenne on hieman yksinkertaista puoliksi kiinteä ja puoliksi transaktiomäärän mukaan muuttuva. Talenom tarjoaa asiakkailleen porrastetun palveluhinnoittelun. Tilitoimistopalveluissa tarjonta voidaan asettaa korihinnaksi tilitapahtumien ja palkanlaskennan määrästä riippuen, mutta tarjoukset ja sopimukset räätälöidään asiakkaan tilitapahtumien ja tarpeiden mukaan.

Luonnollisesti tilitapahtumien määrän kasvaessa hinta / tapahtuma tulee laskemaan. Arvioimme mukaan hinta / tilitapahtuma voi olla euroja asiakkaalle, jolla on hyvin rajallinen määrä tilitapahtumia. Suuremmalle pk-yritykselle palvelu voi maksaa arviomme mukaan 0,15 euroa / tilitapahtuma tai jopa sen alle.

Asiantuntijapalveluiden hinnoittelu perustuu joko kiinteään tarjoukseen tai tuntilaskutukseen. Suurin osa Talenomin palveluista on case-pohjaisia, mutta ne ovat kuitenkin pitkälle tuotteistettuja. Talenomilla on tarjottavana paketti muun muassa verosuunnitteluun ja budjetointiin. Asiantuntijapalveluita on myös saatavilla tarpeen mukaan tuntiveloituksena.

Asiakastytyväisyys ensisijalla

Palveluiden tuottamisessa Talenom sanoo pitävänsä markkinoiden edelläkävijän roolia. Yhtiön kilpailukyky perustuu pitkälti palvelun tehokkuuteen ja laatuun, joiden parantaminen on ollut avainasemassa jo vuosia. Laadun, selkeyden ja kustannustehokkuuden kehittyminen edellyttävät jatkuvaa tekniikan lisähyödyntämistä ja uusien toimintatapojen käyttöönottoa.

Panostukset näkyvät myös Talenomin asiakastytyväisyydessä. Vuosien 2010-2014 aikana Talenomin keskimääräinen asiakasmenetysprosentti (yhtiön omasta syystä pois lukien konkurssit ja yritysjärjestelyt) on ollut keskimäärin 2,5 % vuodessa. Alhainen asiakasvaihtuvuus luo arvokkaan pohjan Talenomin liiketoiminnan jatkuvuudelle ja ennustettavuudelle. Teoriassa asiakastytyväisyys luo myös pohjan hinnoittelun nostamiselle tulevaisuudessa, mutta yhtiön fokus on skaalan kasvattamisessa sekä lisäarvopalveluiden myymisessä.

Toimialalla asiakassuhteiden syvyys ja pitävyys ovat hyvin pitkälle normi, kunnes kysynnässä tapahtuu tarve laaja-

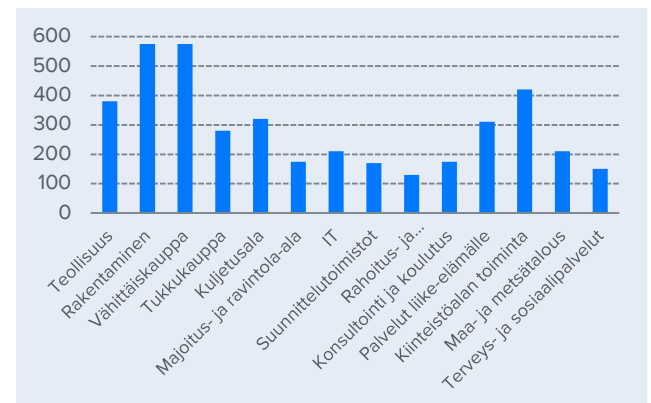
alaisemmalle palveluntarjonnalle tai tarjoaja jää liikaa jälkeen hintakilpailussa. Yhteistyö on lopulta ihmisten välistä ja henkilösuhteiden toimiessa asiakkaat eivät vaihda kirjanpitäjää tai tilitoimistoa ilman hyvää perustetta. Tämä parantaa edelleen alan defensiivisyyttä ja toisaalta tekee markkinaosuuksien voittamisen haastavaksi tai kalliiksi.

Asiakasvaihtuvuutta ja asiakkaiden menetyksiä tilitoimistopalveluiden toimialalla lisäävät asiakkaiden yritysjärjestelyt sekä konkurssit. Talenomin tapauksessa nämä ovat keskimäärin olleet noin 3,6 %:n luokkaa vuodessa, mutta vuosittain niihin vaikuttaa mm. Suomen taloustilanne. Joka tapauksessa poistuma on mielestämme varsin korkea osuus kokonaisuudesta. Asiakaspoistuma ja -vaihtuvuus huomioiden kokonaisuudessaan noin 94 % liikevaihdosta Talenomille on siis luonteeltaan jatkuvaa liiketoimintaa seuraavalle vuodelle.

Talenomin asiakaspohja on laaja

Vuonna 2014 Talenomin noin 5500 asiakasta olivat jakautuneet hyvin eri toimialoille, minkä takia yhtiö ei ole erityisen riippuvainen tietyn toimialan menestyksestä. Merkittävimpiä asiakassektoreita ovat teollisuus, rakentaminen ja vähittäiskauppa.

Talenomin asiakkaiden jakauma toimialoittain



Lähde: Inderes, tilanne vuonna 2014

Talenomin asiakaskunta on erittäin hyvin hajautunut myös eri yritysten kesken. Kymmenen suurinta asiakasta muodostaa ainoastaan noin 3,8 % yhtiön liikevaihdosta, joten yksittäisen asiakkaan menettämisellä ei ole yhtiölle merkittäviä vaikutuksia. Pidämme laajaa, hajautunutta ja hyvin pysyvää asiakaskuntaa Talenomin selkeänä vahvuutena. Se antaa yhtiölle hyvän jatkuvuuden ja läpinäkyvyyden liiketoiminnassa.

Talenomin kilpailukykyistä ja liiketoimintamallin toimivuudesta kertoo osaltaan kyky saada uusia asiakkaita, mikä on ollut hyvä viime vuosina. Uusia asiakkaita yhtiö sai 1236 kappaletta vuonna 2014 ja noin 1500 kappaletta vuonna 2015. Toisaalta asiakasmenetyksiä on arvioimme mukaan tapahtunut poikkeuksellisen paljon viime vuosina, minkä uskomme johtuneen yhtiön kasvukivuista.

Talenomin liiketoimintamalli

Talenomin toimintamalli



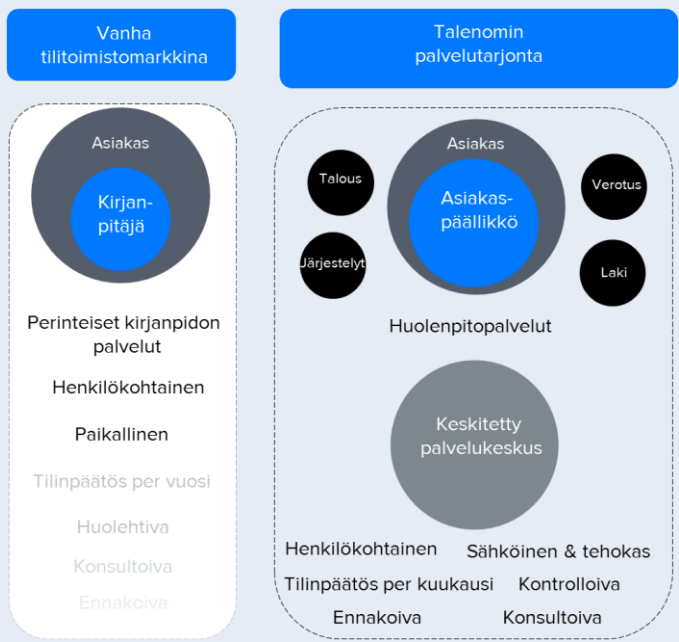
Lähde: Talenom

Talenomin keskeiset kilpailutekijät



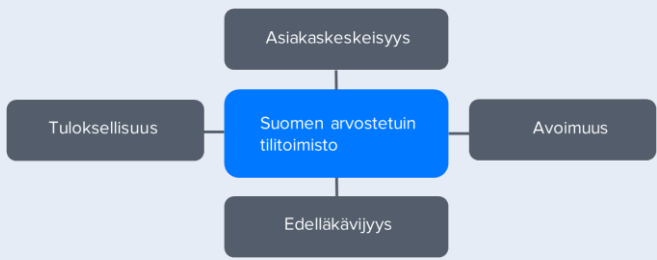
Lähde: Inderes

Perinteinen tilitoimisto vs. Talenomin tarjonta



Lähde: Inderes

Talenomin tavoite ja arvot



Lähde: Talenom

Tilitoimistomarkkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on kasvanut Suomessa keskimäärin 6 % vuodessa 2000-2014, mutta viime vuosina kasvu on hidastunut. Huomioiden toimialan sähköistyminen, hintapaine sekä Suomen heikko talouskehitys kehitys on mielestämme ollut kuitenkin kohtuullisen vahvaa. Kokonaismarkkina oli vuonna 2014 noin 915 MEUR. Toimialan rakenne on erittäin fragmentoitunut ja tilitoimistoja on yli 4300 kappaletta. Toimialalla on käynnissä useita muutoksia, joiden ajureina toimivat erityisesti voimakas digitalisaatio, palveluntarjonnan sekä konsultoinnin merkityksen kasvaminen sekä eläköityminen. Pienimmät tilitoimistot eivät pysty vastaamaan muutospaineseen, kun taas haastajille on mahdollisuus markkinaosuuksien nostamiseen sekä skaalaetujen kasvattamiseen. Näemme Talenomin olevan markkinalla hyvin asemoitunut ja hyötyvän toimialan murroksista.

Defensiivinen kasvumarkkina

Kasvava yli 900 MEUR:n markkina

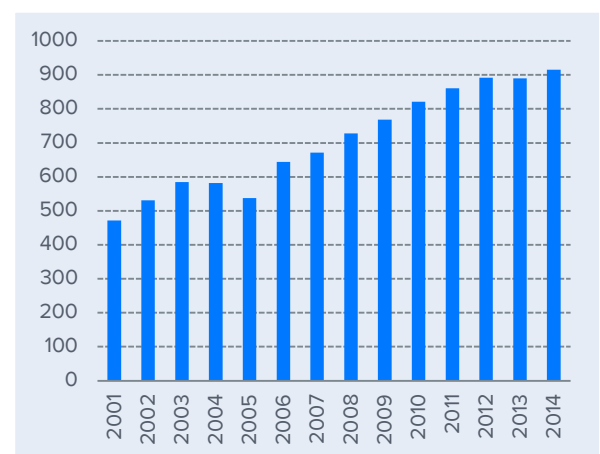
Suomen kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina on liikevaihdoltaan noin 915 MEUR:n kokoinen. Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin 6 % vuodessa 2000-2014 välisenä aikana. Viime vuosina kasvu on hidastunut, mutta markkina on säilynyt loivalla kasvu-uralla. Vuonna 2014 kasvua kertyi Tilastokeskuksen mukaan vajaat 3 % ja vuonna 2015 kasvun arvioidaan yleisesti olleen muutamia prosentteja.

Markkinan keskimääräinen kasvu on mielestämme ollut suhteellisen vahvaa, kun otetaan huomioon toimialan sähköistyminen, hintapaine sekä Suomen taloudessa pitkään jatkunut matalasuhdanne ja rakenneongelmat. Tämä kuvastaa markkinan defensiivistä luonnetta, mikä on sijoittajan perspektiivistä katsottuna arvokasta.

Kasvun vakautta ja jatkuvuutta selittänevät paljolti hinnankorotukset tilitoimistojen palveluntarjonnassa. Arviomme mukaan tilitoimistoalalla keskimääräinen hinnankorotus vuodessa on keskimäärin muodostanut noin puolet markkinan kasvusta. Historiallisesti tämä on ollut 2-4 %:n luokkaa eli noin 33-66 % toimialan kasvusta. Toinen osa kasvussa on transaktiomäärien kasvu, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin ja talouskasvun kanssa. Tältä osin kasvu on ollut viime vuosina hidasta Suomen heikon taloustilanteen takia, mikä toki heijastuu negatiivisesti myös hinnoitteluun.

Lisäksi on hyvä huomata, että tilitoimistot ovat perinteisesti olleet voimakkaasti sidoksissa kirjanpitäjien määrän ja palkkojen kehitykseen. Nyt tämä sidonnaisuus on arviomme mukaan murtumassa, kun digitalisaatio ja automatisaatio tehostavat kirjanpitäjien rutiinitehtävien suorittamista selvästi. Historiallisesti kasvu selittänee kuitenkin myös kirjanpitäjien palkankorotukset.

Tilitoimistomarkkinan kasvu Suomessa



Lähde: Tilastokeskus

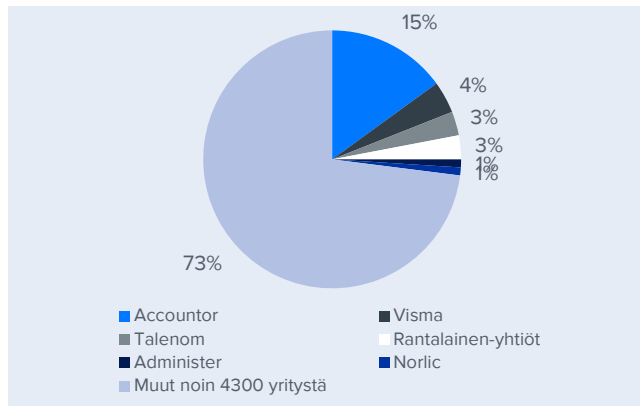
Tilitoimistojen liiketoiminnassa on selkeä kausivaihtelu. Tilinpäätöksen valmistelu ja päättäminen luovat kysyntään säännöllisen piikin joulukuusta maaliskuulle. Tämä korostaa viimeisen ja ensimmäisen kvartaalin osuutta laskutuksessa sekä kannattavuudessa. Talenomin puolivuotisraportoinnissa tämä näkyy H1:n suhteellisella vahvuudella.

Fragmentoitunut markkina on täynnä pieniä paikallisia yrityksiä

Toimialan rakenne on voimakkaasti fragmentoitunut: Vuonna 2014 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan yrityksiä 4333 (2013: 4294) kappaletta. Saman lähteen mukaan keskimääräisessä yrityksessä oli vain 2,8 työntekijää, joten keskimääräinen tilitoimisto on erittäin pieni ja toimii paikallisesti.

Alalla on kuitenkin joitakin suurempia toimijoita, joista merkittävimpiä ovat Accountor, Visma, Talenom, Rantalainen, Administer ja Norlic. Alan kuusi suurinta toimijaa pitävät kuitenkin hallussaan vain noin 27 % markkinasta, joten valtaosa on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä. Arviot sekä seuraavan graafin luvut perustuvat vuoden 2013 tilanteeseen, minkä jälkeen arviomme Talenomin markkinaosuuden kasvaneen jonkin verran.

Talenomin markkinaosuus on 3-4 %



Lähde: Inderes. Kuvassa on käytetty vuoden 2013 liikevaihtoja. Accountorin liikevaihto merkittävältä osalta softamyyniä. Visma pitää sisällään ainoastaan taloushallinnon palvelut.

Markkinakasvu hidastuu ja markkinaosuudet jaetaan uusiksi

Suomen heikosta taloustilanteesta johtuen uskomme, etteivät yhtiöiden transaktiomäärät kasva oleellisesti lähivuosina. Samalla tilitoimistoilla voi olla vaikeuksia nostaa hinnoitteluaan tavanomaiseen tapaansa. Näkemyksemme mukaan toimialan kasvu jää tulevaisuudessa selvästi alle historiallisen 6 %:n kasvun, jos taloustilanne ei Suomessa muutu selvästi nykyistä paremmaksi. Lisäksi sähköistyvä taloushallinnon palveluidentarjonta tulee luomaan selvän hintaeroosion perinteisille tilitoimistopalveluille digitalisaatiosta johtuen. Tästä syntyvää liikevaihtokuoppaa voidaan saada täytettyä lisäarvopalveluilla, jos tilitoimistolla on tarjota kilpailukykyisiä palveluita.

Arvioimme markkinan jatkavan kasvua lähivuosina, mutta vain noin 0-2 %:n vuosivauhdilla. Näkemyksemme mukaan markkinakasvun hidastuminen ei kuitenkaan tuo alan yrityksille suurempia haasteita. Toimialan yrittäjien keski-ikä on korkea, joten alalta poistuminen tulee luomaan markkinalla runsaasti tilaa kasvulle markkinaosuuksien voittamisen myötä seuraavina vuosina.

Kilpailutilanne tulee muuttumaan selvästi

Kilpailu on toimialalla varsin rajattua

Tilitoimistomarkkinalla suurta toimijamäärää ylläpitää arvioimme mukaan kilpailun puute tai sen alueellisuus. Kilpailu voi myös olla rajoittautunutta toimialalla yhä vallitsevien vanhojen käytäntöjen ja tottumusten takia. Tilitoimistoalalla ollaan keskinäisissä kanssakäymisissä konservatiivisia jo siksi, että alan maineen kunnallisuuden vaaliminen on kaikkien etu. Toiseksi toimialaa valvotaan ja

säädellään kirjanpitolain ja hyvien toimitapojen noudattamisesta ja ylläpitämisestä.

Markkinahaastajista on ollut pula

Markkinan toimijat voidaan jakaa karkeasti kahteen ryhmään. Valtaosa toimijoista haluaisi, että jokainen tilitoimisto pitää oman reviiirinsä eikä kukaan järkyttäisi kilpailun tasapainoa uusilla kilpailu- ja markkinointikeinoilla. Monelle näistä toimijoista teknologinen kehitys voi olla merkittävä haaste, tai yritykseltä voi puuttua vaadittavat resurssit edistää kilpailua tai haastaa muita tilitoimistoja.

Toiseen ryhmään kuuluvat selvästi toimialan suurimmat tilitoimistot, jotka ovat sähköisen palvelun hallitsevia toimistoja ja haluavat laajentaa toimintaansa, kasvaa ja menestyä terveen kilpailun sallimilla keinoilla. Nämä yhtiöt ymmärtävät, että kilpailua ei synny mikäli kehitykselle ja uusille menetelmille ei anneta jalansijaa. Toisaalta esimerkiksi Accountor ja Visma tarjoavat omia ohjelmistojaan tilitoimistoille, minkä takia esimerkiksi Talenomin (oma järjestelmä) markkinaosuuden kasvaminen pienien kustannuksella olisi niille negatiivista.

Tilitoimistopalveluiden sähköistyminen sekä taloushallinnon ohjelmistojen kehittyminen on ollut huimaa viimeisten vuosien aikana, mikä on mahdollistanut aikaisten omaksujien kilpailukykyyn lisääntymisen. Näkemyksemme mukaan Talenom kuuluu juuri tähän ryhmään.

Kilpailu on ollut luonteeltaan alueellista

Tilitoimistojen kilpailu on toistaiseksi ollut erittäin alueellista. Suomalainen yritysasiakas on edelleen tottunut tapaamaan kirjanpitäjänsä, mikä tekee kilpailusta pitkälti alueellista ja paikallista. Asiakkaiden sähköinen kirjanpito ei ole Suomessa vielä merkittävästi yleistynyt. Suomessa toimitaan edelleen osittain tositteiden mapittamisella ja mappien viemisellä aikanaan tilitoimistoon, jossa ne kirjataan ohjelmaan. Myös tämä pitää markkinan paikallisena.

Tilitoimistojen pieni koko ja toimialan fragmentoituneisuus kuvastavat myös hyvin sitä, että niiden kohdemarkkinat ovat pieniä. Toisaalta pienien yhtiöiden mahdollisuudet konsolidoida alaa ovat heikot. Näin ollen markkinalla toimiva suuri määrä yhtiöitä on myös oire tilanteesta.

Toimiala on keskellä rakennemurrosta

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

Sähköiset palvelut muutoksen ajurina

Sähköinen taloushallinto on merkittävimpiä toimintojen tehokkuuden ja tuottavuuden kasvua edistäviä ajureita tilitoimistoille. Sähköinen taloushallinto pitää sisällään kaikkien taloushallinnon tietovirtojen ja käsittelyvaiheiden automatisointia ja käsittelyä sähköisessä muodossa. Sähköinen taloushallinto on digitaalisen taloushallinnon esiaste. Sähköisessä taloushallinnossa voidaan esimerkiksi tositeaineisto skannata, eli siirtää paperimuodosta sähköiseen muotoon, kun taas digitaalisessa taloushallinnossa edellytetään 100 %:sta digitaalisuutta. Digitaalisuus on sähköisessä muodossa olevan tiedon käsittelyä, siirtämistä, esittämistä ja varastointia.

Kustannussäästöt asiakkaalle ja tilitoimistoille ovat selkeitä. Sähköistyvät palvelut kyetään tarjoamaan sijainnista riippumatta, kunhan osaaminen ja järjestelmien hallinta ovat kunnossa. Asiakkuuden hallintaa ei kuitenkaan pystytä kokonaisuudessaan siirtämään. Toisaalta sähköisen taloushallinnon tuoma kustannusetu tilitapahtumien käsittelyaikojen lyhentämisestä vähentää merkittävästi tilitoimistojen kustannuksia. Tilitoimisto hyötyy myös tiedon välittymisen tasoittumisella, sillä tietoa virtaa jatkuvasti tilitoimistoon eikä enää vain kerran kuussa. Tämä helpottaa työn aikatauluttamista. Asiakas taas hyötyy reaaliaikaisesta tiedonvälityksestä kun tositteet, raportit ja dokumentit ovat jatkuvasti ajan tasalla.

Säästöjen tasosta on lukuisia arvioita, mutta mielestämme yleisimmin voidaan katsoa, että kulujen voidaan odottaa yli puolittuvan ja laskujen välityksen tehostuvan huomattavasti sähköisen taloushallinnon ansiosta. Tämä ei kuitenkaan sisällä järjestelmäkehitysinvestointeja, jotka ovat luonnollisesti erittäin suuria.

Sähköistyminen tulee muuttamaan myös tilitoimistojen palvelut, prosessit, osaamistarpeet sekä työnjaon asiakkuuksissa. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän huomattavasti arvoaan, mutta toisaalta kontrollerin tai konsultin työtehtävät tulevat kasvattamaan merkitystään. Tämä on omiaan vapauttamaan resursseja tilitoimistoilta lisäarvopalvelujen tuottamiselle asiakkailleen.

On kuitenkin hyvä muistaa, että taloushallinnon sähköiset toimintatavat ovat vain osa tilitoimistopalvelua. Asiantuntevaa ja henkilökohtaista palvelua ei voida koskaan korvata automaatiolla. Kuten aiemmin mainittu, asiakas-tilitoimisto-suhde voi perinteisesti muodostua hyvin läheiseksi, ja henkilökohtaisella palvelulla on suuri merkitys. Toimialan pientä asiakasvaihtuvuutta selittää nimenomaan nämä suhteet.

Tilitoimistojen vaihtoehdot digitalisaation murroksessa

Digitalisaation tuoma murros toimialalle on selkeä ja sen mukana koko liiketoimintaympäristö tulee muuttumaan. Muutospaineessa tilitoimistoilla on ainakin seuraavat vaihtoehdot:

- Eläköityminen, myynti tai yhteenliittyminen
- Investoinnit omiin ohjelmistoihin ja järjestelmiin
- ASP-palvelumallin omaksuminen

Pienemmille tilitoimistoille eläköityminen, tilitoimiston myynti tai yhteenliittyminen toisten toimijoiden kanssa ovat mahdollisia vaihtoehtoja. Markkinoilla franchising-liiketoimintojen perustaminen suuremman tilitoimiston kylkeen voi myös olla perusteltu vaihtoehto.

Investoinnit omaan sähköiseen tai digitaaliseen taloushallinnon järjestelmään ovat mahdollisia ainoastaan suuremmille tilitoimistoille. Ne aloittaisivat nyt kuitenkin merkittävältä takamatkalta, sillä suurimmat toimijat ovat tehneet kyseiset investoinnit jo vuosia sitten.

ASP-palvelumallissa (Application Service Provider) tilitoimisto ei osta ohjelmistoa itselleen, vaan vuokraa sen palveluntarjoajalta tai järjestelmätoimittajalta kuten Accountor tai Visma. Kyseinen vaihtoehto on pienemmille ja keskikokoisille tilitoimistoille todennäköisesti järkevin, koska skaala ei puolla investointeja omaan järjestelmään. Järjestelmien jatkuva kehittäminen sekä ylläpitäminen luovat myös kustannustaakan tulevaisuuteen, joten ohjelmiston vuokraaminen tulee monelle toimijalle tehokkaammaksi vaihtoehdoksi. Päätökseen vaikuttavat toki myös tilitoimiston aiemmat järjestelmäpanostukset.

Toisaalta ASP-mallissa täytyy huomioida, että tilitoimisto on jatkossa jossain määrin sidoksissa valitsemaansa palveluntarjoajaan. Järjestelmän itsenäisestä kehittämisestä tulee hankalaa, eikä yhtiö voi rakentaa merkittävää kilpailuetua ulkopuolisen järjestelmän varaan. Lisäksi vuokrattavan taloushallintojärjestelmän kustannukset voivat muodostua merkittäväksi rasitteeksi ASP-palvelumallille.

Lait ja säädökset muutoksen ajurina

Suomessa tapahtuva toimintaympäristön muutos on sidoksissa koko Euroopan unionin alueella tapahtuviin hankkeisiin, joilla pyritään yhtenäistämään taloushallinnon lakeja ja säädöksiä. Yhdistynyt Eurooppa tarjoaa suurimmille suomalaisille tilitoimistoille kansainvälistymisen mahdollisuuden, mutta samalla se lisää uhkaa suurista ulkomaisista kilpailijoista maassamme. Toimialan fragmentoituneisuuden osalta Suomen tilitoimistomarkkina tarjoaa kilpailijoille mahdollisuuden tulla markkinoille. Kielimuurimme ja tapamme toimia hidastavat kuitenkin ulkomaisten tilitoimistojen etabloitumista Suomeen, emmekä pidä ainakaan nopeaa muutosta todennäköisenä.

Näkemyksemme mukaan kansainvälistyminen ei ole Talenomin suurimpia haasteita vielä lähivuosina, mutta sitä on mielestämme kuitenkin hyvä analysoida lyhyesti. Asiakasyritysten kansainvälistyessä tulee tilitoimistojenkin huomioida palvelutarjonnassaan asiakasyrityksen muuttuvat tarpeet, jotka poikkeavat huomattavasti pk-yritysten tarpeista. Kansainvälistyminen näkyy tilitoimistoille kolikon kahtena puolena. Asiakasprospektina tilitoimisto törmää

joko suomalaisiin yrityksiin, jotka hakeutuvat kotimarkkinoiden ulkopuolelle, tai ulkomaalaisiin yrityksiin, jotka hakeutuvat Suomen markkinoille.

Kansainvälistyvällä tilitoimistolla on mahdollisuus liittyä kansainväliseen ketjuun, jonka alaisuudessa tarjotaan palveluita asiakasyrityksille. Aktiivisempaa kasvua hakeva tilitoimisto voi perustaa omia toimistojaan ulkomaille esimerkiksi ostamalla kohdemaassa toimivia tilitoimistoja. Osaamisen kehittäminen ja paikallistuntemus ovat perusedellytyksiä onnistuneessa etabloitumisessa, joka puoltaa edellä mainittuja kansainvälistymisstrategioita.

Molempiin etabloitumisaskeleeseen liittyy merkittävä taloudellinen riski. Asiakasyritysten ja rahaliikenteen kansainvälistyessä tilitoimiston on pysyttävä muutoksessa mukana, mikä asettaa valtavan haasteen sekä tilitoimiston henkilöstön osaamiselle että taloushallinnon järjestelmien suorituskyvyille. Samanlaista muutostarvetta luo uudistuva lainsäädäntö, joka vaikuttaa yritysten raportointimenetelmiin ja tarpeisiin.

Lisäarvopalvelut ja erikoistuminen arvoajureina

Automaatio mahdollistaa tilitoimistojen nousun arvoketjussa. Tilitoimistot pystyvät keskittämään voimavarojaan enemmän lisäarvopalveluihin tai erikoisosaamiseen, jotka omaavat paremman katerakenteen sekä syventävät asiakkuuksia entisestään. Automaation myötä tilitoimistojen kustannustehokkuus ja sitä kautta hinnoitteluvoima paranee, mutta samalla se mahdollistaa lukuisten lisäarvopalveluiden tai erikoistumisen kehittämisen. Kyseiset palvelut voivat pitää sisällään esimerkiksi sisäisen laskennan tukipalvelut, johdon tukipalvelut, verosuunnittelun, rahoitussuunnittelun sekä lakiasiainpalvelut.

Tilitoimistojen voi olla perusteltua valita joko erikoistuminen tai laaja-alainen erikoispalveluiden hallinta. Jälkimmäisessä vaihtoehdossa tilitoimiston tarkoituksena on luoda enemmän lisäarvoa asiakkaalle luomalla yhtiö, josta asiakas voi ostaa saman katon alta kaiken tarvitsemansa taloushallinnon palveluihin ja erikoispalveluihin liittyen.

Taloushallinnon henkilöstön työnkuva muuttuu radikaalisti perinteisestä kirjanpitäjästä liiketoiminnan päätöksenteon avustajaksi. Kaikkiin erikoispalveluihin tarvitaan omat valmiutensa ja osaava henkilöstö. Esimerkiksi asiakasyrityksen sisäisen laskennan tehokkaaseen hoitamiseen tai kontrollointiin, tilitoimiston täytyy hallita kustannus- ja kannattavuuslaskenta, likviditeettiennusteet

sekä ymmärtää asiakasyrityksen liiketoiminta. Arvoketjussa vieläkin korkeammalla toimii esimerkiksi strateginen laskentatoimi, joka keskittyy johdon strategisen päätöksenteon tukemisessa taloushallinnon rooliin ja menetelmiin. Siinä erikoisosaajat paikantavat, keräävät, valitsevat ja analysoivat informaatiota laskentatoimesta tukemaan yritysjohdon strategista päätöksentekoa.

Talenomin tärkeimmät kilpailijat

Konsolidoimattomasta markkinasta johtuen Talenomilla on rajallinen määrä kilpailijoita, jotka painivat samassa kokoluokassa. Arviomme Talenomin pääkilpailijoiden olevan Accountor, Visma sekä Administer, jotka omaavat samankaltaisen ohjelmisto-tilitoimisto-rakenteen kuin Talenom. Olemme vertailleet näitä ja muutamia muita yhtiöitä sivun lopussa olevassa taulukossa.

Selkeä etu mainituille kilpailijoille on oma taloushallintopalveluiden ohjelmisto-palvelutarjonta. Yritysten fokukselta johtuen eri toimintojen jatkuvuus osana konsernia voi kuitenkin olla kyseenalainen. Visma on ollut erittäin aktiivinen tilitoimistojen ostajana ja yritys pyrkii selkeästi kasvattamaan skaalaansa. Kyseisissä yrityksissä eri ohjelmistojärjestelmien määrä voi luoda kuitenkin tehottomuutta. Tämä voi johtaa osalla asiakkaista epäselvään tai vaikeasti hallintoitavan ohjelmisto-kokonaisuuteen. Pääkilpailijoiden fokus ei lisäksi yllä palveluliiketoiminnan tai erikoisosaamispalveluiden kasvattamiseen, mikä mielestämme on tärkeä kilpailutekijä tulevaisuuden tilitoimistomarkkinalla erityisesti pk-sektorilla johon Talenom keskittyy.

Suurempien tilitoimistojen lisäksi kilpailijakentän muodostaa yli 4000 pienyrittäjää, jotka kilpailevat lähinnä henkilökohtaisilla ja pitkäkestoilla asiakkuuksillaan. Näkemyksemme mukaan kyseiset yhtiöt tulevat kohtaamaan haasteita kilpailuympäristön muuttuessa voimakkaasti tulevaisuudessa. Taloushallinto-ohjelmiston ja järjestelmän lisensointi Accountorilta tai Vismalta on mahdollinen ratkaisu sähköistyvään tilitoimistomarkkinaan. Lisensointimaksujen kalleus tai erikoisosaamispalveluiden puute rajoittavat pienempien yritysten skaalautuvuutta huomattavasti. Kasvu kyseisillä yrityksillä voi tarkoittaa verkostoitumista saman yrityksen alle, tai franchising liiketoiminnan perustamista suurempien tilitoimistojen kanssa. Uskomme pienien yhtiöiden määrän pienentyvän selvästi seuraavan 5-10 vuoden aikana.

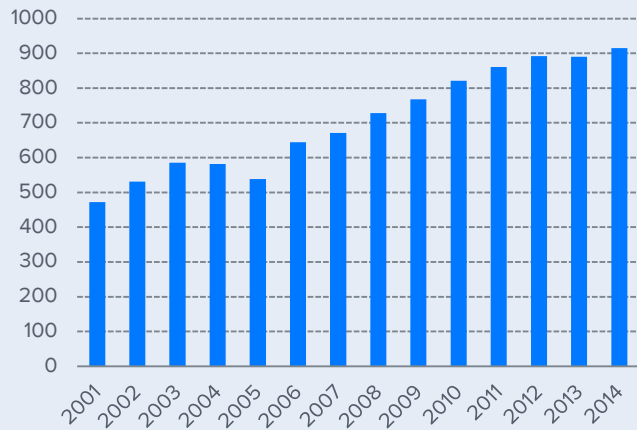
Talenomin merkittävimmät kilpailijat

	Pohjoismainen	Paikallinen / alueellinen	Eriytetty palvelu- tuotanto	Omat ohjelmistot	IT-järjestelmä myynti	Huolenpito- palvelut	Asiantuntija- palvelut	Yritysosotot	Orgaaninen kasvu	Franchising- toiminta
Accountor	x			x	x		x	x		
Visma	x			x	x		x	x		
Administer		x		x				x	x	
Rantalainen		x					x	x		
Norlic		x					x			
Talenom			x	x		x	x		x	x

Lähde: Inderes

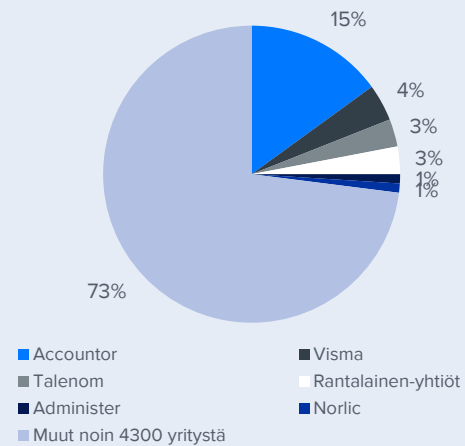
Markkinatilanne graafeina

Tilitoimistomarkkina Suomessa 2001-2014



Lähde: Tilastokeskus

Markkinaosuusien jakautuminen (arvio)



Lähde: Inderes. Kuvassa on käytetty vuoden 2013 liikevaihtoja. Accountorin liikevaihto merkittävältä osalta softamyyntiä. Visman pitää sisällään ainoastaan taloushallinnon palvelut.

Talenomin tärkeimmät kilpailijat

	Pohjoismainen	Paikallinen / alueellinen	Eriytetty palvelu-tuotanto	Omat ohjelmistot	IT-järjestelmä myynti	Huolenpito-palvelut	Asiantuntija-palvelut	Yritysosot	Orgaaninen kasvu	Franchising-toiminta
Accountor	x			x	x		x	x		
Visma	x			x	x		x	x		
Administer		x		x				x	x	
Rantalainen		x					x	x		
Norlic		x					x			
Talenom			x	x		x	x		x	x

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes

Strategia ja kilpailuedut

Talenomin tavoitteena on kasvaa Suomen arvostetuimmaksi tilitoimistoksi. Yhtiö on valinnut orgaanisen kasvun strategian hyötyäkseen tilitoimistoalan rakennemuutoksesta, jonka ajureina toimivat sähköistyminen, lisäarvopalvelut, hintakilpailu ja eläköityminen. Mielestämme markkinalla on tilaa aggressiiviselle toimijalle ja Talenom pyrkii olemaan aktiivinen kilpailija haastaen toimialan pienemmät pelaajat myyntityöllään. Talenomilla on mielestämme selkeitä kilpailuetuja, joista merkittävimpiä ovat skaalaedut, palvelukeskusmalli, oma sähköinen taloushallinnon järjestelmä, automaation tuoma sisäinen tehokkuus, lisäarvopalvelut sekä laaja-alaiset erikoisasiantuntijapalvelut.

Aggressiivinen myynti orgaanisen kasvun taustalla

Talenomin pyrkii aggressiiviseen kasvuun

Tilitoimistoja ei koeta aggressiivisiksi kasvuyrityksiksi Suomessa, mutta uskomme markkinalla olevan suuria mahdollisuuksia kasvuahakuille toimijoille. Talenom on kokoluokaltaan yksi varteenotettava haastaja markkinalla muiden suurten kotimaisten toimijoiden sekä mahdollisten ulkomaisten etabloitujien kanssa. Talenom on valinnut orgaanisen tien kasvulleen (kts. kappale orgaaninen kasvu vai yritysostot) ja on selvästi ottanut markkinalla haastajan ja edelläkävijän roolin. Yhtiö toimii markkinalla aggressiivisena myyjänä ja pyrkii tehokkuudellaan, hinnoittelullaan, lisäarvopalveluilla sekä laaja-alaisilla erikoisosaamis-palveluilla luomaan paremman tilitoimistopalvelun pk-yrityksille Suomessa.

Kilpailuedut perustuvat tehokkuuteen

Talenomin keskitetty palvelukeskusmalli luo yhtiölle skaalaetuja sähköisten tilitoimistopalvelujen tuottamisessa asiakkaille. Skaalan ja markkinaosuuden kasvattaminen saavutetaan lisäämällä kilpailua hinnan, palvelulaadun ja -laajuuden, saatavuuden sekä myynnin ja markkinoinnin keinoin. Talenom panostaa kasvuun erityisesti myyntiorganisaationsa kautta, mikä aiheuttaa toisaalta kasvuvaiheessa merkittäviä kuluja.

Sisäisiä tehokkuusmittareita on tilitoimistoalalla monia, mutta merkittävimpiä näistä ovat mielestämme tositteiden käsittelyajat. Talenomin mukaan tositteen läpimenoaika sen palveluissa oli vuonna 2015 arviolta noin 1,7 minuuttia, kun toimialan keskimääräinen tositteen läpimenoaika (mediaani) on noin 3,6 minuuttia. Automaattisen kirjanpidon yleistymisen myötä Talenom tavoittelee läpimenoajan merkittävää alentamista vielä lähitulevaisuudessa ja yhtiön tavoitteena on päästä minuutin tasolla. Uskomme läpimenoaikojen lyhentyvän edelleen tulevaisuudessa, mutta se tuomia kustannussäästöjä on vielä vaikea arvioida. Selkeää on kuitenkin mielestämme se, että Talenomin kannattavuus tulee skaalautumaan tulevaisuudessa liikevaihdon kasvun mukana, koska yhtiö tarvitsee

suhteessa vähemmän kirjanpitäjiä tehokkuuden parantuessa. Huomautamme, että Talenomin uuden yhä enemmän automatisoidun "tuotantolinjan" kulut ovat muodostuneet etupainotteisesti, kun taas hyötyjä on odotettavissa lähivuosina.

Olemme tiivistäneet näkemyksemme Talenomin merkittävimmistä kilpailueduista seuraavaan graafiin. Näitä ovat sisäinen tehokkuus, mikä syntyy rutiinitehtävien automatisoinnista, sekä tämän tehokkuuden ja toisaalta skaalan mahdollistavat selvästi toimialan standardeja laajemmat palvelukokonaisuudet asiakkaalle. Taustalla on luonnollisesti yhtiön palvelukeskusmalli ja tehokkaat IT-järjestelmät, joihin yhtiö on investoinut viimeisen vuosikymmenen aikana todella paljon.

Talenomin keskeiset kilpailutekijät



Lähde: Inderes

Strategiset ja taloudelliset tavoitteet

Talenomin strategisena tavoitteena on kasvaa keskipitkällä aikavälillä keskimäärin 15-20 % vuodessa. Kasvutavoite on kunnianhimoinen, sillä Talenomin suunnitelmiin eivät kuulu yritysostot, jotka ovat monesti tehottomia ja kalliita. Kasvutavoite on myös erittäin korkea lähivuosille ennustamaamme 0-2 %:n markkinakasvuun nähden. Näin ollen kasvun täytyy tulla markkinaosuuksien kautta, joita Talenom pyrkii voittamaan etenkin pienemmiltä toimijoilta. Yhtiön voimakas kasvuhakuisuus on mielestämme järkevää markkinassa, jossa markkinaosuudet tullaan jakamaan uudestaan edessä olevassa murroksessa.

Talenom panostaa voimakkaasti uusasiakashankintaan, mikä on näkynyt viime vuosina sekä korkeana kulurakenteena että merkittävänä määrinä uusia asiakkaita. Pienempien kilpailijoiden haastamisen rinnalla yhtiö tulee jatkossa panostamaan erityisosaamispalveluiden tarjontaan, jonka pitäisi tukea kasvua.

Yhtiö on käynnistämässä myös franchising-liiketoimintamallia, joka voi toimia vaihtoehtona pienemmille tilitoimistoille kiristyvässä kilpailussa. Franchising-mallissa Talenom tarjoaa keskitetyn palvelukeskusmallin käyttöä yrittäjille, mutta pyrkii saamaan asiakkuudet omiin nimiinsä. Mallilla Talenom tavoittelee asemaa uusille pienemmillä paikkakunnille Suomessa, joille oman toimiston perustaminen ei olisi rajallisen asiakaskunnan takia perusteltua. Odotamme laajentumisen franchising-mallilla olevan kuitenkin ainakin lähiaikoina rajattua.

Arvioimme yhtiön voimavarojen olevan toistaiseksi liian pienet laajentumiselle Suomen rajojen ulkopuolelle ainakaan merkittävässä mittakaavassa. Sitä ennen Talenomin pitäisi mielestämme vallata kotimarkkinalla nykyistä selkeästi vahvempi asema, jonka kassavirta tukisi etabloitumista uudelle markkinalle. Laajentumista myös Suomen rajojen ulkopuolelle ei kuitenkaan voi sulkea pois, erityisesti jos yhtiö löytää mielenkiintoisia yhteistyömahdollisuuksia.

Sijoittajien on hyvä huomioida, että yhtiössä on aikataulun mukaisesti käynnistetty pitkän aikavälin strategian päivistytyö, jonka valmistuttua markkinoille tullaan kertomaan pidemmän aikavälin keskeiset tavoitteet sekä päivitetään pitemmän aikavälin ohjeistus. Tämän arvioidaan tapahtuvan H1'16 julkistamisen yhteydessä kesällä 2016.

Kasvun hinta ja kannattavuus

Talenomin johdon arvion mukaan myyntipanostukset ovat keskimäärin 70-85 % ensimmäisen vuoden asiakkaan tuomasta liikevaihdosta, mikä tarkoittaa kasvun olevan suhteellisen kallista. Tämä on luonnollista defensiivisellä markkinalla, jossa asiakaspysyvyys on korkea. Asiakkuudet toimialalla ovat historiallisesti olleet erittäin pitkät (noin 25 vuotta), mikä kertoo paljon markkinan defensiivisyydestä. Tämä on Talenomille haaste uusasiakashankinnassa, mutta toisaalta myös merkittävä vahvuus ja peruste tehdä aggressiivista myyntityötä. Toisaalta kiristyvän kilpailun myötä asiakasvaihtuvuus tulee arviomme mukaan nousemaan.

On tärkeää huomioida, että uusasiakashankinta aiheuttaa huomattavia etupainotteisia kuluja. Vuonna 2015 Talenomin raportoimat kasvun kulut olivat 3,7 MEUR (2014: 2,2 MEUR), mikä on erittäin suuri kuluerä Talenomin kokoluokassa (raportoitu käyttökate 4,9 MEUR vuonna 2015). Käyttöönottokulujen lisäksi yhtiölle muodostuu asiakkaan opetuskulut uuteen järjestelmään, jotka painavat kassavirran negatiiviseksi ensimmäisiksi kuukausiksi. Pois lukien uusasiakasmyynnin kustannukset, uusi asiakas muuttuu kumulatiivisesti kassavirtaposiitiviseksi yhtiön oman arvion

mukaan noin 6 kuukauden kuluttua. Mikäli myyntipanostukset huomioidaan kassavirtaan, niin uusi asiakas muodostuu kumulatiivisesti kassavirtaposiitiviseksi noin kahden vuoden kuluttua. Pitkät asiakassuhteet huomioiden uusasiakashankinta on kuitenkin erittäin kannattavaa pidemmällä aikavälillä.

Talenomin kasvun täytyy tulla pääosin markkinaosuuden kautta

Ennustamme tilitoimistomarkkinan kasvun jäävän lähivuosina muutamaan prosenttiin (noin 0-2 %), joten Talenomin kasvun on lähivuosina tultava pitkälti markkinaosuuden valloittamista. Toki Suomen taloudellisen aktiviteetin parantuminen vauhdittaisi tilitoimistojen kasvua nopeasti transaktiomäärien nousun kautta, mutta tätä emme ole omissa ennusteissamme huomioineet merkittävästi Suomen talouden näkymien pysyessä heikkoina.

Talenomin kasvuajurit ovat mielestämme kuitenkin vahvat. Alalta poistumiset eli käytännössä tilitoimistoyrittäjien eläköitymiset tulevat näkemyksemme mukaan luomaan markkinalla tilaa seuraavina vuosina ja selkeiden kilpailuetujen ansiosta Talenomilla on muutenkin hyvät mahdollisuudet voittaa markkinaosuuksia. Talenomin keskitetty palvelukeskusmalli antaa yhtiölle skaalaetuja sähköisten tilitoimistopalvelujen luonnissa asiakkaille. Skaalan ja markkinaosuuden kasvattamiseen Talenom käyttää kombinaatiota aggressiivisesta myynnistä, palvelulaadun ja palvelun laajuuden lisäämistä sekä liiketoimintojen laajentumista uusiin kaupunkeihin Suomessa. Emme usko hintaeroosion muodostuvan kasvua haittaavaksi tekijäksi ennen kuin markkinan konsolidaatio etenee merkittävästi.

Skaalaeduille on kysyntää

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

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

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

Orgaaninen kasvu vai yritysostot

Talenom on päättänyt kasvaa orgaanisesti

Skaalan ja markkinaosuuden kasvattaminen saavutetaan lähtökohtaisesti joko aktiivisella myyntityöllä tai yritysostoin. Yritysostot ovat nopein tie kasvattaa skaalaa, mutta yritysostoihin liittyy aina riski ostettavan kohteen yliarvostuksesta ja integroinnista (henkilöstö, ohjelmistot ja järjestelmät). Erityisen korkeina pidämme henkilöstöriskejä pienissä yhtiöissä, joissa yhtiön toiminta voi perustua vahvasti muutaman avainhenkilön osaamiseen. Korkeista

riskeistä huolimatta Suomessa suurimpien tilitoimistojen kasvu perustuu erityisesti yritysostoihin, mistä Talenom on kuitenkin selkeä poikkeus.

Talenom on kasvanut historiansa aikana sekä orgaanisesti että yritysostoin. Yhtiö on kuitenkin valinnut kasvutieksi selvästi orgaanisen kasvun. Syitä tähän on lukuisia aina käytettävistä rahavaroista taserakenteeseen asti, mutta operatiivisen liiketoiminnan kehittämisen edut ovat myös yksi avainasioista. Alla lista Talenomin lukuisista eduista, jotka saavutetaan omalla myynnillä suhteessa kasvuun yritysostoin.

Tilitoimiston ostaminen vai aktiivinen myynti

	Orgaaninen	Epäorgaaninen kasvu
Sopimukset	Talenomin oma sopimusmalli, muut sopimukset Talenomin tarpeen mukaan	Yritysostoissa peritään vanha sopimuskanta
Palvelumalli	Talenomin yhdenmukainen palvelumalli saadaan suoraan jalkautettua	Yritysostot johtavat pirstaleiseen toimintamalliin. Integroinnin tarve on suuri.
IT	Talenomin oma järjestelmä	Yritystokohteilla on omat järjestelmänsä. Integraation tarve on suuri.
Henkilöstö	Rekrytoidaan tarpeen mukaan, koulutettava	Peritään kohteen henkilöstö
Kokonaiskustannukset	Kustannukset noin 70-85% tulevasta liikevaihdosta	Hinta noin 70-110% liikevaihdosta. Haltuunoton kustannukset noin 50-80% liikevaihdosta.*
Riskit	Rekrytointiriskit, koeaikapurut	Asiakas- ja henkilöstövaihdosriskit. Asiakassuhteet henkilöityvät vahvasti kirjanpitäjään
Lähde: Talenom ja Inderes.		
*Perustuu Talenomin johdon kokemukseen aiemmista yrityskaupoista.		

Talenomin strategia vaatii kasvupanostuksia, joista yhtiö tekee aktivointeja

Talenom aktivoi taseeseensa kuluja, jotka liittyvät uusien asiakkaiden kanssa tehtyihin palvelusopimuksiin ja uusille paikkakunnille laajentumiseen. Näistä kasvun kuluista aktivoidaan taseeseen 50 % vuoden arvioidusta uusasiakasmyynnistä, kun johdon arvion mukaan myyntipanostukset ovat keskimäärin 70-85 % asiakkaan ensimmäisenä vuotena tuomasta liikevaihdosta. Yhtiön näkemyksen mukaan orgaaninen kasvu on vaihtoehto yrityshankinnoille, minkä vuoksi kulut voidaan aktivoida vastaavalla tavalla kuin yrityskaupassa syntyvä liikearvo. Toinen peruste on yhtiön näkemys siitä, että kyseiset kulut ovat investointeja uusien tulevaisuudessa kassavirtaa tuottavien sopimusten syntymiseksi.

Talenom poistaa taseestaan kasvun aktivoinnit kolmessa vuodessa. Tämä on merkittävästi yritysostojen lyhyempi poisto-aika (tyypillisesti 5-10 vuotta, IFRS ei liikearvon poistoja). Tämän vuoksi lyhyellä aikavälillä tulosta rasittavat

poistot ovat tällä kasvustrategialla suuremmat. Vaikka ymmärrämme käytännön perusteet, pidämme tapaa aggressiivisena kirjanpitona. Käsitlemme aktivointeja ja niiden vaikutuksia tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

Talenom ja franchising

Talenom on aloittanut franchising-liiketoiminnan kehittämisen vuonna 2015. Yhtiö suunnittelee laajentumista maantieteellisesti Suomessa pienemmille paikkakunnille franchising toimintamallilla. Yrittäjävetoiseen liiketoimintaan kuuluisi osaksi palvelukeskuspalveluiden tarjonta sekä asiakkuuksien omistaminen Talenomille. Toimiessaan palvelukonsepti ja lisäarvopalvelut voivat kuitenkin sitouttaa asiakkuuden. Konseptissa yksityisyrittäjä toimisi myynti- ja asiakaspäällikkönä hankkimilleen asiakkaille ja saisi komission asiakkuuden tuomisesta ja hoitamisesta. Franchising liiketoiminnan perustaminen voi mielestämme auttaa Talenomia pienemmille paikkakunnille etabloitumisessa, missä oman toimiston perustaminen ei ole välttämättä järkevää.

Kilpailuedut ja tavoitteet

Talenomien tärkeimmät kilpailuedut



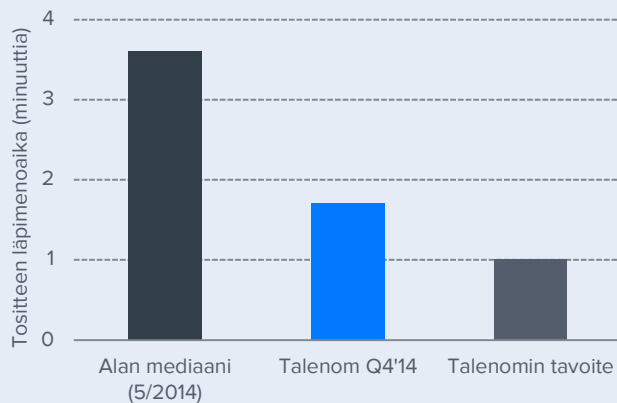
Lähde: Inderes

Talenomien päätavoitteet

Päätavoitteet	Kuvaus	Taloudelliset tavoitteet
Orgaanisen kasvun jatkaminen	- Voimakas panostus uusasiakashankintaan - Edelläkävijyyden säilyttäminen palvelutarjonnassa - Asiantuntija- ja muiden täydentävien palveluiden osuuden kasvattaminen - Lisämyynti nykyisille asiakkaille - Uusien liiketoimintakonseptien käyttöönotto - Laajentuminen uusille paikkakunnille Suomessa ja laajentuminen selvitys ulkomaille	15-20 % Keskimääräinen liikevaihdon kasvu
Palvelutuotannon prosessien kehittäminen	- Palvelutuotannon prosessien kehittäminen ja tehostaminen - Automaatioasteen nosto - Läpimenoaikojen lyhentäminen - Sähköisen asioinnin lisääminen - Käyttöönottoprosessin helpottaminen	20 % Keskimääräinen käyttökatetaso

Lähde: Inderes

Tehokkuus: tositteen läpimenoaika



Lähde: Talenom

Uusien asiakkaiden lukumäärä 2011-2015



Lähde: Talenom

Tuloskehitys ja tase

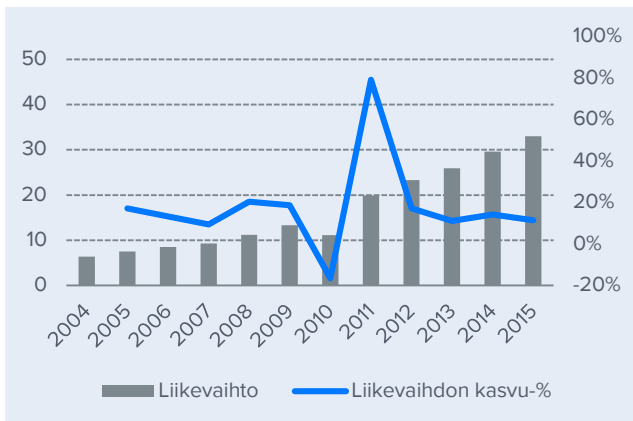
Talenomilla on vahva kasvutarina ja yhtiön keskimääräinen vuosikasvu oli noin 16 % vuosina 2004-2015. Yhtiön kulurakenne on paisunut mittavien järjestelmäinvestointien, palvelukeskuskonseptin sekä aggressiivisen myyntiponnistelun takia. Käyttökatemarginaali on ollut 17-21 %:n luokkaa vuosina 2011-2014, mutta vuonna 2015 tämä oli vain 14,8 %. Kannattavuuteen vaikuttavat oleelliset aktivoinnit. Odotamme yhtiöltä selvää tulosparannusta lähivuosina yhtiön keskittyessä aikaisempaa enemmän kannattavuuteen ja nauttiessa samalla myös viime vuosien merkittävien IT-investointien tuomista hyödyistä. Talenomin taloudellinen tilanne on mielestämme vakaa. Vaikka yhtiöllä on paljon korollista velkaa, emme näe tätä suurena ongelmana defensiivisellä ja ennustettavalla toimialalla.

Uusi pääoma turvasi kasvun jatkuvuuden

Todistettavasti kasvuyhtiö

Talenomilla on taustalla vakuuttava kasvuhistoria. Yhtiön keskimääräinen vuosikasvu oli noin 16 % vuosina 2004-2015 (sisältäen yritysostot) tai noin 13 % vuosina 2011-2015. Vuonna 2015 yhtiön kasvu hidastui hieman edellisvuodesta (2014: 14 %), mutta liikevaihto kasvoi kuitenkin orgaanisesti 11 prosenttia 33,0 MEUR:oon. Viime vuosina kasvu on ylittänyt moninkertaisesti markkinakasvun, joka on ollut muutamia prosentteja. Talenom on siis pystynyt vahvistamaan markkinaosuuttaan selvästi.

Liikevaihdon pitkän aikavälin kehitys



Lähde: Talenom. Luvut ovat havainnollistavia ja ne eivät ole vertailukelpoisia keskenään.

Kulurakenne paisunut yhtiön kasvaessa

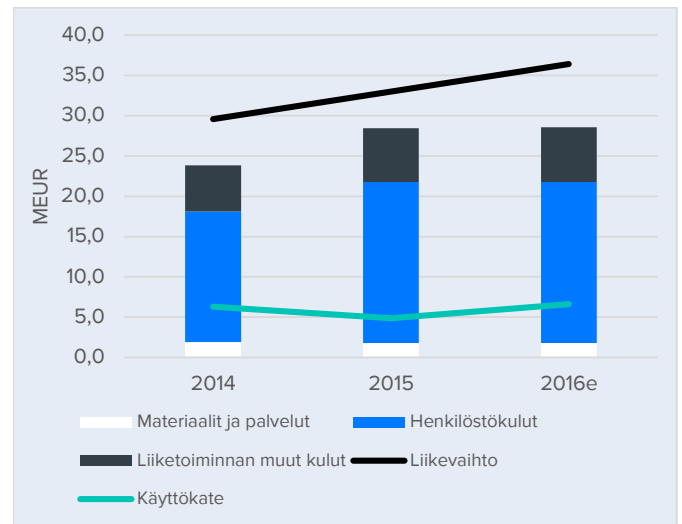
Arviomme mukaan yhtiön kulurakenne on paisunut mittavien järjestelmäinvestointien, palvelukeskuskonseptin sekä aggressiivisen myyntiponnistelun myötä tasolle, joka ei kuvasta yhtiön potentiaalista kannattavuutta pidemmällä aikajänteellä. Kulurakenteen suurin erä on luonnollisesti henkilöstökulut, jotka olivat noin 70 % yhtiön kaikista kuluista vuonna 2015. Henkilöstöön kuuluu kirjanpitäjien

lisäksi luonnollisesti asiakaspalveluhenkilöitä, johtoa ja esimerkiksi IT-järjestelmien kehittäjiä.

Materiaalien ja palveluiden osuus kokonaiskuluista oli vuonna 2015 noin 6,4 %. Osuus on varsin pieni, ja valtaosa henkilöstön ulkopuolisista kuluista on allokoitu yksinkertaisesti liiketoiminnan muihin kuluihin.

Oleellista kulurakennetta analysoidessa on se, että henkilöstökulujen pitäisi skaalautua kohtuullisen hyvin automatisoinnin kasvattaessa yhtiön tehokkuutta. Uusia kirjanpitäjiä ei siis tarvitse palkata asiakasmäärän kasvaessa, kunhan yhtiön tuotantolinjat toimii odotetusti. Myöskään muiden liiketoiminnan kulujen ei pitäisi kasvaa liikevaihdon mukana, mutta tämä sisältää toki paljon erilaisia eriä.

Kulurakenteen kehitys (2014-2016e)



Lähde: toteutuneet Talenom, ennusteet Inderes. Lukuja oikaistu.

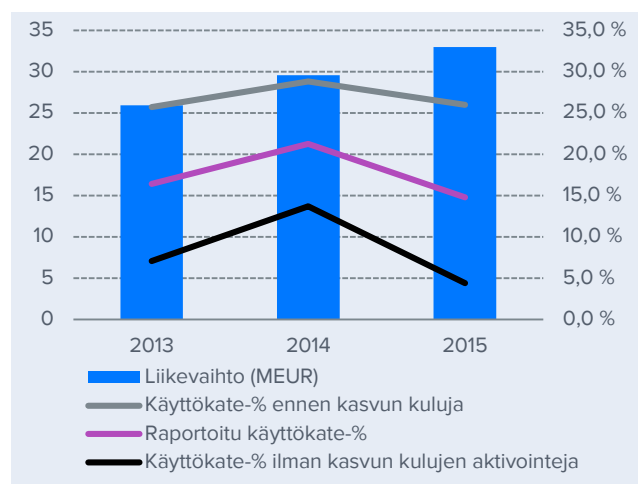
Kannattavuus ja aktivointien merkitys

Talenomin kannattavuuteen vaikuttaa voimakkaasti kasvuun ja asiakashankintaan liittyvät merkittävät kulut, joita yhtiö myös aktivoi osittain (50 % liikevaihdesta) taseeseen ja toisaalta poistaa varsin nopeasti (poistoaika 3 vuotta tasapoistoin). Asiakashankintaan liittyvät kasvupanostukset ovat pitkälti verrannollisia yritysostoihin. Talenom on

aloittanut myös uusille paikkakunnille laajentumiseen liittyvien kulujen aktivoinnin vuonna 2014. Yhtiön perustaessa uuden toimipisteen, kaikki siihen liittyvät kulut, jotka syntyvät ensimmäisten kuuden kuukauden aikana, aktivoidaan. Tältä ajalta ei aktivoida myynnin kuluja. Talenom aktivoi myös ohjelmistoihin liittyvän kehitystyön kuluja ja ulkoisten markkinointipalveluiden tuottajien kuluja.

Merkittävän vaikutuksen takia yhtiö raportoi käyttökatteen myös ennen kasvun kuluja, jotka ovat yhtiön mukaan uusiasiakas-hankintaan liittyviä myynnin ja käyttöänoton kuluja sekä uusille paikkakunnille laajentumisen kuluja. Toisaalta raportoitu käyttökate sisältää aktivointeja, jotka nostavat kannattavuutta. Jos oikaisemme aktivoinnit kokonaan käyttökatteesta, on taso vielä huomattavasti alhaisempi. Demonstroimme kasvun kuluja, aktivointien ja niiden oikaisemisen vaikutuksia seuraavassa graafissa.

Käyttökate eri laskentatavoilla 2013-2015



Lähde: Talenom, oikaistut luvut Inderes (osittain arvioita)

Käyttökate ilman kasvun kuluja

Talenomin käyttökatteen ennen kasvun kuluja pitäisi antaa hyvä kuva liiketoiminnan kannattavuudesta vanhojen asiakkuuksien osalta. Tämä on liiketoimintaa, joka pyörii normaalisti ilman asiakashankintaan liittyviä historiallisia kuluja. Talenomin kannattavuutta voidaan pitää erittäin hyvänä vanhoissa asiakkuuksissa, jos luvut antavat oikean kuvan. Vuosina 2013-2015 käyttökate-% ilman kasvun kuluja oli keskimäärin 27 %, mikä on mielestämme erittäin hyvä. Teoriassa Talenomin pitäisi pystyä saavuttamaan tämä taso varsin nopeasti, jos yhtiö lopettaisi kaikki kasvupanostukset ja uusien asiakkaiden hankinnan. Pitkällä aikavälillä kannattavuus riippuu luonnollisesti olemassa olevien asiakkaiden kannattavuudesta, mikä on tarkoittaa huomattavasti korkeampaa kannattavuuspotentiaalia. Suosittelemme kuitenkin suhtautumaan kasvun kuluista oikaistuihin lukuihin varauksella, sillä läpinäkyvyys on suhteellisen heikko.

Uusiasiakashankintaan liittyvät henkilöstö- ja muut kulut ("kasvun kulut") olivat noin 7,1 MEUR vuonna 2015. Tämä

tarkoittaa, että kasvun kulut olivat noin 21,6 % yhtiön liikevaihdosta. Kyseinen kulusuhde on erittäin korkea ja se kuuluu voimakkaan kasvun vaiheeseen. Tätä panostusta on mielenkiintoista suhteuttaa myös Talenomien liikevaihdon kasvuun, joka oli vuonna 2015 3,4 MEUR. Näin ollen panos/kulu-suhde oli erittäin heikko viime vuonna, mutta täytyy toki muistaa, että uusien asiakkaiden tuoma liikevaihto näkyy Talenomilla viiveellä. Vuonna 2016 odotamme liikevaihdon kasvavan samaiset 3,4 MEUR.

Käyttökate (raportoitu)

Raportoitu käyttökate-% on looginen paikka tarkastella kannattavuutta, mutta kuten todettu, raportoitu käyttökate sisältää huomattavia aktivointeja uusasiakashankinnasta. Raportoitu käyttökatemarginaali on viimeisen kolmen vuoden aikana ollut keskimäärin noin 17 %. Viimeisen viiden aikana yhtiön raportoitu käyttökatemarginaali on ollut suunnilleen 15-21 %. Tämä sisältää aktivoidut henkilöstö- ja muita kuluja, jotka ovat 50 % uusasiakashankinnasta FAS-kirjanpitolainsäädännön sallimissa rajoissa. IFRS:n alla kyseinen menettely ei olisi sallittu, vaan kyseiset erät tulisi kirjata suoraan kuluksi heikentäen yhtiön käyttökatetta. Menetelmä on mielestämme aggressiivinen kirjanpitotapa, mutta on kuitenkin verrattavissa yritysostojen tuomaan vaikutukseen. Uskomme yhtiölle "normaalin" käyttökatemarginaalitason olevan kuitenkin lähempänä vuoden 2014 tasoa, joka oli 21,3 %.

Vuonna 2015 Talenomien raportoitu käyttökatemarginaali oli 14,8 %, mitä voidaan pitää yhtiölle heikkona. Ilman kasvun kuluja käyttökate oli 26,0 % liikevaihdosta, joten ero on erittäin suuri. Vuonna 2015 Talenomien kasvun kulut (ei-aktivoidut) olivat 3,7 MEUR ja toisaalta taseeseen on kuitenkin aktivoitu vuoden aikana 3,4 MEUR kasvun kuluja. Vuonna 2015 kannattavuutta painoi merkittävien kasvuun liittyvien kulujen lisäksi yhtiön tuotantolinjan automatisointiin liittyvät kulut, joita aktivoitiin myös 3,4 MEUR taseeseen. Omien ohjelmistojen kohdalla aktivoinnit ovat normaaleja (IFRS-käytäntö) ja tulokset ovat näkyvissä tuotantolinjan tehokkuudessa, joten emme kyseenalaista tai oikaise näitä kannattavuutta haarukoidessamme.

Aktivointien oikaisu käyttökatteesta

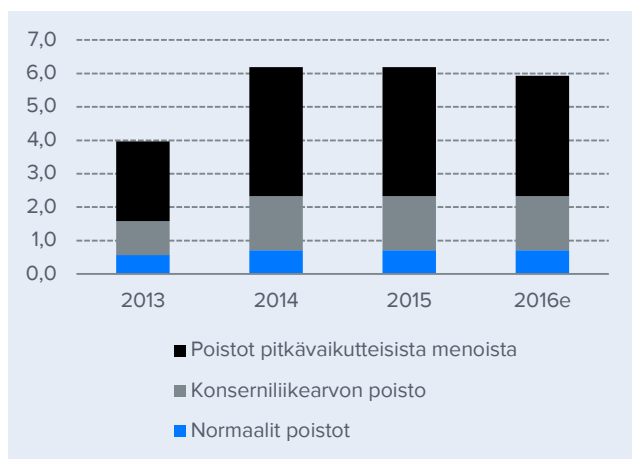
Kolmas tapa tarkastella kannattavuutta olisi kasvun kulujen oikaisu käyttökatteesta kokonaan, mikä olisi myös normaali käytäntö IFRS-kirjanpidossa. Silloin keskimääräinen käyttökate-% olisi ollut vuosina 2013-2015 ainoastaan 8,4 %. Huomautamme, että kyseessä on arvio, sillä tarkkoja aktivointeja vuosilta 2013 ja 2014 ei ole saatavilla. Lisäksi on hyvä huomata, että muut muun muassa IT-järjestelmään tehdyt aktivoinnit ovat tässä lukemassa edelleen mukana (ainoastaan kasvun kulujen aktivoinnit on oikaistu). Vuonna 2015 käyttökate-% olisi tällä laskentatavalla ollut 4,4 % ja liike-tulos olisi ollut voimakkaasti tappiollinen. Toisaalta kokonaan IFRS:n mukaisesti mennessä myös liikearvon poistot katoisivat, mikä kaunistaisi alempia rivejä huomattavasti.

Aktivoinnit poistetaan suhteellisen nopeasti

Mielestämme aktivointeja tai varsinkaan niiden kannattavuusvaikutuksia ei voi käsitellä järkevästi katsomatta myös kolikon toista puolta eli poistoja. Talenom poistaa kasvun kulut kolmessa vuodessa tasapoistoin, mikä tarkoittaa suhteellisesti erittäin korkeita poistoja. Aktivointien ja poistojen ajoitukset luonnollisesti poikkeavat toisistaan ja summat vaihtelevat vuosittain, mutta tilanteen pitäisi tasoittua lähivuosina. Yhtiö kertoi 2015 tilinpäätöksen yhteydessä päätöksestä vakauttaa uusmyynnin euromääräinen kasvu vuodeksi 2016 edellisvuoden tasolle, mikä tulee poistamaan pahimpia kasvukipuja ja tasapainottamaan aktivointeja sekä poistoja.

Talenomin poistot jakautuvat liiketoiminnan normaaleihin poistoihin, konserniliikearvon poistoon sekä poistoihin pitkävaikutteisista menoista. Näistä viimeinen sisältää poistot IT-järjestelmästä ja aktivoiduista kasvun kuluista. Vuonna 2015 kokonaispoistot olivat 6,2 MEUR (lähies 19 % liikevaihdosta), ja poistot pitkävaikutteisista menoista olivat tästä vastasivat vuonna 2015 reilut 62 %. Poistot ovat siis erittäin korkeita yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna.

Talenomin poistot (MEUR)



Lähde: Talenom, oikaistut luvut Inderes (osittain arvioita)

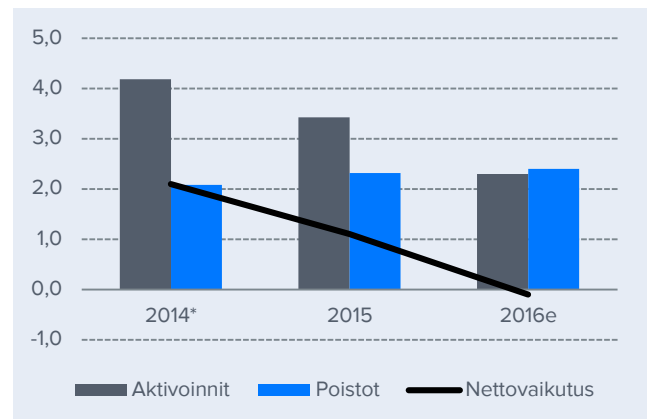
Kasvun kulujen aktivointien ja poistojen nettovaikutus raportoituun tulokseen

Tulosvaikutuksen kannalta oleellista on erityisesti aktivointien ja poistojen nettovaikutus. Poistojen vaikutus ei heijastu käyttökatteeseen, minkä kautta käsitelimme kannattavuutta aikaisemmin, mutta tämän jälkeen poistoilla on suuri vaikutus liikelukeseen ja nettotulokseen.

Pidämme IT-järjestelmään ja omiin ohjelmistoihin liittyviä aktivointeja normaalina kirjanpitokäytäntönä ja investointeina järjestelmien kehitykseen. Sen sijaan kasvun kulujen aktivointi on mielestämme jossain määrin kyseenalaista, vaikka tähän onkin sinänsä hyvät perusteet. Tämän takia keskitymme erityisesti kasvun kustannuksiin.

Seuraavassa graafissa olemme esittäneet kasvun kulujen aktivointien ja niihin liittyvien poistojen nettovaikutuksen yhtiön raportoimaan liikelukeseen. Poikkeuksellisen pitkällä tilikaudella 2014 (1.9.2013-31.12.2014) vaikutus oli huomattava, sillä kasvun kuluja aktivointiin peräti 4,2 MEUR ja toisaalta poistettiin vain 2,1 MEUR. 2,1 MEUR oli myös aktivointien ja poistojen ero tilikaudella. Vuonna 2015 tämä erotus supistui huomattavasti ollen 1,1 MEUR. Vuonna 2016 kasvun kulujen aktivointien ja poistojen pitäisi olla tasapainossa, minkä toteutuessa emme näe syytä erityisille oikaisuille kannattavuudessa. Jos aktivoinnit ja poistot ovat samalla tasolla, taseeseen ei synny uusia aineettomia oikeuksia ja vaikutukset kumoavat toisensa liikevoittotasolla poistojen jälkeen.

Aktivointien kasvun kustannuksien nettovaikutus raportoituun tulokseen (MEUR)



* 2014 oli poikkeava tilikausi (1.9.2013-31.12.2014)

Lähde: Talenom, oikaistut luvut ja ennusteet Inderes

Talenomin kirjanpitomenetelmät ovat mielestämme omiaan aiheuttamaan epäselvyyksiä ja jopa epäluottamusta, mutta mielestämme aktivointien logiikka on lopulta selkeä. Aktivoinnit ovat mielestämme kuitenkin selkeä riskitekijä, jos taseessa olevat aineettomat oikeudet jatkavat kasvuaan nykyisiltä jo korkeilta tasoilta. Käsittelemme asiaa vielä taseen puolelta myöhemmin kappaleessa Taserakenne.

Liikearvo ja sen poistaminen

Talenom kävi läpi rakennemuutoksen vuonna 2013, jonka seurauksena yhtiölle muodostui merkittävä määrä konserniliikearvoa. Tätä oli jäljellä 16,8 MEUR vuoden 2015 lopussa ja yhtiö poistaa FAS:in mukaan tasapoistoin 15 vuodessa. Vuotuinen poisto on siis noin 1,6 MEUR, joka ei ole kassavirtavaikutteinen. Kyseistä poistoa ei tehtäisi IFRS-säännösten mukaan, mikä parantaisi Talenomin raportoitu tulosta käyttökatteen jälkeen poiston verran. Raportoitu tulos olisi siis vuosittain 1,6 MEUR parempi, jos liikearvoa ei poistettaisi. Tässä suhteessa FAS-kirjanpito siis heikentää tulosta, kun aktivointien suhteen vaikutus olisi positiivinen.

Olemme käsitelleet liikearvopoistoja analyysissämme kertaluontoisina erinä, jolloin taulukoissa näkyvä liikeluk tulos ilman kertaluontoisia eria vastaa liikevoittoa ilman

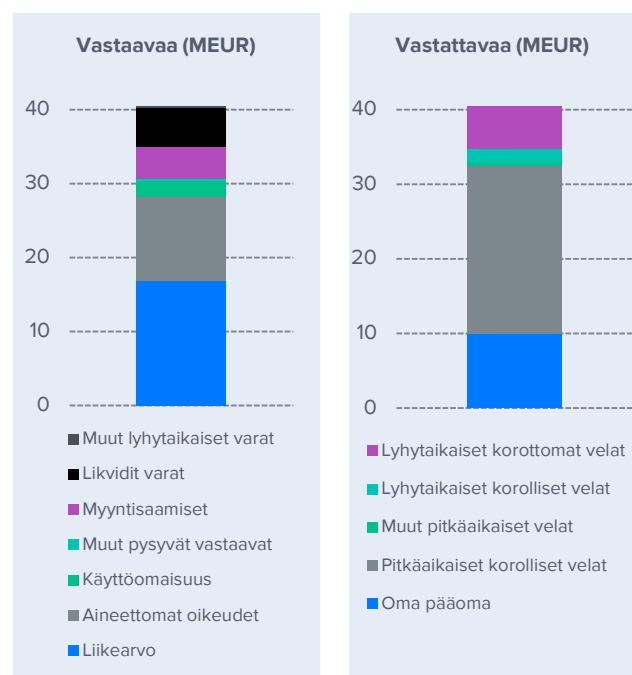
konserniliikearvon poistoa. Vuonna Talenomin liike-tulos ennen konserniliikearvon poistoa oli 0,3 MEUR ja sen jälkeen -1,3 MEUR. Muuten analyysissämme käyttämämme luvut kuvastavat Talenomin raportoituja lukuja ellei toisin mainita.

Taserakenne

Taseeseen on ladattu erittäin paljon aineettomia oikeuksia

Talenomin tase muodostuu hyvin pitkälti aineettomista oikeuksista. Vuoden 2015 lopussa taseessa oli 16,8 MEUR konserniliikearvoa ja 11,3 MEUR muita pitkävaikutteisia menoja, jotka jakautuvat kolmeen osaan: omat ohjelmistot (5,4 MEUR), aktivoidut kasvun kustannukset (4,9 MEUR) ja muut (1,0 MEUR). Yhteensä aineettomat oikeudet ja liikearvo olivat vuoden 2015 lopussa 28,3 MEUR eli noin 70 % taseen loppusummasta. On luonnollista, että tilitoimiston tase sisältää erittäin vähän käyttöomaisuutta ja muuta konkreettista, mutta taserakenne on kuitenkin hyvin vahvasti painottunut aineettomiin. Muita merkittäviä eriä ovat vain myyntisaamiset sekä likvidit varat (kassa).

Taserakenne vuoden 2015 lopussa



Lähde: toteutunut Talenom, ennusteet Inderes

Toisella puolella tasetta rakenne on erittäin yksinkertaisen: yhtiöllä on omaa pääomaa 9,9 MEUR, pitkäaikaista korollista velkaa 22,5 MEUR ja lyhytaikaista korollista velkaa 1,0 MEUR. Lisäksi lyhytaikaisissa veloissa on korotonta velkaa 6,5 MEUR, joka muodostuu pääasiassa siirtovelloista.

Yhtiön oman pääoman ollessa vain 35 % aineettomista hyödykkeistä on luonnollista olla huolissaan aineettomien oikeuksien kuranttiudesta. Yhtiö poistaa koko ajan konserniliikearvoa, emmekä näe sitä mitenkään ongelmallisena ellei tuloskehitys heikkene todella oleellisesti.

Omien ohjelmistojen suhteen arvonalennukset vaativat mielestämme merkittäviä epäonnistumisia tuotekehityksessä tai kilpailutilanteen radikaalia muutosta. Mielestämme on vaikeaa nähdä skenaariota, jossa Talenomin vuosien varrella kehittämien ohjelmistojen arvo laskisi niin voimakkaasti, ettei arvoja enää voi perustella. Aktivoidujen kasvun kustannuksien arvonalennukset vaativat mielestämme toimialan dynamiikan muutosta tai Talenomin merkittäviä epäonnistumisia. Yhtiö poistaa näitä tällä hetkellä kolmessa vuodessa, ja keskimäärin asiakassuhde on kestänyt historiallisesti 25 vuotta. Asiakkuuksien kannattavuuden tai keston (asiakaspysyvyys) pitäisi siis muuttua todella radikaalisti, jotta merkittäviin arvonalennuksiin olisi syytä.

Kokonaisuudessaan emme siis näe suuria riskejä aineettomien alaskirjauksissa. Korostamme kuitenkin, että arvojen jatkuvan kasvu erityisesti suhteessa liikevaihtoon ja tulokseen olisi mielestämme erittäin huolestuttavaa.

Velkaantumisaste oli erittäin korkea aikaisemman omistajajärjestelyn jälkeen

Talenomille muodostui edellisestä pääomituksista ja omistajarakenteen muutoksesta 25 MEUR pääomalainaa ja seniorilainaa taseeseen, jonka yritys on saanut pääomistajiltaan sekä pankilta. Talenom Group Oy perustettiin 10.6.2013 ja se osti koko Talenom Oy:n osakekannan 4.7.2013. Talenom Oy fuusioitui emoyhtiönsä Talenom Group Oy:öön 30.6.2014 ja samassa Talenom Group Oy:n nimi muuttui Talenom Oy:ksi.

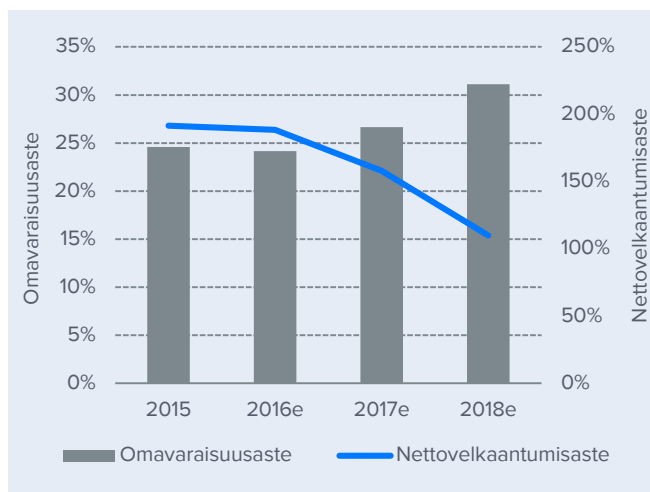
Talenomin velkaantuneisuus oli todella korkea ennen listautumista. Velan määrä oli moninkertainen suhteessa omaan pääomaan. Oma pääoma vuoden 2014 lopussa oli 0,7 MEUR, kun korolliset nettovelat olivat noin 27,6 MEUR. Listautuminen ja pääsy pääomamarkkinoille olivat siinä mielessä kriittisiä Talenomin kasvun turvaamisessa.

Velkaa edelleen paljon, mutta se on hallittavissa

Talenom keräsi listautumisannissa yhteensä reilut 12 MEUR ennen kuluja ja palkkioita, mikä paransi huomattavasti yhtiön rahoitusasemaa ja omavaraisuusastetta. Samalla yhtiö nosti pankkilainaa 2 MEUR. Annilla kerätyillä varoilla ja pankkilainan nostolla yhtiö lyhensi pitkäaikaisia juniorilainojaan konversioiden ja takaisinmaksujen kautta reilut 7 MEUR ja osakaslainojaan miljoona euroa. Juniorilainojen lyhennys, osakaslainojen takaisinmaksu ja pankkilainan nosto pienentävät vuotuisia korkokuluja nettona noin 490 tuhatta euroa.

Talenomilla on kuitenkin edelleen paljon velkaa. Yhtiön korolliset velat olivat 19,0 MEUR vuoden 2015 lopussa, mikä tarkoittaa 191 %:n nettovelkaantumisastetta ja toisaalta 24,6 %:n omavaraisuusastetta. Velkaa on erittäin paljon 9,9 MEUR:n omaan pääomaan suhteutettuna. Vuoden 2015 käyttökatteella korollinen nettovelka/käyttökate-kerroin oli 3,9x, mikä on mielestämme korkea mutta kuitenkin hyväksyttävissä Talenomille. Samalla täytyy huomata, että käyttökatte oli vuonna 2015 vaisu. Vuoden 2016 ennusteilla vastaava kerroin laskee suunnilleen 2,5-3,0x tasolle, mikä on jo kestävä taso. Arvioimme mukaan sekä tulos että tase vahvistuvat selvästi tulevaisuudessa, joten tilanteen pitäisi parantua vuosi vuodelta. Vuoden 2016 jälkeen kehityksen pitäisi olla nopeaa.

Taseen avainluvut listautumisen jälkeen



Lähde: toteutunut Talenom, ennusteet Inderes

Mielestämme yhtiön korollisten velkojen taso on hallinnassa huomioiden yhtiön liiketoiminnan stabiilius ja hyvä näkyvyys kassavirtoihin. Lisäksi yhtiön operatiivinen kannattavuus on kohtalaisen korkea ja mielestämme yhtiöllä on kohtuullinen mahdollisuus myös kontrolloida kannattavuutta kasvupanostuksien kautta. Lisäksi vakavassa tilanteessa yhtiö voisi ainakin väliaikaisesti leikata reilusti investointeja.

Talenomin liiketoiminnan rahavirta on ollut positiivinen vuosina 2013-2015, mutta voimakkaiden investointien takia rahavirta investointien jälkeen on painunut negatiiviseksi. Vuonna 2016 ennustamme rahavirran olevan positiivinen myös investointien jälkeen, mikä vahvistaisi tasetta. Vaikka tase on mielestämme vakaa emmekä näe oleellista riskiä esimerkiksi osakeannille, taseen heikkous rajoittaa mielestämme jo jonkin verran yhtiön kasvupanostuksia. Mielestämme yhtiön kannattaisi keskittyä taseen vahvistamiseen lähivuosina, jotta markkinoiden luottamus paranisi myös tässä suhteessa.

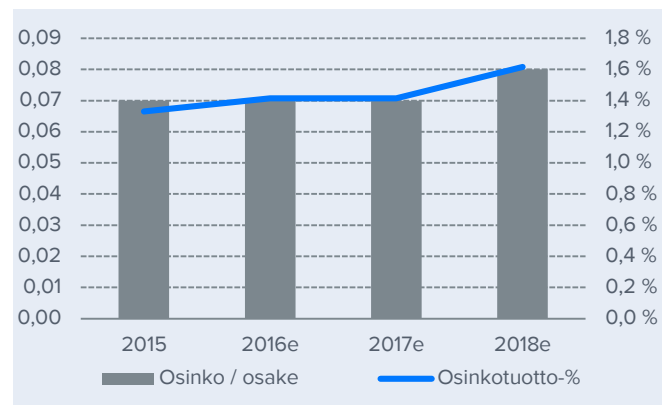
Osingot ja osinkopolitiikka

Talenomin hallituksen mukaan yhtiö harjoittaa rahavirtoihin perustuvaa osinkopolitiikkaa, jonka mukainen tavoiteosinko on noin 20-50 % osakekohtaisesta tuloksesta. Yhtiö on kuitenkin kertonut arvioivansa vuosittain voitonjaon edellytykset siten, ettei mahdollinen voitonjako vaaranna yhtiön strategiassa asetettuja kasvutavoitteita tai muita taloudellisia tavoitteita.

Arvioimme Talenomin varojen suuntautuvan ensisijaisesti kasvun rahoitukseen lähivuosina, mutta uskomme yhtiön kuitenkin pitävän yllä vuonna 2015 maksamaansa 0,07 euron osakekohtaista osinkoansa.

Emme odottaneet yhtiöltä osinkoa vuodelta 2015, mutta mielestämme sen maksaminen kertoo yhtiön omasta vahvasta luottamuksesta taseen kestävyys. Osinkotuotto tulee kuitenkin arvioimme mukaan jäämään lähivuosina erittäin alhaiseksi. Mieluummin näemme taseen vahvistuvan, mikä antaa yhtiölle enemmän liikkumavaraa tulevaisuudessa.

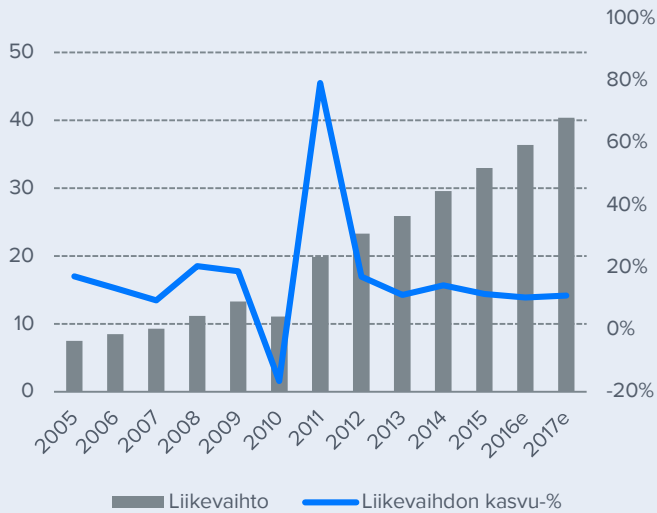
Osinkoennusteet ja osinkotuotto



Lähde: toteutunut Talenom, ennusteet Inderes

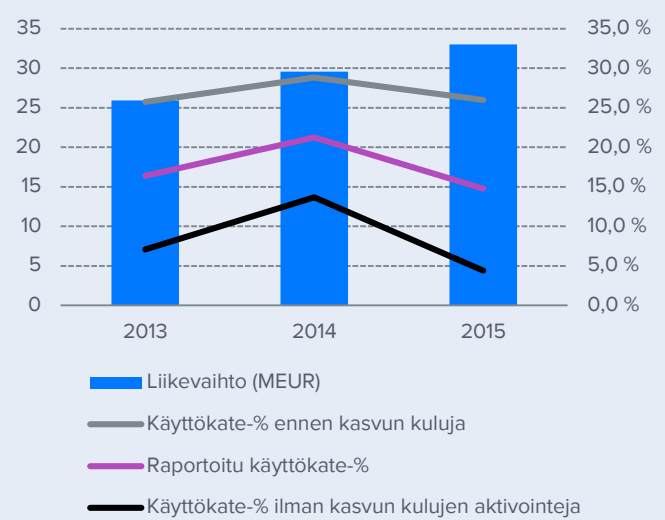
Kasvu, kannattavuus ja taserakenne

Liikevaihdon pitkän aikavälin kehitys



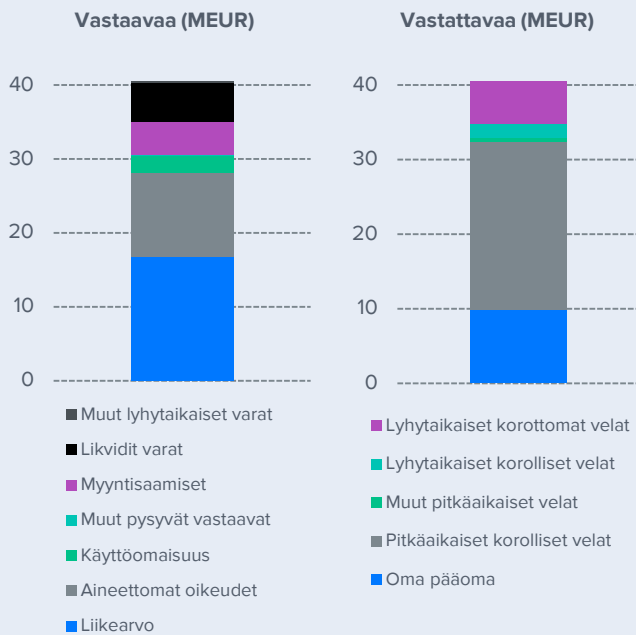
Lähde: Talenom. Luvut ovat havainnollistavia ja ne eivät ole vertailukelpoisia keskenään.

Käyttökate eri laskentatavoilla 2013-2015



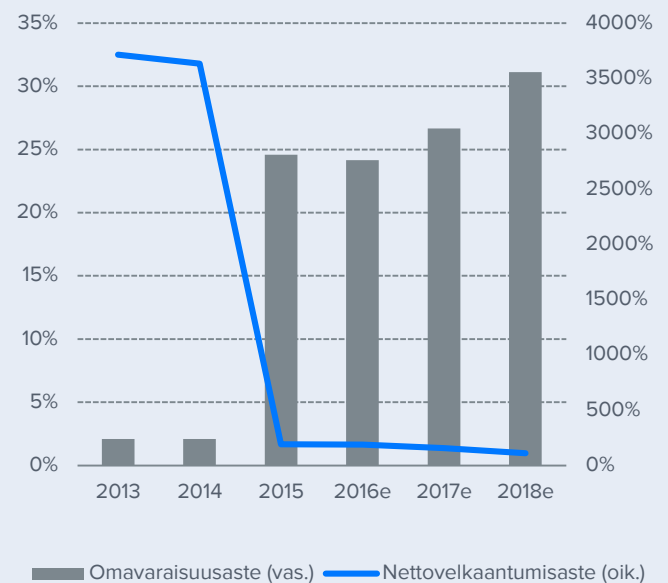
Lähde: Talenom, oikaistut luvut Inderes (osittain arvioita)

Taserakenne vuonna 2015



Lähde: Talenom / Inderes

Taseen avainluvut 2013-2018e



Lähde: toteutuneet Talenom, ennusteet Inderes

Ennusteet ja arvostustaso

Vaikean viime vuoden jälkeen vuosi 2016 on Talenomille näytön paikka. Odotamme liikevaihdon kasvun tuovan esille liiketoiminnan skaalautuvuuden ja tulosvivun, minkä pitäisi vahvistaa markkinoiden heikkoa luottamusta Talenomiin. Lähivuosina odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 10-15 % kohtuullisilla kasvupanostuksilla ja samalla odotamme kannattavuuden paranevan selvästi. Ennustamaamme tuloskasvuun ja yhtiön potentiaaliin nähden osakkeen arvostustaso on mielestämme matala. EV/EBITDA on noin 6x ensi vuoden ennusteilla kannattavuuden normalisoituessa, kun neutraali taso olisi mielestämme noin 8-10x. Uskomme osakkeen nousevan selvästi, kun yhtiö pystyy todistamaan kasvavan liikevaihdon heijastuvan myös kannattavuuteen, tulos ja kassavirta nousevat positiivisiksi ja nykyinen negatiivinen kierre muuttuu positiiviseksi.

Tulevaisuuden ennusteet

Vuosi 2016 on yhtiölle näytön paikka

Vuosi 2015 oli Talenomille vaikea. Suurin kasvupanoksista huolimatta liikevaihdon kasvu hidastui 11,6 %:n tasolle (2014: 14,0 %) ja käyttökatemarginaali laski selvästi 14,8 %:in (2014: 21,3 %). Tämä oli meille selkeä pettymys. Kannattavuutta painoi vuonna 2015 reilusti aikataulusta myöhästynyt kirjanpidon automatisointiin liittynyt uuden tuotantolinjan käyttöönotto ja ylösajo, joka paisutti kulurakennetta selvästi odotuksia enemmän ja johti osaltaan myös negatiiviseen tulosvaroitukseen. Nyt tuotantolinja kuitenkin toimii ja yhtiön mukaan sen positiiviset vaikutukset näkyivät jo aivan vuoden 2015 lopulla. Vuoden 2016 kuluessa vaikutuksien pitäisi tulla koko ajan voimakkaammin esille.

Tänä vuonna yhtiön on pystyttävä selvästi viime vuotta parempaan, mitä yhtiö myös ohjeistaa. Talenom ohjeisti tilinpäätöksen yhteydessä vuoden 2016 liikevaihdon kasvun jatkuvan samalla tasolla kuin vuonna 2015 (11,6 %) ja käyttökatteen yhtiö arvioi kasvavan liikevaihtoa merkittävästi nopeammin. Lisäksi yhtiö arvioi myös investointien jälkeisen liiketoiminnan rahavirran kääntyvän positiiviseksi viimeistään H2'16:lla, mikä on mielestämme erittäin tärkeää taserakenteen ja markkinoiden luottamuksen takia.

Lähivuosina odotamme liikevaihdon kasvun olevan 10-15 %

Ennustamme liikevaihdon kasvavan tänä vuonna reilut 10 %. Uskomme yhtiön keskittyvän aikaisempaa enemmän kannattavuuteen vuoden 2015 tulospettymyksen jälkeen, mikä näkyy suoraan uusasiakashankintaan tehdyissä panostuksissa ja sitä kautta uusien asiakkuuksien määrässä. Tämä siitä huolimatta, että useamman vuoden aggressiivinen myynti on luonut yhtiölle laajan tarjouskannan markkinalle, josta osan uskomme myös materialisoituvan lähivuosina.

Odotamme valtaosan liikevaihdon kasvusta tulevan uusien asiakkuuksien kautta, emmekä odota kasvua

transaktiovolyymeissä. Suomen pk-sektorin taloudellisen aktiviteetin kasvu, mikä on mahdollista vuonna 2016, toisi käytännössä automaattisesti lisää transaktioita ja sitä kautta Talenomille liikevaihdon kasvua (puolet laskutuksesta transaktiopohjaista, puolet kiinteää). Tämä voi tuoda positiivisen yllätyksen, mutta tämän varaan ei mielestämme voi laskea.

Ennustamme Talenomin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 10-15 % vuodessa seuraavana kolmena vuotena sisältäen noin 5 %:n asiakasvaihduuden tyytymättömistä asiakkaista, konkurseista sekä yrityskaupoista johtuen. Mielestämme oletus asiakaspoistumasta on korkea. Yksi tärkeä huomio on liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden välillä tasapainoilu, missä uskomme Talenomin panostavan nyt enemmän kannattavuuteen. Tämä heijastuu arviomme mukaan negatiivisesti kasvuun, minkä takia ennustamme Talenomin kasvun jäävän lähivuosina selvästi sen 15-20 %:n kasvutavoitteen alapuolelle. Tavoitetason saavuttaminen vaatisi näkemyksemme nykyisessä markkinatilanteessa liian voimakkaita kasvupanostuksia (eli kannattavuuden uhrausta). Yhtiön strategian mukaisesti emme mallinna yritysostoja osaksi Talenomin kasvua tuleville vuosille, vaan kaikki ennustamamme kasvu on orgaanista.

Liikevaihdon kehitys 2012-2020e



Lähde: toteutuneet Talenom, ennusteet Inderes

Selkeät kannattavuusajurit vuodelle 2016

Vuonna 2016 tuotantolinjan pitäisi lyhentää huomattavasti tositteiden läpimenoaikoja, mikä tehostaa toimintaa ja sitä kautta parantaa kannattavuutta asteittain. Toinen merkittävä kannattavuusajuri on yhtiön päätös vakauttaa uusmyynnin euromääräinen kasvu vuodeksi 2016 edellisvuoden tasolle, mikä tulee poistamaan pahimpia kasvukipuja (mm. uusien ihmisten rekrytointi, koulutus ja sisäänajokustannukset). Uudet asiakkaat ovat myynti- ja käyttöönottoaiheeseen jälkeen (noin 6 kuukautta) kannattavia, mutta uusien asiakkaiden suhteellisen suuri osuus rasittaa organisaatiota taloudellisesti kasvuvaiheen aikana.

Odotamme käyttökatteen nousevan 6,6 MEUR:oon (+36 %, 2015: 4,9 MEUR) vuonna 2016, koska kannattavuuden pitäisi skaalautua hyvin kunhan automatoitu tuotantolinja toimii odotetusti. Odotamme kiinteiden kulujen pysyvän suunnilleen viime vuoden tasolla samalla, kun liikevaihto kasvaa reilut 10 %. Pidämme ennusteitamme konservatiivisina ja kaiken mennessä suunnitellusti yhtiön pitäisi ylittää ennusteisiimme ilman ongelmia.

Vuonna 2016 uusasiakashankintojen aktivointien, joista Talenomia on kritisoitu, pitäisi olla tasapainossa näiden poistojen kanssa. Ohjeistus ja tämä huomioiden odotamme myös nettotuloksen nousevan tänä vuonna aavistuksen positiiviseksi, mutta olevan nollan tuntumassa.

Kannattavuuden skaalautuvuus

Odotamme Talenomin kannattavuuden paranevan lähivuosina voimakkaasti pääasiassa kahdesta syystä:

1) Kannattavuus skaalautuu liikevaihdon kasvaessa, koska kulut kasvavat huomattavasti liikevaihtoa hitaammin uuden automatisoidun tuotantolinjan ansiosta. Tämä linja saatiin käyttöön vuoden 2015 lopussa (myöhässä aikataulussa) ja vaikutukset tehokkuuteen olivat heti selkeät. Näin ollen uskomme, ettei yhtiön tarvitse palkata uusia kirjanpitäjiä varsinkin kun kulurakenne on jo etupainotteisesti paisutettu.

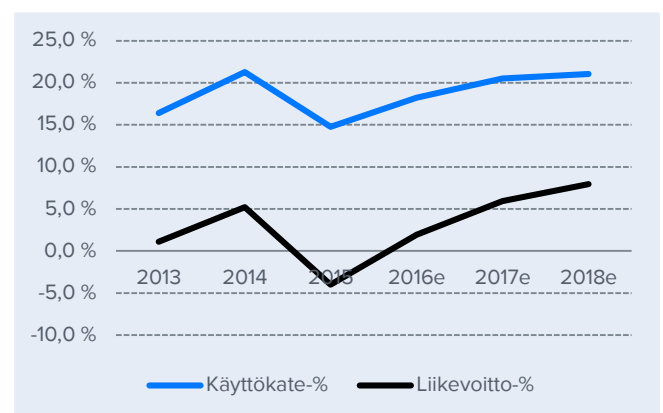
2) Talenomin johto on indikoinut kasvupanostuksien pysyvän vuoden 2015 tasolla ja yhtiö fokusoi lyhyellä tähtäimellä aikaisempaa enemmän kannattavuuteen. Vaikka kasvu on strategisesti järkevää markkinan ollessa murroksessa, mielestämme yhtiön kannattaa nostaa oma kannattavuutensa ensin uudelle tasolle. Mielestämme yhtiön nettotuloksen pitäisi olla positiivinen kasvusta huolimatta.

Näkemyksemme mukaan Talenomin nykyinen kulutaakka on rakennettu jo tulevaa kasvua sekä palvelukeskuksien käyttöä ajatellen. Käyttökatteen parannukseen tulee ensisijaisesti vaikuttamaan etupainotteisten kulujen kasvun tasaantuminen suhteessa liikevaihdon kasvuun tulevina vuosina. Erityisesti henkilöstökulujen kasvu tulee todennäköisesti lähes pysähtymään, kun henkilöstötarpeet myyntiin sekä uusien asiakkaiden koulutukseen ja asiakkaaksi ottamiseen tulevat pienenemään. IT-järjestelmäkehityksen sisäistäminen on myös saatu pääosin

loppuun vuoden 2015 aikana ja nykyisen henkilöstön pitäisi riittää hieman korkeammankin asiakasmäärän hoitoon.

Odotamme Talenomin käyttökatemarginaalin normalisoituvan keskipitkällä aikavälillä (3-5 vuotta) noin 21 %:n tasolle (20-25 %) yhtiön tasapainotelmassa kasvun ja kannattavuuden välillä. Yhtiön vahvojen kilpailuetujen ja automatisoidun tuotantolinjan tuomien kustannusetujen avulla uskomme yhtiön pystyvän nostamaan kannattavuuden tälle tasolle ilman, että liikevaihdon kasvu hidastuu alle 10 %:n tason. Korostamme myös kannattavuusennusteiden suhteen sitä, että odotamme markkinakasvun olevan heikkoa ja hinnoittelun pysyvän paineessa. Yhtiön on siis ansaittava tulosparannukset omilla toimillaan, ja samalla pidettävä kulurakenne kurissa.

Kannattavuuden kehitys 2014-2017e



Lähde: toteutuneet Talenom, ennusteet Inderes

Pitkän tähtäimen kannattavuuspotentiaali on mielestämme selvästi korkeammalla

Mielestämme Talenomin kannattavuuspotentiaali on normaalitilanteessa kasvuvaiheen jälkeen suunnilleen 25-30 %:n käyttökatetasolla, joten kannattavuudessa on lähivuosien jälkeenkin huomattavasti parantamisen varaa. Tätä indikoi yhtiön käyttökatte ilman kasvun kuluja.

Talenomin käyttökatteen ennen kasvun kuluja pitäisi antaa hyvä kuva liiketoiminnan kannattavuudesta vanhojen asiakkuuksien osalta. Tämä on liiketoimintaa, joka pyörii normaalisti ilman asiakashankintaan liittyviä historiallisia kuluja. Vuosina 2013-2015 käyttökatte-% ilman kasvun kuluja oli keskimäärin 27 % ja teoriassa Talenomin pitäisi pystyä saavuttamaan tämä taso kohtuullisen nopeasti ilman uusien asiakkaiden hankintaan liittyviä panostuksia.

Todellisuudessa uusien asiakkaiden hankintaa ei voi kokonaan lopettaa tai liikevaihto lähtee laskemaan, mutta toisaalta kannattavuuspotentiaalia tukea myös muut kilpailuedut ja toimialan konsolidoituminen. Suosituksemme ei kuitenkaan perustu siihen, että edellä mainittu potentiaali tulisi saavuttamaan. Myös pitkän tähtäimen ennusteemme ovat selvästi maltillisempia ja mallissamme pitkän tähtäimen käyttökatemarginaali on tasolla 15-20 %.

Nettotulos nostettava positiiviseksi

Mielestämme Talenom on tehnyt järkevän strategisen painotuksen siinä, että se keskittyy lyhyellä tähtäimellä enemmän kannattavuuteen. Mielestämme voimakasta ja aggressiivista kasvua hakiessakin nettotuloksen olisi tärkeää pysyä positiivisena. Positiivinen tulos indikoi osakkeenomistajille, että tilanne on hallinnassa ja tase kestää kasvupanostukset. Tällä hetkellä markkinoiden luottamus Talenomia kohtaan on heikko, mikä heijastuu negatiivisesti arvostukseen ja osakekurssiin. Näin ollen yhtiön on mielestämme tärkeää todistaa, että kannattavuutta voidaan parantaa aggressiivista kasvua hillitsemällä.

Odotamme Talenomin raportoidun nettotuloksen olevan tänä vuonna aavistuksen (ennuste +0,0 MEUR) positiivinen. Lähivuosina odotamme nettotuloksen kasvavan voimakkaalla vivulla, vaikka lukemat ovat absoluuttisesti edelleen alhaisia lähivuosina.

Tuloksen lisäksi on mielestämme tärkeää, että Talenomin kassavirta vahvistuu. Vuoden 2015 lopussa yhtiöllä oli korollisia velkoja 19,0 MEUR ja nettovelkaantumisaste (gearing) oli 191 %. Sijoittajien luottamuksen takia myös kassavirtojen on tärkeää olla vahvoja ja yhtiön kassavirran pitäisi olla positiivinen myös investointien jälkeen vuonna 2016, kuten yhtiö on ohjeistanut.

Aktivointien käsittely ja oikaisut ennusteissa

Talenom tekee kirjanpidossaan tiettyjä ratkaisuja, jotka eivät ole normaaleja käytäntöjä. Yhtiö tekee kirjanpitonsa FAS-säädöksen mukaan, missä on muutamia merkittäviä eroja pörssi-yhtiöille normaaliin IFRS-käsittelyyn. Käsittelimme näitä laajemmin kappaleessa Tulokset ja tase.

Vuonna 2016 kasvun kulujen aktivointien ja poistojen pitäisi olla käytännössä tasapainossa, jolloin emme näe tarvetta aktivointien oikaisulle ennusteissamme. Mielestämme aktivointeihin kannattaa suhtautua kriittisesti erityisesti silloin, jos taseessa olevat aineettomat oikeudet kasvaisivat nopeammin kuin liikevaihto ja tulos. Ennustamme aineettomien oikeuksien taseessa laskevan tulevaisuudessa ja niiden osuuden taseen loppusummasta pienenevän. Tämän takia emme pidä tilannetta erityisen huolestuttavana, mutta seuraamme tilannetta. Joka tapauksessa aktivoinnit ovat mielestämme yksi hyväksyttävään arvostustasoon negatiivisesti vaikuttava elementti, jonka merkitys kuitenkin pienenee aktivointien ja poistojen tasapainottuessa.

Talenom poistaa konserniliikearvoa vuosittain tasapoistoin noin 1,6 MEUR. Kyseistä poistoa ei tehtäisi IFRS-säännösten mukaan, mikä parantaisi Talenomin raportoitua tulosta käyttökatteen jälkeen poiston verran. Olemme käsitelleet liikearvopoistoja analyysissämme kertaluontoisina erinä, jolloin taulukoissa näkyvä liike-tulos ilman kertaluontoisia eria vastaa liikevoittoa ilman konserniliikearvon poistoa. Mallissa nämä on tehty liikearvojen alaskirjauksena yksinkertaisuuden takia.

Arvostustaso ja arvoajurit

Osakkeen arvostustaso on maltillinen

Talenomin arvostustaso on mielestämme maltillinen eikä huomioi liiketoiminnan skaalautuvuutta, alalla käynnistyvää murrosta tai yhtiön tulospotentiaalia. Uskomme kalliiden kasvuponnisteluiden luovan lopulta arvoa huomioden toimialan luonne ja rakennemuutos, fragmentoituneisuus ja digitalisaatio. Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostusta tukevat erityisesti seuraavat tekijät:

- Liiketoiminnan jatkuvuus on noin 94 %, mikä kuvastaa hyvin defensiivistä liiketoimintaa ja markkinaa
- Yhtiön kilpailuedut auttavat kasvamaan markkinaa selvästi nopeammin konsolidoituvassa markkinassa
- Liiketoiminta ja kannattavuus ovat skaalautuvia
- Yhtiö on yksi kotimarkkinan selkeistä edelläkävijöistä
- Yhtiö voi luoda arvoa fragmentoituneen markkinan konsolidoitumisessa

Arvostuskertoimia määritettäessä Talenomia tulee mielestämme tarkastella yhtiönä, jonka jatkuvan liiketoiminnan osuus on noin 94 %, liiketoiminta on hyvin skaalautuvaa ja kilpailuedut ovat vahvoja. Lisäksi yhtiö toimii fragmentoituneella markkinalla, jonka konsolidaatio on väistämättä edessä seuraavan vuosikymmenen aikana. Tässä alan edelläkävijällä on mielestämme erittäin hyvä mahdollisuus luoda omistaja-arvoa.

Vuoden 2016 ennusteilla osakkeen EV/EBITDA on tällä hetkellä hieman alle 8x, mikä on mielestämme kohtuullinen käyttökatteen sisältämistä aktivoinneista huolimatta. Toisaalta suurien poistojen takia EV/EBIT (oikaistu) on noin 22x, mikä on haastavalla tasolla yhtiön ollessa erittäin kaukana tulospotentiaalistaan. P/E-luku on noin 21x vuoden 2016 konserniliikearvon poistolla oikaistulla tuloksella. Osinkotuotto on arviomme mukaan matala 1,4 %.

2016 kertoimia huomattavasti houkuttelevampia ovat vuoden 2017 kertoimet, sillä yhtiön kannattavuuden pitäisi silloin normalisoitua. Ennustamme käyttökattemarginaalin nousevan vuonna 2017 takaisin yli 20 %:n tasolle (2016e: 18,2 %), mitä pidämme nykytilanteessa ”normaalina”. 2017 ennusteilla osakkeen EV/EBITDA on houkuttelevalla 6x tasolla ja myös EV/EBIT (oikaistu) painuu kohtuulliselle 12x tasolle. P/E-luku on noin 13x vuoden 2016 konserniliikearvon poistolla oikaistulla tuloksella. Korostamme ettei tulosparannuspotentiaalia toki ole vuonna 2017 käytetty loppuun ja odotamme yhtiön jatkavan vahvaa kasvua, mihin suhteutettuna kertoimet ovat mielestämme alhaisia.

Asetamme tavoitehintamme 6,50 euroon

Mielestämme edellä mainittujen arvostusta tukevien tekijöiden ansiosta yhtiölle voidaan perustella noin 8-10x EV/EBITDA-kerroin tuloksen ollessa ”normaalilla” tasolla. Vuoden 2016 heikkoa käyttökatetta (EBITDA) käyttäen Talenomin yrittäjäarvoksi muodostuisi noin 53-66 MEUR.

Arviomme mukaan vuoden 2016 korollinen nettovelka on noin 17,3 MEUR, mikä tarkoittaisi osakekannalle noin 35-48 MEUR:n arvoa. Talenomilla on reilut 6,8 miljoonaa osaketta, joten tämä tarkoittaa noin 5,15-7,10 euron arvoa per osake. Mielestämme tämä ei kuitenkaan anna oikeaa kuvaa liiketoiminnan arvosta, sillä 2016 tulos ei anna oikeaa kuvaa normaalista tuloksesta. Alhaisinkin arvo on kuitenkin tämän hetken osakekurssia (4,95 euroa) korkeampi.

Vuoden 2017 tuloksella, joka on näkemyksemme mukaan lähempänä yhtiölle normaalia tulostasoa, vastaavat 8-10x EV/EBITDA-kertoimet antaisivat huomattavasti enemmän potentiaalia. Silloin Talenomin yritysarvoksi (EV) muodostuisi noin 66-83 MEUR ja osakekannan arvoksi noin 48-65 MEUR. Osaketta kohti tämä antaisi noin 7,00-9,50 euron arvon. Mielestämme tämä haarukka antaa kohtuullisen kuvan Talenomin osakkeen potentiaalista 12 kuukauden aikavälillä, mutta uskomme markkinoiden suhtautuvan osakkeeseen varauksella vielä pitkään. Markkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan on tällä hetkellä heikko, ja luottamuksen voittaminen takaisin vaatii aikaa ja näyttöjä yhtiöltä. Vuoden päästä yhtiötä hinnoitellaan kuitenkin jo vuoden 2017 arvostuskertoimilla, joten riskeistä huolimatta potentiaalia ei voi jättää huomioimatta.

Olemme asettaneet tavoitehintamme 6,50 euroon (aik. 6,80 euroa), joka on kompromissi edellä mainittujen tasojen välillä. Tämä tarkoittaa noin 9,3x EV/EBITDA-kerrointa 2016 tulosennusteella, mutta toisaalta vastaava kerroin vuodelle 2017 on vain 7,3x. Arviotamme tukevat myös muut kertoimet ja tekijät, DCF-arvo sekä yritysostokertoimet, joita käsittelemme seuraavissa kappaleissa.

Tuloskasvu ja sijoittajaprofiilin parantuminen

Potentiaalia jää merkittävästi myös tulevaan, sillä odotamme Talenomin käyttökateen kasvavan keskimäärin noin 10-15 % seuraavan viiden vuoden aikana ja arviomme liikevoiton sekä nettotuloksen kasvavan tähän verrattuna erittäin voimakkaalla vivulla. Ennustemme eivät sisällä kannattavuuden merkittävää laajentumista käyttökatemarginaalissa vuoden 2017 jälkeen, vaan tuloskasvu pohjautuu pääosin liikevaihdon kasvuun ja poistojen suhteelliseen pienentymiseen. Yhtiön arvo nousee ennusteiden toteutuessa nopeasti pelkän tuloskasvun tukemana, vaikka yhtiön kasvaville skaalaeduille ja tulosvivulle ei annettaisi merkittävää painoarvoa.

Osakkeenomistajien kannalta on lisäksi tärkeää huomata, että yhtiö ennusteiden toteutuessa Talenom luo omistaja-arvoa myös muita kautta. Positiivisten kassavirtojen ansiosta yhtiön tase vahvistuu, mikä laskee yhtiön riskiprofiilia merkittävästi. Myös sijoittajaprofiili ja -tarina vahvistuisivat samalla merkittävästi, mutta nämä muutokset vaativat paljon aikaa. Mielestämme Talenomissa on kaikki hyvän sijoitustarinan elementit, mutta niiden todistaminen vie aikaa. Tämän takia tarkastelemme myös lyhyemmän tähtäimen arvoajureita myöhemmin.

DCF-laskelma tukisi korkeampaa arvostusta

Kassavirtalaskelmamme antaisi osakkeelle mielestämme kohtuullisilla odotuksilla noin 7,50-8,00 euron arvon. On kuitenkin tärkeää huomioda, että DCF-arvoa ajaa hyvin voimakkaasti oletukset pitkän aikavälin kasvusta ja kannattavuudesta. Olemme asettaneet pitkän aikavälin kasvuodotukset alhaiselle noin 3 %:n tasolle (ei markkinaosuuksien voittamista) ja asettaneet liikevoitto-marginaalin 8,5 %:n tasolle. Käyttökateetasolla tämä tarkoittaisi arviolta reilun 15 %:n tasoa, jonka pitäisi olla erittäin maltillinen ilman merkittäviä kasvun kuluja.

Laskelmassa olemme käyttäneet oman pääoman kustannuksena 10,9 % ja pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) olemme asettaneet 9,7 %:n tasolle. DCF-laskelmamme on esitetty liitetiedoissa.

Lyhyemmän tähtäimen arvoajurit

Mielestämme valtaosa Talenomin todellisesta arvosta perustuu tulevaisuuden kasvuun ja tulospotentiaaliin tulevaisuudessa, kun markkina konsolidoituu ja kasvupanostukset eivät enää rasita tulosta. Tämä ei kuitenkaan tue osaketta lyhyellä aikavälillä, joten 12 kuukauden tavoitehintaa asetettaessa täytyy miettiä myös lyhyemmän tähtäimen arvoajureita.

Arviomme mukaan negatiivisesti osakkeen arvostukseen vaikuttavat tällä hetkellä nykyinen erittäin heikko tulostaso, tuloskehitykseen liittyvä huomattava epävarmuus ja track-recordin puute kannattavuudessa sekä taserakenteeseen ja pääomaa vaativaan kasvuun liittyvät riskit. Tällä hetkellä markkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan on heikko ja yhtiöllä on paljon todistettavaa markkinoille. Lisäksi tämän hetken nettotuloksen selkeä tappiollisuus ja investointien jälkeen negatiivinen kassavirta heikentävät osakkeen houkuttelevuutta arviomme mukaan selvästi. Uskomme osakkeen toipuvan, kun yhtiö pystyy todistamaan kasvavan skaalan virtaavan voitoksi osakkeenomistajille.

Lyhyellä tähtäimellä merkittävimmät ajurit liittyvät em. ongelmien korjaamiseen ja markkinoiden luottamuksen voittamiseen. Avainkohtia ja mahdollisia ajureita mietittäessä seuraavat asiat ovat mielestämme olennaisia:

- Kannattavuuden selkeä parantuminen, mikä todistaa yhtiön tuloksentelekyvyn, tuotantolinjan toimivuuden ja liiketoiminnan skaalautuvuuden.
- Nettotuloksen ja kassavirran kääntäminen positiiviseksi myös kaikkien investointien jälkeen. Tämä tukee sekä sijoittajien luottamus että tasetta, joka on myös huomattava riskiprofiilia nostava tekijä.
- Kasvun kulujen aktivointien ja poistojen tuominen tasapainoon, mikä voi pienentää epäluottamusta Talenomin kirjanpito menetelmiä kohtaan.
- Asiakasmenetysten pienentyminen tukisi liikevaihdon kasvua sekä luottamusta palvelukokonaisuuteen ja kilpailuetuihin. Näin tekisi myös liikevaihdon kasvun ylläpitäminen myös ilman merkittäviä kasvupanostuksia.

Nämä asiat ovat pääosin yhtiön omassa käsissä, minkä lisäksi vetoapua voidaan saada myös markkinoilta ainakin suhteessa nykyisiin maltillisiin odotuksiimme nähden. Kasvu ja konsolidoitumisen vahvistuminen olisivat positiivisia signaaleja, mutta näiden varaan ei mielestämme voi laskea.

Yhdessä nämä elementit parantaisivat Talenomin sijoittajaprofiilia selvästi ja sitä kautta yhtiölle voitaisiin perustella myös korkeammat arvostuskertoimet. Silloin osaketta tukisi sekä tulokasvu että hyväksytyjen arvostuskertoimien laajeneminen.

Toisaalta täytyy huomioida, että pettymysten jälkeen markkinoiden kärsivällisyys on Talenomia kohtaan rajallinen. Epäonnistuminen murentaisi edelleen markkinoiden luottamusta, joten samalla edellä mainittuja kohtia voidaan pitää myös negatiivisina riskeinä. Jatkuvat tulospettymykset nostaisivat taseriskit yhä voimakkaammin esille, mikä olisi erittäin negatiivista. Negatiivisen kierteen jatkuminen asettaisi myös strategian ja kilpailuedut kyseenalaisiksi.

Verrokkiryhmän arvostustaso

Talenomille on vaikea luoda hyvää verrokkiryhmää, mikä johtuu pääasiassa tilitoimistoalalla listattujen yritysten

puutteesta ja toisaalta Talenomin FAS-kirjanpidosta. Yhtiölle keräämämme verrokkiryhmälle koostuu muutamasta ulkomaalaisesta kilpailijasta sekä kotimaisista IT-sektorin ohjelmistoyrityksistä, joiden tase ja pääoman tarpeet muistuttavat jossain määrin Talenomia. Yhtiöitä myös yhdistää merkittävä ohjelmistokehitystarve tulevaisuudessa. Tästä huolimatta relatiivisen analyysin tekeminen eri yhtiöiden välillä ei välttämättä ole mielekäästä liiketoimintojen eroavaisuuksien sekä eri kirjanpitostandardien ja -tapojen takia. Verrokkiryhmän tarjoamaan arvostukseen kannattaa mielestämme suhtautua suuntaa-antavana.

Bloombergin ja Inderesin ennusteilla verrokkiryhmän keskimääräinen EV/EBITDA-kerroin on hieman yli 7x vuoden 2016 ennusteilla ja noin 6x vuoden 2017 ennusteilla. Nämä ovat kohtuullisesti linjassa Talenomin vastaavien kanssa. Vastaavasti näiden vuosien EV/EBIT-kertoimet ovat noin 12x ja 8x, mitkä ovat huomattavasti Talenomin kertomia houkuttelevampia pääasiassa yhtiön erittäin suurien poistojen takia (myös liikearvon poistot). Toisaalta täytyy muistaa, että Talenomin tulosparannuspotentialiaali on huomattavasti verrokkiryhmän keskimääräistä yhtiötä suurempi, yhtiöllä on selkeitä kilpailuetuja murroksella olevalla mutta defensiivisellä toimialalla ja yhtiön kannattavuutta painaa tällä hetkellä kasvupanostukset.

Verrokkiryhmän arvostustaso

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Soprano	0,40	7	10	6,9	4,5	5,0	3,5	7,5	5,8	2,4	1,7	
PRGX Global	4,77	94	81	16,4	12,3	4,4	3,4	50,2	34,1			2,2
Paychex	47,87	17277	16826	15,3	13,7	14,5	13,0	26,2	24,2	3,5	3,7	9,9
Xchanging	191,50	602	672			6,2	5,7	16,9	14,6	0,0	0,0	
Zalaris	29,80	60	54	11,8	8,7	8,0	6,4	18,7	14,0	4,6	4,6	5,8
Affecto	3,02	68	64	6,8	6,0	6,1	5,4	8,4	7,7	6,0	6,6	1,0
Innofactor	0,94	31	40	11,6	8,1	8,2	6,1	13,0	9,6			1,3
Siili	23,00	46	41	9,6	7,5	8,8	7,0	12,1	11,1	3,7	4,6	4,2
Solteq	1,60	28	54	5,6	7,8	4,4	5,5	12,5	9,7	1,3	2,5	1,3
Talenom (Inderes)	4,95	34	52	22,1	12,3	7,8	6,0	20,7	12,7	1,4	1,4	3,6
Keskiarvo				17,5	10,0	7,3	6,2	18,3	14,1	2,9	3,2	3,4
Mediaani				11,6	8,1	7,1	5,9	15,0	10,6	3,5	3,1	2,2
Erotus-% vrt. mediaani				90 %	52 %	10 %	2 %	38 %	20 %	-60 %	-54 %	65 %

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

Toimialalla toteutuneet yritystostot

Suuntaa arvostukselle voi antaa myös toimialalla tehtyjen yritystostojen toteutuneet kauppahinnat sekä arvostuskertoimet. Näissäkin on luonnollisesti huomioitava ostokohteiden eroavuudet ja muistaa lisäksi, että yritystostoihin liittyy myös lähes aina selkeän preemion maksaminen ostokohteesta. Yleensä preemio perustuu arvioituihin synergiaetuihin, markkina-asemaan ja muihin hyötyihin, jotka eivät suoraan näy yhtiön arvostuksessa.

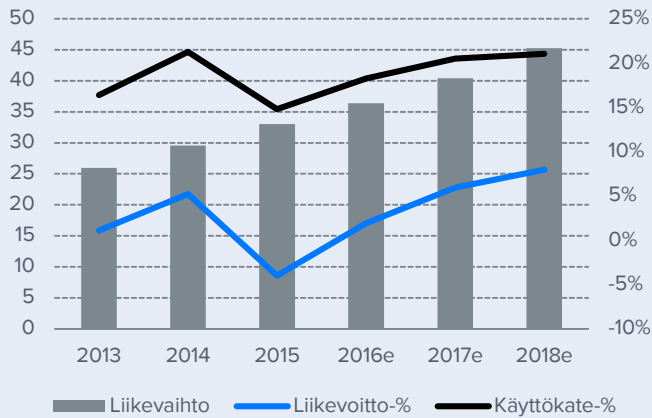
Vertailuun on pyritty ottamaan mukaan transaktioita yrityksistä, jotka toimivat mahdollisimman paljon samalla toimialalla ja liiketoimintarakenteella kuin Talenom.

Vertailtavuuden parantamiseksi yritysten koon pitäisi myös olla lähellä toisiaan, mutta mukaan on otettu myös suurempia yritystostoja näiden kohteiden liiketoimintojen vastatessa parhaiten Talenomia. Korostamme edelleen, että vertailu on kuitenkin parhaimmillaankin suuntaa-antava.

Yritystostojen mediaani EV/EBITDA-kerroin on ollut noin 11,5x, kun käyttökatemarginaali on ollut keskimäärin 20 %. Mielestämme yrityskauppojen historiallinen hinnoittelu tukee arviotamme Talenomin arvosta, mutta suurta painoarvoa emme yrityskauppakertoimille anna. Jokainen yritysjärjestely on kuitenkin lopulta yksilöllinen ja hintaan vaikuttaa sekä ostajan että myyjän tilanne. Yritystostot ja niiden arvostustasot näkyvät seuraavan sivun taulukossa.

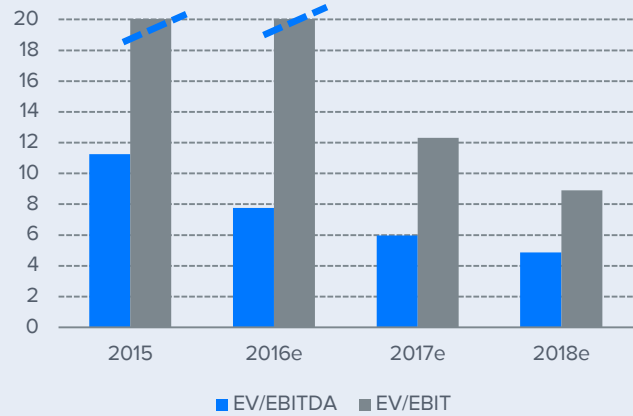
Ennusteet ja arvostustaso graafeina

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet 2015-2018e



Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostustaso

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Soprano	0,40	7	10	6,9	4,5	5,0	3,5	7,5	5,8	2,4		1,7
PRGX Global	4,77	94	81	16,4	12,3	4,4	3,4	50,2	34,1			2,2
Paychex	47,87	17277	16826	15,3	13,7	14,5	13,0	26,2	24,2	3,5	3,7	9,9
Xchanging	191,50	602	672			6,2	5,7	16,9	14,6	0,0	0,0	
Zalaris	29,80	60	54	11,8	8,7	8,0	6,4	18,7	14,0	4,6	4,6	5,8
Affecto	3,02	68	64	6,8	6,0	6,1	5,4	8,4	7,7	6,0	6,6	1,0
Innofactor	0,94	31	40	11,6	8,1	8,2	6,1	13,0	9,6			1,3
Siili	23,00	46	41	9,6	7,5	8,8	7,0	12,1	11,1	3,7	4,6	4,2
Solteq	1,60	28	54	5,6	7,8	4,4	5,5	12,5	9,7	1,3	2,5	1,3
Talenom (Inderes)	4,95	34	52	22,1	12,3	7,8	6,0	20,7	12,7	1,4	1,4	3,6
Keskiarvo				17,5	10,0	7,3	6,2	18,3	14,1	2,9	3,2	3,4
Mediaani				11,6	8,1	7,1	5,9	15,0	10,6	3,5	3,1	2,2
Erutus-% vrt. mediaani				90 %	52 %	10 %	2 %	38 %	20 %	-60 %	-54 %	65 %

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

Alalla tapahtuneet yritysostot ja niiden arvostustasot

Päiväys	Yritysstokohde	Toimiala	Ostajayritys	EV	EV/EBITDA	EBITDA-%	EV/ liikevaihto
14.7.2014	Phlexglobal	U.K. henkilöstöhallinnon moniosaaja	Bridgepoint Dev. Capital	53	9,3	30 %	2,8
5.6.2014	Zalaris	Norjalainen HR-palveluiden ulkoistus partneri	IPO	52	8,8	19 %	1,7
29.5.2014	RGI	Italialainen ohjelmisto- ja konsultointitalo	Ardian	80	5,3	30 %	1,5
28.4.2014	Visma	Norjalainen taloushallinnon ohjelmistotarjoaja tilitoimistoille	Cinven	2524	15,9	21 %	3,3
3.6.2013	SGS	Sveitsiläinen tilintarkastus- ja lisäarvopalveliden tarjoaja	Groupe Bruxelles Lambert	13744	15,1	20 %	3
20.2.2013	Sigma	Ruotsalainen IT konsulttitalo	Danir	77	17,7	3 %	0,5
14.11.2012	Tikit Group	U.K. ohjelmistotoimittaja tilitoimistoille ja lakifirmoille	British Telecommunications	68	11,5	18 %	2,1
7.5.2012	Traen	Tanskalainen ohjelmistotalo julkiselle sektorille	FormPipe Software	40	7,3	23 %	1,7
26.9.2010	Visma	Norjalainen taloushallinnon ohjelmistotarjoaja tilitoimistoille	Kohlberg Kravis Roberts & Co.	1408	16	20 %	3,2
			Keskiarvo	2005	11,9	20 %	2,2
			Mediaani	77	11,5	20 %	2,1

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	25,9	29,6	33,0	36,4	40,4	45,3
Kulut	-21,7	-1,4	-1,5	-3,0	-5,2	-8,7
Käyttökate	4,3	6,3	4,9	6,6	8,3	9,5
Poistot	-4,0	-4,7	-6,2	-5,9	-5,9	-5,9
Liikevoitto	0,3	1,5	-1,3	0,7	2,4	3,6
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>-1,0</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,6</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaerää</i>	<i>1,3</i>	<i>3,2</i>	<i>0,3</i>	<i>2,3</i>	<i>4,0</i>	<i>5,2</i>
Rahoituserät	-3,5	-3,2	-2,5	-2,1	-1,9	-1,7
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	-0,7	0,2	-2,5	0,0	1,7	2,9
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,7	-0,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,0	0,0	-2,4	0,0	1,0	2,0
<i>Nettotulos ilman kertaerää</i>	<i>0,1</i>	<i>1,7</i>	<i>-0,8</i>	<i>1,6</i>	<i>2,7</i>	<i>3,7</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-1,0	0,0	-2,4	0,0	1,0	2,0
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>-0,19</i>	<i>0,01</i>	<i>-0,36</i>	<i>0,00</i>	<i>0,15</i>	<i>0,30</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,01	0,32	-0,12	0,24	0,39	0,54

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	28,4	30,6	29,1	27,6
Liikearvo	18,5	16,8	15,2	13,6
Aineettomat oikeudet*	7,4	11,4	11,6	11,8
Käyttöomaisuus	2,3	2,1	2,0	2,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	6,0	9,9	10,2	10,1
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,2	0,2	0,2
Myyntisaamiset	4,2	4,4	4,9	5,5
Likvidit varat	1,6	5,4	5,1	4,4
Taseen loppusumma	34,4	40,5	39,3	37,7

* Sisälsi vuonna 2015:

- Aktivoituja omien ohjelmistojen kehityskuluja 5,4 MEUR

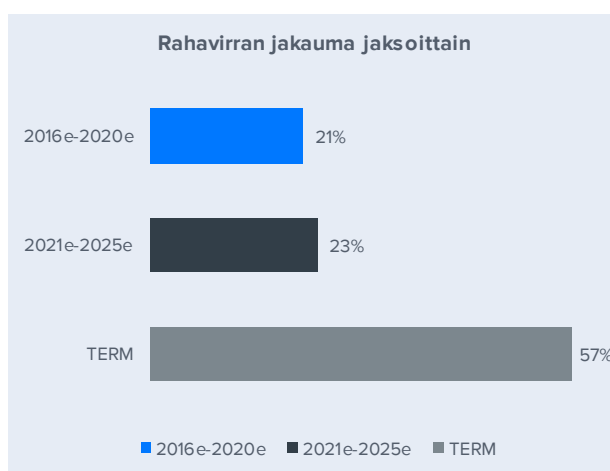
- Aktivituja kasvun kuluja 4,9 MEUR

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	0,7	9,9	9,5	10,0
Osakepääoma	3,0	14,7	14,7	14,7
Kertyneet voittovarot	-2,3	-4,8	-5,2	-4,7
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	27,1	23,0	21,0	18,6
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	14,8	22,5	20,4	18,0
Vaihtovelkakirjalainat	11,6	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,7	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset velat	6,6	7,5	8,8	9,1
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	1,9	2,5	2,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,1	4,1	4,7	5,3
Muut lyhytaikaiset velat	1,3	1,6	1,6	1,6
Taseen loppusumma	34,4	40,5	39,3	37,7

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	-1,3	0,7	2,4	3,6	4,7	5,3	5,8	6,2	6,3	6,2	6,4	
+ Kokonaispoistot	6,2	5,9	5,9	5,9	5,9	5,8	5,9	5,9	6,0	5,5	5,1	
- Maksetut verot	0,0	0,0	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	5,1	6,8	7,5	8,5	9,3	9,7	10,2	10,6	10,6	10,1	9,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-8,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,2	-4,4	-4,4	-4,3	-2,9	-2,9	-3,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,5	2,4	3,0	4,1	5,1	5,3	5,8	6,3	7,7	7,2	6,6	
+/- Muut	10,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,0	2,4	3,0	4,1	5,1	5,3	5,8	6,3	7,7	7,2	6,6	101,8
Diskontattu vapaa kassavirta		2,2	2,6	3,2	3,6	3,4	3,4	3,4	3,8	3,2	2,7	41,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		72,7	70,5	67,9	64,8	61,2	57,7	54,3	50,9	47,2	44,0	41,3
Velaton arvo DCF		72,7										
- Korolliset velat		-24,4										
+ Rahavarat		5,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		53,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,88										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %



Puolivuotisennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	H1'15	H2'15	2015	H1'16e	H2'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	29,6	16,7	16,3	33,0	18,6	17,8	36,4	40,4	45,3
Käyttökate	6,3	3,1	1,8	4,9	3,3	3,4	6,6	8,3	9,5
Poistot ja arvonalennukset	-4,7	-2,8	-3,3	-6,2	-2,9	-3,0	-5,9	-5,9	-5,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,2	1,0	-0,7	0,3	1,2	1,2	2,3	4,0	5,2
Liikevoitto	1,5	0,2	-1,5	-1,3	0,4	0,4	0,7	2,4	3,6
Nettorahoituskulut	-1,3	-0,7	-0,5	-1,1	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7
Tulos ennen veroja	0,2	-0,5	-2,0	-2,5	0,0	0,0	0,0	1,7	2,9
Verot	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,0	-0,5	-1,9	-2,4	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
EPS (oikaistu)	16,32	0,04	-0,16	-0,12	0,12	0,12	0,24	0,39	0,54
EPS (raportoitu)	0,01	-5,19	-18,95	-0,36	0,00	0,00	0,00	0,15	0,30

Tunnusluvut	2014	H1'15	H2'15	2015	H1'16e	H2'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu-%	14,0 %	11,2 %	12,0 %	11,6 %	11,2 %	9,4 %	10,3 %	11,0 %	12,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	142,0 %	-44,0 %	-154,8 %	-90,3 %	12,6 %	-261,5 %	662,3 %	72,5 %	29,8 %
Käyttökate-%	21,3 %	18,3 %	11,1 %	14,8 %	17,7 %	18,8 %	18,2 %	20,5 %	21,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,7 %	6,2 %	-4,5 %	0,9 %	6,2 %	6,6 %	6,4 %	10,0 %	11,5 %
Nettotulos-%	0,1 %	-3,1 %	-11,8 %	-7,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,6 %	4,5 %

Lähde: Inderes

Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	25,9	29,6	33,0	36,4	40,4
EBITDA	4,3	6,3	4,9	6,6	8,3
EBITDA-marginaali (%)	16,4	21,3	14,8	18,2	20,5
EBIT	0,3	1,5	-1,3	0,7	2,4
Voitto ennen veroja	-0,7	0,2	-2,5	0,0	1,7
Nettovoitto	-1,0	0,0	-2,4	0,0	1,0
Kertaluontoiset erät	-1,0	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6

Tase	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	34,4	40,5	39,3	37,7
Oma pääoma	0,7	9,9	9,5	10,0
Liikearvo	18,5	16,8	15,2	13,6
Korolliset velat	16,0	24,4	22,9	20,3

Kassavirta	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	6,3	4,9	6,6	8,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,6	0,2	0,1	0,0
Operatiivinen kassavirta	5,2	5,1	6,8	7,5
Vapaa kassavirta	-1,0	7,0	2,4	3,0

Yhtiökuvaus
Talenom on vuonna 1972 perustettu tilioimisto, joka tarjoaa asiakkailleen laajan valikoiman tilioimistopalveluja sekä muita sen asiakkaiden liiketoimintaa tukevia asiantuntijapalveluita. Yhtiöllä on omaa ohjelmistokehitystä ja se tarjoaa tilioimistoasiakkailleen sähköisen taloushallinnon työkaluja.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,01	-0,36	0,00	0,15
EPS oikaistu	0,32	-0,12	0,24	0,39
Operat. kassavirta/osake	1,01	0,75	0,99	1,10
Tasearvo/osake	0,14	1,46	1,39	1,47
Osakekohtainen osinko	0,00	0,07	0,07	0,07
Osinko/tulos (%)	0	-20	5961	46
Osinkotuotto-%	0,0	1,3	1,4	1,4

Tunnusluvut	2015	2016e	2017e
P/E (oikaistu)	neg.	20,7	12,7
P/B	3,6	3,6	3,4
P/Liikevaihto	1,1	0,9	0,8
P/Kassavirta	7,0	5,0	4,5
EV/Liikevaihto	1,7	1,4	1,2
EV/EBITDA	11,2	7,8	6,0
EV/EBIT (oikaistu)	179,2	22,1	12,3

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Harri Tahkola	22,9 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	17,3 %
Suomen Teollisuussijoitus	17,3 %
Markus Tahkola	16,7 %
Mikko Siuruainen	2,4 %
Keskinäinen Työeläkeyhtiö Varma	2,1 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.6.2015	Osta	9,30 €	6,78 €
19.8.2015	Osta	9,00 €	6,14 €
21.11.2015	Osta	7,50 €	6,10 €
19.2.2016	Osta	6,80 €	5,00 €
23.3.2016	Osta	6,50 €	4,95 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 suositustarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



2007, 2010, 2012

#1 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**