

Talenom

Seurannan aloitus



Julkaisuajankohta
9.6.2021 8:15

Vahva fokus kasvuun

- Aloitamme Talenomin seurannan LISÄÄ-suosituksella ja 14,50 euron tavoitehinnalla.** Talenomilla on vahvat näytöt kilpailukyvystä vakaasti kasvavalla ja fragmentoituneella toimialalla. Yhtiö hyvä kasvu ja erinomainen kannattavuus kotimaan tilitoimistoliiketoiminnassa mahdollistaa investoinnit kasvuun. Terävoityneen strategian myötä paukut kohdistuvat yhtiön vahvuusalueille kotimaassa ja ulkomailla. Osakkeen arvostus on nykyisellä tulosasolla korkea, mutta vahva ennustettu tuloskasvu (keskimääräinen vuotuinen EPS-kasvu 26% vuosina 2021-2023) tuo arvostuskertoimia nopeasti alaspäin.
- Strategia terävoitynyt:** Talenomin ydin on Suomen tilitoimistoliiketoiminta. Tämän liiketoiminnan vahva tulos ja kassavirta mahdollistavat investoinnit yritysostoihin ja digitaalisten palveluiden kehittämiseen, maantieteelliseen laajentumiseen sekä edelleen kirjanpidon automatisaation nostamiseen. Yhtiön terävoitynyt strategia nojaa vahvasti yhtiön kilpailuetuihin pienentäen kasvun toteutumiseen liittyviä riskejä.
- Laaja kasvupotentiaali:** Talenomin markkinaosuus Suomen tilitoimistomarkkinalla on vajaat 5% ja yhtiön on onnistunut kasvamaan selvästi markkinoita nopeammin. Palvelutarjonnan laajentaminen pienempiin yhtiöihin kasvattaa kohdemarkkinan kokoa merkittävästi. Tämän lisäksi kansainvälinen laajentuminen on saanut lisää vauhtia. Kuluvana vuonna huomion keskipisteessä on erityisesti uusien palveluiden laseeraus sekä eteneminen Ruotsissa kaupallisesti ja teknologisesti. Talenom on kiihdyttänyt yritysostoja kahden viime vuoden aikana ja näemme niiden luovan arvoa ja nopeuttavan osaltaan yhtiön kannattavaa kasvu.
- Suositus ja tavoitehinta:** Aloitamme Talenomin seurannan Lisää-suosituksella ja 14,50 euron tavoitehinnalla. Käytämme arvonmäärityksessä kassavirtamallia sekä arvostuskertoimia, joissa huomioimme yhtiön vahvan tuloskasvun. Hyväksymme Talenomille EV/EBITDA -kertoimen 16,5 vuodelle 2023, mikä vastaa noin EV/EBIT -kerrointa 26 ja P/E -kerrointa 32. Kassavirtamallin antama arvo on 15,0 euroa/osake.

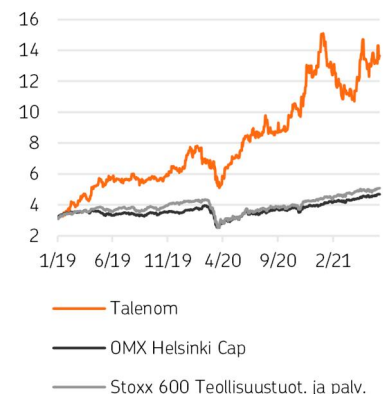
Suositus **LISÄÄ**

Tavoitehintaa (€) **14,50**

Hinta (€)*	13,64
Ylin (12kk)	15,25
Alin (12kk)	7,76

Markkina-arvo (M€)	596
Indeksipaino	0,2 %
Beta	0,81
Kaupankäyntitunnus	TNOM
Seuraava tulosjulkistuspäivä	2.8.2021

Kurssikehitys	1kk	3kk	12kk
Hinta (€)	12,88	11,20	8,50
Muutos	5,9 %	21,8 %	60,5 %



Lähde: OP Markets, Bloomberg, *) 8.6.

Talenom						
EURm	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	48,9	58,0	65,2	81,4	93,6	107,6
Liikevaihdon kasvu (%)	18,1 %	18,6 %	12,4 %	24,9 %	15,0 %	15,0 %
Liikevoitto	8,5	10,4	12,9	15,5	20,2	25,0
Liikevoitto (%)	17,5 %	18,0 %	19,8 %	19,1 %	21,6 %	23,2 %
Tulos ennen veroja	8,0	9,6	12,0	14,8	19,4	24,2
Tulos/osake	0,15	0,18	0,22	0,27	0,36	0,45
Osinko/osake	0,09	0,13	0,15	0,17	0,20	0,23
Osinkotuotto (%)	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,2 %	1,5 %	1,7 %
EV/Sales	3,0	5,9	10,4	7,7	6,7	5,7
EV/EBITDA	10,9	18,0	29,0	22,6	18,6	15,7
P/E	20,6	40,8	67,7	49,9	37,8	30,3
P/B	7,0	13,2	20,1	15,7	12,9	10,3
ROE	34 %	32 %	30 %	31 %	34 %	34 %
ROCE	19 %	17 %	17 %	17 %	22 %	25 %
Omavaraisuusaste	36 %	33 %	37 %	38 %	42 %	47 %
Gearing	96 %	116 %	87 %	81 %	60 %	40 %

Lähde: OP Markets



Senioristrategi

Kim Gorschnik

+358 10 252 4351

kim.gorschnik@op.fi

Investment case

- **Defensiivinen kasvumarkkina:** Suomen tilioimistomarkkinoiden koko vuonna 2019 oli noin 1,2 mrd. euroa. Ala on kasvanut vuosina 2001-2019 keskimäärin 5,4%/vuosi eli selvästi yleistä talouskasvua nopeammin. Hyvän kasvun lisäksi ala on myös hyvin defensiivinen – toimiala kasvoi jopa finanssikriisin aikana 2008-2009.
- **Kilpailuetu teknologiassa ja palvelussa:** Automatisointi- ja skaalaeduct ovat toimialalla mittavia, joten konsolidaation jatkuminen on vääjäämätöntä. Digitalisaatiomurros vauhdittaa konsolidaatiota, kun pienillä manuaalisesti toimivilla tilioimistoilla ei ole resursseja kehittää toimintojaan. Talenom in liiketoimintamalli perustuu oman ohjelmistokehityksen tuomaan tehokkuuteen, mikä vapauttaa asiantuntijat lisäarvopalveluihin. Tämä parantaa asiakastytyvyyttä mahdollistaen samalla lisämyyntiä nykyisille asiakkaille.
- **Kansainvälistymisestä sekä uusista palveluista ja asiakasryhmistä lisäkasvu:** Talenom laajensi toimintaansa Ruotsiin vuonna 2019 ja tutkii muita Euroopan maita potentiaalisina laajentumiskohteina. Kansainvälistyminen tarjoaa merkittävää kasvupotentiaali yhtiölle. Talenomilla on vahvaa osaamista mm. sopimusjuridiikan ja verotuksen saralta ja strategiana on palvella PK-yrittäjiä laajasti yritystoiminnan hallintaan liittyvissä asioissa. Yhtiö on lisäksi laajentanut toimintaansa pienempiin yrityksiin uudella digitaaliseen jakeluun pohjautuvalla liiketoiminnalla sekä laajentanut tuotetarjontansa mm. pankkipalveluihin.

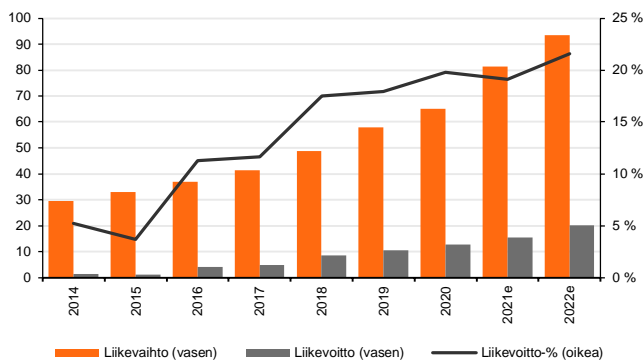
Ajurit

- **Kansainvälistyminen:** Talenom in kansainvälistyminen alkoi Ruotsista vuonna 2019 ja nyt kokoluokka on jo merkittävä. Uusia maita kartoitetaan aktiivisesti.
- **Lisäarvopalveluiden merkityksen kasvu:** Kirjanpidon automaatio on lisännyt asiantuntijoiden aikaa lisäarvopalveluihin nostoen asiakaskohtaista liikevaihtoa, parantaen asiakaskokemusta ja henkilökunnan työtyytyvyyttä.
- **Arvoa luovat yrityskaupat:** Talenom on viime vuosien aikana kiihdyttänyt yritysostoja sekä Suomessa että Ruotsissa. Talenom on onnistunut hyvin kohteiden integroinnissa ja kannattavuuden nostossa, mikä yhdessä edullisten osthintojen kanssa luovat omistaja-arvoa.

Riskit

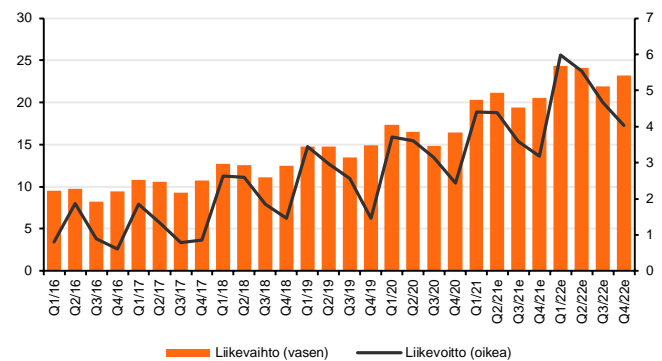
- **Kilpailun kiristyminen:** Automaation ja digitalisuuden eteneminen toimialalla johtanee hintakilpailun kiristymiseen jatkossa.
- **Kansainvälistymisen epäonnistuminen:** Ruotsin liike-toimintojen kannattavuuden nostosta ei ole vielä näyttöjä automaatiota nostavien ohjelmistojen lokalisoinnin kautta.
- **Taseen liikearvo ja aineettomat oikeudet:** Talenom in liikearvo ja aineettomien oikeuksien määrä taseessa on korkea. Mikäli kannattavuus laskisi voimakkaasti näihin eriin liittyisi epävarmuutta. Riski on mielestämme kuitenkin hyvin matala.

Vuosittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

Kvartaalittainen liikevaihto ja -voitto



Lähde: OP Markets

Yhtiökuvaus

Talenom on vuonna 1972 perustettu tilitoimisto. Liiketoiminnan ytimen muodostaa Suomen tilitoimistoliiketoiminta. Tilitoimistopalveluiden lisäksi Talenom tarjoaa asiakkaiden käyttöön taloushallinnon ohjelmistoja ja digitaalisia palveluita. Tämän lisäksi yhtiön asiantuntijajyksikkö tarjoaa juridiikkaan, verotukseen ja talouteen liittyviä neuvonantopalveluita sekä uusimpana pankkipalveluita.

Yhtiön kilpailuetu perustuu pitkälle automatisoituun kirjanpidon tuotantolinjaan parantaen yhtiön tehokkuutta. Samalla asiantuntijoiden työpanos vapautuu rutiinistöistä lisäarvopalveluihin parantaen asiakaspalvelua ja tuoden lisämyyntiä Talenomille.

Oman kirjanpito toiminnan tehostumisen rinnalla yhtiö on panostanut voimakkaasti myyntityöhön, mikä yhtiön mukaan on nopein tapa kasvaa kannattavasti. Talenomin henkilökunnasta arviolta 15% työskentelee myynnin parissa. Talenomin strategiana on oman myyntityön lisäksi vauhdittaa kasvua yritysostoilla. Yritysostojen painoarvo kasvustrategian toteuttamisessa on noussut viimeisen kahden vuoden aikana.

Vuonna 2019 yhtiö laajensi toimintaansa Ruotsiin ja arviomme mukaan Talenom tavoittelee yhden uuden markkinan avaamista vuoden sisällä. Arviomme Ruotsin liiketoiminnan liikevaihdon nousevan kuluvaan vuonna selvästi yli 10 milj. euroa, jolloin osuus koko Talenomin liikevaihdosta on jo merkittävä. Samalla on ylitetty liikevaihtotaso, jonka jälkeen ohjelmistojen lokalisoinnista tulee kannattavaa mahdollistaen Talenomin Suomessa hiomien prosessien viemisen Ruotsiin.

Talenom on laajentanut palvelutarjontaansa myös pienempiin asiakasryhmiin, joihin jakelu tapahtuu digitaalisesti. TiliJaska-Freemium -konsepti pitää sisällään ilmaisen tee se itse -kirjanpitosovelluksen, pankkitilit ja -kortit ja joustavasti tilitoimistopalveluita asiakkaan tarpeen mukaan. Samassa yhteydessä Talenom kertoi laajentavansa pankkipalveluihin.

Laajat tilitoimistopalvelut

- Kirjanpito
- Myyntilaskutus
- Tulosseuranta
- Palkanlaskenta, HR

Neuvonantopalvelut

- Verotus
- Juridiikka
- Taloushallinnon suunnittelu
- Rahoitus

Ohjelmistot

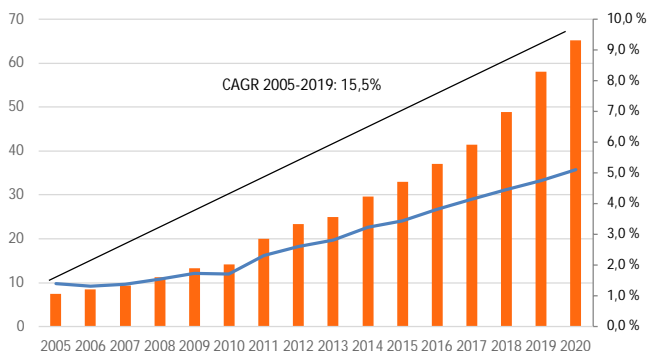
- Talenom Online
- Talenom App
- Talenom Tietoväylä
- Talenom Business Intelligence

Palvelut pienemmille asiakkaille

- Kevytyrittäjä
- TiliJaska
- Pankkipalvelut

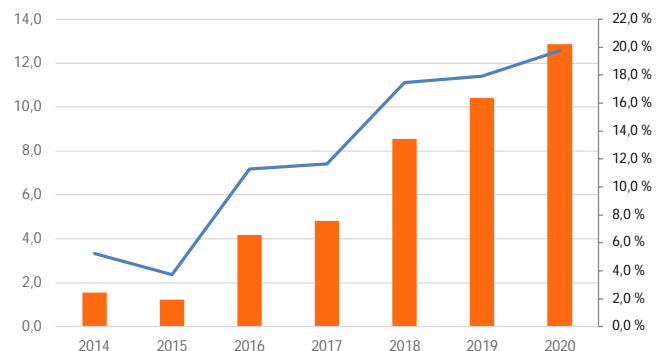
Talenomin taloudellinen kehitys on ollut hyvin positiivista. Yhtiön liikevaihdon vuotuinen kasvu on ollut 15,5% vuosien 2005-2020 aikana. Kasvu on ollut selvästi markkinoiden kasvua nopeampaa. Yhtiön markkinaosuus Suomen tilitoimistomarkkinasta on vajaat 5%, jolla Talenom on pirstaloituneella toimialalla yksi suurimmista toimijoista. Kannattavuuden voimakkaan parantumisen taustalla on erityisesti kirjanpitojärjestelmän automaatioasteen nousu.

Talenomin liikevaihto ja markkinaosuuden kehitys 2005-2020



Lähde: Talenom, OP Markets

Talenomin liikevoitto ja liikevoittomarginaali 2014-2020



Lähde: Talenom, OP Markets

Talenomin palvelut asiakkaille

Talenom tarjoaa pk-yrityksille tilitoimistopalveluita, taloushallinnon ohjelmistoja ja digitaalisia palveluita sekä erilaisia asiantuntija-, neuvonta-, rahoitus- ja pankkipalveluita.

Talenomin pitkälle automatisoitu kirjanpito muuttaa yhtiön toimintatapaa useimpiin kilpailijoihin verrattuna. Rutiinistöistä vapautuvat asiantuntijaresurssit pystytään enenevässä määrin ohjaamaan korkeamman lisäarvon palveluihin sekä yrittäjien työtä tukevaan konsultatiiviseen työhön. Lisäarvopalveluita ovat mm. verotukseen ja lakipalveluihin liittyvät työt. Konsultatiivinen työ säännöllisten asiakastapaamisten oman kirjanpitäjän kanssa lisää asiakastyytyvää, parantaa omien työntekijöiden viihtyvyyttä rutiinistöiden vähentymisen seurauksena sekä tarjoaa Talenomille lisäämyyntipotentiaalia. Käsittelemme mukaan tämän osalta kehitys on ollut viime vuosien aikana positiivista, mikä heijastuu mm. parantuneena asiakastyytyvänä (nettosuositteluindeksi).

Koko Talenomin liikevaihdosta arviolta yli 70% muodostuu kiinteästä kuukausikirjanpidosta sekä veroilmoitusten ja tilinpäätösten tekemisestä. Loppuosa (vajaat 30%) on transaktiopohjaista laskutusta. Kokonaisuudessaan palveluiden kysyntä on hyvin defensiivistä.

Talenomin kilpailukyvyyn ydin on yhtiön kehittämä pitkälle automatisoitu kirjanpitolinja. Kirjanpidon automatisointiin keskityttiin voimakkaasti vuosina 2006-2017, mikä näkyy myös yhtiön kannattavuuskehityksessä tason hyppäyksenä. Automaatiotason nostossa suurimmat harppaukset on nyt otettu, mutta tehostamista löytyy edelleen mm. palkanlaskennassa.

Talenomin omaan käyttöön kehittämien järjestelmien lisäksi yhtiö on panostanut voimakkaasti asiakkaalle näkyväen digitaalisten palveluiden kehittämiseen. Tämän lisäksi kirjanpitojärjestelmää lokalisoidaan uusiin maihin. Ruotsissa ollaan nyt tässä vaiheessa.

Tilitoimistopalvelut liiketoiminnan ydin

Tilitoimistopalveluihin kuuluvat kirjanpito, myyntilaskutus, laskujen maksu, palkanlaskenta, tulosseuranta ja henkilöstöhallintaan liittyvät palvelut. Tulosseurannassa asiakkaalle tuotetaan kuukausittain välitilinpäätöksen tasoinen kuukausiraportointi Talenom Online –palveluun.

Tilitoimistopalveluita tarjotaan jatkuvilla asiakassopimuksilla, joissa asiakassuhteet ovat pitkiä, jopa kymmeniä vuosia. Tämä tekee liiketoiminnasta hyvin ennakoitavaa, mutta toisaalta uusasiakashankinnasta hidasta ja melko kallista. Asiakaskohtainen laskutus riippuu palvelukokonaisuuden laajuudesta.

Talenomin vahvoja asiakassektoreita ovat rakentaminen, kuljetus, ravintola, hoiva, auto- ja konekauppa, apteekki, yhdistys ja säätiö, kauppa sekä matkailu. Asiakas saa käyttöönsä omalle toimialalleen räätälöidyt järjestelmäkokonaisuudet ja sektoriosaaminen parantaa asiakaspalvelua ja mahdollistaa mm. toimialojen yleisen analysoinnin kautta paremman sparrauksen yrittäjille.

Tiettyjen asiakkaiden osalta huolenpito palvelut kuuluvat palveluun kiinteänä lisäosana, jolloin asiakkaan käytössä on edellä mainittuun sektoriosaamisen lisäksi henkilökohtainen nimetty kirjanpitäjä sekä asiakaspalvelukeskuksen resurssit.

Taloushallinnon digitaaliset palvelut (asiakaskäyttöliittymät)

Talenom on viime vuosien aikana investoinut voimakkaasti ohjelmistoihin ja digitaalisiin palveluihin. Talenom ei myy ohjelmistoja, mutta osana laajempaa palvelukokonaisuutta tarjoaa niitä asiakkaiden käyttöön.

Talenom Onlinen avulla asiakkaat voivat hoitaa taloushallinnon päivittäisiä toimia helposti. Erilaiset raportit, laskujen käsittely ja palkanlasku hoituvat ohjelmiston avulla. Yhteistyökumppaneiden avulla asiakkaiden saatavilla on myös mm. rahoitus- ja luottotietopalveluita. Talenom on laseeraamassa uutta versiota Talenom Onlinesta kuluvaan vuonna.

Talenom App on puolestaan mobiilisovellus, jonka avulla asiakas voi kuvata ja lähettää esimerkiksi kuitteja suoraan kirjanpitoon. Mobiilisovelluksen avulla asiakas voi myös matkalaskut.

Talenom Tietoväylän avulla asiakkaan käyttämät omat järjestelmät saadaan integroitua Talenomin taloushallinnon prosessien kanssa.

Talenom Business Intelligence tarjoaa työvälineet liiketoiminnan hallintaan ja tiedolla johtamiseen. Tämän on havaittu olevan tärkeä osa myös Talenomin asiantuntijoille asiakastuntemuksen parantamisessa ja sen perusteella palvelun kehittämisessä.

Neuvonta- ja rahoituspalvelut

Varsinaisen kirjanpitoon ja siihen liittyvien lisäpalveluiden lisäksi Talenom tarjoaa asiakkailleen juridiikan, verotuksen ja talouden neuvonantopalveluita. Nämä palvelut liittyvät mm. yritys- ja omistusrakenteen muutoksiin, sukupolvenvaihdoksiin, verosuunnitteluun sekä taloushallinnon kehittämiseen liittyviä palveluita.

Talenomin Rahoituspalvelu tarjoaa asiakasyrityksille joustavaa myyntilaskujen rahoitusta, erämaksupalvelua ja yrityslainaa.

Palvelut pienemmille asiakkaille digitaalisella jakelulla

Uusimpana lisäarvopalveluna Talenom julkisti lokakuussa 2020 pienyrittäjille suunnatun TiliJaska -palvelun, joka sisältää ilmaisen kirjanpitosovelluksen, pankkipalvelut (IBAN-tilit ja kortit) sekä asiakkaan tarpeen mukaan skaalautuvat tilitoimistopalvelut. Vastaavanlainen palvelu otetaan käyttöön myös Ruotsissa kuluvan vuoden aikana (KontoKalle).

Talenom Kevytyrittäjä -palvelu on suunnattu osaamistaan myyvälle yksinyrittäjälle, jolla ei vielä ole y-tunnusta. Palvelussa kevytyrittäjä maksaa 2% palvelumaksun asiakkaan maksaman laskun loppusummasta. Palvelu tuo Talenomille uusia asiakkaita, joille ajan saatossa voidaan myydä yhtiön muita palveluita. TiliJaska ja Kevytyrittäjä -konsepti siis luovat oman potentiaalinsa lisäksi polun Talenomin täyden palvelun asiakkaaksi liiketoiminnan kasvaessa.

Pankkipalvelut mukaan palvelupakettiin

TiliJaska-palvelun myötä Talenomin kehittämät omat tili- ja korttipalvelut on tarkoitus lanseerata kaikille Talenomin asiakkaille. Tällöin asiakas voi ostaa tilitoimisto- ja pankkipalvelut saman katon alta.

Tilitoimistomarkkina ja kilpailukenttä

Defensiivinen kasvumarkkina

Tilitoimistomarkkinan pitkän aikavälin vuotuinen kasvu on ollut yli 5%

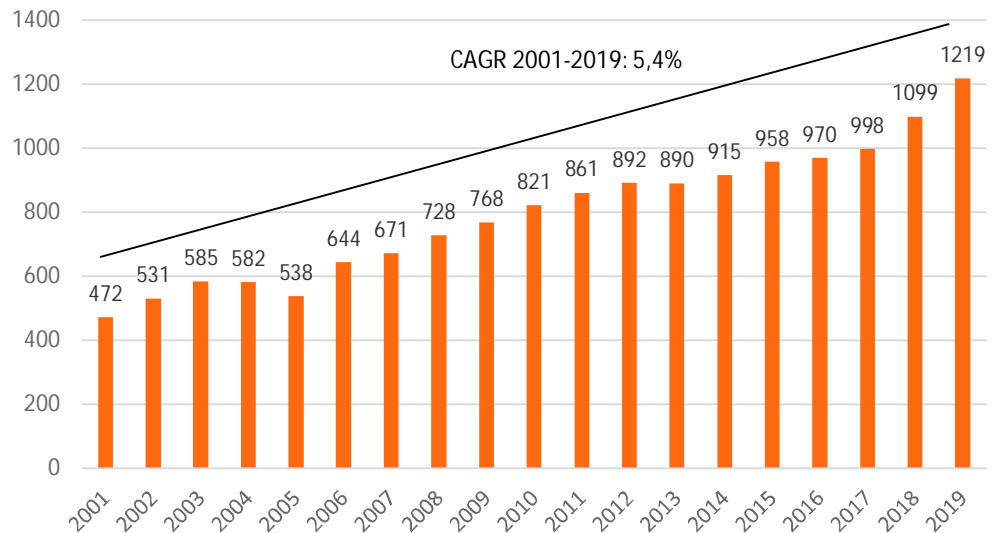
Suomen tilitoimistomarkkinan koko vuonna 2019 oli noin 1,2 miljardia euroa. Markkina on kasvanut vakaasti ja myös viime vuosikymmeninä nähtyjen taantumien aikana. Yrityksillä on lakisääteinen tarve järjestää kirjanpito, mikä tasaa kysyntää myös talouden taantumissa. Markkinan kasvua tukee myös hintojen nousu, tositemäärien kasvu sekä lisäarvopalveluiden myynnin kasvu.

Vaikka toimiala on vakaa, kasvuvauhtiin vaikuttaa jossakin määrin talouden suhdanteet. Taloudellisen aktiviteetin nousu nostaa transaktiopohjaisen laskutuksen määrää ja esimerkiksi työllisyystilanteen parantuminen näkyy palkanlaskennan volyymin kasvuna. Talouden taantumien vaikutuksen voi havaita vuosina 2012-14 kasvun hidastumisena Suomen heikon taloustilanteen seurauksena. Tuolloinkaan markkina ei supistunut vahvistaen käsitystä alan defensiivisestä luonteesta.

Vuoden 2020 lukuja ei vielä ole käytössä, mutta oletettavasti tilitoimistomarkkinan kasvu on palannut takaisin lähemmäs pitkän aikavälin kasvuvauhtia vuosien 2018-2019 nopeamman kasvujakson jälkeen. Tilitoimistomarkkina kasvoi vuonna 2019 Tilastokeskuksen datan perusteella 10,9% ja siis selvästi pitkän aikavälin keskiarvoa enemmän. Mahdollinen selitys historialliseen kasvuun verrattuna nopeammalle kasvulle on tulorekisterimuutos (sähköinen tietokanta tulotiedoille), mikä kasvatti tilitoimistojen laskutusta. Vuonna 2020 koronapandemia hidasti todennäköisesti alan kasvua ja myös Talenomin orgaaninen kasvu Suomessa hidastui. Kuluvana vuonna nähtävä talouden elpymisen pitäisi vastaavasti heijastua lievästi positiivisesti toimialan kasvuun. Asiakaspoistumassa konkurssilla on myös pieni vaikutus alan kasvuun, mutta voimakasta konkurssimäärien nousua ei ole kuitenkaan nähty koronapandemian aikana.

Hinnan korotusten vaikutus kasvuun on ollut arviolta luokkaa 1-3% ja lisäpalveluiden ja ohjelmistomyynnin kasvu nostaa toimialan kasvun arviolta 3-4%:n tasolle myös jatkossa.

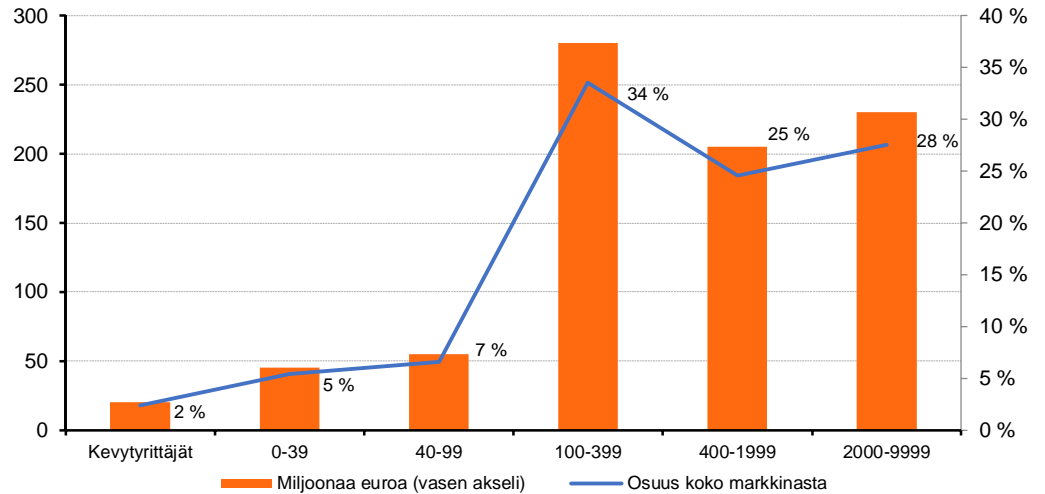
Tilitoimistomarkkinan koko (milj. euroa)



Lähde: Talenom, Tilastokeskus

Seuraavalla sivulla on eritelty Suomen tilitoimistomarkkinan rakenne tarkemmin asiakasyritysten koon perusteella. Talenomin oma aktiivinen myyntityö suuntautuu yrityksiin, joiden liikevaihto on 0,4-10 miljoonaa euroa. Tätä pienempiin asiakkaisiin Talenom on lanseerannut uuden palvelu (TiliJaska), mikä perustuu digitaaliseen jakeluun. Tämä uusi asiakaskokoluokka kasvattaa huomattavasti Talenomin asiakaspotentiaalia.

Tiltoimistomarkkina asiakaskoon perusteella (tuhatta euroa) jaoteltuna



Lähde: Talenom, OP Markets

Tiltoimistomarkkinalla vain muutamia suuria toimijoita

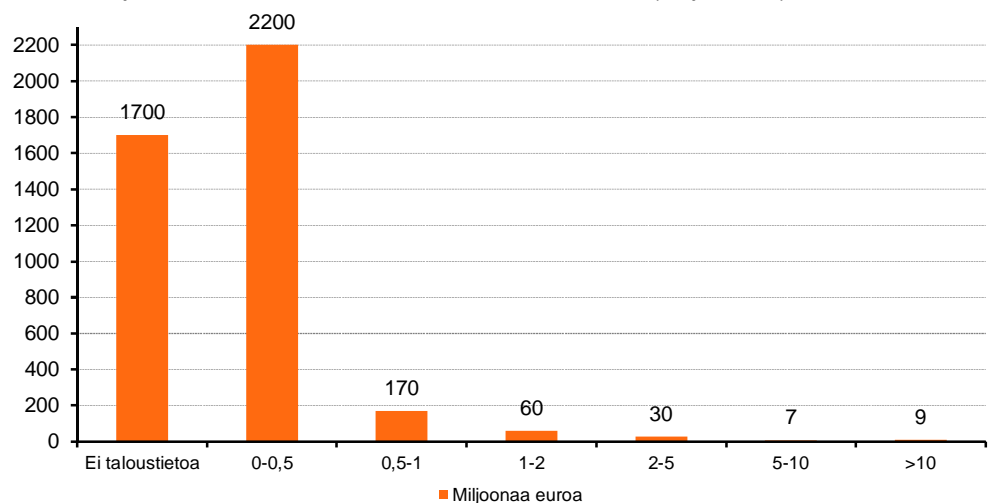
Hyvän ja vakaan kasvun lisäksi tiltoimistomarkkinasta tekee mielenkiintoisen se, että markkina on erittäin pirstaleinen. Tiltoimistoja oli Tilastokeskuksen mukaan Suomessa 4104 kappaletta vuonna 2019 ja keskimääräinen yrityksen koko oli 2,9 työntekijää. Tiltoimistojen lukumäärä on jonkin verran laskenut viime vuosien aikana, mutta on siis edelleen varsin korkea.

Alla olevassa Tilastokeskuksen tilastoista voimme havaita, että tyypillinen tiltoimisto on siis yksittäisen tai koirkeintaan muutaman kirjanpitäjän pyörittämä yritys. Suurempia, yli 10 milj. euron liikevaihdon omaavia tiltoimistoja, on vain kourallinen ja keskikokoisiakin (1-10 milj. euroa) alle sata kappaletta. Tämä vaikuttaa toimialan kilpailuun, toimijoiden kykyyn investoida tulevaan sekä myös yrityskauppariikinaan.

Yritysten kannattavuus on keskimäärin kohtuullinen keskimääräisen liikevoittomarginaalin ollessa noin 10%. Vaihtelua kannattavuudessa on toki paljon.

Käsityksemme mukaan kilpailussa vahvoja toimijoita ovat Talenomin lisäksi ainakin Accountor. Vahvoja haastajia ovat mm. pääomasijoittajan rahoittama Rantalainen, Administer, Azets sekä pörssin First North -listalla oleva Aallon Group, jotka kaikki kuuluvat kymmenen suurimman toimijan joukkoon Suomessa.

Tiltoimistojen lukumäärä Suomessa liikevaihtoluokittain (milj. euroa)



Lähde: Talenom, OP Markets

Talenomin strategia ja kilpailuedut

Toimialan murros kiihtyy

Tilitoimistomarkkina on voimakkaassa muutoksessa ja rakennemuutos todennäköisesti kiihtyy tulevana vuosina. Muutostrendien vahvistuminen avaa kasvumahdollisuuksia alan vahvoille toimijoille sekä lisää yritysmyyntihalukkuutta pienempien toimijoiden keskuudessa. Merkittävimmät toimialan muutosta ajavia tekijöitä ovat lainsäädännön muutokset, asiakkaiden vaatimusten kasvu digitaalisten palveluiden osalta ja pyrkimys paperittomaan toimistoon.

Pienemmille tilitoimistoille kiristynyt kilpailu tuo haasteita. Merkittävimpiä haasteita ovat asiakkaiden vaatimusten kasvu tilitoimistomarkkinan digitalisoitumisen myötä. Näihin haasteisiin vastaaminen on pienille toimijoille käytännössä lähes mahdotonta. Tulevaisuudessa kirjanpitäjän työ nykymuodossa tulee poistumaan ja yksinomaan tähän toimintaan kykenevät toimijat joutuvat ahtaalle.

Digitaalisaaion myötä muuttuva kirjanpitäjän työn muutos on johtanut siihen, että alan suuremmat toimijat panostavat voimakkaasti palvelutarjonnan laajentamiseen. Uudistumiskyky ja usein myös halukkuus on vähäisempää alan pienemmällä toimijoilla. Digitaaliseen toimintamalliin siirtyminen vaatii myös ohjelmistoinvestointeja, uusien toimintatapojen opettelemista sekä kehitystyötä. Ohjelmistojen merkityksen kasvu muuttaa myös tilitoimistojen ja ohjelmistoyhtiöiden välisiä voimasuhteita suhteessa loppuasiakkaaseen.

Edellä kuvatut muutosajurit näkyvät alan konsolidaatina. Pienemmällä alan toimijoilla ei ole taloudellisia resursseja eikä kykyä investoida edellä kuvatun muutosprosessin läpivientiin. Alan konsolidaatiota tukee myös se seikka, että suuri määrä pienempiä tilitoimistoyrittäjiä eläköityy. Talenomin asema tässä murroksessa on mielestämme vahva ja yhtiö on osoittanut pystyvänsä arvoa luoviin yrityskauppoihin. Olemme tarkastelleet yrityskauppamarkkinaa Talenomin näkökulmasta tarkemmin sivulla 16-17.

Talenomin vahvuudet teknologiassa ja skaalaeduissa

Talenomin kilpailukyvyyn ydin on yhtiön kehittämä pitkälle automatisoitu kirjanpitolinja. Selkeä kannattavuuden parantuminen automaation noston seurauksena nähtiin vuonna 2017.

Vuosina 2019-2020 painopiste kehitystyössä oli asiakkaiden siirtämisessä kaupallisesta ohjelmistosta omaan alustaan. Tämä työ saatiin suoritettua pitkälle vuoden 2019 aikana ja hyödyt nähtiin vuoden 2020 aikana. Oman ohjelmiston avulla kirjanpidon tuotantolinja saatiin paremmin palvelemaan Talenomin omia tarpeita.

Yhtiön mukaan kirjanpidon tuotantolinjan automaatioaste on tällä hetkellä runsaat 70% ja yhtiön tavoitteena on saavuttaa yli 90 % automaatioaste vuonna 2023. Prosenttiosuuden nostaminen on nyt selvästi haastavampaa, kun helpoimmat osat on jo automatisoitu.

Palkanlaskennassa Talenom käyttää kaupallista ohjelmistoa, jolloin sen automatisointi on erilaista. Vuoden 2020 aikana asiakkaat on siirretty uuteen ohjelmistoon. Automatisaatioaste on aikaisemmin ollut nolla-tasolla ja vuonna 2020 noustiin noin 25%:n tasolle. Tavoitteena on manuaalisten rutiinien 100% automatisointi vuoden 2021 aikana.

Myyntireskontran osalta automaatioaste on jo ollut korkea ja tällä hetkellä ollaan noin 90% automaatioasteessa. Suurten volyyminen takia loppuosan automaatio tuo edelleen hyötyjä ja yhtiön mukaan tämä osa saadaan ensimmäisenä automatisoitua kokonaan.

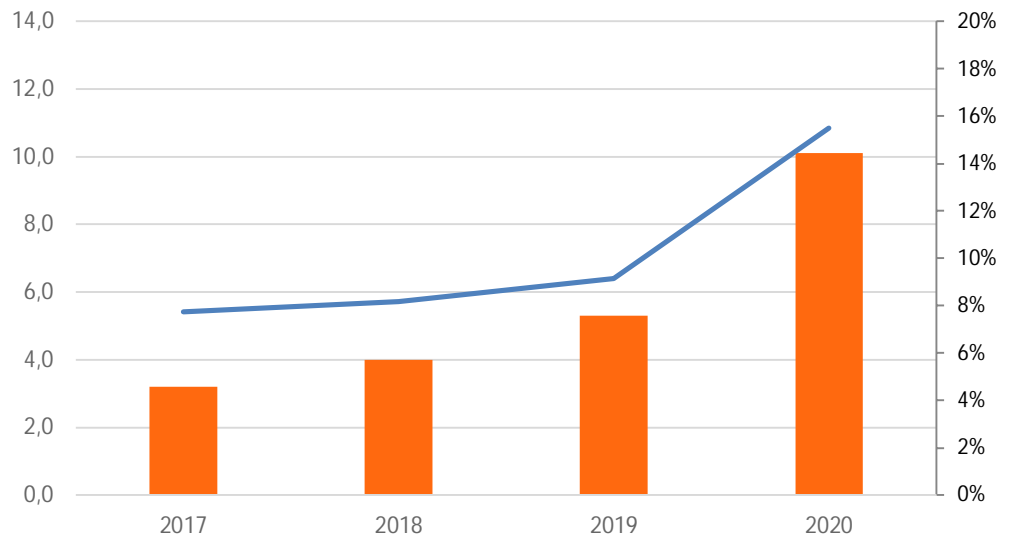
Automaation nostossa on siis edelleen voitettavaa, vaikka muutosvauhti aikaisempiin vuosiin verrattuna hidastuu. Jo nykyinen taso on vapauttanut merkittävästi asiantuntijoiden aikaa asiakkaan palvelemiseen mahdollistaen samalla uusien asiakkaiden hankkimisen ilman merkittäviä investointeja.

Asiakaskokemuksen parantamisessa keskeistä on asiakkaan käytössä olevat helppokäyttöiset digitaaliset palvelut. Talenomin toimintatapa poikkeaa alan muista toimijoista siinä, että yhtiö kehittää ohjelmistoja asiakkaiden käyttöön tukien hyvää asiakaspalvelua. Ohjelmistotalot myyvät ohjelmistoja ja pienemmät tilitoimistot puolestaan palvelevat asiakkaita näiden ohjelmistojen avulla.

Asiantuntijoiden vapautunut aika investoidaan eteenpäin asiakkaan huolenpitoon. Yrittäjä on tyypillisesti taloushallintoon liittyvissä kysymyksissä yksin. Asiakkaan tunteminen ja tukeminen on tärkeää parantaen asiakkaan palvelua ja sitoutumista Talenomiin. Epäformaalimman yhteydenpidon lisäksi Talenomilla on käytössä huolenpitopalavereja asiakkaiden kanssa. Yhtiön mukaan tämä on johtanut tilanteeseen, jossa asiakaspito lähenee pienten tilitoimistojen tasoa mikä suuremmille toimistoille on haastava tavoite.

Edellä kuvatussa kehitystyössä Talenomilla toimii noin 90 digitaalisten palveluiden, ohjelmistosuunnittelun ja liiketoimintaprosessien osaajaa. Tästä joukosta noin 60% toimii kehitystyössä ja koko tiimiin kuuluu lisäksi mm. help-desk -toiminnot. Alla olevasta kuvaajasta näemme, että Talenom on kiihdyttänyt investointeja ohjelmistoihin ja digitaalisiin palveluihin sekä absoluuttisesti että suhteessa liikevaihtoon vuoden 2020 aikana. Vuonna 2020 investoinnit ohjelmistoihin ja digitaalisiin palveluihin olivat 10,1 milj. euroa eli 15,5% liikevaihdosta.

Investoinnit ohjelmistoihin ja dig. palveluihin (MEUR) sekä osuus liikevaihdosta (%)



Lähde: Talenom, OP Markets

Talenom laajensi vuonna 2017 toimintaansa tarjoamalla tilitoimistoasiakkailleen myös muita palveluita. Näitä olivat mm. henkilöstöpalvelut, puhelinpalvelut sekä tavaroiden hankintaan liittyviä palveluita. Tämän aikaisemman strategian ajatus oli laajentaa tuote- ja palveluvalikoimaan olemassa oleville asiakkaille. Strategian uudelleen arvion jälkeen valikoimaa on supistettu ja asiakkaille halutaan tarjota jatkossa vision mukaisesti ylivoimaisia tilitoimisto- ja pankkipalveluita. Kapeampaa tarjontaan pystytään tarjoamaan laajemmalle asiakasjoukolle.

Mielestämme terävöitynyt strategia nojaa selkeämmin yhtiön vahvuuksiin. Yhdessä kansainvälisten kasvupanostusten kanssa tämä luo selkeämmän kokonaisuuden, jossa tulonäkymä on mielestämme pidemmällä aikavälillä vahvempi.

Talenomin taloudellinen kehitys

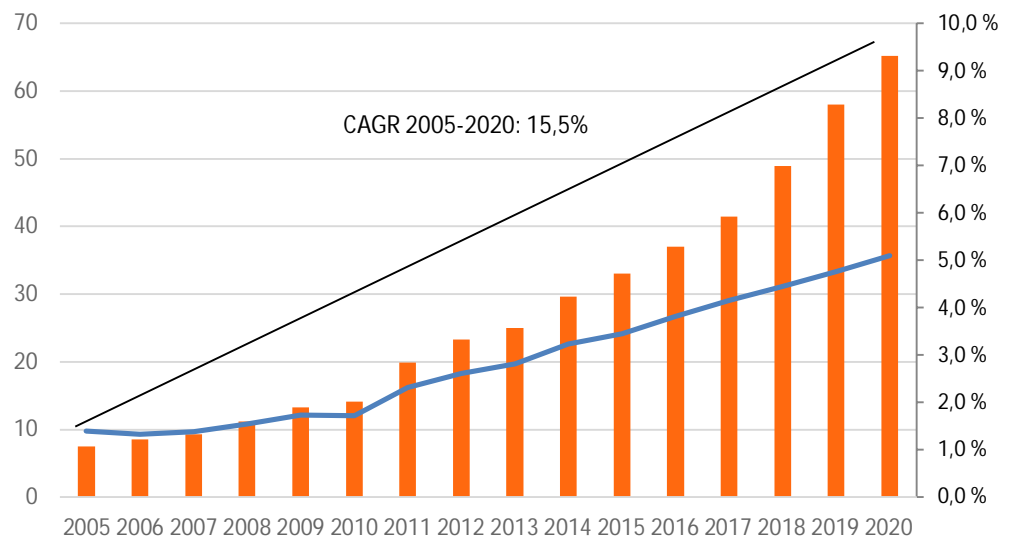
Liikevaihdon kasvu ollut selvästi markkinakasvua nopeampaa

Talenomin liikevaihto ja kannattavuus on kehittynyt viime vuosina hyvin ja kasvu on ollut selvästi yleistä markkinakasvua voimakkaampaa.

Talenomin liikevaihdon keskimääräinen vuotuinen kasvu (CAGR) on ollut 15,5% vuosien 2005-2020 välisenä aikana. Samanaikaisesti Suomen tilitoimistomarkkinan kasvu on ollut 5,9%. Talenomin arvion mukaan heidän markkinaosuutensa Suomessa vuonna 2019 oli 4,8%. Toimialan vuoden 2020 lukuja ei ole vielä käytössä.

Talenom laajentui Ruotsiin yritysostolla vuonna 2019 ja arvioimme Ruotsin liiketoimintojen liikevaihdon olleen edellisvuonna noin 4 milj. euroa. Talenom ei raportoi erikseen Ruotsin toimintojen liikevaihtoa tai kannattavuutta.

Talenomin liikevaihto ja markkinaosuuden kehitys 2005-2020



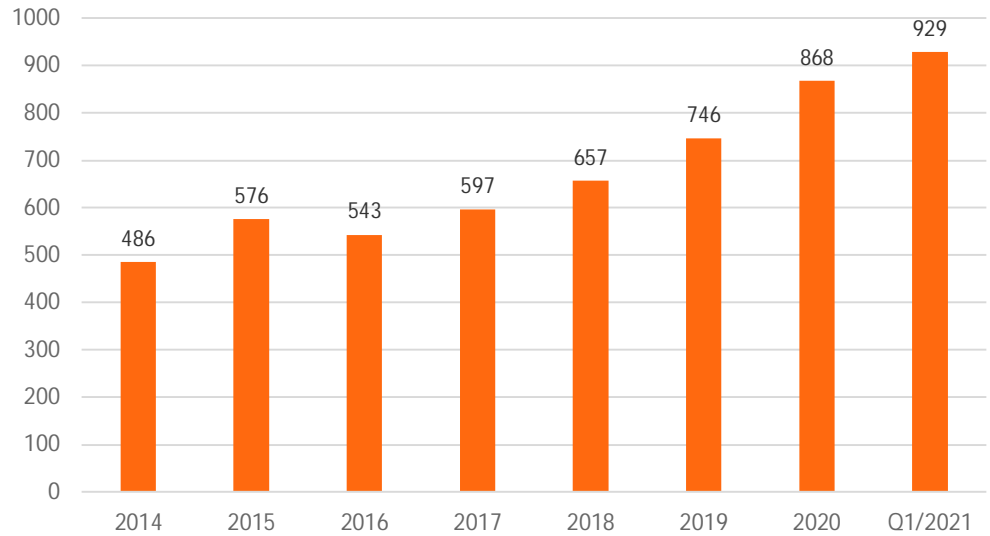
Lähde: Talenom, OP Markets

Pääosa kuluista henkilöstökuluja

Talenomin kustannuksista selvästi merkittävin on henkilöstökulut. Näiden osuus kaikista kuluista oli vuonna 2020 noin 65%. Henkilöstömäärä vuoden 2021 ensimmäisellä vuosineljänneksellä oli keskimäärin 929 ja kasvun myötä henkilömäärä on kasvanut viime vuosien aikana (kuvaaja seuraavalla sivulla).

Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon on laskenut viime vuosien aikana kirjanpidon automaatiotason nousun seurauksena. Vuonna 2016 henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon oli noin 60%, kun se vuonna 2020 oli noin 52%. Tämä kehitys on heijastunut positiivisesti kannattavuuden kehittymiseen ja samalla vapauttanut asiantuntijoiden resursseja korkeamman lisäarvopavluiden tuottamiseen asiakkaille.

Henkilöstömäärä (keskimäärin)

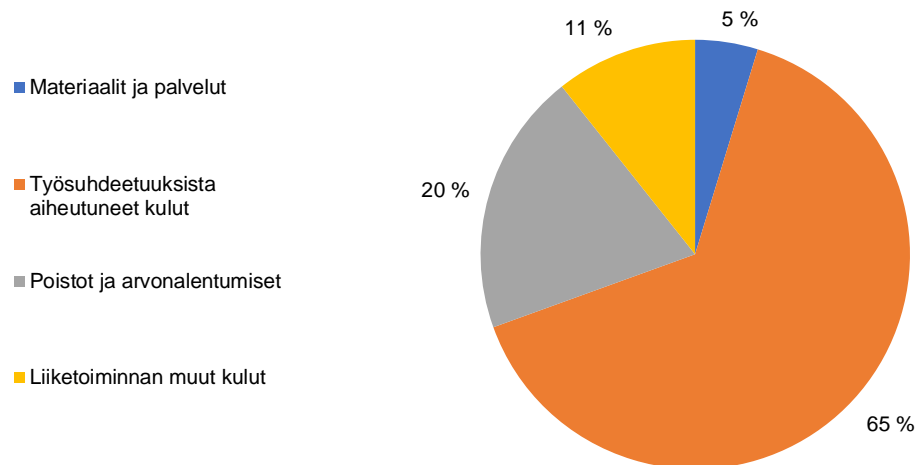


Lähde: Talenom, OP Markets

Liiketoiminnan luonteen mukaisesti materiaali- ja palveluiden kulut ovat matalat ja ovat olleet viime vuosien aikana noin 5-8% Talenomin liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut sisältävät esimerkiksi markkinointi- ja matkakulut, osan tuotekehityskuluista, IT-, kone- ja kalustokuluja sekä vuokrakuluja. Muiden kulujen osuus liikevaihdosta vuonna 2020 oli 11%. Yhteenlaskettuna materiaali-, palvelu- ja liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2020 noin 15% liikevaihdosta. Vaihtelua kulutasoon tuovat mm. ulkopuolisen kehitystyön ja muiden selvitystöiden kulujen vuosittaiset vaihtelut.

Poistojen ja arvonalentumisten osuus kuluista on noussut mm. aineettomien hyödykkeiden kasvaneiden poistojen myötä. Osuus kuluista oli 20% vuonna 2020.

Talenom - kustannusrakenne vuonna 2020

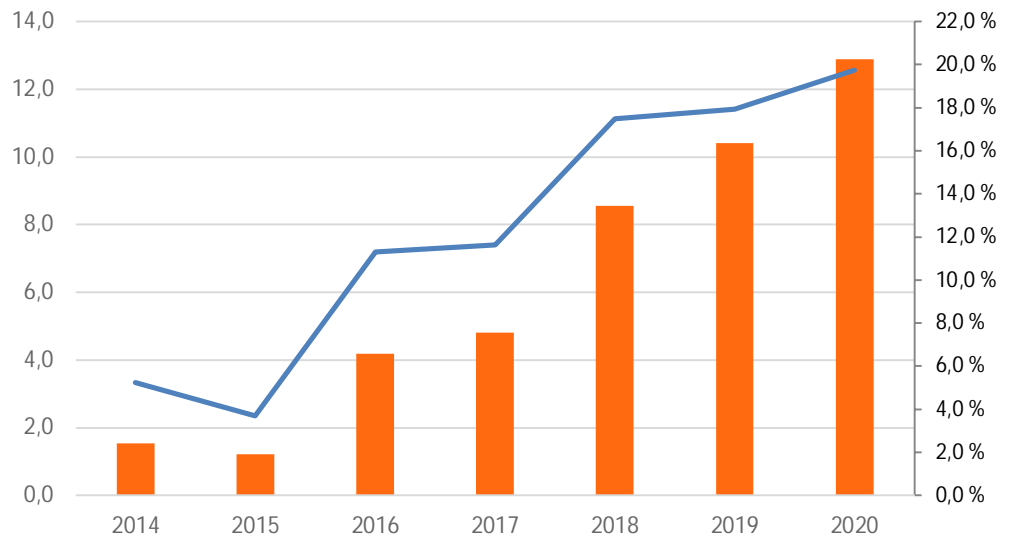


Lähde: Talenom, OP Markets

Liikevoittomarginaali parantunut voimakkaasti automaation vetämänä

Alla olevassa kuvaajassa on Talenomin liikevoiton ja liikevoittomarginaalin kehitys vuosien 2014-2020 aikana. Omassa käytössä olevan kirjanpitolinjan automaationasteen nousu näkyy kannattavuuden voimakkaana nousuna vuodesta 2016 alkaen, jolloin kirjanpitolinja saatiin käyttöön. Automaatiotason nousu ja prosessien kehittyminen ovat edelleen nostaneet suhteellista kannattavuutta. Vuonna 2020 käyttökate oli 23,3 milj. euroa (35,7% liikevaihdosta) ja liikevoitto 12,9 milj. euroa (19,8% liikevaihdosta). Talenomilla on yksi raportoitava segmentti eikä yhtiö näin ollen esimerkiksi erittele kannattavuutta Suomessa ja Ruotsissa. Yhtiön johto on kuitenkin kommentoinut, että Suomessa käyttökate lähentelee 40%:n tasoa.

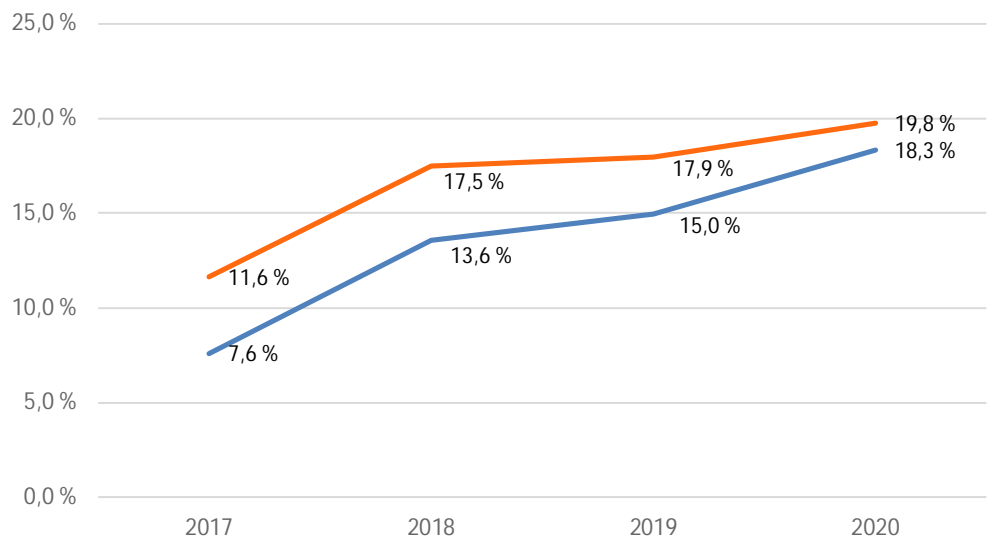
Talenomin liikevoitto ja liikevoittomarginaali 2014-2020



Lähde: Talenom, OP Markets

Talenom käsittelee osaa uusista asiakasopimuksista aiheutuneita kuluja investointeina. Näitä investointeja aktivoitiin taseeseen 4,2 milj. euroa vuonna 2020. Poistoja näistä taseeseen aktivoituista sopimuksista tehtiin 3,3 milj. euroa edellisvuonna. Historiassa aktivointien vaikutus raportoituun liikevoittomarginaaliin oli merkittävä, mutta vuonna 2020 vaikutus oli enää 1,5 prosenttiyksikköä alla olevan kuvaajan mukaisesti.

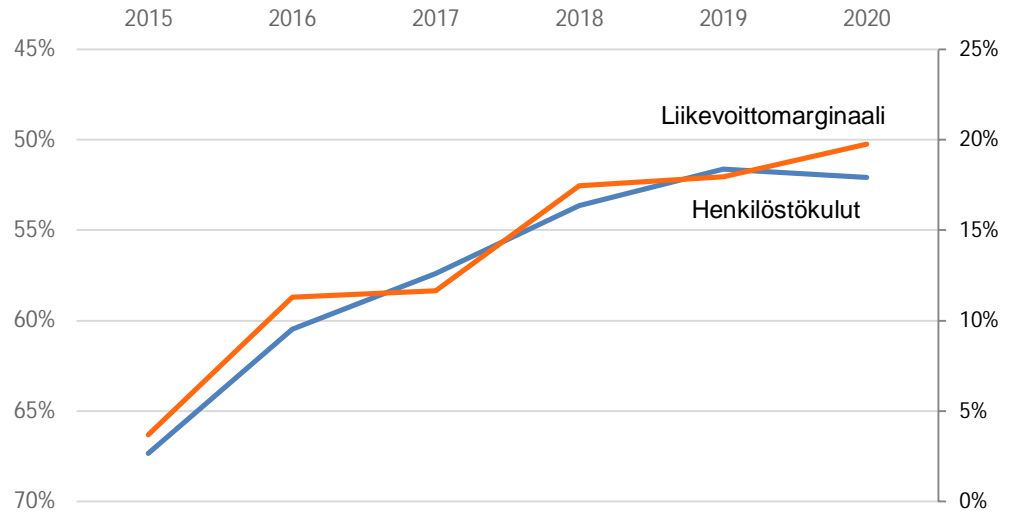
Talenomin liikevoitto% - raportoitu ja myynnin aktivoinneista puhdistettu



Lähde: Talenom, OP Markets

Talenom keskittyi vuosina 2013-2018 voimakkaasti oman kirjanpitojärjestelmän kehittämiseen, mikä heijastui automaation parantumisena ja sen seurauksena henkilökulujen suhteellisenä laskuna. Tämän kehityksen ja näiden välisen yhteyden voi havaita alla olevasta kuvaajasta, jossa henkilökulujen osuus liikevaihdosta (vasen käänteinen asteikko) laski vuoden 2015 noin 67%:n tasolta 52%:iin vuonna 2019 ja 2020. Samanaikaisesti liikevoittomarginaali nousi suunnilleen yhtä paljon. Toki kannattavuuteen vaikuttaa muitakin tekijöitä, mutta mielestämme tämä vertailu kiteyttää hyvin numeropuolelta saavutettuja hyötyjä.

Talenomin henkilökulujen osuus liikevaihdosta (vasen ast.) ja liikevoitto-%



Lähde: Talenom, OP Markets

Talenom on kiihdyttänyt yritysostoja viimeisen kahden vuoden aikana, laajentunut Ruotsiin ja kehittänyt uusia palvelu mm. pienempiin asiakasryhmiin. Nämä kasvupanostukset ovat hieman painaneet suhteellista kannattavuutta vuosien 2018-2020 aikana, vaikka trendi on ollut edelleen nouseva.

Yritysostot painavat suhteellista kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, vaikka kasvattavatkin absoluuttista tulosta. Yritysostokohteiden integrointi kestää kokonaisuudessaan tyypillisesti kolme vuotta, minkä jälkeen ostokohteiden kannattavuus nousee Talenomin keskimääräisen kannattavuuden tasolla. Kannattavuuden nousun takana on Talenomin ohjelmistojen ja tehokkaiden prosessien tuoma tehokkuuden parantuminen, mikä mahdollistaa myös orgaanisen kasvun kiihdyttämisen ostokohteessa. Näistä kasvupanostuksista huolimatta kannattavuuskehitys on ollut erinomaista ja osoittaa liiketoimintamallin toimivuuden.

Talenom tuloslaskelma

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
LIKEVAIHTO	29,6	33,0	37,0	41,4	48,9	58,0	65,2
Liiketoiminnan muut tuotot	0,6	0,3	0,3	0,3	0,7	0,4	0,1
Materiaalit ja palvelut	1,9	1,8	1,5	2,1	2,6	3,6	2,5
Työsuhdeetuksista aiheutuneet kulut	16,2	22,2	22,3	23,8	26,2	29,9	33,9
Poistot ja arvonalentumiset	4,7	2,0	2,6	4,7	5,1	8,5	10,4
Liiketoiminnan muut kulut	5,7	6,1	6,7	6,3	7,1	5,9	5,6
LIIKETULOS, raportoitu	1,5	1,2	4,2	4,8	8,5	10,4	12,9
Kertaerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
LIIKETULOS, oikaistu	1,5	1,2	4,2	4,8	8,5	10,4	12,9
Liiketulos, oikaistu (%)	5,2 %	3,7 %	11,3 %	11,6 %	17,5 %	18,0 %	19,8 %

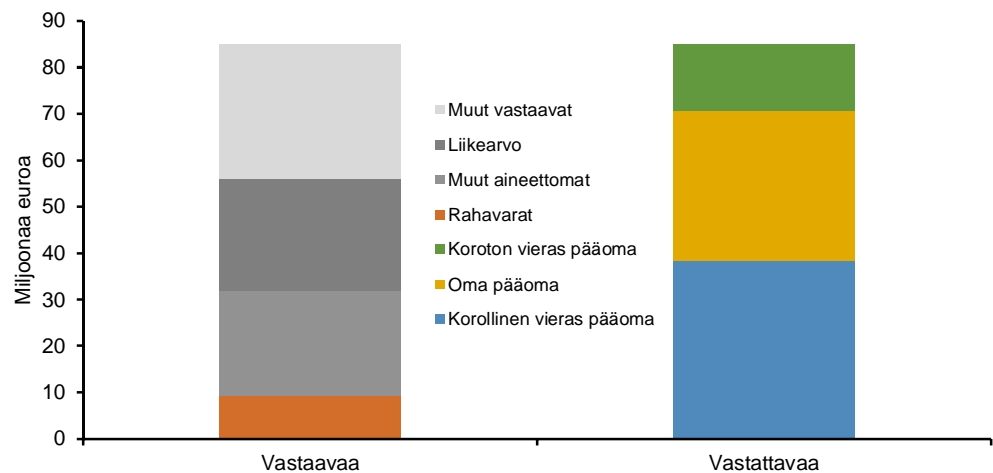
Lähde: Talenom, OP Markets

Taseessa liikearvoa ja aineettomia oikeuksia

Vuoden 2020 lopussa Talenomin taseen loppusumma oli 84,9 milj. euroa. Liikearvoa oli vuodenvaihteessa 24,0 milj. euroa, muita aineettomia hyödykkeitä 22,9 milj. euroa ja aktivoituja sopimuksista aiheutuneita menoja 11,0 milj. euroa ja muodostaen 68% taseesta. Nämä tase-erät ovat syntyneen ohjelmistokehityksen ja yritysostojen seurauksena.

Korolliset nettovelat olivat vuodenvaihteessa 29,3 milj. euroa, oma pääoma 32,2 milj. euroa, nettovelkaantumisaste 91% ja omavaraisuusaste 38,1%. Nettovelkojen suhde käyttökatteeseen on viime vuosien aikana laskenut vahvan tuloskehityksen seurauksena ja oli edellisvuoden luvuilla laskettuna 1,3x. Velkaantuneisuus ei mielestämme muodosta riskiä liiketoiminnan hyvän ennakoitavuuden ja korkea liiketoiminnan kassavirta huomioiden. Arviomme myös yhtiön johdon pitävän nykyistä velkaantuneisuustasoa sopivana mahdollistaen kassavirran käytön kasvuun ja maltillisiin osinkoihin.

Talenomin tase 2020 lopussa



Lähde: Talenom, OP Markets

Operatiivinen kassavirta ohjattu pääosin kasvuinvestointeihin

Yhtiön operatiivinen kassavirta on vahva ja yhtiö investoi näitä varoja digitalisaatioon, uusiin palveluihin sekä yritysostoihin. Ennusteissamme emme ole mallintaneet uusia yritysostoja tuleville vuosille, mutta mahdolliset lisäkauppahinnat on arvioitu erikseen. On hyvin todennäköistä, että yhtiö jatkaa yritysostoja sekä kotimaassa että ulkomailla ja osinkojen kasvu on osittain riippuvainen näiden investointien suuruudesta. Arvon luonnin kannalta näemme kasvupanostusten ja niissä onnistumisen olevan kriittisen tärkeitä.

Talenomin kassavirta

Miljoonaa euroa	2020	2021e	2022e	2023e
EBITDA	23,3	27,7	33,6	39,4
Maksetut verot	-1,9	-3,0	-3,9	-4,8
Maksetut nettorahoituskulut	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Nettokäyttöpääoman muutos	2,5	1,3	1,1	1,8
Operatiivinen kassavirta	23,0	25,2	30,0	35,6
Investoinnit				
Investoinnit ohjelmistoihin ja digitaalisiin palveluihin	-10,1	-10,6	-11,4	-12,1
Investoinnit uusista asiakassopimuksista	-4,2	-3,9	-4,2	-4,5
Investoinnit, muut	-1,6	-1,8	-2,2	-2,4
Investoinnit, yhteensä	-15,9	-16,3	-17,9	-19,1
Muut erät	0	0	0	0
FCFE ennen yritysjärjestelyitä	7,0	8,9	12,2	16,5
Yritysostot	-4,4	-11,1	-2,0	-1,0
Yritysmyyntit	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFE	2,6	-2,2	10,2	15,5
Osinko	6,5	7,4	8,7	10,1

Lähde: OP Markets

Neljä kasvusuuntaa

Talenomin sijoitustarinan keskiössä on liiketoiminnan kasvu, jota myös yhtiön johto tuo määrätietoisesti esille. Yhtiön keskimääräinen vuotuinen kasvu on viimeisen 15 vuoden aikana ollut 15,5%. Käsittelemme seuraavaksi mielestämme neljää keskeisintä kasvuaajuria, jotka ovat: (1) orgaaninen kasvu Suomen tilitoimistoliiketoiminnassa, (2) yritysostot, (3) kansainvälinen kasvu sekä (4) kasvu uusissa asiakaskohderyhmissä.

Orgaaninen kasvu

- Oman toiminnan tehokkuus
- Lisäarvopalvelut
- Aktiivinen myyntityö
- Tunnettuus, asiakastyytyväisyys

Yritysostot

- Fragmentoitunut markkina
- Paine konsolidaatiolle kasvussa
- Onnistunut integrointi
- Ostokohteen kannattavuuden nosto

Kansainvälistyminen

- Ruotsissa ohjelmistojen lokalisointivaihe
- Teknologian ja prosessien hyödyntäminen
- Eurooppa houkutteleva markkina

Uudet asiakasryhmät

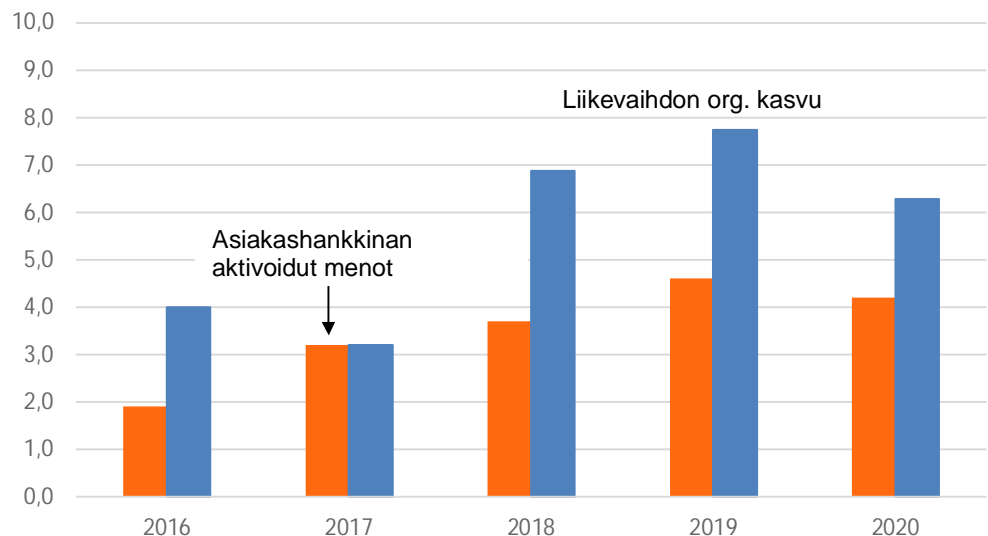
- Oman toiminnan tehokkuus => hintakilpailukyky
- Tunnettuus
- Digitaalinen jakelu

Lähde: Talenom, OP Markets

Orgaaninen kasvu kannattavin tie kasvaa

Orgaaninen kasvu on yhtiön johdon kommenttien perusteella kannattavin tie kasvattaa yhtiötä. Uuden asiakkaan takaisinmaksuajaksi on arvioitu noin kaksi vuotta, kun se yrityskauppatilanteissa on jonkin verran pidempi. Orgaanisessa kasvussa asiakas valitsee Talenomin palveluntarjoajaksi eli tulee yhtiön asiakkaaksi omasta tahdosta. Samalla uusi asiakas saadaan saman tien mukaan Talenomin tapaan tuottaa palvelut, mikä on tehokkuuden kannalta paras ratkaisu. Orgaaninen kasvu perustuu omaan aktiiviseen myyntityöhön. Suosituksilla on tärkeä merkitys, joten asiakastyytyväisyyteen kiinnitetään paljon huomiota. Tältä osin kehitys on ollut positiivista. Talenom on yhtiön mukaan Suomen tunnetuin tilitoimisto (Innolinkin tutkimus), mikä on uusasiakashankinnan kannalta tärkeää. Yhtiön henkilökunnasta arviolta noin 15% työskentelee uusmyynnin parissa ja yhtiöllä on vahvat näytöt onnistuneesta myyntityöstä. Alla olevassa kuvaajassa on arviomme orgaanisesta liikevaihdon kasvusta sekä myyntiiponnisteluista kertova asiakashankinnan aktivointien määrä (milj. euroa). Vuosien 2018-2020 aikana liikevaihdon orgaaninen kasvu on laskelmiemme mukaan ollut haarukassa 6-8 milj. euroa/vuosi.

Talenomin orgaaninen liikevaihdon kasvu ja asiakashankinnan aktivoinnit (MEUR)



Lähde: Talenom, OP Markets

Talenomin myyntiorganisaation lisäksi kasvua haetaan myös franchising -verkoston kasvattamisen kautta. Franchising -malli lanseerattiin vuonna 2015 ja Talenom on jatkanut laajentumista vauhdikkaasti tämän jälkeen. Franchising toimipisteitä on tällä hetkellä yhteensä 17 paikkakunnalla, jotka täydentävät Talenomin omia toimipisteitä (26 paikkakuntaa).

Käsityksemme mukaan yhtiöllä on edelleen mahdollisuuksia kasvattaa jonkin verran sekä omien toimipisteiden että franchising-verkoston laajuutta. Yhtiön tavoitteena on myös kasvattaa sekä omaa myyntiorganisaatiota että franchising -verkoston henkilömäärää. Alla olevassa kuvaajassa on Talenomin nykyinen kattavuus Suomessa ja Ruotsissa.

Talenomin omat ja franchising toimipisteet



Yrityskaupat kasvun vauhdittajana

Viime vuosina Talenom on tehnyt aikaisempaa enemmän yritysostoja. Käsityksemme mukaan yritysostojen tekeminen on Talenomin näkökulmasta tullut houkuttelevammaksi, kun toimialan murros ajaa tilitoimistoyrittäjiä harkitsemaan aikaisempaa voimakkaammin yrityksen myyntiä. Taustalla on erityisesti toimialan digitalisoituminen sekä lainsäädännön vaatimusten kiristyminen.

Toimiala digitalisoituu nopeasti ja paine muutoksille digitaaliseen toimintamalliin kasvaa. Muutoksen läpivientiin tarvitaan investointeja ohjelmistoihin. Kun tilitoimisto hankkii ohjelmistoja tehostaakseen toimintaansa ja parantaakseen asiakaskokemusta, alusta näyttäytyy myös loppuasiakkaalle. Tämä merkitsee sitä, että ohjelmistotalon asema loppuasiakkaan silmissä vahvistuu suhteessa tilitoimistoon.

Uuteen ohjelmistopohjaiseen liiketoimintamalliin siirtyminen vaatii muutoksia yhtiön toiminnassa. Asiakkaiden siirtyminen ohjelmistoalustojen käyttäjäksi vaatii mm. sopimuksien päivittämistä. Tämän lisäksi omaa henkilökuntaa pitää kouluttaa ja opettaa asiakkaat käyttämään uusia ohjelmistoja. Nämä työt ovat tyypillisesti sellaisia, joista asiakasta on vaikea laskuttaa. Myös tilitoimiston päivittäinen työprosessi muuttuu, mikä vaatii liiketoiminnan kehitystyötä. Hallinnollisia tukiresursseja ei pienissä toimistoissa (1-5 työntekijää) tyypillisesti ole. Kasvavat paineet lainsäädännöstä (rahanpesuun liittyen, GDPR, tarkempi raportointi) vaativat puolestaan hallinnollista työtä sekä muutoksia prosesseihin. Tämä kaikki lisää työmäärää. Kun tilitoimistoyrittäjä myy yrityksensä tai liiketoimintansa Talenomille, saa se käyttöönsä ohjelmistojen lisäksi liiketoiminnan tuen, jonka Talenom pystyy antamaan.

Olemme seuraavalle sivulle koonneet Talenomin tekemät yrityskaupat vuodesta 2017 lähtien. Kuten taulukosta voimme havaita tyypillinen ostokohteen koko on liikevaihdolla mitattuna ollut 1-3 milj. euroa. Yrityskaupoilla on vahvistettu maantieteellistä kattavuutta, edetty Ruotsin markkinoille ja hankittu myös uutta osaamista yhtiöön.

Talenomin tekemät yrityskaupat 2017-2021

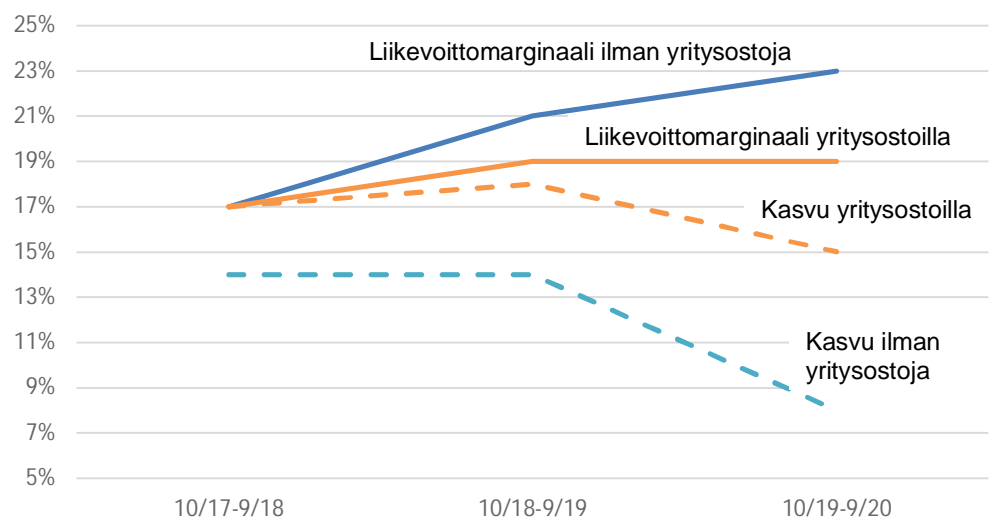
Ostettu yhtiö	Paikkakunta	Henkilö- määrä	L-vaihto	Tulos	Kauppahinta	Lisäkauppahinta (max.)
2017						
Trust Accounts TKG	Kuopio	17	1,2	0,1	0,5	
2018						
Tilitoimisto K Ollila	Oulu		0,5			
Tilitoimisto Tuloslaskenta ja ATT yrityspalv.			1,4			
2019						
Wakers Consulting	Tukholma	30	2,6	0,4	2,6	
Wasa Tilit ja WT Företagstjänster	Vaasa	30	2,2	0,2	1,6	
2020						
Addvalue Advisors	Vantaa	6	0,5	0,1	0,3	
Niva Ekonomi AB	Tukholma	17	1,4	0,2	1,1	0,2
Frivision	Göteborg ja Malmö	20	1,4	0,0	1,4	0,6
Larsen & Co Tilitoimisto	Helsinki	17	1,4	0,2	1,0	
Ekonomianalys ja Persson&Thörin	Järfälla, Växjö	42	3,5	0,3	2,9	2,3
2021						
Balance Systems ja Laskentalinja	Kemi ja Kuopio		0,9		0,6	0,3
Tilipalvelu Pirkko Kemppainen	Ivalo, Rovaniemi	5	0,4		0,2	0,1
Crescendo ja Progredo	Nacka, Östersund, Åre	25	2,3	0,3	2,2	0,4
AC-Tilit ja Tilitoimisto Reijo Mäki	Espoo ja H-linna		0,6		0,3	
Balance-Team	Helsinki	20	2,7	1,0	5,3	
Lapin Tulostieto	Tornio, Ylitornio, Kolari	7	0,5			

Lähde: Talenom, Asiakastieto, OP Markets, harmaalla OP:n arvioita

Ostettujen kohteiden arvostukset ovat pysyneet maltillisina. Talenom on arvioinut, että yleisesti yrityskauppatilanteessa valuaatiot ovat olleet 0,3-1x liikevaihto tai 3-5x käyttökate. Yllä olevaan taulukkoon on koottu myös maksetut kauppahinnat ja ne vahvistavat tätä Talenomin yleistä arviota hinnoista. Kauppahinnoissa on toki vaihtelua ostokohteiden erojen takia. Taulukossa esitetty tulos on joko käyttökate tai liiketulos, mutta antaa käsityksen ostokohteiden kannattavuudesta itsenäisinä yhtiöinä. Talenomin omiin arvostuskertoimiin verrattuna kauppahinnat ovat erittäin matalia ja luovat selkeää arvoa Talenomille onnistuneen integroinnin myötä. Talenom on suuremmissa kohteissa käyttänyt käteisen lisäksi myös omia osakkeita maksuvälineenä. Tämän on havaittu toimivan sitouttavana elementtinä yrityksen myyjille ja Talenomiin jääville työntekijöille.

Olennaista ostokohteiden integroinnissa ja kannattavuuden parantamisessa on Talenomin ohjelmistojen ja toimintatapojen hyödyntäminen ostokohteen toiminnan kehittämisessä. Tämä integrointi mahdollistaa myös jatkossa uusien asiakkaiden myynnin ostokohteeseen kiihdyttäen kasvua yritysoston jälleken. Alla olevassa Talenomin antamien laskelmien perusteella tehdyssä kuvaajassa on esitetty viimeisen kolmen vuoden aikana tehtyjen yritysostojen vaikutus kasvuun ja kannattavuuteen. Lyhyellä aikavälillä suhteellinen kannattavuus heikkenee ennen kuin ostokohde saadaan integroitua Talenomiin.

Kasvu ja kannattavuus yrityskaupat huomioiden ja ilman (12kk rullaava)



Lähde: Talenom, OP Markets

Kansainvälistyminen alkoi Ruotsista

Talenom laajentui Ruotsiin yritysostolla ja ennakoimme myös muihin maihin rantautumisen tapahtuvan yritysoston kautta. Ruotsista ostettiin vuonna 2019 Tukholman alueella toimiva tilioimisto (Wakers Consulting). Ostetun yhtiön liikevaihto oli ostohetkellä noin 2,6 milj. euroa ja se työllisti 30 henkilöä. Tämän jälkeen Talenom on vahvistanut jalansijaa Ruotsissa neljällä yrityskaupalla ja arviomme mukaan Ruotsin toimintojen liikevaihto ylittää 10 milj. euron tason kuluvan vuonna. Ruotsin toimintojen kannattavuutta ei raportoida, mutta se on yhtiön johdon kommenttien perusteella selvästi alhaisempi kuin Suomen liiketoiminnan. Ruotsissa ostettujen yritysten kannattavuuden parantaminen on hitaampaa kuin Suomessa, koska käytössä ei vielä ole omaa kirjanpidon tuotantolinjaa. Ruotsin tilioimistomarkkina on noin kaksinkertainen Suomeen verrattuna ja digitalisaatiossa Suomen perässä. Edellytykset menestykselle ovat näin ollen hyvät.

Talenom esitti syksyllä 2020 pitämässään pääomamarkkinapäivässä kansainvälistymisen askelmerkit. Alla olevassa kuvaajassa tämä eteneminen ja aikataulu on esitetty kiteytettynä. Uuden kohdemaan tutkimista ja ostokohteiden kartoittamista seuraa sillanpääaseman muodostaminen. Ruotsin osalta on siirrytty kolmanteen vaiheeseen, jossa keskeistä on omien ohjelmistojen lokalisointi ja konseptien kehittäminen. Tämä on tehokkuuden parantamisen ja myynnin kasvattamisen kannalta keskeistä ja seuraavan parin vuoden aikana nähdään, miten Talenom onnistuu tässä. Koko neljän vaiheen läpivientiin menee yhtiön arvion mukaan 3,5-4 vuotta.

Positiivista on, että Ruotsin toimintojen mittakaava on mahdollistanut tämän työn aloittamisen ja että lokalisointi aloitetaan pienemmille asiakkaille suunnatuilla palveluilla (KontoKalle). Tämän taustalla on kevyempi järjestelmä, mikä pohjautuu samaan järjestelmään jota käytetään kotimaassa jo toiminnassa olevassa TiliJaska -palvelussa. Muutostyöt kohdistuvat kielen vaihtamisen lisäksi mm. rajapintojen rakentamiseen verottajalle ja pankkeihin. Riskit vaikuttavat olevan tältä osin hallinnassa. Kun pieniyhtiösegmenttiin tehtävä lokalisointi on suoritettu, siirrytään lokalisoimaan suuremmille asiakkaille suunnattujen palveluiden taustalla olevia ohjelmistoja (mm. Talenom Online).

Asiakaskäyttöliittymien rinnalla Talenom omat tuotantojärjestelmät lokalisoidaan myös ensin pieniyhtiösegmentin osalta. Järjestelmien kehittämisen kannalta kehitystyön tekee helpommaksi se, että Talenom omaan tuotantoon liittyvät ohjelmistot ovat pelkästään yhtiön käytössä. Niiden kehityksessä ei näin ollen tarvitse ottaa huomioon esimerkiksi erilaisia asiakastoiveita tai käyttöluupiin liittyviä asioita. Kirjanpitolakien erot Suomen ja Ruotsin välillä ovat suhteellisen pieniä. Arviomme muutostarpeen olevan alle 20% verrattuna nyt Suomessa käytössä oleviin järjestelmiin. Suomen tehtyjen investointien arvo on yli 20 milj. euroa, jolloin kansainvälistymiseen liittyvät lokalisoinnit olisivat investointina joitakin miljoonia euroja. Vaikka edellä kuvatut arviot ovat suuntaa antavia, kertovat ne kuitenkin teknologian skaalautuvuuden tuomista hyödyistä myös kansainvälistymisessä. Odotamme Talenom investointitason ohjelmistoihin ja digitaalisiin palveluihin kuitenkin kasvavan absoluuttisesti vuoden 2020 tasoon verrattuna (10,1 milj. euroa). Tähän vaikuttaa lokalisointien ja uusien palveluiden lisäksi myös edelleen jatkuva Suomen automaatiotason nostoon tehtävä kehitystyö.

1. Tutkiminen (12 kk)

- Markkinoiden analyysi
- Verkottuminen
- De facto –työmenetelmät
- Yritysoston tunnustelut

2. Sillanpääasema (12 kk)

- Konseptointi ja org. kasvu
- Prosessitehokkuuden analyysi ja työmenetelmien kehityssuunnitelma
- Organisaation ja johtamisen systemaattinen kehittäminen

3. Kasvu ja kehitys (24 kk)

- Myyntiorganisaation kasvattaminen
- Yritysostot
- Toimialakonseptien kehittäminen
- Jatkuvan kehittämisen malli
- Oman ohjelmiston lokalisointi

4. Oma teknologia ja palvelu

- Service as a service
- Oma teknologia ratkaisevissa prosesseissa
- Vahva kasvu ja kannattavuus

Lähde: Talenom, OP Markets

Potentiaali ja mahdollisuudet Euroopan laajentumisessa

Edellä kuvatut vaiheet kansainvälistymisessä sekä eteneminen Ruotsissa antavat mielestämme hyvän kuvan etenemissuunnitelmista myös Euroopan muihin maihin. Käsitksemme mukaan yhtiön aktiivisessa tutkimisvaiheessa on muutama maa ja pidämme todennäköisenä, että seuraavan vuoden aikana Talenom ilmoittaa laajentumisesta uuteen maahan yritysoston kautta.

Marraskuussa 2020 pidettyssä pääomamarkkinapäivässä yhtiö nosti esiin keskeisiä havaintoja Euroopan markkinoista. Yleisenä havaintona on, että Euroopan tilitoimistomarkkina on fragmentoitunut kuten Suomessa. Tämä on johtanut samantyyppiseen tilanteeseen kuin Suomessa eli havaintoon pienten toimijoiden rajallisesta investointikyvystä. Tilitoimistojen työmenetelmät ovat myös perinteisiä, mistä johtuen Taalenomin lähestymistavalle olisi tarvetta. Talenomin selvitysten mukaan myös ammattitaitoisista osaajista on pulaa. Lainsäädäntö vaihtelee maittain, mutta yhteistä on toiminnan melko monimutkainen muoto. Tämä tukee asiantuntijuuden tarvetta toimialalla myös jatkossa. Talenomin näkökulmasta mielesnkiintoinen pienten ja keskisuurten yhtiöiden osuus BKT:stä on monissa maissa korkea. Näiden pk-sektoreiden yhtiöiden toimintamallit ovat myös varsin perinteisiä esimerkiksi Saksassa, vaikka suuryritysten alihankintayritysten toimintatavat ovat kehittyneitä.

Euroopan maille on tyypillistä hidaskasvu. Tämä luo edellä kuvatun tilitoimistomarkkinan rakenteen ohella painetta toimintojen tehostamiselle. Alla olevassa taulukossa on esitetty kansainvälinen potentiaali esimerkinomaisesti muutamassa potentiaalisessa maassa. Ruotsin markkina, jossa Talenomilla on jo merkittävä asema, on noin kaksinkertainen Suomeen verrattuna. Esimerkinä olevien maiden markkinat ovat Talenomin nykyiseen kokoluokkaan verrattuna valtavat, eikä markkinan tarkempaan pilkkomiseen ole tästä johtuen mielestämme tarvetta. Ratkaisevaa on löytää oikea ostokohde, sitoutunut henkilökunta ja maajohto sekä onnistua omien prosessien viemisessä uuteen maahan.

Kansainvälinen potentiaali esimerkinomaisesti

	Väkiluku (milj.)	BKT (mrd. EUR)	Markkinoiden koko (milj. EUR)
Suomi	5,5	239	1 000
Ruotsi	10,2	479	2 000
Itävalta	8,9	392	2 500
Saksa	82,9	3403	32 000
Alankomaat	17,3	788	7 400
Yhteensä			44 900

Lähde: Talenom, OP Markets

Eri maiden infrastruktuurin ja digitalisaation astetta voi vertailla myös sähköisen laskutuksen markkinapenetratiosta eri maissa. Pohjoismaissa ollaan alla olevan kuvan perusteella selvästi edellä muuta Eurooppaa ja tarjoaa edellä kuvatun tilitoimistomarkkinan rakenteen kanssa mielestämme hyvät edellytykset Talenomille.

Sähköisen laskutuksen markkinapenetratio Euroopassa



Lähde: Billentis (2019)

Laajentuminen pienempiin asiakasryhmiin

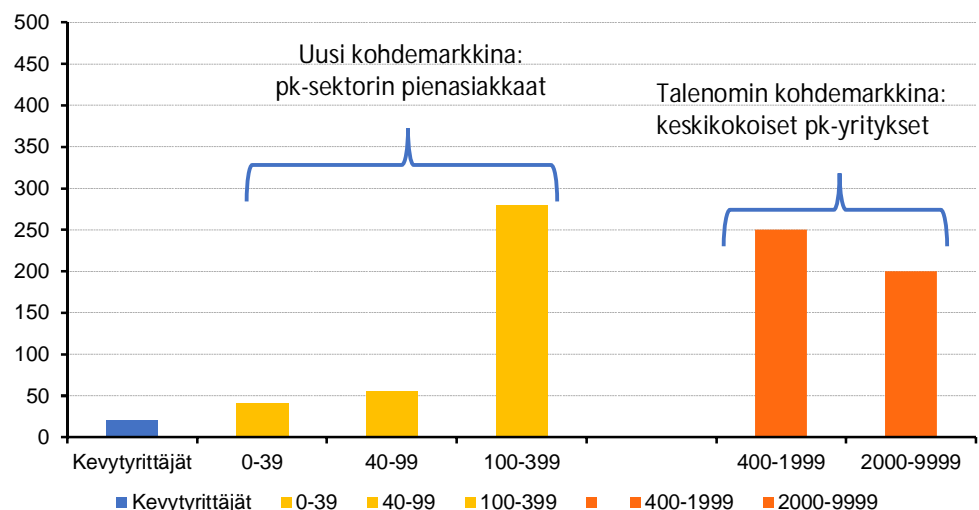
Talenomin palvelutarjonnassa kevyin alusta on Kevytyrittäjäpalvelu ja tätä laajempi palvelukokonaisuus kantaa TiliJaska -nimeä. Nämä uudet palvelukokonaisuudet on suunnattu pienempiin asiakkaisiin, joihin Talenomin palvelutarjonta ei aikaisemmin sopinut. Palvelun jakelu tapahtuu digitaalisesti ja alustat ovat pitkälle automatisoituja, mikä on hintakilpailukyvyyn kannalta keskeistä.

Yhtiö kertoi ensimmäisen kerran TiliJaska-Freemium -konseptista marraskuussa 2020. Palvelu pitää sisällään ilmaisen tee se itse -kirjanpitosovelluksen, pankkitilit ja -kortit ja joustavasti tilitoimistopalveluita asiakkaan tarpeen mukaan. Samassa yhteydessä Talenom kertoi laajentavansa pankkipalveluihin. Palvelussa pankkitili on integroitu kirjanpitojärjestelmään.

Uudet palvelut laajentavat merkittävästi Talenomin potentiaalisten asiakkaiden lukumäärää sekä markkinan kokoa. Talenom on arvioinut, että yhtiön aikaisemmillä palveluilla on katettu noin 40% kokonaismarkkinasta. Uusien palveluiden myötä Talenom pystyy nyt tarjoamaan palveluita asiakkaille, joiden liikevaihto on alle 0,4 milj. euroa. Aikaisemmin Talenomin kohderyhmä olivat pk-yritykset liikevaihtoluokassa 0,4-10 milj. euroa. TiliJaska-palvelun piirissä on tällä hetkellä yli 500 ja Kevytyrittäjä-palvelussa yli 200 asiakasta.

Kuluvan vuoden huhtikuussa yhtiö kertoi ottaneensa pankkipalvelut käyttöön ensimmäisten asiakkaiden kanssa. Näin ollen pankkipalvelut otetaan käyttöön TiliJaska-palvelussa. Pankkipalveluissa Talenom näkee olevansa kilpailukykyinen pienissä asiakkaissa. On mahdollista, että jatkossa laajennutaan myös suurempiin asiakkaisiin, mutta niissä toki pankkien kilpailukyky parantuu.

Tilitoimistomarkkinan koko (MEUR) yritysten koon mukaan (TEUR) jaoteltuna



Lähde: Talenom, OP Markets

Näiden uusien palveluiden vaikutusta Talenomin tulevaisuuden kasvuun on tässä vaiheessa vielä vaikea arvioida. Talenom ei myöskään ole antanut tavoitteita lyhyellä tai pitkällä aikavälillä. Todennäköisesti Talenom antaa tarkempaa tietoa palveluiden taloudellisista vaikutuksista, kun yhtiö saa riittävästi dataa näiden arvioiden tekemiseen. Olemme tässä vaiheessa varovaisia ennusteiden suhteen ja arvioimme näiden uusien palveluiden liikevaihdon nousevan ennustejakson loppuun mennessä (2023) kahteen miljoonaan euroon.

Näemme nämä palvelut hyvänä syötteenä Talenomin muihin palveluihin asiakkaiden koon kasvaessa tai tarpeiden laajentumisen kautta. Kokonaisuus vahvistuu ja suhteessa arvioimme tehtyjen panostusten koosta hankkeet vaikuttavat mielenkiintoisilta.

Ennusteet

Olemme mallintaneet liikevaihtoennusteet markkinakasvun, markkina-osuuden kasvun, lisäarvopalveluiden sekä uusien palveluiden tuoman lisäkasvun pohjalta. Alla keskeiset parametrit:

- Markkinan kasvuksi olemme ennustaneet 3% vuodessa. Markkinan kasvuennuste on historiallista tasoa matalampi, kun ennakoimme peruskirjanpidon hinnankorotusten jäävän kiristyvän kilpailun seurauksena matalammaksi kuin historiassa (arviolta 1-3%)
- Odotamme Talenomin jatkavan markkinaosuuden kasvattamista edellisvuosien tapaan. Mielestämme markkinan rakenne ja muutoksen ajurit pikemminkin tukevat suurempien toimijoiden kilpailukykyä suhteessa pieniin tilitoimistoihin. Oletamme myös asiakaspoistuman pientymisen vaikuttavan lievän positiivisesti kasvuun.
- Tehdyt yritysostot Suomessa ja Ruotsissa nostavat kuluvan vuoden liikevaihtoa laskelmiemme perusteella yli 10 milj. euroa ja nostavat vielä vuoden 2022 liikevaihtoa vajaat 2 milj. euroa. Ennusteissamme on mukana vain jo tehdyt yrityskaupat.
- Odotamme asiantuntijoiden vapautuneiden resurssien myös näkyvän liikevaihdon kasvuna (ja myös kannattavuudessa).
- Kevyrittäjä ja TiliJaska -palveluiden osalta odotamme liikevaihdon nousevan 2 milj. euroon vuonna 2023.
- Ruotsin osalta odotamme orgaanisen kasvun kiihtyvän vuonna 2022 ja erityisesti 2023 eteenpäin, kun ohjelmistojen lokalisointi tehostaa prosesseja mahdollistaen tehokkaan uusiasiakasmyynnin.

Kannattavuuden osalta keskeisiä tekijöitä ovat:

- Automaatioasteen nousu Suomessa, jota on kuvattu kappaleessa "Talenomin strategia ja kilpailuedut". Vaikutus vuoden 2022 marginaaliennusteen parantumisen taustalla muodostuu pääosin Suomen liiketoiminnoista.
- Vuodesta 2023 eteenpäin myös Ruotsin liiketoimintojen kannattavuuden ennakoimme parantuvan, kun ohjelmistojen lokalisoinnin hyödyt alkavat näkyä tuloksessa.
- Henkilöstö- ja muiden kulujen ennakoimme kehittäväen edellisvuosien tapaan. Ruotsissa palkkataso on korkeampi, mutta vastaavasti myös hintataso korkeampi, joten vaikutus marginaalitasoon jää arviomme mukaan pieneksi.

Talenom ennusteet

Miljoonaa euroa	2020	2021e	2022e	2023e
LIKEVAIHTO				
Suomi	61,2	70,4	80,6	91,6
Kasvu	9 %	15 %	15 %	14 %
Ruotsi	4,0	11,0	13,0	16,0
Kasvu	100 %	175 %	18 %	23 %
YHTEENSÄ	65,2	81,4	93,6	107,6
Kasvu	12 %	25 %	15 %	15 %
Liiketoiminnan muut tuotot	0,1	0,2	0,2	0,2
KULUT				
Materiaalit ja palvelut	2,5	3,0	3,5	4,0
Työsuhde-etuuksista aiheutuneet kulut	33,9	44,6	50,3	57,0
Poistot ja arvonalentumiset	10,4	12,2	13,4	14,4
Liiketoiminnan muut kulut	5,6	6,3	6,4	7,4
LIIKETULOS, raportoitu	12,9	15,5	20,2	25,0
Marginaali	19,8 %	19,1 %	21,6 %	23,2 %
Kertaerät	0,0	0,0	0,0	0,0
LIIKETULOS, oikaistu	12,9	15,5	20,2	25,0
Marginaali	19,8 %	19,1 %	21,6 %	23,2 %

Lähde: OP Markets

Alla olevassa taulukossa on vielä tiivistetysti Talenomin taloudellinen kehitys vuosina 2018-2020 sekä ennusteet vuosille 2021-2023.

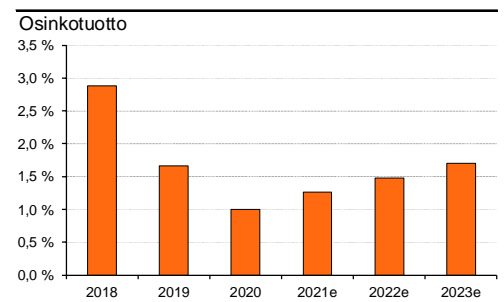
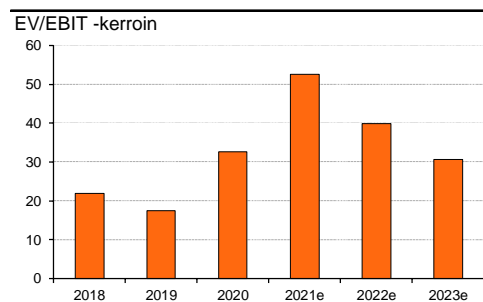
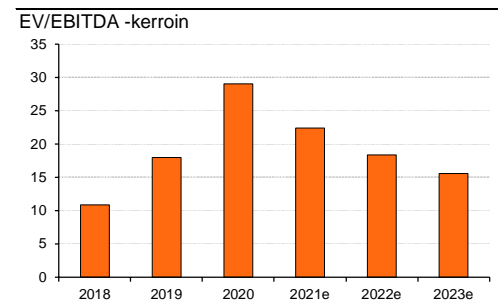
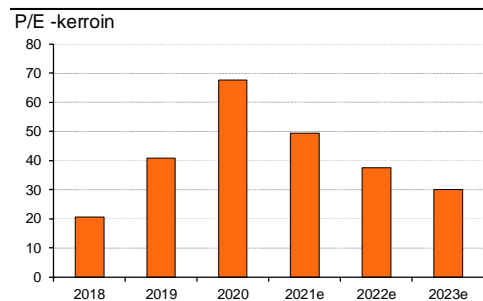
Talenom on ohjeistanut kuluvan vuoden liikevaihdon olevan 80–84 milj. euroa ja liikevoiton 14–16 milj. euroa.

Talenom

EURm	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	48,9	58,0	65,2	81,4	93,6	107,6
Liikevaihdon kasvu (%)	18,1 %	18,6 %	12,4 %	24,9 %	15,0 %	15,0 %
Liikevoitto	8,5	10,4	12,9	15,5	20,2	25,0
Liikevoitto (%)	17,5 %	18,0 %	19,8 %	19,1 %	21,6 %	23,2 %
Tulos ennen veroja	8,0	9,6	12,0	14,8	19,4	24,2
Tulos/osake	0,15	0,18	0,22	0,27	0,36	0,45
Osinko/osake	0,09	0,13	0,15	0,17	0,20	0,23
Osinkotuotto (%)	2,9 %	1,7 %	1,0 %	1,2 %	1,5 %	1,7 %
EV/Sales	3,0	5,9	10,4	7,7	6,7	5,7
EV/EBITDA	10,9	18,0	29,0	22,6	18,6	15,7
P/E	20,6	40,8	67,7	49,9	37,8	30,3
P/B	7,0	13,2	20,1	15,7	12,9	10,3
ROE	34 %	32 %	30 %	31 %	34 %	34 %
ROCE	19 %	17 %	17 %	17 %	22 %	25 %
Omavaraisuusaste	36 %	33 %	37 %	38 %	42 %	47 %
Gearing	96 %	116 %	87 %	81 %	60 %	40 %

Lähde: OP Markets

Nopean ennustetut tuloskasvun seurauksena arvostuskertoimet laskevat nopeasti alla olevien kuvaajien mukaisesti



Lähde: OP Markets

Kassavirtalaskelma

Olemme muodostaneet Talenomin arvostukseen kolme eri kassavirtamallia, perus-, optimistiseksi ja pessimistiskenaarion, joissa sovelletaan eri kasvu- ja kannattavuusprosentteja. Tavoitehinnan asetannassa käytämme perusskenaariosta saatavaa arvoa, jossa käytämme Ennusteet-kappaleessa laskettuja lukuja. Perusskenaarion mukainen osakekohtainen arvo on alla olevien parametrien mukaisesti 15,0 euroa/osake.

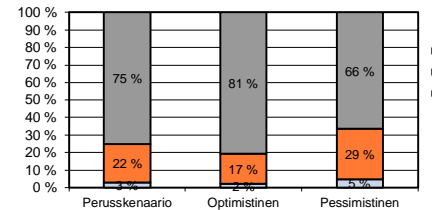
Talenom - Kassavirtamalli

KASSAVIRTAENNUSTEET

Me	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Liikevaihto	81	94	108	123	140	158	177	197	213	229	241
Liikevaihdon kasvu	25 %	15 %	15 %	14 %	14 %	13 %	12 %	12 %	8 %	7 %	5 %
Liikevoitto	16	20	25	28	32	36	40	44	47	50	52
Liikevoitto %	19,1 %	21,6 %	23,2 %	23,0 %	22,9 %	22,7 %	22,5 %	22,3 %	22,1 %	22,0 %	21,8 %
Bruttoinvestoinnit	27	20	20	20	21	22	25	27	29	31	31
Bruttoinvestoinnit/poistot	2,2	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Vapaa kassavirta	-2	10	15	20	23	28	31	35	36	39	42

FCF	Perusskenaario		Optimistinen		Pessimistinen	
	kasvu	% na*	kasvu	% na	kasvu	% na
Taso 1						
2021						
:	108 %	3 %	108 %	2 %	108 %	5 %
2023						
Taso 2						
:	13,3 %	22 %	15,8 %	17 %	10,8 %	29 %
2024						
:						
2031						
Taso 3						
2032	3,0 %	75 %	3,5 %	81 %	1,0 %	66 %
Nyk.arv.yht.	682	100 %	873	100 %	415	100 %

Kassavirran jakauma

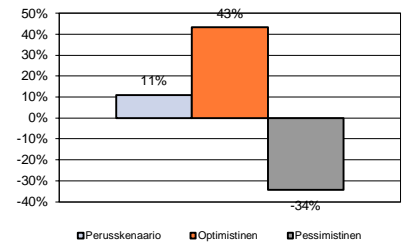


* Tason osuus kassavirtojen nykyarvosta

KASSAVIRTAPERUSTEINEN HINTA vs MARKKINAHINTA

Talenom	Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
FCF nykyarvo	682	873	415
- velat (korollinen)	37	37	37
- vähemmistosuus	0	0	0
+ myytävät sijoitukset	0	0	0
+ rahavarat	9	9	9
OPO:n nykyarvo	654	845	387
Osakelkm (mkpl)	43,7	43,7	43,7
Kassavirtaperusteinen hinta	15,0	19,3	8,9
Markkinahinta	13,5	13,5	13,5
Erotus (EUR)	1,5	5,8	-4,6
Erotus %	10,9 %	43,3 %	-34,4 %

Erotus DCF / markkinahinta



HERKKYYSANALYYSI

Korkoherkkyys		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta		
		Perusskenaario	Optimistinen	Pessimistinen
riskitön	1,50 %	17,5	23,2	9,9
korko	2,00 %	15,0	19,3	8,9
	2,50 %	13,0	16,5	8,0

Kasvuherkkyys		Osakkeen kassavirtaperusteinen hinta					WACC
		5,8 %	6,3 %	6,8 %	7,3 %	7,8 %	
Perusskenaario		16,5	14,2	12,5	11,0	9,8	
Jatkuvan	2,0 %	18,5	15,7	13,6	11,9	10,5	
kassavirran	3,0 %	21,3	17,7	15,0	12,9	11,3	
kasvu	3,5 %	25,2	20,3	16,8	14,3	12,3	
	4,0 %	31,3	24,0	19,3	16,0	13,6	

WACC vs riskitön korko

Riskitön k.	1,50 %	2,00 %	2,50 %
CAPM	5,90 %	6,40 %	6,90 %
WACC	6,4 %	6,8 %	7,3 %
	WACC ₂	WACC ₁	WACC ₃

WACC

Oman pääoman kustannus:

CAPM:	
Riskitön korko	2,00 %
Markkinoiden riskipreemio	5,50 %
Yrityksen beta	0,80
Oman pääoman kustannus	6,4 %

Vieraan pääoman kustannus:

Riskitön korko	2,00 %
Riskipreemio	1,50 %
Veroprosentti	20,0 %
Korkojen verosuojat	0,70 %
Vieraan pääoman kustannus	2,8 %

WACC:

Oman pääoman kustannus	6,40 %
Vieraan pääoman kustannus	2,80 %
Vieraan po:n osuus (target)	30,0 %
Oman po:n osuus (target)	70,0 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
WACC	6,8 %

Arvostuskertoimet nousseet voimakkaasti

Hyvän kannattavuuden ja kasvun ansiosta Talenom on arvostettu varsin kovilla arvostuskertoimilla. Kuten alla olevista Talenomien arvostuskertoimien kehityksestä näemme, arvostuskertoimien nousu on ollut erityisen voimakasta viimeisen vuoden aikana edelliskevään koronapudotuksen jälkeen. Tältä osin kehitys on linjassa yleestikin nähtyyn kasvuyhtiöiden arvostuskertoimien nousun kanssa. Arvostustason nousuun on vaikuttanut myös yhtiön eteneminen Ruotsin markkinoilla, mikä on selvästi lisännyt luottamusta kansainvälisen kasvun toteutumiseen.

Korkeita arvostuskertoimia puoltaa tilioimistomarkkinan defensiivisyys ja vakaa kasvu, Talenomien selvästi markkinakasvua nopeampi kasvu, hyvä kannattavuus, kyky tehdä arvoa luovia yrityskauppoja fragmentoituneella toimialalla sekä edellä mainittu kansainvälistymiseen liittyvä potentiaali. Tällä hetkellä tuloksen tekevän Suomen tilioimistoliiketoiminnan riski on mielestämme erittäin matala nostaten hyväksyttävää arvostusta.

Talenom - P/E (12kk forward)



Talenom - EV/EBITDA (12kk forward)



Talenom - EV/SALES (12kk forward)



Talenom - P/B (12kk forward)



Lähde: Factset, OP Markets

Suositus ja tavoitehinta

Aloitamme Talenomien seurannan Lisää-suosituksella ja 14,50 euron tavoitehinnalla.

Käytämme arvonmäärityksessä kassavirtamallia sekä arvostuskertoimia, joissa huomioimme yhtiön vahvan tuloskasvun. Hyväksymme Talenomille EV/EBITDA -kertoimen 16,5 vuodelle 2023, mikä vastaa noin EV/EBIT -kerrointa 26 ja P/E -kerrointa 32. Kassavirtamallin antama arvo on edellisvulla esitetyn laskelman perusteella 15,0 euroa/osake.

Merkittäviä kilpailijoita ja vertailuryhmä

Accountor

Accountor on talous- ja henkilöstöhallinnon ohjelmistoratkaisuihin sekä ulkoistuspalveluihin erikoistunut konserni. Työntekijämäärä on noin 2200. Suomen lisäksi yhtiö toimii Ruotsissa, Norjassa, Tanskassa, Hollannissa, Venäjällä ja Ukrainassa. Liikevaihto vuonna 2020 oli 221 milj. euroa.

Rantalainen

Rantalainen tarjoaa täyden palvelun taloushallintoa yli 40 paikkakunnalla. Yhtiön palveluihin kuuluu muun muassa taloushallinnon palvelut, palkanlaskenta-, HR- sekä muut asiantuntijapalvelut.

Azets

Azets tarjoaa talous-, palkka-, HR- ja neuvonantopalveluja sekä niitä tukevia teknologiaratkaisuja. Azets Suomen kokonaisliikevaihto mukaan lukien AST Accounting Services Tilimatic Oy ja Isännöitsijätoimisto Jarmo Rantamäki Oy oli 6/2020 päättyneellä tilikaudella 71,7 milj. euroa. Käyttökatemarginaali oli 15,6% ja yhtiöllä on noin 700 työntekijää 15 paikkakunnalla.

Adminster

Adminster on sähköisiin taloushallinnon palveluihin erikoistunut tilitoimisto. Yhtiö tarjoaa myös palkkahallintoon ja talousjohtohallintoon liittyviä palveluita. Yhtiön liikevaihto on noin 50 milj. euroa ja se työllistää yli 700 henkilöä.

Aallon Group

Aallon Group tarjoaa tilitoimistopalveluita ja niitä tukevia asiantuntijapalveluita Suomessa. Aallon Group listautui First North -listalle vuonna 2019. Yhtiön liikevaihto vuonna 2020 oli 18,3 milj. euroa. Aallon Group tavoittelee 15-20% vuotuista liikevaihdon kasvua ja kasvavaa käyttökateprosenttia (2020: 11,1%).

Vertailuyhtiöiden arvostus ja taloudellinen kehitys

Listattujen vertailuyhtiöiden löytäminen Talenomille on hankalaa. Yhtiön toimintamalli poikkeaa toisaalta tilitoimistopalveluita tarjoavista yhtiöistä kuten Suomessa noteeratusta Aallon Groupista ja toisaalta ohjelmistoyhtiöistä kuten Admicom tai Fortnox.

Olemme alla olevaan taulukkoon koonneet neljän tyyppisiä vertailuyhtiötä: (1) suomalaisia palveluyhtiötä, joista Enento (ent. Asiakastieto) on mielestämme liiketoiminnan defensiivisyyden ja hyvän kilpailuasemansa perusteella lähimpänä, (2) pohjoismaiset asiantuntijatyötä myyvät IT-palveluyhtiöt, (3) pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt sekä (4) tilitoimistopalveluja tarjoavat yhtiöt.

Kuten taulukosta voimme havaita arvostuserot yhtiöiden välillä ovat suuria. Korkean kannattavuuden ja kasvun ohjelmistoyhtiöiden arvostukset ovat luonnollisesti selvästi korkeampia palveluyhtiöihin verrattuna, joissa liiketoiminnan skaalautuvuus on selvästi matalampaa.

Vertailuyhtiöiden arvostus

Yhtiö	MCAP	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	EURm	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Suomalaisia vertailuyhtiötä													
Enento Group Oyj	817	5,9x	5,4x	4,9x	15,8x	13,7x	12,2x	24,8x	20,8x	18,5x	28,5x	24,6x	22,0x
Fondia Oyj	29	1,2x	1,0x	na.	10,1x	7,6x	na.	12,7x	9,8x	na.	20,0x	15,4x	12,1x
Gofore Plc	278	2,7x	2,3x	2,1x	16,4x	13,4x	12,5x	21,6x	16,8x	15,6x	24,3x	20,5x	18,3x
Siili Solutions Oy	109	1,2x	1,0x		9,6x	7,5x	na.	16,1x	11,7x	na.	13,8x	11,3x	11,3x
Pohjoismaisia ohjelmistoyhtiötä													
Admicom Oyj	434	17,0x	14,1x	na.	36,8x	29,9x	na.	37,8x	30,6x	na.	48,7x	40,0x	32,5x
Fortnox AB	2 436	25,1x	19,2x	14,6x	59,7x	43,5x	31,4x	74,0x	52,7x	37,1x	95,0x	68,8x	49,5x
Tilitoimistopalveluja tarjoavat yhtiöt													
Zalaris ASA	125	1,9x	1,6x	1,5x	11,4x	9,5x	9,8x	18,3x	14,3x	11,2x	23,1x	18,7x	13,4x
Aallon Group Oyj	44	1,7x	1,4x	na.	12,0x	9,7x	na.	13,6x	10,8x	na.	18,2x	14,9x	14,1x
Talenom Oyj	589	7,7x	6,8x	6,0x	22,8x	19,7x	17,3x	39,8x	33,7x	29,3x	50,1x	41,0x	36,5x
Median -Suomalaiset yhtiöt		1,9x	1,7x	3,5x	12,9x	10,5x	12,3x	18,9x	14,3x	17,0x	22,1x	18,0x	15,2x
Median - Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt		21,1x	16,7x	14,6x	48,2x	36,7x	31,4x	55,9x	41,6x	37,1x	71,9x	54,4x	41,0x
Median - Tilitoimistopalveluita tarjoavat yhtiöt		1,9x	1,6x	3,7x	12,0x	9,7x	13,5x	18,3x	14,3x	20,2x	23,1x	18,7x	14,1x
Talenom (OP)		7,6x	6,6x	5,7x	22,4x	18,4x	15,5x	39,9x	30,6x	24,5x	49,4x	37,4x	30,0x

Lähde: FactSet, OP (7.6.2021)

Liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden osalta Talenom asettuu ohjelmistoyhtiöiden ja palveluyhtiöiden väliin.

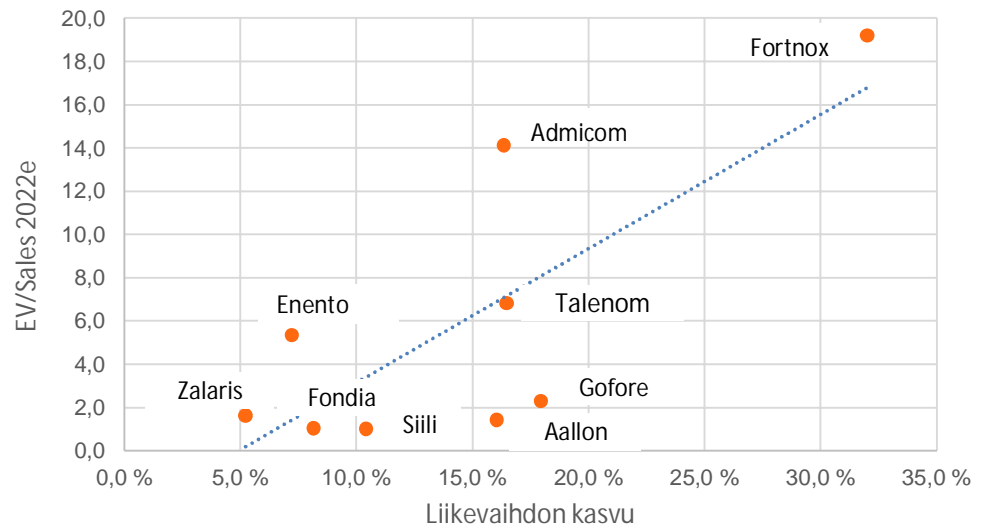
Vertailuyhtiöiden taloudellinen kehitys

Yhtiö	Net debt	Sales kasvu			EBIT-%			ROCE-%			Osinko-%		
	2021e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Suomalaiset vertailuyhtiöt													
Enento Group Oyj	132	7 %	8 %	7 %	23,6 %	25,8 %	26,6 %	7,3 %	8,5 %	9,2 %	2,9 %	3,2 %	3,4 %
Fondia Oyj	-5	6 %	8 %	10 %	9,1 %	10,7 %	12,5 %				4,1 %	4,3 %	5,1 %
Gofore Plc	-4	31 %	13 %	11 %	12,4 %	13,7 %	13,7 %	19,9 %	22,2 %	22,0 %	1,7 %	2,0 %	2,2 %
Siili Solutions Oy	10	18 %	10 %	4 %	7,5 %	8,8 %	9,0 %				2,5 %	2,9 %	3,2 %
Pohjoismaisia ohjelmistoyhtiötä													
Admicom Oyj	-19	12 %	18 %	19 %	44,9 %	46,2 %	47,8 %				1,2 %	1,5 %	1,9 %
Fortnox AB	-413	38 %	29 %	29 %	34,0 %	36,4 %	39,4 %	29,2 %	31,9 %	34,3 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %
Tilitoimistopalveluja tarjoavat yhtiöt													
Zalaris ASA	200	2 %	8 %	6 %	10,2 %	11,4 %	12,9 %	15,9 %	17,5 %	18,2 %			
Aallon Group Oyj	-3	35 %	10 %	6 %	12,1 %	13,3 %	14,3 %				2,2 %	2,6 %	3,1 %
Talenom Oyj	35	25 %	13 %	13 %	19,3 %	20,2 %	20,5 %	18,5 %	20,3 %	21,6 %	1,2 %	1,4 %	1,7 %
Median -Suomalaiset yhtiöt		13 %	9 %	9 %	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %	16 %	2,7 %	3,0 %	3,3 %
Median - Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt		25 %	24 %	24 %	39 %	41 %	44 %	29 %	32 %	34 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %
Median - Tilitoimistopalveluita tarjoavat yhtiöt		25 %	10 %	6 %	12 %	13 %	14 %	17 %	19 %	20 %	1,7 %	2,0 %	2,4 %
Talenom (OP)		25 %	15 %	15 %	19 %	22 %	23 %	17 %	22 %	25 %	1,3 %	1,5 %	1,7 %

Lähde: FactSet, OP (7.6.2021)

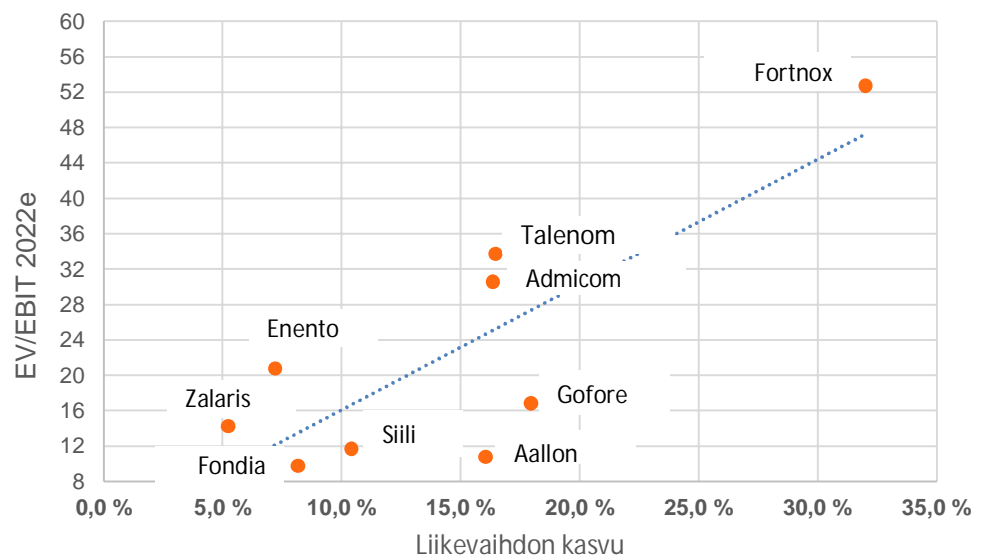
Vertailun perusteella lähivuosille ennustettu korkea keskimääräinen liikevaihto- ja tuloskasvu (CAGR 2020-2023e) vaikuttaa arvostuskertoimiin voimakkaasti nostavasti. Alla olevien kuvaajiin olemme sisällyttäneet edellisellä sivulla olevat yhtiöt. Ennusteet ovat konsensusennusteita.

EV/Sales 2022e ja liikevaihdon kasvu 2020-23e (CAGR)



Lähde: FactSet, OP (7.6.2021)

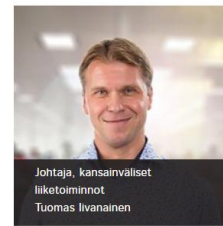
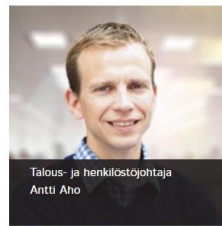
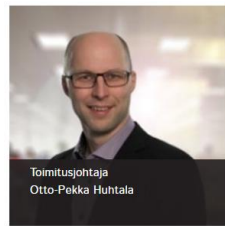
EV/EBIT 2022e ja liikevaihdon kasvu 2020-23e (CAGR)



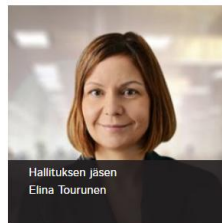
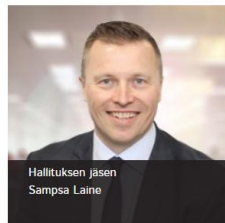
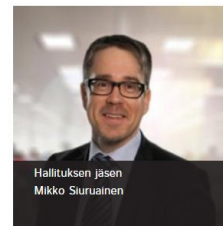
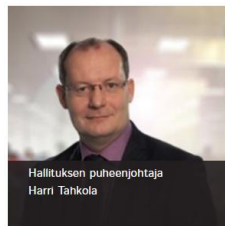
Lähde: FactSet, OP (7.6.2021)

Johto ja omistusrakenne

Johtoryhmä



Hallitus



Talonomin suurimmat osakkeenomistajat

Nimi	Osakkeita	Osuus osakkeista (%)
Tahkola Harri	8 120 015	18,58
SEB (hallintarek.)	7 328 558	16,77
Tahkola Markus	4 815 824	11,02
Nordea (hallintarek.)	3 416 438	7,82
Danske Invest Suomi Osake	2 125 347	4,86
Conficap	1 850 000	4,23
Evli Suomi	1 695 000	3,88
Ilmarinen	1 645 517	3,77
Konstsamfundet	780 000	1,78
Siurainen Mikko	624 716	1,43
SEB Finland Small Cap	570 000	1,30
Aktia Nordic Micro Cap	515 515	1,18
Huhtala Otto-Pekka	387 160	0,89
Kirkon eläkerahasto	370 000	0,85
Varma	270 000	0,62
Muut	9 107 497	21,64
Yhteensä	43 351 587	100

Lähde: Talenom, OP Markets (31.5.2021)

Taloudellinen kehitys ja ennusteet - vuosineljännekset

Talenom - vuosineljännekset

EURm	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Liikevaihto	17,4	16,5	14,8	16,5	20,3	21,1	19,4	20,5
Liikevaihdon kasvu (YoY)	3 %	3 %	10 %	3 %	11 %	16 %	18 %	17 %
Liikevoitto	3,72	3,59	3,14	2,43	4,41	4,38	3,58	3,18
Liikevoittomarginaali	21,4 %	21,8 %	21,2 %	14,7 %	21,7 %	20,7 %	18,4 %	15,5 %
Tulos ennen veroja	3,51	3,36	2,94	2,21	4,25	4,18	3,38	2,98
Tulos/osake	0,07	0,06	0,05	0,04	0,08	0,08	0,06	0,06

Lähde: OP Markets

Taloudellinen kehitys ja ennusteet - vuosiennusteet

Tuloslaskelma

EURm	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	41,4	48,9	58,0	65,2	81,4	93,6	107,6
Käyttökate - raportoitu	9,5	13,7	18,9	23,3	27,7	33,6	39,4
Poistot	4,7	5,1	8,5	10,4	12,2	13,4	14,4
Liikevoitto - raportoitu	4,8	8,5	10,4	12,9	15,5	20,2	25,0
Rahoituserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	4,3	8,0	9,6	12,0	14,8	19,4	24,2
Verot	0,9	1,6	2,0	2,4	3,0	3,9	4,8
Nettotulos	3,4	6,4	7,6	9,6	11,8	15,5	19,4
Tulos/osake - raportoitu	0,08	0,15	0,18	0,22	0,27	0,36	0,45
Osinko/osake	0,05	0,09	0,13	0,15	0,17	0,20	0,23

Lähde: OP Markets

Tase

EURm	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Vastaavaa:							
Liikearvo	18	18	21	24	28	28	28
Muut aineettomat	14	19	25	34	39	45	53
Aineelliset hyödykkeet	3	2	11	10	10	10	10
Sijoitukset	0	0	0	0	0	0	0
Vaihto-omaisuus	0	0	0	0	0	0	0
Saamiset	5	5	7	7	9	10	12
Lyhytaikaiset sijoitukset	0	0	1	2	2	2	3
Raha- ja pankkisaamiset	5	6	8	9	9	12	14
Yhteensä	46	51	72	87	98	107	121
Vastattavaa:							
Osakepääoma	0	0	0	0	0	0	0
Muu sidottu	0	0	0	0	0	0	0
Vapaa pääoma	14	19	24	32	37	46	57
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0	0
Oma pääoma yhteensä	14	19	24	32	37	46	57
Varaukset	0	0	0	0	0	0	0
Pitk. korollinen vpo	23	24	35	37	40	39	37
Pitk. koroton vpo	0	0	0	0	0	0	0
Muu pitkäaikainen vpo	0	0	1	2	2	2	3
Lyh. korollinen vpo	1	0	0	0	0	0	0
Lyh. koroton vpo	9	9	13	16	19	21	24
Yhteensä	46	51	72	87	98	107	121

Lähde: OP Markets

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:stä ja sen tuottamista sijoitusanalyyseistä:

Tämän tutkimusraportin on laatinut OP Yrityspankki Oyj. OP Yrityspankki Oyj on luottolaitostoiminnasta annetun lain mukainen toimiluvan omaava luottolaitos, jonka toimintaa valvoo Euroopan Keskuspankki ja Finanssivalvonta.

Tutkimusraportin ensimmäisellä sivulla näytetään tutkimuksen ensimmäinen julkaisuajankohta ja tutkimusraportin kirjoittaneen analytiikon nimi. Ensimmäinen julkaisuajankohta tarkoittaa tutkimusraportin arvioitua ensimmäistä julkaisuajankohtaa. Valmistumisajankohta on sama kuin tutkimusraportin ensimmäinen julkaisuajankohta. Tutkimusraportti julkaistaan viipymättä sen jälkeen kun tutkimus on valmistunut.

Analyysia koskevia tietoja ei ole lähetetty analyysin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle tarkistusta varten ennen analyysin julkistamista.

Tämä OP Yrityspankki Oyj:n tuottama materiaali on puolueetonta ja riippumatonta sijoitustutkimusta. Materiaali on tarkoitettu vain yksityiseen käyttöön eikä sen levittäminen ilman OP Yrityspankki Oyj:n kirjallista lupaa ole sallittua. Tämän tutkimusraportin sisältämää tietoa ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena eikä kehoituksena ostaa arvopapereita, optioita, futuureja tai muita tällaisiin arvopapereihin liittyviä johdannaisia. OP Yrityspankki Oyj on laatinut tämän julkaisun tai raportin tarkoituksenaan tarjota tietoa yksityisille sijoittajille, joille julkaisu tai raportti on jaeltu, mutta sitä ei tule pitää henkilökohtaisena suosituksena hankkia tiettyjä rahoitusvälineitä tai soveltaa tiettyjä strategioita eikä sitä tule siksi pitää henkilökohtaisesti räätälöitynä sijoitusneuvontana eikä siinä oteta huomioon kunkin sijoittajan taloudellista tilannetta, nykyisiä omistuksia tai vastuuta, sijoitustietämystä ja -kokemusta, sijoitustavoitetta ja -aikaa tai riskiprofiilia ja mieltymyksiä.

Tämä raportti voi perustua informaatioon tai sisältää informaatiota, kuten mielipiteitä, suosituksia, arvioita, tavoitehintoja ja arvostuksia, joka perustuu julkisesti saatavilla olevaan informaatioon tai muihin nimettyihin lähteisiin, joita OP Yrityspankki Oyj pitää luotettavina. Tämä ei kuitenkaan takaa, että esitetyt tiedot olisivat kaikilta osin täydellisiä ja virheettömiä. OP Yrityspankki Oyj tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa raporteista ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita OP Yrityspankki Oyj:stä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. OP Yrityspankki Oyj ei ole missään tapauksessa vastuussa suorista, epäsuorista, satunnaisista, erityisistä tai välillisistä vahingoista, joita tämän julkaisun tai raportin sisältämän informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu. Asiakas vastaa aina itse omien sijoituspäätöksensä taloudellisesta tuloksesta.

OP Yrityspankki Oyj antaa analyysin kohteena kulloinkin oleville osakkeille tavoitehinnan. OP Yrityspankki Oyj ei anna suosituksia tai tavoitehintoja joukkovelkakirjalainoille. Osakkeen tavoitehinta kuvaa analytiikon näkemystä siitä, paljonko analytiikko odottaa osakkeen kurssin olevan 12 kuukauden kuluessa tavoitehinnan asettamisesta. Tavoitehinnan perusteet ovat yhtiökohtaisia, ja eri arvonmääritysmenetelmien käyttökelpoisuudessa voi esiintyä merkittäviä yhtiökohtaisia eroja.

OP Yrityspankki Oyj voi määrittää analyysin kohteena kulloinkin olevien omaisuusluokkien (osakeindeksit, korot, valuutta ja raaka-aineet) kohde-etuuksina oleville sijoituskohteille tavoitetason. Tavoitetaso kuvaa analytiikon näkemystä siitä, miten analytiikko odottaa sijoituskohteen arvon muuttuvan annetulla aikahorisontilla tavoitetason asettamisesta. Tavoitetason perusteet ovat sijoituskohdeperusteisia, ja peruseriaatteet perustuvat kansantaloustieteen ja rahoituksen teorioihin. Laskelmat ja menetelmät perustuvat vakioituihin ekonometrisiin työkaluihin ja menetelmiin sekä julkisesti eri sijoituskohteista saatavilla olevaan informaatioon ja tilastoihin.

OP Yrityspankki Oyj käyttää tavoitehinnan arvioinnissa pääasiassa seuraavia menetelmiä: kassavirta-analyysi (DCF = Discounted Cash Flow), vertailuryhmään perustuva analyysi, absoluuttiseen arvostukseen perustuva analyysi, historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva analyysi, osien arvon summa, liiketoiminnan ja markkinoiden näkyymiin perustuva analyysi, uutisvirtaan perustuva analyysi.

OP:n Analyysi-tiimi on 1.10.2020 lähtien luopunut PIDÄ-suosituksesta ja siirtynyt käyttämään uutta neliportaista suositusjärjestelmää: OSTA, LISÄÄ, VÄHENNÄ ja MYY. Suosituksessa arvioidaan osakkeen tuottoa seuraavan 12 kuukauden aikana. Jos osakkeen odotetaan tuottavan yli 15% seuraavan 12 kuukauden aikana, osakkeen suositus on OSTA. Jos osakkeen odotetaan tuottavan 5–15% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on LISÄÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan (-5)–5% seuraavan 12 kuukauden aikana, suositus on VÄHENNÄ. Jos osakkeen odotetaan tuottavan alle (-5%), suositus on MYY. Osakkeen odotettu tuotto on tavoitehinnan ja nykyisen osakekurssin välinen ero (%), sisältäen osingot.

OP Yrityspankki Oyj:n tuottamia sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja osakkeille tarkastellaan pääsääntöisesti neljä kertaa vuodessa yhtiöiden neljännesvuositulosten yhteydessä. Suosituksia ja tavoitehintoja on aina mahdollista muuttaa myös muina aikoina, jos siihen ilmenee aihetta. Suositusten ja tavoitehintojen päivittämistiheyttä ei ole rajoitettu.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat perustuvat oletuksiin, jotka eivät välttämättä toteudu eivätkä ne takaa, että arvopaperin kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Arvopaperimarkkinoiden luonteen mukaisesti maltillisetkin yhtiön toiminnan tai toimintaympäristön muutokset tai arvopaperimarkkinoiden yleiset vaihtelut voivat aiheuttaa tuntevia arvonmuutoksia. Arvopaperin aiempi arvonkehitys ei myöskään takaa sen tulevaa arvonkehitystä. Kassavirtamallien yhteydessä esitetään numeerisesti tulosten herkkyyden keskeisten oletusten muutoksille (herkkyysoanalyysi). Sijoittaessaan yksittäisiin osakkeisiin sijoittaja voi menettää sijoituksensa osittain tai kokonaan.

OP Yrityspankki Oyj:n Pankki- ja Sijoitustoimintaan kuuluvilla liiketoiminta-alueilla voidaan käydä omaan lukuun arvopaperikauppaa ja laskea liikkeeseen rahoitusvälineitä. Lisäksi liiketoiminta-alueilla voidaan tarjota liikkeeseenlaskuun ja emission takaamiseen liittyviä palveluja ja rahoitusvälineitä koskevaa sijoitusneuvontaa sekä harjoittaa toisen lukuun arvopaperien myyntiä, ostoa ja välitystä. Asiakastoimeksiantoihin perustuvat rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskuun liittyvät Corporate Finance -toiminnot on eriytetty sijoitustutkimukseen ja välitystoimintaan liittyvistä toiminnoista OP Ryhmän eturistiriitojen hallintaa koskevan ohjeen mukaisesti sekä fyysisesti että operatiivisessa toiminnassa. Lisäksi eturistiriitatilanteena on tunnustettu, että OP Yrityspankki Oyj:n hallituksen puheenjohtaja on Kesko Oyj:n hallituksen jäsen. Tämän

eturistiriitatilanteen ei arvioida vaarantavan OP Yrityspankki Oyj:n Analyysi-tiimin tuottaman Kesko Oyj:tä koskevan sijoitustutkimuksen puolueettomuutta ja riippumattomuutta.

Analyysi-tiimin analyytikot ja heidän lähipiirinsä voivat omistaa Analyysi-tiimin analysoimien yhtiöiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. OP Yrityspankki Oyj:n analyytikot voivat saada tulospalkkioita, jotka perustuvat OP Yrityspankki Oyj:n tai jonkin sen yksikön tai liiketoiminta-alueen yhteenlaskettuun tulokseen. Analyytikoiden palkka ei ole suoraan riippuvainen yksittäisistä OP Yrityspankki Oyj:n tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten hoitamista investointipankkitoimintaan liittyvistä toimeksiannoista.

OP Yrityspankki Oyj:n ja sen kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuus ylittää 5 %:n rajan Terveystalo Oyj:ssä ja SRV Yhtiöt Oyj:ssä Pohjola Vakuutus Oy:n osakeomistusten kautta. Muissa analyysin kohteena olevissa yhtiöissä OP Yrityspankki Oyj:llä tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvalla yrityksellä ei ole yli 5 %:n omistusosuutta. OP Ryhmän liputussäätelyä koskevan poikkeuksen soveltamisen perusteella OP-Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien sijoitusrahastojen omistamia suomalaisten yhtiöiden arvopapereita ja niiden tuottamia ääniä ei lueta mukaan laskettaessa OP Yrityspankki Oyj:n kanssa samaan konserniin kuuluvien yritysten omistusosuutta analyysin kohteena olevissa yhtiöissä. Lisäksi omistus- ja ääniosuuteen ei lueta OP-Eläkekassan omistuksia ja niiden tuottamia ääniä.

OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys ei toimi markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden osakkeissa. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys voi kuitenkin toimia markkinatakaajana tai muuna likviditeetin tarjoajana analyysin kohteena olevien liikkeeseenlaskijoiden velkainstrumenteille. OP Yrityspankki Oyj voi omistaa position tässä tutkimusraportissa mainitussa rahoitusvälineessä.

OP Yrityspankki Oyj:n eri liiketoiminnot pyrkivät aktiivisesti luomaan erilaisia toimeksiantosuhteita eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa tarjotakseen OP Yrityspankki Oyj:n palveluja. OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on toiminut pääjärjestäjänä tai järjestäjänä seuraavissa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskeneissa julkistetuissa liikkeeseenlaskuissa tai tarjouksissa tai osapuolena muussa liikkeeseenlaskijan kanssa tehdyssä investointipankkipalvelujen tarjoamiseen liittyvässä sopimuksessa analyysin julkaisuhetkellä tai viimeisen 12 kuukauden aikana*: Ahlstrom-Munksjö, Aspö, CapMan, Caverion, Citycon, Finnair, HKScan, Kojamo, Kreate, Lehto Group, Metso Outotec, Normet Group, Sanoma, Sato, Stora Enso, Tornator ja YIT.

Tiettyjen seurannassa olevien yhtiöiden osalta OP Yrityspankki Oyj harjoittaa ns. komissiopohjaista osaketutkimusta, jossa tutkimus on tuotettu maksua vastaan seurantakohteen kanssa solmitun sopimuksen nojalla. Tutkimuksesta perittävä maksu ei ole OP Yrityspankki Oyj:n kannalta merkittävä, eikä se OP Yrityspankki Oyj:n arvion mukaan vaaranna OP Analyysin riippumattomuutta. Tämän raportin julkaisuhetkellä OP Yrityspankki Oyj:llä oli komissiopohjaista tutkimusta koskeva sopimus seuraavien yhtiöiden kanssa: Exel Composites, Rapala ja Talenom.

Suositukset ja tavoitehinnat		Talenom	
Suositus	Tavoitehinta (€)	Kurssi (€)	Päivämäärä
LISÄÄ	14,5	13,6	9.6.2021

OP Yrityspankki Oyj:n suositusten jakauma kaikissa analysoiduissa osakkeissa ja niissä osakkeissa, joita koskevissa yllä mainituissa* investointipankkitoimintaan liittyvissä sopimuksissa OP Yrityspankki Oyj tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yritys on ollut osapuolena:

Suositus	Kaikki yhtiöt		Investointipankkisuhteissa*	
	Kpl	%	Kpl	%
OSTA	12	16	2	15
LISÄÄ	35	47	6	46
VÄHENNÄ	21	28	4	31
MYY	7	9	1	8
	75	100	13	100

Lisätietoja OP Yrityspankki Oyj:n analyyseistä ja raporteista löytyy OP-verkkopalvelusta osaketutkimuksen sivuilta (Henkilöasiakkaat -> Säästöt ja sijoitukset -> Kurssit ja markkinat -> Tutkimus)

Yhteystiedot**Analyyysi**

Antti Saari	Pääanalyytikko, strategia, finanssi	010 252 4359
Kim Gorschnik	Senioristrategi, small cap	010 252 4351
Ilkka Saks	Senioristrategi, korko, valuutta	010 252 4457
Jari Hännikäinen	Seniorimarkkinaekonomisti	010 252 2792
Henri Parkkinen	Seniorianalyytikko, metsä, energia, kemia	010 252 4409
Kimmo Stenvall	Seniorianalyytikko, operaattorit, teknologia, media	010 252 4561
Joonas Häyhä	Kauppa, kulutustavarat, liikenne	010 252 4504
Markku Moilanen	Metalli, rakentaminen, kiinteistöt	010 252 4408
Anssi Raussi	Investointitavarat, terveydenhuolto	010 252 4392
Jussi Mikkonen	Elintarvikkeet, yrityslainat	010 252 8780
Hawa Grundman	Assistentti	010 252 4311

OP Yrityspankki Oyj

Gebhardin aukio 1
00013 OP
010 252 011
etunimi.sukunimi@op.fi

Instituutiomyynti

Tero Rautasuo Johtaja 010 252 2552

Institutional Investment and Hedging Solutions

Tomi Kallio 010 252 2993
Tuomas Antila 010 252 4479
Henrik Helppi 010 252 3252
Patrik Jernmark 010 252 4289
Ari Triumf 010 252 4349

Cross Asset Investor Solutions

Tuomas Kaasalainen 010 252 2534
Mikko Aalto 010 252 4436
Ahti Mikkonen 010 252 4677
Lauri Mäkelä 010 252 8072
Terhi Ollikainen 010 252 3148
Joakim Paul 010 252 8336