

Talenom

Sijoitustutkimus

5/2015

inde
res.

TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Summa Capital Oy ("**Summa**") on osallistunut arviointiin, jonka kohteena on ollut Talenom Oy:n ("**Yhtiö**") listautuminen NASDAQ OMX Helsinki Oy:n ylläpitämälle monenkeskiselle First North Finland -markkinapaikalle.

Summan osakkuusyhtiö Inderes Oy ("**Inderes**") on laatinut tämän raportin Yhtiötä koskevien taustatietojen antamiseksi. Raportti on riippumaton Yhtiöstä, sen tytäryhtiöistä ja Summasta, ja tämän raportin sisältämät tulevaisuutta koskevat lausumat, mielipiteet ja odotukset ovat kokonaan Inderesin. Yhtiö tai Summa ei ole ollut laatimassa tätä raporttia, eikä raporttia tai sen sisältämiä mielipiteitä ja arvioita tule pitää Yhtiön tai Summan vahvistamina tai hyväksyminä. Lukijan tulee huomata, että Yhtiön todellinen tulos voi poiketa olennaisesti siitä, mitä on esitetty raportin tulevaisuutta koskevissa lausumissa. Inderes ei ole oikeutettu antamaan tietoja tai minkäänlaisia vakuutuksia tai sitoumuksia Yhtiön, Summan tai kenenkään muunkaan asiaan liittyvän henkilön puolesta. Erityisesti tässä esitetyt mielipiteet ja ennusteet ovat kokonaan Inderesin omia, ja ne on annettu osana sen tavallista tutkimustoimintaa eikä tulevan annin järjestäjän tai Yhtiön, Summan tai kenenkään muunkaan henkilön edustajan ominaisuudessa.

Vaikka tämän dokumentin sisältämät tiedot ja mielipiteet perustuvat luotettavina pidettäviin lähteisiin, Inderes ei ole tarkistanut erikseen kaikkia tässä dokumentissa esitettyjä tietoja. Esitetyt mielipiteet, arviot ja ennusteet perustuvat raportin päivämäärän mukaiseen tilanteeseen ja niitä voidaan muuttaa ilman, että muutoksista annetaan erillistä ilmoitusta. Minkäänlaisia nimenomaisia tai epäsuoria vakuutuksia tai sitoumuksia ei siten anneta tämän dokumentin sisältämien tietojen ja mielipiteiden virheettömyydestä, täydellisyydestä tai kohtuullisuudesta. Inderes, Summa, Yhtiö tai kukaan muukaan henkilö ei vastaa (tuottamusperusteisesti tai muutoin) vahingoista, joita voi aiheutua tämän dokumentin tai sen sisällön käytöstä tai muutoin tähän dokumenttiin tai sen sisältöön liittyen.

Tämän raportin sisältämät tiedot eivät muodosta tarjousta merkitä tai tarjouspyyntöä ostaa Yhtiön arvopapereita, eikä tämä dokumentti tai sen sisältö perusta minkäänlaista sopimusta tai sitoumusta. Jos Yhtiö milloin tahansa ryhtyy tarjoamaan arvopapereita, mahdollinen päätös sijoittaa Yhtiön arvopapereihin merkitsemällä tai hankkimalla niitä on perustettava kokonaisuudessaan tällaisen tarjouksen yhteydessä Yhtiön julkaisemaan tai julkistettavaksi tulevaan esitteeseen eikä tämän raportin sisältöön.

TÄMÄ TUTKIMUSRAPORTTI ON VASTAANOTTAJAA KOHTAAN EHDOTTOMAN LUOTTAMUKSELLINEN, EIKÄ SITÄ SAA JAKAA LEHDISTÖLLE TAI MUIILLE TIEDOTUSVÄLINEILLE, KOPIOIDA MISSÄÄN MUODOSSA, VÄLITTÄÄ KENELLEKÄÄN TOISELLE HENKILÖLLE TAI JULKAISTA, KOKONAAN TAI OSITTAIN, MITÄÄN TARKOITUSTA VARTEN.

TÄTÄ RAPORTTIA TAI SEN KOPIOTA EI SAA VIEDÄ TAI VÄLITTÄÄ YHDYSVALTOIHIN, MUKAAN LUKIEN YHDYSVALLOISSA SIJAITSEVILLE MUIDEN KUIN YHDYSVALTOJEN KANSALAISTEN SIVULIIKKEILLE JA TOIMIPAIKOILLE. TÄMÄN RAJOITUKSEN NOUDATTAMATTA JÄTTÄMINEN SAATTAA RIKKOA YHDYSVALTOJEN ARVOPAPERIMARKKINALAINSÄÄDÄNTÖÄ.

TÄMÄN RAPORTIN JAKELU MUISSA VALTIOISSA KUIN SUOMESSA VOI OLLA LAIN NOJALLA RAJOITETTUA, JA HENKILÖIDEN, JOTKA SAAVAT HALTUUNSA TÄMÄN RAPORTIN, TULEE OTTAA SELVÄÄ TÄLLAISISTA RAJOITUKSISTA JA NOUDATTTAA NIITÄ. HYVÄKSYMÄLLÄ TÄMÄN RAPORTIN VASTAANOTTAJA SITOUTUU EDELLÄ MAINITTUIHIN RAJOITUKSIIN.

Kasvun aallon harjalla

Talenom Oy on yksi Suomen johtavista tilitoimistoalan yrityksistä, joka tarjoaa monipuolisen taloushallinnon ohjelmisto- ja palvelukokonaisuuden asiakkailleen. Yhtiö työllistää noin 530 henkilöä ja liikevaihto oli 29,6 MEUR vuonna 2014. Yhtiön visiona on tulla Suomen arvostetuimmaksi tilitoimistoksi.

Tilitoimistoala on rakennemurroksen partaalla

Tilitoimistoala Suomessa (900 MEUR) on hyvin fragmentoitunut ja eri toimijoita on lukumäärältään noin 4 300. Suurimmat kuusi alan toimijaa pitävät hallussaan ainoastaan noin 27 % markkinasta. Pidämme markkinakilpailua hyvin rajattuna ja paikallisena, mutta tilitoimistoalalla on käynnissä useita muutoksia, joihin alalla toimivien yritysten on reagoitava. Muutoksina ovat erityisesti voimakas sähköistyminen, niin kirjanpitosite-aineiston kuin tiedonsiirronkin osalta. Inderesin näkemyksen mukaan hintakilpailu, palvelun ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen sekä tilitoimistoyrittäjien eläköityminen tulevat muokkaamaan toimialaa. On selvää, että pienimmät tilitoimistot eivät kaikki pysty tai halua vastata muutospaineeseen, kun taas markkinan haastajilla on mahdollisuus markkinaosuuksien sekä skaalan kasvattamiseen.

Talenom on ottanut haastajan roolin ja tulee voittamaan markkinaosuutta

Talenom on valinnut selvän orgaanisen kasvun strategian hyötyäkseen tilitoimistoalalla vallitsevasta rakennemuutoksesta. 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, pieni asiakasvaihtuvuus, lisäarvopalvelut sekä laaja-alaiset erikoisasiantuntijapalvelut. Yritys on onnistunut merkittävästi lisäämään uusien asiakkaiden hankintaa edellisinä vuosina. Vuonna 2014 Talenom sai 1236 uutta asiakasta (Talenomilla on noin 5500 asiakasta). Arvioimme Talenomin pystyvän kasvattamaan markkinaosuuttaan huomattavasti nykyisestä 3 %:sta tulevaisuudessa.

Pääomatarve kasvun vauhdittamiseksi

Talenom on velkaantunut, mutta yhtiön taloudellinen tilanne on vakaa. Yhtiö on kuitenkin pääoman lisäyksen tarpeessa pitääkseen yllä kasvuvauhtiaan. Arvioimme mukaan oman pääoman vahvistaminen, omistajapohjan laajentaminen ja pääomasaannin turvaaminen edesauttaisivat yhtiötä kasvutavoitteissa. Yhtiön kulurakenne on paisunut mittavien järjestelmäinvestointien, palvelukeskuskonseptin sekä aggressiivisen myyntiponnistelun myötä tasolle, joka ei kuvasta yhtiön potentiaalista kannattavuutta pidemmällä aikajänteellä. Voimakkaasti skaalautuvan liiketoimintamallin ansiosta odotamme yhtiön kannattavuuden kohenevan nopeasti kasvun myötä.

Arvioimme Talenomin arvoksi 51–56 MEUR

Arvioimme Talenomin osakepääoman arvoksi 52,5 MEUR konservatiivisen kassavirtalaskelman perusteella. Ottaen huomioon DCF-laskelman, EV/EBITDA – kertoimet 8-10x välissä, sekä toteutuneiden yritysostojen arvostuksen läheisessä verrokkiryhmässä (11,5x EV/EBITDA), Inderes arvioi Talenomin osakepääoman arvoksi 51–56 MEUR.

Analytikko

Jari Honko
+ 358 50 554 0343
jari.honko@inderes.fi



Avainluvut

	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	29,6	34,8	40,8	46,8
EBITDA	6,3	8,6	11,4	14,2
EBIT	1,5	3,5	5,5	7,5
EBIT ilman kertaeriä	1,5	3,5	5,5	7,5
Tulos ennen veroja	0,2	1,8	3,7	5,7
Nettotulos	0,0	1,4	2,9	4,5
EBITDA-% (raportoitu)	21,3 %	24,6 %	27,9 %	30,3 %
EBITDA% (oikaistu kasvun kulujen aktiivisilla)	9,3 %	14,6 %	17,9 %	21,2 %
EBITDA% (kasvun kulut ja aktiivinit poistettu)	29,0 %	33,7 %	36,4 %	38,0 %
EBITDA% (oikaistu aktiivisille+stabiilikasvu)	24,5 %	29,3 %	32,0 %	33,6 %
EBIT-%	5,2 %	10,1 %	13,5 %	16,1 %
EBIT-% (oikaistu aktiivisille ja liikearvopoistolle)	7,8 %	13,6 %	17,1 %	20,1 %

Lähde: Talenom ja Inderes ennusteet



Lähde: Talenom ja Inderes ennusteet. Historialluvut ovat havainnollistavia ja ne eivät ole vertailukelpoisia keskenään.

Tase ja indikaatiiviset tunnusluvut

Tase (FAS)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Taseen loppusumma	30,7	34,4	36,7	40,0	41,6
Oma pääoma	0,6	0,7	2,2	5,1	9,6
Liikearvo	20,0	18,4	16,6	14,8	12,9
Korolliset nettovelat	24,0	26,0	26,5	25,5	21,4

Tunnusluvut (FAS)	2014	2015e	2016e	2017e
P/E	1733,1	36,3	17,8	11,6
P/B	73,3	24,3	10,3	5,4
P/Sales	1,8	1,5	1,3	1,1
EV/Liikevaihto	2,7	2,3	1,9	1,6
EV/EBITDA	12,5	9,2	6,9	5,2
EV/EBIT	50,8	22,6	14,2	9,8

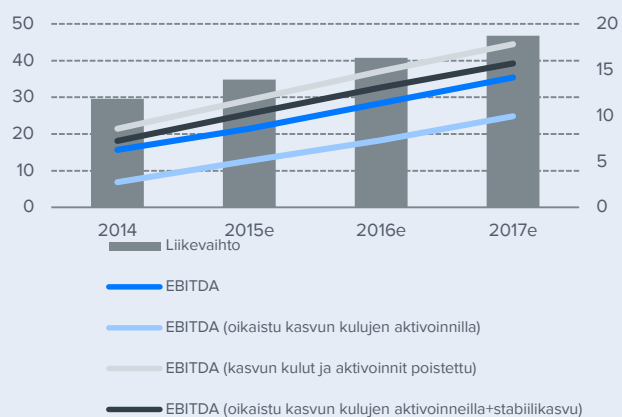
* Indikaatiiviset kertoimet MEUR 52,5 osakepääoman arvolle

Talenom yhteenveto

Sijoitusnäkemys

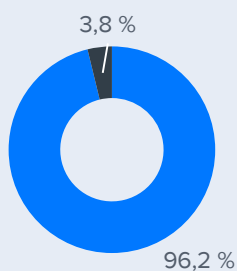
Arvoajurit	<ul style="list-style-type: none"> Selkeät kilpailuedut suhteessa kilpailijoihin Fragmentoitunut markkina sekä markkinan uusjako Skaalaedut hyödyntävä liiketoimintamalli
Riskitekijät	<ul style="list-style-type: none"> Pääoman puute rajaa kasvua Ohjelmistojen kriittisyys liiketoiminnalle Kiristynvä kilpailu digitaalisissa taloushallintopalveluissa
Arvostus	<ul style="list-style-type: none"> Preemiohinnoittelu jatkuvan liiketoiminnan suuresta osuudesta Toimialan edelläkävijä sekä markkinaosuuden voittaja Arvioimme yhtiön arvon olevan 51-56 MEUR haarukassa

Liiketoiminnan kehitys

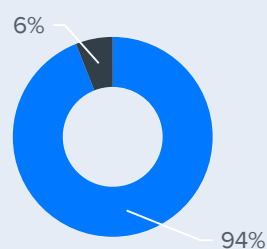


Lähde: Talenom ja Inderes ennusteet

Liiketoimintarakenne ja asiakasrakenne



■ Muut asiakkaat ■ 10-suurinta asiakasta



■ Tilitoimistopalvelut ■ Asiantuntijapalvelut

Lähde: Talenom

Avainluvut 2015e



Sisällysluettelo

Talonom yhteenveto.....	4
Yhtiökuvaus.....	6
Tiltoimisto- ja taloushallinnon tukipalvelumarkkina.....	11
Strategia ja kilpailuedut.....	17
Taloudellinen tilanne.....	20
Ennusteet ja arvonmääritys.....	22
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	27
Tiivistelmä.....	30
Omistusrakenne.....	30
Vastuuvapauslauseke.....	31

Yhtiökuvaus

Talenom on vuonna 1972 perustettu taloushallinnon tukipalveluiden tarjoaja sekä tilitoimisto, joka on yli neljäkymmentä vuotta pitkällä historiallaan kasvanut yhdeksi merkittävimmistä tilitoimistoista Suomessa. Markkinaosuudeltaan toimialan kolmanneksi suurimmalla Talenomilla on kuitenkin vasta 3 %:n siivu markkinasta. Yhtiö on keskittynyt toimimaan erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten kumppanina sekä huolenpitäjänä. Yritys on kasvuhakuinen ja valmis haastamaan toimialan muita toimijoita. Yhtiö omaa kevyen ja tehokkaan organisaatorakenteen ja se pyrkii ottamaan käyttöön täysin automatisoidun kirjanpitojärjestelmän. Talenomin tarjonta keskittyy entisestään lisäarvopalveluihin, joita vain harva tilitoimisto tarjoaa asiakkailleen. Inderesin näkemyksen mukaan skaalaedut, palvelun ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen, kirjanpidon sähköistyminen, automaatio sekä eläköityminen tulevat luomaan toimialalle muutospaineen, joka tulee edesauttamaan kilpailukykyisten tilitoimistojen kasvua. Kasvuhakuisuudesta johtuen Talenomin nykyinen kannattavuus ei tarkoituksenmukaisesti ole huippuunsa viritetty. Operatiivinen kannattavuus on kuitenkin jo nyt kohtalaisella tasolla ja yhtiöllä on tulevaisuudessa hyvät edellytykset selkeään tulosparannukseen kasvavan skaalaedun myötä. Vuonna 2014 Talenom jatkoi kannattavaa kasvuaan ja liikevaihto ylsi noin 30 MEUR:oon. Raportoitu käyttökate oli noin 6 MEUR. Aggressiiviset satsaukset myyntiin olivat noin 5,8 MEUR, jonka vuoksi nettotulos jäi vain hivenen voitolliseksi.

Yhtiökuvaus

Tilitoimistojen uranuurtaja Suomessa

Talenom Oy on yksi Suomen johtavista kotimaisista tilitoimistoalan yrityksistä ja tarjoaa monipuolisen talouden hallinnan palvelukokonaisuuden asiakkailleen. Yhtiö on perustettu vuonna 1972 tilitoimisto Tahkolana ja se on kokenut toimintansa aikana useita ulkoisia shokkeja, jotka ovat muokanneet toimialaa sekä kilpailua – aina tietokoneiden yleistymisestä toimialan kiristyvään lainsäädäntöön saakka. Vuonna 1998 yritys kävi läpi onnistuneen sukupolven-vaihdoksen, kun Paavo Tahkola jättäytyi toiminnasta pois, ja nykyinen Tahkolan suku otti yrityksestä vetovastuun.

Yritysostoista orgaaniseen kasvuun

Talenom on kotoisin Oulusta ja se aloitti tilitoimisto-verkoston laajentamisen 1980-luvulla. Yhtiön liiketoiminnot keskitettiin alusta alkaen valtaosin kasvukeskuksiin. Yhtiön 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 sisäisen tehokkuuden ja automaation kehittämiseen. Skaalautuvan palvelukoneiston kehittämisessä ja tehostamisessa Talenomin fokus kasvussa on painotettu yksinomaan orgaaniseen kasvuun.

Tehokkaan infran rakentamisen jälkeen Talenom on jatkanut voimakasta laajenemistaan Suomessa ja liikevaihdon keskimääräinen kasvu vuosina 2011–2014 ylsi noin 13 %:iin. Vuonna 2014 yhtiö avasi viisi uutta toimipistettä: Turku, Pori, Hämeenlinna, Kouvolaan ja Hyvinkää. Talenomin muut toimipisteet sijaitsevat Helsingissä, Vantaalla, Espoossa, Tampereella, Oulussa,

Jyväskylässä, Lahdessa, Kajaanissa, Kalajoella, Kuusamossa, Rovaniemellä, Suomussalmella ja Ylivieskassa. Vuonna 2014 yhtiö toimii 18 paikkakunnalla ja palvelee noin 5 500 asiakastaan yli 500 henkilön voimin.

Tilitoimisto- ja taloushallinnon lisäarvopalveluita

Talenom sanoo olevansa Suomen huolenpitävin ja selkokiekiselis tilitoimisto. Yhtiössä asiakkaille tarjotaan henkilökohtainen palvelu yhdistettynä automatisoituihin taloushallinnon prosesseihin. Kehitetty ja käytöön otettu automatisaatio on mahdollistanut Talenomin keskittymisen taloushallinnon lisäarvopalveluihin mitä valtaosa PK-yrityksistä tarvitsee oman liiketoimintansa tueksi ja kehittämiseksi. Vastaavasti valtaosa perinteisistä pienistä tilitoimistoista ei pysty tarjoamaan vastaavia palveluita. Täten eri tilitoimistojen palveluiden tarjonnassa on hyvin suuria eroja. Lukijan on tärkeä ymmärtää ero tilitoimiston ja lisäarvopalvelutuottajan välillä, koska tulevaisuudessa toimialan kilpailukyky ja kannattavuus tullaan pitkälti tekemään lisäarvopalveluilla.

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 tarjoaa talouden hallinnan ratkaisun kustannustehokkaasti, mutta kattavin ominaisuuksin. Yrityskoon ja tarpeiden kasvaessa on asiakkaan mahdollinen valita räätälöidympi versio palvelusta. Se on tarkoitettu yritykselle, joka tarvitsee seikkaperäisempää raportointia ja jonka toiminnan luonne tai laajuus edellyttää nimetyn asiakaspäällikön olemassaoloa.

Talenom on pyrkinyt rakentamaan palvelunsa laaja-alaiseksi ja selkeäksi kokonaisuuksiksi, joka mahdollistaa tehokkaan talouden hallinnan. Sähköiset ratkaisut taloushallinnon rutiinien hoitamiseen toimii tässä kulmakivenä.

Talenomin taloushallinnon ohjelmistot

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

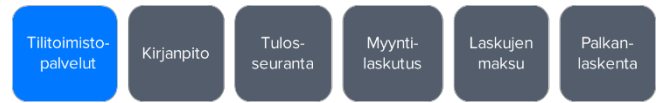
Talenom Online toimii tilitoimistoratkaisuiden ytimenä yrityksen sähköisenä taloushallinnon ohjelmistopalveluna asiakkaille.

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

Onlinein käyttöönotto tulee radikaalisti lisääntymään. tulevaisuudessa. Talenomin mukaan online-palvelua käyttää noin 10 000 henkilöä ja käyttöaste asiakaskunnassa on noin 80 %:n luokkaa.

Talenom APP mobiililaitteissa (ladattavissa Applen sovelluskaupasta tai Googlen Play-kaupasta) toimiva sovellus, jolla asiakas voi toimittaa erilaista aineistoa Talenomille. Jos asiakkaalla on oma toimiva laskutus- tai ERP-ohjelmisto, niin **Talenom Linkki** -palvelun avulla se voidaan integroida keskustelemaan sähköisesti 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 toimivat mm. lisäarvon tuottajina. Talenom tarjoaa myös palveluita yrityksille, jotka ovat kehityskaarensa alkuvaiheessa.

Tilitoimistopalvelut sekä siihen liittyvät huolenpitopalvelut muodostavat edelleen valtaosan, 94 % yrityksen liikevaihdosta.

Talenom huolenpitopalvelut



Lähde: Talenom

Asiantuntijapalvelut



Lähde: Talenom

Perinteisemmän taloushallinnon palveluiden lisäksi Talenom on rakentanut kattavan asiantuntijapalvelutarjonnan yritysasiakkailleen. Yhtiö työllistää 14 juristia sekä 10 yritysneuvojaa, jotka tarjoavat konsultointia ja palveluita esimerkiksi verotukseen, lakiasioihin, rahoituspalveluihin sekä yritysjärjestelyihin. Tarjonta pitää sisällään kaiken verosuunnittelusta testamenttiin sekä budjetoinnista yrityksen arvonmäärittämiseen.

Talenom toimintamalli



Lähde: Talenom

Asiantuntijapalvelut muodostavat vielä pienen osan yhtiön liiketoiminnasta (6 % liikevaihdosta), mutta uskomme liiketoiminnon kasvavan merkittävämmäksi liikevaihdon tuottajaksi tulevaisuudessa.

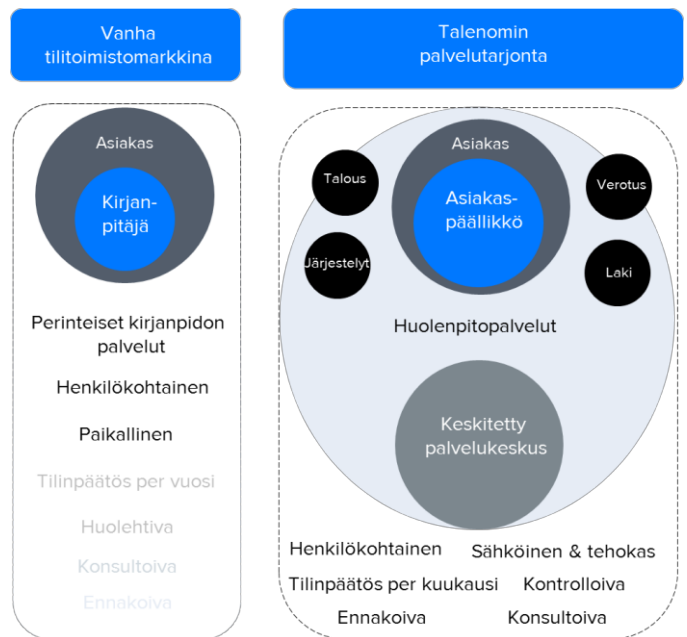
Vahvuutena tehokkaat tilitoimistopalvelut sekä laaja-alaiset lisäarvopalvelut

On sanomattakin selvää, että hyvin fragmentoituneessa markkinassa, jossa valtaosa toimijoista on pieniä perheyriytyksiä, laajan ja tehokkaan taloushallintopalvelun tarjoaminen on vaikeaa muille kuin suuremmille toimijoille. Taloushallinnon ohjelmiston lisensointi on omiaan auttamaan pienempiä tilitoimistoja kilpailussa, mutta tarjottavien prosessien kustannustehokkuuksissa on kuitenkin selkeitä eroja, jotka korostuvat suuremman skaalan myötä.

Asiantuntijapalveluiden tarjonta muodostuu usein myös mahdollisuudeksi pienemmille yhtiöille. Talenomin laaja-alainen palveluntarjonta mahdollistaakin selkeän kilpailuedun toimialalla ja sen on helppo lähestyä uusia asiakkaita. Tämän takia yhtiö on keskittynyt orgaaniseen kasvuun markkinalla. Fragmentoitunut markkina tarjoaa paljon voitettavaa markkinaosuutta. Talenom pyrki ottamaan markkinaosuutta haltuun toimimalla hyvin aggressiivisena myyjänä.

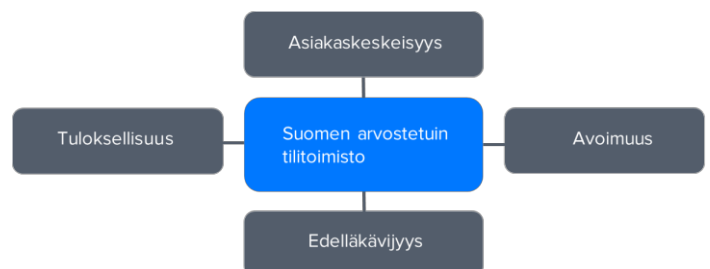
Talenom omaa tehokkaan palvelumallin

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



Lähde: Inderes

Talenomin tavoitteena on olla Suomen arvostetuin tilitoimisto



Lähde: Talenom

Liiketoimintamalli

Hinnoittelu tilitapahtumien ja palvelutarpeen mukaan

Talenom tarjoaa asiakkailleen portaistetun palveluhinnoittelun. Tilitoimistopalveluissa tarjonta voidaan asettaa korihinnaksi tilitapahtumien ja palkanlaskennan määrästä riippuen.

Tarjoukset ja sopimukset räätälöidään pitkälti asiakkaan tilitapahtumien ja tarpeiden mukaan. Luonnollisesti tilitapahtumien määrän kasvaessa hinnoittelu per tapahtuma tulee laskemaan. Inderes arvioi, että hinta per tilitapahtuma voi olla euroja asiakkaalle, jolla on hyvin rajallinen määrä tilitapahtumia. Suuremmalle PK-yritykselle palvelu voi maksaa arviomme mukaan 0,15 senttiä per tilitapahtuma tai jopa hivenen alle sen.

Asiantuntijapalveluiden hinnoittelu pohjaa joko tarjoukseen tai tuntilaskutukseen. Suurin osa Talenomien palveluista on case-pohjaisia, mutta sinänsä tuotteistettuja. Talenomilla on tarjottavana mm. paketti verosuunnitteluun ja budjetointiin. Asiantuntijapalveluita on myös saatavilla tarpeen mukaan tuntiveloituksena. (lähde: Talenom)

Asiakastyytyväisyys ensisijalla

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

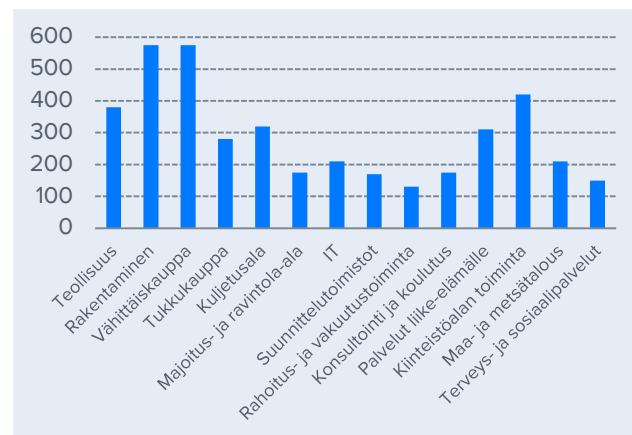
Tehokkuus, hinnoittelu ja palvelun laatu sekä laajuus näkyvät Talenomilla eritoten asiakastyytyväisyydessä. Toimialalla asiakassuhteiden syvyys ja pitävyys ovat hyvin pitkälle normi, kunnes kysynnässä tapahtuu tarve laaja-alaisemmalle palveluntarjonnalle tai tarjoaja jää liian paljon jälkeen hintakilpailussa. Vuosien 2010 – 2014 aikana Talenomien keskimääräinen asiakasmenetysprosentti (Talenomien omasta syystä) on ollut keskimäärin 2,5 % per vuosi. Alhainen asiakasvaihtuvuus luo erittäin arvokkaan pohjan Talenomien liiketoiminnan jatkuvuudelle ja ennustettavuudelle. Teoriassa asiakastyytyväisyys luo myös pohjan hinnoittelun nostamiselle tulevaisuudessa, vaikkakin fokus onkin skaalan kasvattamisessa sekä lisäarvopalveluiden myymisessä.

Asiakasvaihtuvuutta ja asiakkaiden menetyksiä tilioimistopalveluiden toimialalla lisäävät asiakkaiden yritysjärjestelyt sekä konkurssit. Talenomien tapauksessa nämä ovat noin 3,6 %:n luokkaa vuodessa, joka on mielestämme yllättävänkin suuri. Asiakaspoistuma ja -vaihtuvuus huomioiden kokonaisuudessaan noin 94 % liikevaihdosta Talenomille on siis luonteeltaan jatkuvaa liiketoimintaa seuraavalle vuodelle.

Talenom omistaa laajan asiakaspohjan

Talenomien 5 500 asiakasta ovat määrältään jakautuneet lukuisalle määrälle eri toimialoja.

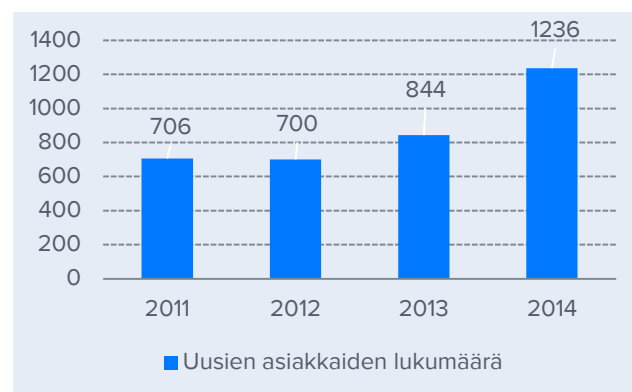
Talenomin asiakkaiden jakauma toimialoittain



Lähde: Talenom

Talenomien asiakaskunta on hyvin hajautunut sekä eri yritysten että toimialojen välille. Kymmenen suurinta asiakasta muodostaa ainoastaan noin 3,8 % yhtiön liikevaihdosta. Uusia asiakkaita yhtiö sai 1236 kappaletta vuonna 2014.

Uusien asiakkaiden lukumäärä 2011–2014



Lähde: Talenom

Tilitapahtumien sähköisyys ja Talenom Online

Talenom APS on yhtiön itse kehittämä taloushallintopalveluiden sähköinen tietojärjestelmä, joka toimii Talenomilla keskeisenä työkaluna palvelukeskusmallissa. Talenom Online toimii helppokäyttöisenä käyttöliittymänä asiakasrajapinnassa Talenomien palveluihin. Sähköinen tietojenkäsittely ja arkistointi tuovat mukanaan tehokkaat prosessit, jossa tositteiden käsittely on pitkälle automatisoitu. Vuoden 2015 aikana järjestelmää kehitetään entisestään, mikä mahdollistaa jo esimerkiksi kokonaan automaattisesti laadittavan kuukausikirjanpidon asiakkaille. Palvelukeskusmalli on luonteeltaan hyvin skaalautuva, joka luo Talenomille kustannusetua suhteessa kilpailijoihin.

On tärkeää huomata, että vaikka tilitapahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo alalla arkipäivää, niin tilitoimistotoimialalla esimerkiksi ainoastaan noin 5,3 % ostolaskuista käsitellään sähköisessä muodossa (Lähde: Taloushallintoliitto). On sanomattakin selvää, että kehitys tehokkaampaan käsittelyyn tulee yleistymään. Talenomin tapauksessa ostolaskujen sähköisen käsittelyn osuus on ylittänyt 50 %.

Käsittelyaikaan ja kustannustehokkuuteen sähköisellä laskutuksella on merkittävä vaikutus. Talenomin tehokkuus kuitenkin syntyy myös palvelukeskusmallista, jossa prosessin nopeus on optimoitu. Käsittelyaika voi puolittua 3,6 minuutista (alan mediaani) per lasku 1,7 minuuttiin per lasku (Talenomin nykyinen käsittelyaika). Tehokkuutta käsitellään tarkemmin ”strategia ja kilpailuedut” luvussa

Tilitoimisto- ja taloushallinnon tukipalvelumarkkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on kasvanut Suomessa keskimäärin 6 % vuodessa 2000–2014 välisenä aikana. Markkinan keskimääräinen kasvu on ollut suhteellisen vahvaa kun otetaan huomioon toimialan sähköistyminen, hintapaine sekä Suomen taloudessa vallitseva matalasuhdanne. Vuositasolla tarkasteluna toimialan liikevaihdon kasvuvauhti kuitenkin hidastui vuonna 2014 3,0 %:iin ja markkina ylsi noin 900 MEUR:oon. Toimialan rakenne on hyvin fragmentoitunut ja eri toimijoita on lukumäärältään noin 4 300 kappaletta. Pidämme alan markkinakilpailua edelleen hyvin rajattuna, mutta tilitoimistoalalla on käynnissä useita muutoksia, joihin alalla toimivien yritysten on reagoitava. Muutoksina ovat erityisesti voimakas sähköistyminen, niin kirjanpitositeaineiston kuin tiedonsiirronkin osalta, palveluntarjonnan sekä konsultoinnin merkityksen kasvaminen sekä eläköityminen. On selvää, että pienimmät tilitoimistot eivät kaikki pysty vastaamaan muutospaineseen, kun taas markkinan haastajille koituu mahdollisuus markkinaosuuksien nostamiseen sekä skaalaetujen kasvattamiseen. Näemme Talenomin hyötyvän toimialan murroksista ja yhtiö on valmis haastamaan toimialansa pienemmät kilpailijat tulevassa muutospainessa.

Defensiivinen kasvumarkkina

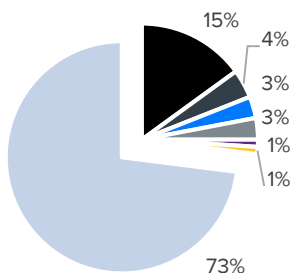
Fragmentoitunut 900 MEUR:n markkina

Suomalaista tilitoimistoalaa voidaan luonnehtia parhaiten pienten yritysten alaksi. Alan yritykset ovat pääasiassa muutaman henkilön yrittäjävetoisia yrityksiä ja ketjuuntuneita pk-yrityksiä, mutta alalla toimii suurempiakin yrityksiä.

Suomessa kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina on liikevaihdoltaan yli 900 MEUR tänä päivänä. Toimialan rakenne on hyvin fragmentoitunut ja eri toimijoita on lukumäärältään noin 4 300 kappaletta. Suurimmat kuusi alan toimijaa pitävät hallussaan ainoastaan noin 27 % markkinasta.

Talenomin markkinaosuus on 3 %

- Accountor
- Visma
- Talenom
- Rantalainen-yhtiöt
- Administer
- Norlic
- n. 4300 yritystä



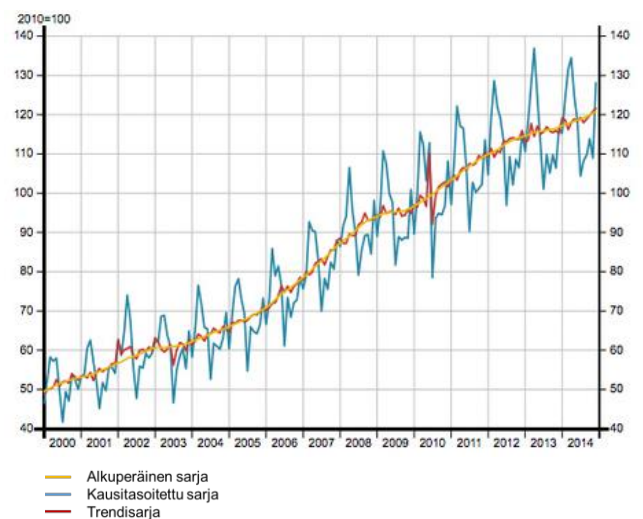
Lähde: Inderes. Kuvassa on käytetty vuoden 2013 liikevaihtoja. Accountorin liikevaihto merkittävältä osalta softamyyntiä. Visman pitää sisällään ainoastaan taloushallinnon palvelut.

Alan liikevaihto oli 890 MEUR vuonna 2013 (Tilastokeskus 19.12.2014). Fragmentoituneisuudestaan huolimatta toimijoiden määrä kasvoi hieman vuonna 2013. Toimialalla työskenteli 12 153 henkilöä vuonna 2013.

Tilitoimistomarkkina on kasvanut keskimäärin 6 % vuodessa

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on kasvanut keskimäärin 6 % vuodessa 2000–2014 välisenä aikana (Tilastokeskus 2014).

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalvelualan liikevaihdon kehitys 2000 - 2014



Lähde: Tilastokeskus 16.3.2015

Liikevaihdon jakautuminen vuoden sisällä on selvästi syklisiä. Tilinpäätöksen valmistelu ja päättäminen luovat kysyntään säännöllisen piikin joului-kuulle. Tämä korostanee viimeisen ja ensimmäisen kvartaalin osuutta laskutuksessa sekä kannattavuudessa.

Markkinan keskimääräinen kasvu on ollut suhteellisen vahvaa kun otetaan huomioon toimialan sähköistyminen, hintapaine sekä Suomen taloudessa vallitseva matalasuhdanne. Tämä kuvastaa selvästi markkinan defensiivistä luonnetta, joka on ansaintamielessä ja sijoittajan perspektiivissä katsottuna arvokasta. Kasvunvakausta ja jatkuvuutta selittänevät paljolti hinnankorotukset tilitoimistojen palvelutarjonassa. Arviomme mukaan tilitoimistoalalla keskimääräinen hinnankorotus vuodessa on keskimäärin muodostanut noin puolet markkinan kasvusta. on ollut 2-4 %:n luokkaa historiassa, eli noin 33–66 % toimialan kasvusta.

Tilitoimistomarkkina kasvoi 3 % vuonna 2014

Kasvussa on kuitenkin tapahtunut viimeaikoina selkeä tasaantuminen, mutta mikä tärkeintä, markkina on säilynyt loivalla kasvu-uralla. Tammi-maaliskuussa 2014 liikevaihto kasvoi 4,0 %, huhti-kesäkuussa 0,8 % ja heinä-syyskuussa 2,0 % vuoden takaisesta (lähde: Tilastokeskus 16.3.2015). Viimeisellä vuosineljänneksellä 2014 liikevaihto nousi 5,5 % vuotta aiemmasta. Vuositasolla tarkasteluna toimialan liikevaihto kasvoi vuonna 2014 yhteensä 3,0 % vuoden takaisesta.

Markkinan kasvu tulevaisuudessa hidastuu, mutta markkinaosuudet jaetaan uusiksi

Taantumasta johtuen uskomme, että tilitoimistoalalla voi olla vaikeuksia nostaa hinnoitteluaan tavanomaiseen tapaan. Uskommekin toimialan kasvun jäävän tulevaisuudessa alle historiallisen 6 %:n kasvun. Toiseksi, sähköistyvä taloushallinnon palveluidentarjonta tulee luomaan selvän hintaeroosion perinteisille tilitoimistopalveluille, kun taas syntyvää liikevaihtokuoppaa saadaan täytettyä lisäarvopalveluilla. Arvioimme markkinan jatkavan kasvua, mutta noin 0-2 %:n vuosivauhdilla.

Markkinan kasvun hidastuminen ei kuitenkaan tule merkitsemään alan yrityksille liiallisia haasteita. Käsitksemme mukaan toimialan yrittäjien keski-ikä on korkea, joten alalta poistuminen tulee luomaan markkinalla runsaasti tilaa kasvulle markkinaosuuksien voittamisen myötä seuraavina vuosina.

Muutoksen tuulet puhaltavat kilpailuun

Kilpailu on toimialalla varsin rajattua

Tilitoimistomarkkinalla suurta toimijamäärää ylläpitää mitä ilmeisemmin kilpailun puute tai sen alueellisuus. Kilpailu voi myös olla rajoittautunutta toimialalla yhä vallitsevien vanhojen käytäntöjen ja tottumusten takia. Tilitoimistoalalla ollaan keskinäisissä kanssakäymisissä hyvinkin konservatiivisia jo siksi, että alan maineen kunniallisuuden vaaliminen on kaikkien etu. Toiseksi toimialaa valvotaan ja säädellään kirjanpitolaian 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 järkytä kilpailun tasapainoa uusilla kilpailu- ja markkinointikeinoilla. Monelle näistä toimijoista teknologinen edistyminen voi olla taakaksi, tai yritykseltä kerta kaikkiaan puuttuu vaadittavat resurssit edistää kilpailua tai haastaa muita tilitoimistoja.

Toiseen ryhmään kuuluvat selvästi toimialan suurimmat tilitoimistot, jotka ovat sähköisen palvelun hallitsevia toimistoja, jotka haluavat laajentaa toimintaansa, kasvaa ja menestyä terveen kilpailun sallimilla keinoilla. Ne ovat jo oivaltaneet, että kilpailua ei synny mikäli kehitykselle ja uusille menetelmille ei anneta jalansijaa.

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

Kilpailu on ollut luonteeltaan myös alueellista

Tilitoimistojen kilpailu on vielä toistaiseksi hyvin alueellista. Tämä johtuu osaltaan tilitoimistojen pienestä koosta, mutta myös siitä, että asiakkaiden sähköinen kirjanpito ei ole Suomessa kylliksi yleistynyt.

Suomessa toimitaan osittain vielä tositteiden mapittamisella ja mappien viemisellä aikanaan tilitoimistoon, jossa ne kirjataan ohjelmaan. Lisäksi suomalainen yritysasiakas on tottunut tapaamaan kirjanpitäjänsä, joka jo itsessään tekee tilitoimistokilpailusta hyvin paljon alueellista ja paikallista. Yritysten pientä kokoa tai toimialan fragmentoituneisuutta kuvastaa myös niiden kohdemarkkinan pieni koko.

Muutoksen tuulet puhaltavat ja toimiala on rakennemurroksen partaalla

Tilitoimistoalalla on käynnissä useita muutoksia, joihin alalla toimivien yritysten on reagoitava. Muutoksina ovat erityisesti voimakas sähköistyminen, niin kirjanpitositeaineiston kuin tiedonsiirronkin osalta, sekä lainsäädännön muutokset. On

sanomattakin selvää, että toimialan yritysten on vastattava näihin haasteisiin, mikäli yritykset haluavat turvata liiketoimintansa tulevaisuuden kilpailukyvyyn. Kaikilla yrityksillä ei kuitenkaan tule olemaan resursseja aikaan saattaa muutoksia ja arvioimme toimialan konsolidoitumisen kiihtyvän lähitulevaisuudessa. Toimialan yrittäjien eläköityminen tulee myös selvästi muokkaamaan toimialan rakennetta tulevaisuudessa.

Lait ja säädökset muutoksen ajurina

Suomessa tapahtuva toimintaympäristön muutos on sidoksissa koko Euroopan unionin alueella tapahtuviin hankkeisiin, joilla pyritään yhtenäistämään taloushallinnon lakeja ja säädöksiä.

Siinä missä yhdistynyt Eurooppa tarjoaa suomalaisille tilitoimistoille kansainvälistymisen mahdollisuuden, on se myös omiaan lisäämään uhkaa ulkomaisista kilpailijoista maassamme. Toimialan fragmentoituneisuuden osalta Suomen tilitoimistomarkkina tarjoaa kilpailijoille mahdollisen markkinoille tulon. Kielimuurimme ja tapamme toimia voivat taas hidastaa ulkomaisten tilitoimistojen etabloitumista Suomeen.

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 tositaiteineisto 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 sekä tilitoimistoille ovat varsin odotetut. Ensinnäkin, sähköistyvät palvelut kyetään tarjoamaan sijainnista riippumatta, kunhan osaaminen ja järjestelmien hallinta ovat tilitoimistossa kunnossa. Asiakkuuden hallintaa ei kuitenkaan pystytä kokonaisuudessaan siirtämään.

Toiseksi, sähköisen taloushallinnon tuoma kustannusetu tilitapahtumien käsittelyaikaisten lyhentämisestä vähentää merkittävästi yrityksen kustannuksia. Tilitoimisto hyötyy muun muassa myös tiedon välittymisen tasoittumisella, tietoa virtaa jatkuvasti tilitoimistoon, eikä enää 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, kun järjestelmäkehitysinvestoinnit jätetään huomioimatta.

Sähköistymisen myötä muuttuvat myös niin tilitoimistojen palvelut ja prosessit kuin osaamistarpeet sekä työnjako asiakkuuksiin. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän huomattavasti arvoaan kun toisaalta kontrollerin tai konsultin työtehtävät tulevat kasvattamaan merkitystään. Tämä on omiaan vapauttamaan resursseja tilitoimistoilta lisäarvopalvelujen tuottamiselle asiakkailleen.

Tilitoimistojen vaihtoehdot digitalisaation murroksessa

Digitalisaation tuoma murros toimialalle on selkeä ja sen mukana liiketoimintaympäristö tulee muuttumaan. Muutospaineessa tilitoimistoilla on muutamia valinnan vaihtoehtoja:

- 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 tulla kyseeseen.

Investoinnit omaan sähköiseen tai digitaaliseen taloushallinnon järjestelmään voi tulla kyseeseen vaihtoehtona suuremmille tilitoimistoille, mutta suurimmat toimijat ovat kyseiset investoinnit jo tehneet vuosia sitten.

Investointi ASP-palvelumalliin (Application Service Provider), jossa tilitoimisto ei osta ohjelmistoa itselleen, vaan vuokraa sen erilliseltä palveluntarjoajalta tai järjestelmätoimittajalta kuten Accountor tai Visma. Kyseinen vaihtoehto on pienemmille ja keskikokoisille tilitoimistoille ehkä se mielekkäin, koska riittämätön skaala liiketoiminnoissa ei puolla investointeja omaan järjestelmään. Järjestelmien jatkuva kehittäminen sekä ylläpitäminen luovat myös kustannustaakan tulevaisuuteen, joten ohjelmiston vuokraaminen tulee monelle toimijalle tehokkaammaksi vaihtoehdoksi. Toisaalta, osaamisen, työtehon ja ylläpitokustannusten takia ei ole mielekästä panostaa moneen eri järjestelmään samanaikaisesti ja siten päätökseen vaikuttaa tilitoimiston aiemmat järjestelmäpanostukset. Lopuksi, vuokrattavan taloushallintojärjestelmän kustannukset voivat muodostua esteeksi ASP – palvelumallille.

Tilitoimisto on muutakin kuin automatisoitu koneisto

Sähköistymisestä puhuttaessa on hyvä muistaa, että taloushallinnon sähköiset toimintatavat ovat vain osa tilitoimistopalvelua. Asiantuntevaa ja henkilökohtaista palvelua ei voida koskaan korvata täysin automaatiolla. Kuten aiemmin mainittu, asiakas-tilitoimisto-suhde voi perinteisesti muodostua hyvin läheiseksi, jossa henkilökohtaisella palvelulla on suuri merkitys. Toimialalla

pientä asiakasvaihtuvuutta selittää nimenomaa nämä suhteet.

Lisäarvopalvelut ja erikoistuminen arvonnostattajina

Kuten mainittu, automaatio mahdollistaa tilitoimistojen nousun arvoketjussa. Tilitoimistot pystyvät keskittämään niukkoja voimavarojaan enemmän lisäarvopalveluihin tai erikoisoosaamiseen, jotka omaavat paremman katerakenteen sekä syventävät asiakkuuksia entisestään.

Tilitoimistoilla automaation myötä paranee sekä hinnoitteluvoima markkinoilla, mutta samalla se mahdollistaa lukuisten lisäarvopalveluiden tai erikoistumisen kehittämisen asiakasyhtiöille. Kyseiset palvelut voivat pitää sisällään esimerkiksi sisäisen laskennan tukipalveluita, johdon tukipalvelut, verosuunnittelu, rahoitussuunnittelu sekä lakiasianpalvelut.

Tilitoimistoille voi olla mielekästä, koosta riippuen, erikoistuminen tai laaja-alainen erikoispalveluiden hallinta. Jälkimmäisessä vaihtoehdossa tilitoimiston tarkoituksena on luoda enemmän lisäarvoa asiakkaalle luomalla ns. ”one-stop-shop”, liike, josta asiakas voi ostaa saman katon alta kaiken tarvitsemansa taloushallinnon palveluihin ja erikoispalveluihin liittyen.

Taloushallinnon henkilöstön työnkuva muuttuu radikaalisti perinteisestä kirjanpitäjistä liiketoiminnan päätöksenteon avustajaksi. Kaikkiin erikoispalveluihin tarvitaan omat valmiutensa ja osaava henkilöstö. Esimerkiksi asiakasyrityksen sisäisen laskennan tehokkaaseen hoitamiseen, tai kontrollointiin, tilitoimiston tulee hallita mm. kustannus- ja kannattavuuslaskenta, likviditeettiennusteet, sekä ymmärtää asiakasyrityksen liiketoiminta ja sen lainalaisuudet. Arvoketjussa vieläkin korkeammalla toimii esimerkiksi johdon strateginen laskentatoimi, joka keskittyy strategisen päätöksenteon tukemisessa taloushallinnon rooliin ja menetelmiin. Siinä erikoisoosaajat paikantavat, keräävät, valitsevat ja analysoivat informaatiota laskentatoimesta tukemaan yritysjohdon strategista päätöksentekoa.

Orgaaninen kasvu vai yritysostot

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 liiketoimintojen skaalasta. Skaalaedut edesauttavat automatisoidun tilitoimiston sekä asiantuntijapalveluiden kannattavuutta. Skaalaedut automaatiosta ovat selkeästi

suuremmat pidemmällä ajalla, joka mahdollistaa toimialalla myös kasvavan hintakilpailun. Erityisasiantuntijapalveluissa skaalaedut rajoittautuvat henkilöstöresursseihin.

Kuten edellä mainitsimme, kaikilla tilitoimistoilla ei tule olemaan voimavaroja vastata haasteeseen, mutta suuremmille yhtiöille murros luo toimialan fragmentoituneisuudesta johtuen vakaan kasvumarkkinan seuraaviksi 5-15 vuodeksi. Uskomme toimialan konsolidoitumisen kiihtyvän ja toimialan muokkaantuvan radikaalisti seuraavien 5-15 vuoden aikajänteellä.

Tilitoimistoja ei varmasti koeta aggressiivisiksi kasvuyrityksiksi Suomessa, mutta näkemyksemme mukaan markkinalla on suurta kysyntää kyseisille toimijoille. Talenom on kokoluokaltaan yksi varteenotettava haastaja markkinalla tulevaisuudessa Accountorin, Visman, Rantalaisen sekä mahdollisten ulkomaisten etabloitujien kanssa.

Orgaaninen kasvu laadukkaampi ja halvempi tapa kasvaa

Skaalan ja markkinaosuuden kasvattaminen saavutetaan joko lisäämällä onnistuneesti kilpailua hinnan, palvelunlaadun ja -laajuuden, myynnin ja markkinoinnin keinoin tai yritysostoin. Yritysostot ovat nopein tie kasvattaa skaalaa, mutta yritysostoihin liittyy aina suuri riski ostettavan kohteen yliarvottamisesta vajain tiedoin, eli kohteesta voidaan helposti maksaa liikaa rahaa. Yritysoston lopputuloksena saattaa tulla ”ähky” jonka sulattamiseen menee vuosia. Henkilöstön, palvelun, ohjelmistojen ja käytännön integroiminen tai rationalisointi on aikaa vievää. Ostajayrityksen tase voi paisua, tuloksenteekokyky voi taantua, tilitoimisto voi kohdata useamman sähköisen taloushallintojärjestelmän sulattamisen ja niin edelleen. Tästä huolimatta, Suomessa suurimpien tilitoimistojen kasvu perustuu erityisesti yritysostoihin, mistä Talenom on kuitenkin selkeä poikkeus.

Talenomin tapauksessa yhtiö on kasvanut historiansa aikana sekä orgaanisesti että yritysostoin. Yhtiö on kuitenkin valinnut tiensä orgaaniseen kasvuun. Syitä tähän on lukuisia aina käytettävistä rahavaroista taserakenteeseen asti, mutta operatiivisen liiketoiminnan kehittämisen edut ovat myös yksi tärkeimmistä syistä. 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	Yritystoissa peritään vanha sopimuskanta
Palvelumalli	Talenomin yhdenmukainen palvelumalli saadaan suoraan jalkautettua	Yritystotot 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	Rekrytointirisikit, koeaikapurut	Asiakas- ja henkilöstövaihdosriskit. Asiakassuhteet henkilöityvät vahvasti kirjanpitäjään
Lähde: Talenom ja Inderes.		
*Perustuu Talenomin johdon kokemukseen aiemmista yrityskaupoista.		

Kansainvälistymisen paineet toimialalla

Vaikka kansainvälistyminen ei ole Talenomin suurimpia haasteita varmasti vielä useaan vuoteen, on kansainvälistymisen painetta ja haasteita 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 tuolloin tilitoimisto törmää joko suomalaisiin yrityksiin, jotka hakeutuvat kotimarkkinoiden ulkopuolelle, sekä ulkomaalaisiin yrityksiin, jotka hakeutuvat Suomen markkinoille.

Kansainvälistyville suomalaisyrityksille kotimainen tilitoimisto ei välttämättä pysty tarjoamaan tarvittavaa palvelukokonaisuutta, vaan silloin on luontevampaa valita kohdemaan tunteva paikallinen tilitoimisto tai kansainvälinen tilitoimisto hoitamaan asioita. Luontevampi kohderyhmä suomalaiselle tilitoimistolle voi olla Suomen markkinoille pyrkivät yritykset. Tilitoimistot ovat oman alansa asiantuntijoita, joiden palveluita ulkomaiset yritykset tarvitsevat. Paikallisten säädösten ja lakien tunteminen on kilpailuetu suomalaisille tilitoimistoille. Haasteena asiakasyritykselle ovat erilaiset toimintatavat eri tilitoimistoissa eri maissa, erilaiset taloushallinnon järjestelmät ja ohjelmistot. Jos palvelut ostettaisiin yhdestä kansainvälisestä tilitoimistosta, olisi kokonaisuus hallinta mahdollisesti helpompaa. Myös asiakaskunnan liiketoimintojen kansainvälistyminen tuo huomattavia vaateita tilitoimistojen osaamiselle.

Tilitoimiston kansainvälistyminen

Kansainvälistyvällä tilitoimistolla on rajallinen määrä vaihtoehtoja valittavanaan tavassa, miten vieraille markkinoille pyritään. Tilitoimisto voi liittyä kansainväliseen ketjuun, jonka alaisuudessa tarjotaan palveluita asiakasyrityksille. Aktiivisempaa kasvu 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.

On selvää, että kumpaankin etabloitumisasteeseen liittyy merkittävä taloudellinen riski. Asiakasyritysten ja rahaliikenteen kansainvälistyessä tilitoimiston on pysyttävä muutoksessa mukana. Tämä asettaa valtavan haasteen sekä tilitoimiston henkilöstön osaamiselle, että taloushallinnon järjestelmien suorituskyvyille. Samanlaista muutostarvetta luo uudistuva lainsäädäntö, joka vaikuttaa jäsenyritysten raportointimenetelmiin ja tarpeisiin.

Tärkeimmät kilpailijat

Konsolidoimattomasta markkinasta johtuen Talenomilla on varsin rajallinen määrä kilpailijoita, jotka ovat keskittäneet voimavaransa kasvuun ja painisivat samassa kokoluokassa. Arviomme Talenomin pääkilpailijoiden koostuvan Accountorista, Vismasta sekä Administer:stä, jotka omaavat selkeämmin samankaltaisen ohjelmisto-tilitoimistorakenteen mitä Talenom. Selkeä etu mainituille kilpailijoille on oma taloushallintopalveluiden ohjelmistopalvelutarjonta. Yritysten pääfokuksesta johtuen, eri liiketoimintojen jatkuvuus osana konsernia voi kuitenkin olla kyseenalainen.

Visma on ollut erittäin aktiivinen tilitoimistojen ostajana ja yritys pyrkii selkeästi kasvattamaan skaalaansa.

Kyseisissä yrityksissä eri ohjelmistojärjestelmien määrän paljous voi luoda tehottomuutta. Tämä voi johtaa osalla asiakkaista epäselvään tai liian hankalasti hallinnoitavaan ohjelmistokokonaisuuteen. Toiseksi, yhtiöiden fokus ei yllä palveluliiketoiminnan tai erikoisosaamispalveluiden kasvattamiseen, mikä mielestämme olisi tärkeä kilpailuedellytys tulevaisuuden tilitoimistomarkkinalla.

Tämän lisäksi kilpailijakentän muodostaa +4000 pienyrittäjää, jotka pystyvät kilpailemaan henkilökohtaisilla ja pitkäkestoisilla asiakkuuksilla Talenomia vastaan. Näkemyksemme mukaan kyseiset yhtiöt kuitenkin tulevat kokemaan kilpailuympäristön muutoksen hyvin haasteellisena tulevaisuudessa. Taloushallinto-ohjelmiston ja järjestelmän lisensointi Accountorilta tai Vismalta on mahdollinen ratkaisu sähköistyvään tilitoimistomarkkinaan. Lisenssointimaksun kalleus tai erikoisosaamispalveluiden puute kuitenkin rajoittavat pienempien yritysten skaalautuvuutta huomattavasti. Kasvu kyseisillä yrityksillä voi tarkoittaa verkostoitumista saman yrityksen alle, tai franchising liiketoiminnan perustamista suurempien tilitoimistojen kanssa.

Talenom ja franchising

Talenom on maininnut aloittavansa franchising kokeilun H1'15 kuluessa, mutta kyseisistä suunnitelmista on tarjolla hyvin rajatusti informaatiota. Tietomme mukaan yhtiö voi harkita laajentumista maantieteellisesti Suomessa pienemmille paikkakunnille franchising toimintamallilla. Yrittäjävetoiseen liiketoimintaan kuuluisi osaksi palvelukeskuspalveluiden tarjonta sekä asiakkuuksien omistaminen Talenomille, joista hivenen kyseenalaistamme jälkimmäistä. Toimiessaan palvelukonsepti ja lisäarvopalvelut voivat kuitenkin sitouttaa asiakkuuden. Yksityisyrittäjä toimisi myynti- ja asiakaspäällikkönä

hankkimilleen asiakkaille ja saisi komission asiakkuuden tuomisesta ja hoitamisesta. Franchising liiketoiminnan perustaminen voisi edesauttaa Talenomia pienemmille paikkakunnille etabloitumisessa. Malli voi olla herkkä franchising toiminnan kriittiselle koolle, mutta sen ei pitäisi leikata Talenomin liiketoimintojen skaalautuvuutta, koska sekä palvelukeskusmallin että lisäarvopalveluiden tulisi hyötyä kyseisestä liiketoimintamallista.

Talenom ja kilpailijavertailu

	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: Talenom ja Inderes

Strategia ja kilpailuedut

Talenomin tavoitteena on kasvaa Suomen arvostetuimmaksi tilitoimistoksi. Yhtiö on valinnut selvän orgaanisen kasvun strategian hyötyäkseen tilitoimistoalalla vallitsevasta rakennemuutoksesta (sähköistyminen, lisäarvopalvelut, hintakilpailu sekä eläköityminen). Markkinalla on tilaa ja tilausta aggressiiviselle pelaajalle ja Talenom pyrkii olemaan markkinoilla aktiivinen kilpailija myyntityöllään, haastaen toimialan pienemmät pelaajat. Talenom omaa lukuisia kilpailuetuja suhteessa kilpailijoihin ja nämä edut pitävät sisällään: skaalaedut, palvelukeskusmalli, oma sähköinen taloushallinnon järjestelmä, automaation tuoma sisäinen tehokkuus, pieni asiakasvaihtuvuus, lisäarvopalvelut sekä laaja-alaiset erikoisasiantuntijapalvelut.

Aggressiivinen myynti orgaanisen kasvun taustalla

Talenomin pyrkii aggressiiviseen kasvuun

Tilitoimistoja ei koeta aggressiivisiksi kasvuyrityksiksi Suomessa, mutta uskomme markkinalla olevan suurta kysyntää tällaisille toimijoille. Talenom on kokoluokaltaan yksi varteenotettava haastaja markkinalla tulevaisuudessa muiden suurten kotimaisten toimijoiden sekä mahdollisten ulkomaisten etabloitujien kanssa. Talenom on valinnut orgaanisen tien kasvulleen lukuisista syistä, aina rahavaroista taserakenteeseen, sekä eduista operatiivisen liiketoiminnan kehittämisen. Talenom on selvästi ottanut markkinalla haastajan ja edelläkävijän roolin. Yhtiö toimii markkinalla aggressiivisena myyjänä ja pyrkii tehokkuudellaan, hinnoittelullaan, lisäarvopalveluilla sekä laaja-alaisilla erikoisosaamispalveluilla luomaan paremman tilitoimistopalvelun pk-yrityksille Suomessa.

Talenomin keskeiset kilpailutekijät



Lähde: Talenom ja Inderes

Talenomin kilpailuedut perustuvat tehokkuuteen

Talenomin keskitetty palvelukeskusmalli on omiaan luomaan yhtiölle skaalaetuja sähköisten tilitoimistopalvelujen tuottamisessa asiakkaille. Skaalan ja markkinaosuuden kasvattaminen saavutetaan joko lisäämällä onnistuneesti kilpailua hinnan, palvelulaadun ja -laajuuden, saatavuuden, sekä myynnin ja markkinoinnin keinoin. Talenom panostaa kasvuun eritoten myyntiorganisaationsa kautta.

Sisäisiä tehokkuusmittareita on tilitoimistoalalla lukuisia. Sivulla 19 olevat graafit näyttävät näistä mittareista keskeisimpiä Talenomin osalta. Talenomin mukaan tositteen läpimenoaika on sen palveluissa tällä hetkellä 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. Uskomme läpimenoajan pienentymiseen tulevaisuudessa, mutta se tuomia kustannussäästöjä on tässä vaiheessa vielä erittäin vaikea arvioida tiedon puutteen takia. Koemme kuitenkin uuden järjestelmän kulurakenteen muodostuneen yritykseen jo etupainotteisesti kun taas tulevia hyötyjä on odotettavissa seuraaville vuosille.

Strategiset ja taloudelliset tavoitteet

Talenomin vahva kasvuhakuisuus on erittäin perusteltua markkinassa, jossa markkinaosuudet tullaan jakamaan uudestaan. Yhtiön tärkeimpänä strategisena tavoitteena on kasvaa keskipitkällä aikavälillä keskimäärin 15–20 % per vuosi. Kasvutavoite on kunnianhimoinen, sillä Talenom on sanonut poissulkevansa tehottomat ja kalliit yritysostot kasvustaan. Kasvutavoite on myös korkea ennustamaamme 0-2 %:n markkinakasvuun nähden. On selvää, että Talenom pyrkii voittamaan markkinoilla markkinaosuutta etenkin pienemmiltä toimijoilta.

Yhtiö panostaa hyvin voimakkaasti uusasiakashankintaan ja mielestämme Talenomin taloudellinen vuosi 2014 osoittaa kasvustrategian toimivuuden. Pienempien kilpailijoiden haastamisen rinnalla yhtiö tulee jatkossa panostamaan erityisosaamispalveluiden tarjontaan, jonka pitäisi

edesauttaa kasvua. Yhtiö on myös kaavailemassa uusien liiketoimintamallien, kuten franchising-mallin käyttöönottoa, joka voisi toimia vaihtoehtona pienemmille tilitoimistoille kiristyvässä kilpailussa. Ensimmäiset pilottiyrittäjät aloittavat keväällä 2015. Franchising-mallissa Talenom tarjoaa keskitetyn palvelukeskusmallin käyttöä yrittäjille, mutta pyrkii saamaan asiakkuudet omiin nimiinsä. Uskomme, että Talenom voi rantautua uusille paikkakunnille Suomessa nykyisen 18 paikkakunnan lisäksi. Odotamme kuitenkin laajentumisen olevan määrätietoista sekä rajattua. Laajentumiseen Talenom voisi alkaa käyttämään edellä mainittua franchising liiketoimintamallia.

Arvioimme yhtiön voimavarojen olevan kuitenkin erittäin rajatut laajentumiselle Suomen rajojen ulkopuolelle. Kyseinen laajentuminen ei mielestämme ole edessä vielä moneen vuoteen tai ennen kuin Talenom on saanut kasvettua kotimarkkinallaan selkeästi vahvempaan asemaan jonka kassavirta tukisi etabloitumista uudelle markkinalle.

Kasvun hinta ja kannattavuus

Talenomin johdon arvion mukaan myyntipanostukset ovat keskimäärin 70–85 % ensimmäisen vuoden asiakkaan tuomasta liikevaihdosta. Asiakkuudet toimialalla ovat historiallisesti olleet hyvin pitkät (noin 25 vuotta), mutta kiristyvän kilpailun myötä asiakkuuksista tulee pitää jatkossa enemmän huolta. Talenomin etuna on hyvin korkea asiakastytyväisyys (86 %) sekä erittäin korkea jatkuvan liiketoiminnan osuus (n. 94 % liikevaihdosta). Asiakastytyväisyyttä ja pitävyyttä yhtiö pyrkii parantamaan lisäarvopalveluilla sekä erityisasiantuntijapalveluilla.

On tärkeää huomioida, että uusasiakashankinta luo kuluja hyvin etupainotteisesti. Käyttöönottokulujen lisäksi yhtiölle muodostuu asiakkaan opetuskulut uuteen järjestelmän, jotka painavat kassavirran negatiiviseksi ensimmäisiksi kuukausiksi. Pois lukien uusasiakasmyynnin kustannukset, uusi asiakas muodostuu kumulatiivisesti kassavirtaposiitiviseksi noin 6 kuukauden kuluttua yhtiön oman arvion mukaan. Mikäli myyntipanostukset huomioidaan kassavirtaan, niin uusi asiakas muodostuu kumulatiivisesti kassavirtaposiitiviseksi noin 2 vuoden kuluttua. Pitkät asiakassuhteet huomioiden uusasiakashankinta on kuitenkin erittäin kannattavaa pidemmällä aikavälillä.

Talenomin strategia

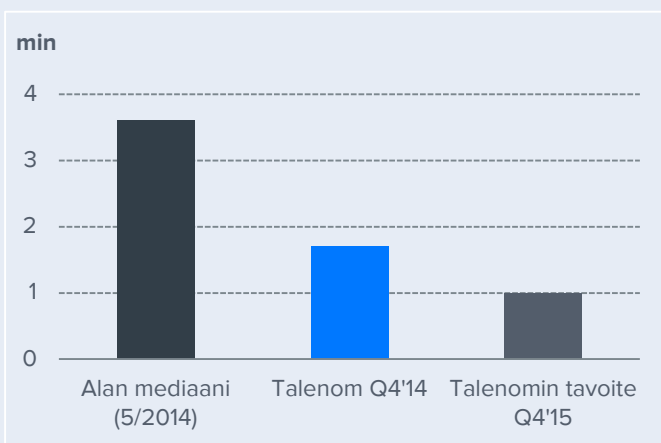
Talenomin strategiset ja taloudelliset tavoitteet

Päätavoitteet	Kuvaus	Taloudelliset tavoitteet
Orgaanisen Kasvun jatkaminen	<ul style="list-style-type: none"> • Voimakas panostus uusasiakashankintaan • Edelläkävijyyden säilyttäminen palvelutarjonnassa • Asiantuntija- ja muiden täydentävien palveluiden osuuden kasvattaminen • Lisämyynti nykyisille asiakkaille • Uusien liiketoimintakonseptien käyttöönotto • Laajentuminen uusille paikkakunnille Suomessa ja laajentumisen selvitys Suomen ulkopuolelle 	<p>15 – 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> • Keskimääräinen liikevaihdon kasvu
Palvelutuotannon prosessien kehittäminen	<ul style="list-style-type: none"> • Palvelutuotannon prosessien kehittäminen ja tehostaminen <ul style="list-style-type: none"> • Automaatioasteen nosto • Läpimenoaikojen lyhentäminen • Sähköisen asiainnin lisääminen • Käyttöönottoprosessin helpottaminen 	<p>20%</p> <ul style="list-style-type: none"> • Keskimääräinen käyttökatetaso

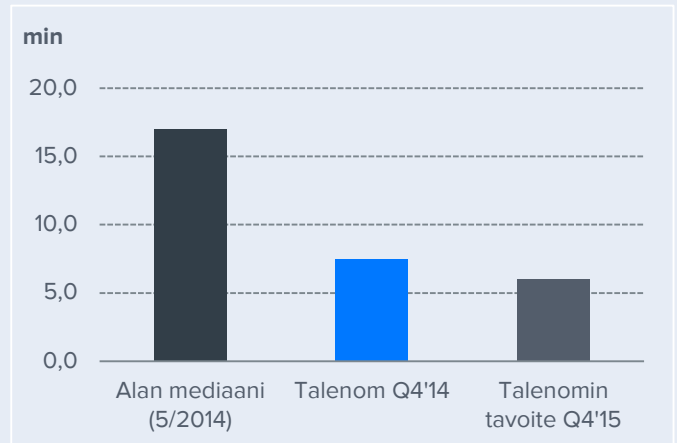
Lähde: Talenom

Talenomin tehokkuusmittareita ja tavoitteita

Ostolaskutositteen käsittelyajat



Palkkalaskelmien käsittelyajat



Lähde: Taloushallintoliitto, TAL-mittarit vuonna 2014 (alan yritysten mediaaniluvut), Talenom

Taloudellinen tilanne

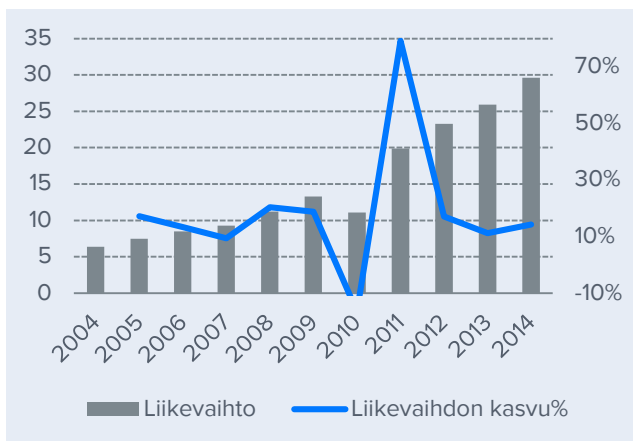
Talenomin taloudellinen tilanne on vakaa, mutta yritys tarvitsee lisää pääomaa pystyäkseen jatkamaan tai jopa nopeuttamaan kasvua entisestään. Talenomilla on vankka kasvuhistoria, keskimääräisen vuosikasvun ollessa 16 %:n luokkaa vuosina 2004–2014 (sisältäen yritysostot), tai 13 % vuosina 2011–2014. Näkemyksemme mukaan yhtiön kulurakenne on paisunut mittavien järjestelmäinvestointien, palvelukeskuskonseptin sekä aggressiivisen myyntiponnistelun myötä tasolle, joka ei kuvasta yhtiön potentiaalista kannattavuutta pidemmällä aikajänteellä. Nykyisten ponnistelujen myötä liiketoiminnan kasvu tulee tasaannuttamaan kannattavuuden. Yhtiön raportoitu käyttökate marginaali (EBITDA - %) on ollut 17–21 %:n luokkaa vuosina 2011–2014, mutta on huomattava, että Talenom aktivoi myynnin ja käyttöönoton henkilöstö- ja muita kuluja taseeseensa 50 % uusiasiakasliikevaihdosta. Kasvun kulujen aktivoineilla oikaistu EBITDA - % oli vuonna 2014 9,3 %. Aktivoinnit mukaan lukien, rahavirta investointien jälkeen oli niukasti negatiivinen vuosina 2013–2014.

Uusi pääoma turvaisi kasvun jatkuvuuden

Todistettavasti kasvuyhtiö

Talenomilla on vankka kasvunhistoria taustallaan, keskimääräisen vuosikasvun ollessa 16 %:n luokkaa vuosina 2004–2014 (sisältäen yritysostot), tai 13 % vuosina 2011–2014. Vuonna 2014 yhtiön liikevaihto kasvoi organisesti 14 % 29,6 MEUR:oon. Kasvu ylitti moninkertaisesti markkinakasvun (3 %), mikä kuvastaa markkinaosuuden voittamista tilioimistomarkkinalla.

Talenomin liikevaihto ja kasvu



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

Kannattavuus ja aktivointien merkitys

Talenomin käyttökate (EBITDA) oli 6,3 MEUR vuonna 2014, marginaalin ollessa 21,3 %. Arviomme mukaan yhtiön kulurakenne on paisunut mittavien järjestelmäinvestointien, palvelukeskuskonseptin sekä aggressiivisen myyntiponnistelun myötä tasolle, joka ei kuvasta yhtiön

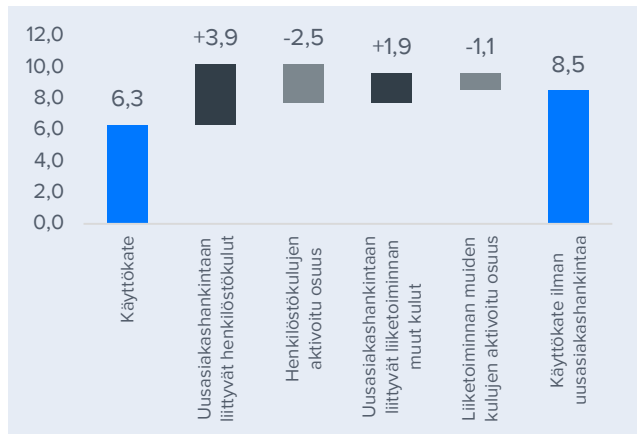
potentiaalista kannattavuutta pidemmällä aikajänteellä. Uusiasiakashankintaan liittyvät henkilöstö- ja muut kulut (esim. käyttöönotto) (tai niin sanotut kasvun kulut) olivat noin 5,8 MEUR vuonna 2014, eli noin 19,6 % liikevaihdosta, tai 92,1 % käyttökateesta. Kyseinen kulusuhde on erittäin korkea ja mielestämme se ei anna todellista kuvaa Talenomin kulurakenteesta pitkällä aikavälillä. Arviomme mukaan Talenom tarvitsisi noin 1,5–2,0 MEUR:n myyntihenkilöstökulut vuodessa pitääkseen liikevaihtonsa stabiililla tasolla (ennuste 2014 – 2017e).

Talenomin raportoitu käyttökate marginaali (EBITDA - %) on ollut 16–21 % tasolla vuosina 2011–2014, mutta on huomattava, että Talenom aktivoi henkilöstö- ja muita kuluja taseeseensa 50 % uusiasiakasliikevaihdosta FAS-kirjanpitolainsäädännön sallimissa rajoissa (IFRS-säädännön mukaan kyseinen menetelmä ei olisi sallittu). Mielestämme, kyseinen menetelmä on aggressiivinen kirjanpito tapa, mutta se pyrkii antamaan todenmukaisemman kuvan yhtiön todellisesta kannattavuudesta. IFRS-maailmassa kyseiset erät tulisi kirjata suoraan kuluksi, joka vähentäisi yhtiön käyttökate. Laskelmamme mukaan Talenomin puhdistettu EBITDA - % kasvun kulujen aktivoineilla (uusmyynti ja käyttöönotto) oli 9,3 % vuonna 2014.

Oikaisu stabiilille kasvulle antaa paremman kuvan kannattavuudesta pidemmällä aikajänteellä. Stabiilissa, ei kasvua olevassa teoreettisessa tilanteessa vuonna 2014, arviomme uusmyynnin ja käyttöönoton aktivoinnit oikaistu käyttökate marginaalin olleen noin 24,5 % (7,2 MEUR).

Kaikki uusiasiakashankintaan liittyvät henkilöstö- ja muut kulut (eli kasvun kulut) sekä aktivoinnit poistettuna EBITDA oli 8,5 MEUR tai 29,0 % liikevaihdosta vuonna 2014. Ilman kyseisiä kuluja raportoitu kasvu ei kuitenkaan olisi ollut mahdollista. Siksi Inderes on pyrkinyt luomaan oikaisun stabiilille kasvulle.

Asiakashankinnan vaikutus käyttökatteeseen



Lähde: Talenom

Talenom on aloittanut myös uusille paikkakunnille laajentumiseen liittyvien kulujen aktivoimisen 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.

Liikearvo ja sen poistaminen

Yritystä on päämitetty viimeksi vuonna 2013, jolloin myös omistajarakenne muuttui. Yhtiölle muodostui pääomalainoista velkaa taseeseen noin 25 MEUR sekä konserniliikearvoa (18,4 MEUR jäljellä), jota yritys poistaa FAS:in mukaan tasapoistoin 15 vuodessa. Vuotuinen poisto on noin 1,6 MEUR. Sijoittajan on hyvä huomioida, että kyselistä poistoa ei sallittaisi IFRS-säännösten mukaan.

Raportoitu liikevoitto oli 1,5 MEUR, tai 5,2 % (EBIT- %) liikevaihdosta vuonna 2014. Uusmyynnin ja käyttöönoton aktivoinnit (eli kasvun kulut) sekä liikearvopoistot puhdistettuna EBIT oli MEUR 2,3 tai 7,8 % liikevaihdosta vuonna 2014.

Velkaisuusaste korkea omistajajärjestelyn myötä

Talenomin liiketoiminnan tulorahoitus on ollut positiivinen vuosina 2013–2014, mutta huomioiden lyhytaikaisen velan lisäys sekä investoinnit, rahavirta investointien jälkeen on painunut negatiiviseksi vuosina 2013–2014.

Talenomille muodostui edellisestä pääomituksesta 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 velkaantuneisuusaste on huomattava. Velan määrä suhteessa omaan pääomaan on moninkertainen. Oma pääoma viime vuoden lopussa oli 0,7 MEUR, kun korolliset nettovelat olivat noin 27,6 MEUR. Nettovelka / EBITDA-kerronin vuodelle 2014 oli noin 3,2 - 10,0x riippuen käytetyistä oikaisueristä käyttökatteessa (raportoitu 4,1x). Nettovelka / EBITDA kerronin uusmyynnin ja käyttöönoton aktivoinnit oikaistulle sekä stabiilin kasvun tilanteelle oli arviomme mukaan 3,8x.

Yhtiö maksaa pääomalainalle (juniorilainat) 6-8 % korkoa, joka rasittaa nettutuloksen muodostumista yhtiön omistajille. Lainat ovat yhtiön pääomistajilta, joten velkojen uudelleenjärjestely olisi mielekästä uusille potentiaalisille osakkeenomistajille.

Velkaantumisen lisääminen ei välttämättä ole Talenomille enää mahdollista kasvun tukemisessa, vaan uskomme, että mahdollinen listautuminen ja pääsy pääomamarkkinoille hyödyntäisivät Talenomia suuresti kasvuvauhdin turvaamisessa.

Osinkopolitiikka

Talenomin hallituksen mukaan yhtiö harjoittaa rahavirtoihin perustuvaa osinkopolitiikkaa, jonka mukainen tavoiteosinko on noin 20–50 % osakekohtaisesta tuloksesta. Yhtiö kuitenkin arvioi vuosittain voitonjaon edellytykset siten, ettei mahdollinen voitonjako vaaranna yhtiön strategiassa asetettuja kasvutavoitteita tai muita taloudellisia tavoitteita. Inderes arvioi Talenomin varojen suuntautuvan ensisijaisesti kasvun rahoitukseen lyhyellä tähtämellä.

Ennusteet ja arvonnääritys

Ennustamme Talenomin kasvun jatkuvan vahvana vuosina 2015-2017e. Talenom selvästi pyrkii olemaan markkinoilla aktiivinen kilpailija aggressiivisella myyntityöllään haastaen toimialan pienemmät pelaajat. Ennustamme yhtiön liiketoimintojen kasvavan keskimäärin 15–18 % vuodessa seuraavana kolmena vuotena. Odotamme voimakkaasti skaalautuvan liiketoiminnan parantavan yhtiön kannattavuutta ripeästi, vaikkakin liiketoiminnot säilyvät kassavirtanegatiivina vuonna 2015 jatkuvien investointien myötä, jolloin yhtiö tulee tarvitsemaan rahoitusta. Käyttökateen parannukseen tulee ensisijaisesti vaikuttamaan etupainotteisten kulujen kasvun tasaantuminen. Esimerkiksi henkilöstökulujen kasvu tulee pieneneään suhteessa liikevaihdon kasvuun merkittävästi. IT-järjestelmäkehityksen sisäistäminen sekä ulkopuolisten palveluiden kysynnän pienentyminen skannauspalveluiden siirtyessä osaksi yhtiön omia toimintoja tulevat myös pienentämään kuluja suhteessa liikevaihtoon. Ennustamme raportoidun käyttökatemarginaalin paranevan 25–30 %:iin vuosina 2015–2017 (kasvun kulujen aktivoineista puhdistetun EBITDA:n ennustetaan paranevan 9,3 %:sta 21,2 %:iin). Arvioimme Talenomin arvoksi 52,5 MEUR kassavirtalaskelmalla. Tämä vastaa EV / EBITDA kerrointa 9,2x (15,5x kasvun kulujen aktivoinnit puhdistetulla EBITDA:lle tai 7,7x aktivoinnit puhdistetulle sekä stabiilin kasvun EBITDA:lle) vuoden 2015 ennusteilla laskettuna.

Ennusteet

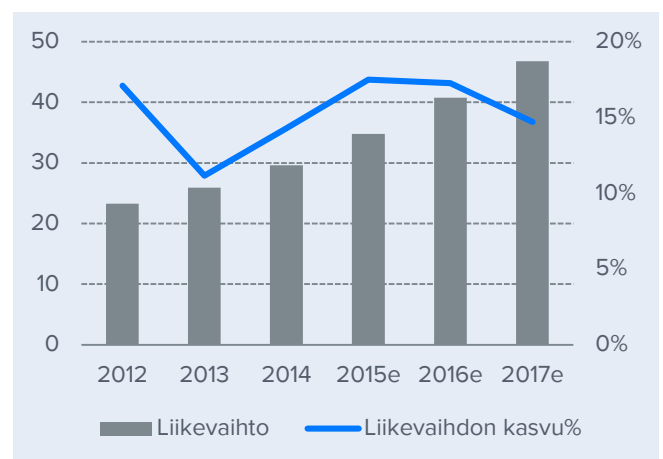
Vankka liikevaihdon kasvu vuosille 2015–2017

Vaikeasta taloussuhdanteesta johtuen ennustamme, että tilitoimistoalalla voi olla vaikeaa nostaa hinnoitteluaan historialliseen tapaansa lähivuosina. Toiseksi, sähköistyvä taloushallinnon palveluidentarjonta tulee luomaan selvän hintaeroosion perinteisille tilitoimistopalveluille, kun taas syntyvää liikevaihtokuoppaa pyritään täyttämään lisäarvopalveluilla. Inderes ennustaa markkinan jatkavan kasvua, mutta noin 0-2 %:n vuosivauhdilla.

Uskomme, että markkinan kasvun hidastuminen ei kuitenkaan tule merkitsemään kasvuhakuiselle Talenomille liiallisia haasteita. Alalta poistuminen tulee luomaan markkinalla runsaasti tilaa kasvulle markkinaosuuksien voittamisen myötä seuraavina vuosina. Talenomin keskitetty palvelukeskusmalli on omiaan luomaan 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. Uskomme tilitoimistoyrittäjien eläköitymisen edesauttavan Talenomin kasvua lähitulevaisuudessa. Uskomme myös Talenomin vankan kasvun jatkuvan selkeiden kilpailuetujen saattamana suhteessa kilpailijoihinsa nähden. Emme usko hintaeroosion muodostuvan kasvua haittaavaksi tekijäksi ennen kuin markkinan konsolidaatio etenee merkittävästi.

Ennustamme Talenomin liiketoimintojen kasvavan keskimäärin 15–18 % vuodessa seuraavana kolmena vuotena, sisältäen 5 %:n asiakasvaihtuvuuden tyytymättömistä asiakkaista, konkurseista sekä yrityskaupoista johtuen. Yhtiön strategian mukaisesti emme mallinna yritysostoja osaksi Talenomin kasvua tuleville vuosille. Useamman vuoden aggressiivinen myynti on luonut yhtiölle laajahkon tarjouskannan markkinalle jonka uskomme myös materialisoituvan seuraavina vuosina.

Ennustettu liikevaihdon kasvu 2015-2017e



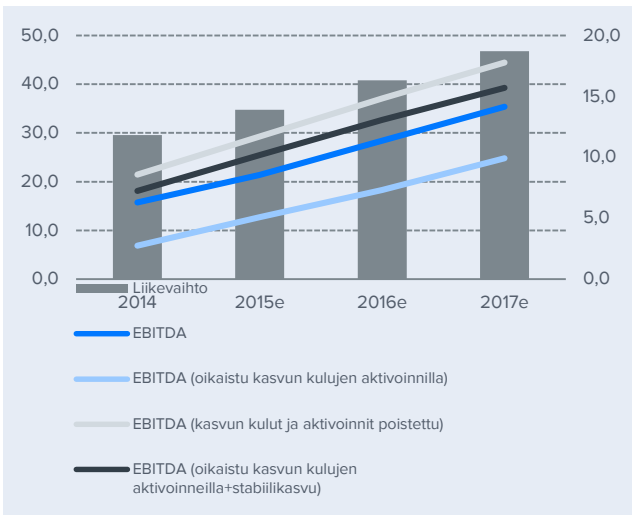
Lähde: Talenom tilinpäätöstiedot, ennusteet Inderes

Kulutarkastelu ja skaalautuvuus

Odotamme voimakkaasti skaalautuvan liiketoiminnan parantavan Talenomin kannattavuutta selvästi. Yhtiön nykyinen kulutaakka on rakennettu jo pitkälti tulevalle kasvulle sekä palvelukeskuksien käyttöä varten. Käyttökatteen parannukseen tulee ensisijaisesti vaikuttamaan etupainotteisten kulujen kasvun tasaantuminen suhteessa liikevaihdon kasvuun tulevina vuosina. Eritoten henkilöstökulujen kasvu tulee tasaantumaan suhteessa liikevaihtoon kun henkilöstötarpeet myyntiin sekä uusien asiakkaiden koulutukseen ja asiakkaaksi ottamiseen tulevat pienenemään. IT-järjestelmäkehityksen sisäistäminen on myös loppuunsaatettu ja henkilöstöresurssien nykyisen määrän pitäisi riittää. Ulkopuolisten palveluiden kysynnän pieneneminen skannauspalveluiden siirtyessä Itellalta osaksi yhtiön omia toimintoja tulisi myös pienentää kulutaakkaa suhteessa liikevaihtoon.

Kulutaakan pienenemisestä huolimatta Talenomin myyntipanostukset tulevat jatkumaan erittäin korkealla tasolla vuosina 2015–2017 ollen noin 17–19 % liikevaihdosta, arviomme mukaan. Uusmyyntiin ja käyttöönottoon liittyvien kulujen aktivoiminen (50 % uusasiakasmyynnistä) antaa todellisesta kulutaakasta liian positiivisen kuvan, mutta lopputulos kuvastaa paremmin yhtiön kannattavuutta pidemmälle aikajänteelle. Oheinen taulukko valottaa eri EBITDA-eriä ja oikaisujen vaikutuksia ennusteisiimme.

EBITDA ennusteet ja oikaisut 2014-2017e



Lähde: Talenom ja Inderes ennusteet

Ennustamme raportoidun käyttökatemarginaalin paranevan 25–30 %:iin vuosina 2015–2017. Kasvun kulujen aktivoinnilla oikaistun EBITDA- %:n ennustetaan paranevan 9,3 %:sta 14,6 – 21,2 %:iin vuosina 2015 - 2017.

Liikevaihto, uusmyynti sekä eri kulujen osuus liikevaihdosta 2014-2017e

	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	29,6	34,8	40,8	46,8
Uusmyynti	7,2	7,0	8,1	8,4
Materiaalit ja palvelut % liikevaihdosta	6,5 %	6,1 %	5,7 %	5,4 %
Henkilöstökulut % liikevaihdosta	54,7 %	52,9 %	51,0 %	49,2 %
Liiketoiminnan muut kulut % liikevaihdosta	19,4 %	18,1 %	16,9 %	16,5 %
EBITDA-% (raportoitu)	21,3 %	24,6 %	27,9 %	30,3 %

Lähde: Talenom ja Inderes ennusteet. Vuoden 2014 uusmyynti on Inderesin ennuste.

Ennustamme henkilöstökulujen laskevan noin 2 prosenttiyksiköllä vuodessa suhteessa liikevaihtoon tarkasteluperiodilla kasvavan liikevaihdon, skaalaetujen ja kulukontrollin ansiosta. Aggressiivisempaan myynninkasvuun tarvittava kulutaakka tulisi vaikuttamaan kannattavuuteen negatiivisemmin lyhyellä aikavälillä, mutta skaalan tuoma vipu edesauttaisi operatiivisen kannattavuuden paranemista myöhempänä ajanjaksona.

Raportoitu nettovoitto vahvemmin plussalle

Ennustamme Talenomin raportoidun nettovoiton palautuvan vahvemmin plussalle vuosina 2015–2017. Ennustamme nettovoittomarginaalin yltävän 4 %:iin vuonna 2015 ja 10 %:iin vuonna 2017. Uusasiakasmyynnin henkilöstökulujen aktivoinnit ja liikearvopoistot oikaistuna, nettovoittoprosentti olisi hivenen vahvempi kuluvalle vuodelle (7,0 %). Vuodelle 2017 ennustamme vastaavan nettovoittoprosentin kasvavan noin 13 %:iin (ATK – ja verkkopalvelukehityksen menojen aktivointia ei ole oikaistu).

Ennustamme Talenomin operatiivisen rahavirran olevan selkeästi positiivinen vuosille 2015–2017. Ennustamallamme kasvuvauhdilla rahavirta IT-järjestelmäkehitys ja uusasiakasmyynti-investointien jälkeen tulee olemaan negatiivinen vuonna 2015.

Arvostus

DCF-arvonmääritys

Talenomin arvonmääritys kassavirtalaskelmalla on herkkä arvioidulle liikevaihdon kasvulle sekä liiketoimintojen skaalautuvuudelle. Eritoten henkilöstökulujen muutoksella suhteessa liikevaihtoon on suuri merkitys kannattavuuden muodostumisessa.

Olemme mallintaneet Talenomille voimakkaan kasvun markkinaosuuksien voittamisen myötä. Ennustamme kasvun tasaantuvan markkinaosuustason myötä ja asetuvan 2 %:iin horisontissa. Ennustamme kannattavuuden paranevan asteittain, mutta palautuvan 10 %:iin horisontissa, jossa toimialalla vallitsisi vireä kilpailu (vastaa 11 % EBITDA-marginaalia, mistä aktivoinnit on poistettu)

Olemme pyrkineet minimoimaan mallinnuksessa lukuisten eri poistoerien sekä aktivointien vaikutusta arvon muodostukseen poistamalla liikearvopoistot, aktivoinnit sekä niistä syntyvät poistot ennen horisonttia. Mallinamme myös yrityksen investointitarpeen säilyvän horisontissa jatkuvien ohjelmistokehitystarpeiden ansiosta (1,5–2,0 % liikevaihdosta) ja investointien suhteen poistoihin olevan 110 %.

Ennustamme lisäystä käyttöpääoman tarpeeseen kasvun vahvimille vuosille, jonka jälkeen odotamme tarpeen palautuvan normaalimmalle tasolle.

Tavoiteltu velkaantumisaste on asetettu 10 %:iin horisontissa. Oman pääoman kustannuksena käytämme 11,1 % ja vieraan pääoman kustannuksena 8,0 %. Käyttämämme WACC muodostuu 10,6 %:ksi. Käytämme arvonmäärityksessä Inderesin vakiintuneita muuttujia. Odotamme kuitenkin Talenomin velkaantuneisuuden poistuvan kannattavuuden ja oman pääoman lisäyksen myötä.

WACC on suhteellisen korkea tiloimistotoimialalle, mutta yrityksen pieni koko, aggressiivinen kasvuhalu sekä taserakenne puoltavat korkeaa pääoman keskimääräistä kustannusta arvonmäärityksessä.

Velattoman yhtiön arvostukseksi muodostuu 78,5 MEUR. Oman pääoman arvoksi arviomme on 52,5 MEUR. Oman pääoman kustannus on asetettu kohtalaisen korkeaksi ja horisontti- tai terminaaliarvo muodostaa 40 % laskelman arvosta, mitkä kuvastavat konservatiivista hinnoittelua yhtiölle. Arvostuksessa ja ennusteissa on mielestämme huomattavaa nousupotentiaalia, mikäli Talenomin kasvu ylittää ennusteemme.

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,0 %
Yrityksen Beta	1,8
Markkinoiden riski-preemio	4,8 %
Likviditeettipreemio	0,5 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,6 %

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
Liikevoitto	1,5	3,5	5,5	7,5	11,8	12,5	12,1	10,3	9,4	8,2	8,3	
+ Kokonaispoistot	4,7	5,1	5,9	6,6	7,6	7,9	8,9	10,1	9,7	0,8	0,9	
- Maksetut verot	-0,2	-0,4	-0,7	-1,1	-2,1	-2,3	-2,3	-2,0	-1,9	-1,6	-1,7	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	0,0	-0,7	-0,8	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operat. kassavirta	5,9	7,2	9,5	12,9	17,4	18,3	18,8	18,5	17,3	7,4	7,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-6,9	-6,3	-7,0	-7,3	-6,7	-5,7	-3,9	-3,6	-0,2	-1,2	-1,4	
Vapaa oper. kassavirta	-1,0	0,9	2,5	5,6	10,6	12,6	14,8	14,9	17,1	6,1	6,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,0	0,9	2,5	5,6	10,6	12,6	14,8	14,9	17,1	6,1	6,1	72,9
Disk. vapaa kassavirta		0,8	2,1	4,3	7,3	7,8	8,3	7,6	7,9	2,6	2,3	27,5
Disk. kum. vap. kassav.		78,5	77,7	75,6	71,4	64,0	56,2	47,8	40,2	32,4	29,8	27,5
Velaton arvo DCF		78,5										
- Korolliset velat		27,6										
+ Rahavarat		1,6										
Oman pääoman arvo DCF		52,5										

Arvostuskertoimet ja verrokkiryhmä

Talenomille on vaikeaa löytää hyvää verrokkiryhmää. Tämä johtuu eritoten listattujen yritysten puutteesta tilitoimistoalalla sekä Talenomin FAS-kirjanpidosta.

Verrokkiryhmämme koostuu muutamasta ulkomaalaisesta kilpailijasta sekä kotimaisista IT- / ohjelmistoyrityksistä, joiden tase ja pääoman tarpeet muistuttavat Talenomia. Yhtiöitä myös yhdistää voimakas ohjelmistokehitystarve tulevaisuudessa. Arvostuskerrointa määritettäessä Talenomia tulee tarkastella yhtiönä, jonka jatkuvan liiketoiminnan osuus on erittäin suuri, n. 94–95 %, liiketoiminta on erittäin skaalautuvaa, sekä yhtiönä, joka kilpailuetujensa myötä kasvaa nopeasti.

Näkemyksemme mukaan yhtiön arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Liiketoiminnan jatkuvuus on 94–95 % joka kuvastaa hyvin defensiivistä markkinaa
- Kilpailuedut auttavat kasvamaan markkinaa selvästi nopeammin konsolidoituvassa markkinassa
- Hyvin skaalautuva liiketoiminta
- Yksi kotimarkkinan edelläkävijöistä sekä vahvistuva brändi

Tästä huolimatta relatiivisen analyysin tekeminen eri yhtiöiden välillä ei välttämättä ole mielekästä liiketoimintojen eroavuuksien sekä eri kirjanpitostandardien ja -tapojen takia. Verrokkiryhmän keskimääräinen EV/EBITDA'15e kerroin on 7,7x ja EV/EBIT'15e kerroin on 11,0x.

Inderes arvioi, että osakemarkkina on valmis hyväksymään edellä mainitut arvostusta tukevat tekijät ja hinnoittelemaan yhtiön 8-10x EV/EBITDA (raportoitu)-kertoimella. Vuoden 2015 EBITDA:aa (raportoitu) käyttäen, Talenomin osakekannan arvoksi muodostuisi 42,0 – 59,2 MEUR, 8-10x kertoimilla.

Vuoden 2015 EBITDA:aa (oikaistuna kasvun kulujen aktivoinnilla sekä stabiiliin kasvun kulurakenne) käyttäen, Talenomin osakekannan arvoksi muodostuisi 55,1–75,5 MEUR, 8-10x kertoimilla. Vuodelle 2016 vastaavat arvot ovat 79,0–105,1 MEUR.

Yhtiön arvo nousee kerroinanalyysissä nopeasti, johtuen yhtiön voimakkaasta skaalaedusta ja tulosvivusta. Vaikka arvostuksemme on maltillinen suhteessa lähivuosien tulosennusteisiimme, heijastelee se mielestämme yhtiön ripeään ja pääomaa vaativaan kasvuun liittyviä riskejä.

Laskemamme oman pääoman arvoa DCF-mallissa vastaa EV/EBITDA (raportoitu)-kerroin 9,2x vuodelle 2015.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimia

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E (oikaistu)	
Yhtiö	EUR	MEUR	MEUR	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e
PRGX Global	3,71	91,4	70,1	17,2	N.A.	3,6	3,3	70,0	37,1
Paychex	48,90	16791,3	16236,8	16,3	15,0	14,7	13,6	26,4	24,4
Xchanging	131,25	453,4	462,5	5,2	4,7	3,8	3,5	11,4	9,9
Zalaris	32,50	73,8	66,1	10,0	8,6	9,1	7,9	16,6	14,1
Affecto	3,59	80,6	81,7	6,4	5,6	5,9	5,2	8,3	7,1
Innofactor	1,12	36,3	46,0	11,8	10,6	8,6	8,0	14,1	12,6
Siili	17,93	34,7	32,7	14,4	12,5	8,1	7,3	12,0	11,3
Solteq	1,81	27,1	27,2	9,5	8,9	6,4	6,2	12,9	11,3
Soprano	0,74	13,5	13,3	11,0	8,3	7,7	6,1	13,4	9,3
Talenom									
Keskiarvo				11,3	9,3	7,5	6,8	20,6	15,2
Mediaani				11,0	8,8	7,7	6,2	13,4	11,3

Lähde: Bloomberg, data kerätty 15.4.2015

Toteutuneet yritysostot arvostuksen ohjaajana

Mielekkäämmän kuvan arvostuksesta voi antaa toimialalla tehtyjen yritysostojen toteutuneet kauppahinnat sekä kertoimet. Näissäkin on huomioitava ostokohteiden eroavuudet sekä eri kirjanpito-standardit. Yritysostoihin liittyy myös lähes aina ostopreemion maksaminen ostokohteesta, joka on hyvä pitää mielessä. Paremman puutteessa toimialalla tai verrokkiryhmässä tapahtuneet yrityskaupat sekä listautumiset (IPO) kuitenkin valottavat arvostuskertoimia.

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 yritysostoja koska kohteiden liiketoiminnat parhaiten vastaavat Talenomien toimintoja.

Inderesin mielestä mediaaniarvot antavat parhaimman kuvan transaktioiden hinnoittelusta sekä kohteiden keskimääräisestä arvostuksesta. Mediaani EV/EBITDA yrityskaupoista on ollut noin 11,5x, kun EBITDA-marginaali on ollut keskimäärin 20 %.

Mielestämme yrityskauppojen historiallinen (mutta mahdollisimman lähellä vuotta 2015) hinnoittelu antaa tukeaa laskemallemme Talenomien DCF-arvolle. Laskemamme oman pääoman arvo DCF-mallissa vastasi 9,1x EV/EBITDA-kerrointa vuodelle 2015. Vuodelle 2016 vastaava ennustettu kerroin on 6,8x.

Talenomin arvo MEUR 51–56 haarukassa

Ottaen huomioon DCF-laskelman, EV/EBITDA – kertoimet 8-10x välissä, sekä toteutuneiden yritysostojen arvostuksen läheisessä verrokkiryhmässä, Inderes arvioi Talenomien osakepääoman arvoksi MEUR 51–56.

Toimialalla tai verrokkiryhmässä tapahtuneita yrityskauppoja

Päiväys	Yritysosto-kohte	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 lisäarvopalveluiden 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	Brittish 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) FAS	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	25,9	29,6	34,8	40,8	46,8
Kulut	-21,7	-23,3	-26,2	-29,4	-32,6
EBITDA	4,3	6,3	8,6	11,4	14,2
Poistot	-4,0	-4,7	-5,1	-5,9	-6,6
Liikevoitto	0,3	1,5	3,5	5,5	7,5
<i>Liikevoiton kert. erät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kert. erää</i>	<i>0,3</i>	<i>1,5</i>	<i>3,5</i>	<i>5,5</i>	<i>7,5</i>
Rahoituserät	-1,4	-2,8	-1,7	-1,8	-1,9
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	-0,7	0,2	1,8	3,7	5,7
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,2	-0,2	-0,4	-0,7	-1,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,0	0,0	1,4	2,9	4,5
<i>Nettotulos ilman kert. erää</i>	<i>-1,0</i>	<i>0,0</i>	<i>1,4</i>	<i>2,9</i>	<i>4,5</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-1,0	0,0	1,4	2,9	4,5

Tase

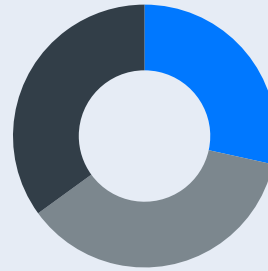
Vastaavaa (MEUR), FAS	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	26,2	28,4	29,6	30,8	31,5
Liikearvo	20,4	18,5	16,7	14,9	13,0
Aineettomat oikeudet	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	1,6	2,3	2,5	2,6	2,7
Muut pitkävaikutteiset menot	3,8	7,2	10,3	13,1	15,6
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	4,5	6,0	7,1	9,2	10,1
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,4	4,2	4,9	6,5	7,0
Likvidit varat	0,9	1,6	2,1	2,7	3,0
Taseen loppusumma	30,7	34,4	36,7	40,0	41,6

Vastattavaa (MEUR), FAS	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Oma pääoma	0,6	0,7	2,2	5,1	9,6
Osakepääoma	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Kertyneet voittovarat	-2,4	-2,3	-0,9	2,1	6,6
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	24,8	27,1	26,9	26,5	23,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	24,8	27,1	26,9	26,5	23,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	5,3	6,6	7,7	8,4	8,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	0,5	1,8	1,7	1,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,9	4,8	5,9	6,7	7,5
Muut lyhytaikaiset velat	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	30,7	34,4	36,7	40,0	41,6

DCF-malli

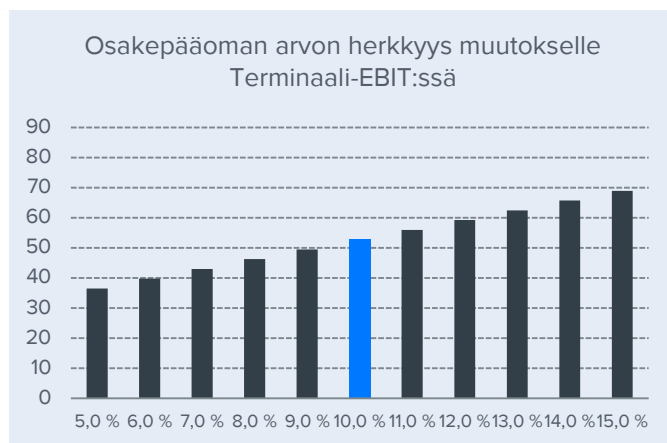
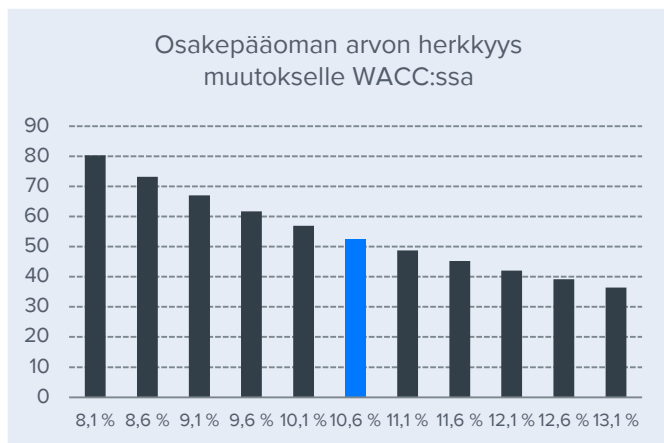
Kassavirtalaskelma (MEUR)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
Liikevoitto	1,5	3,5	5,5	7,5	11,8	12,5	12,1	10,3	9,4	8,2	8,3	
+ Kokonaispoistot	4,7	5,1	5,9	6,6	7,6	7,9	8,9	10,1	9,7	0,8	0,9	
- Maksetut verot	-0,2	-0,4	-0,7	-1,1	-2,1	-2,3	-2,3	-2,0	-1,9	-1,6	-1,7	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	0,0	-0,7	-0,8	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operat. kassavirta	5,9	7,2	9,5	12,9	17,4	18,3	18,8	18,5	17,3	7,4	7,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,9	-6,3	-7,0	-7,3	-6,7	-5,7	-3,9	-3,6	-0,2	-1,2	-1,4	
Vapaa oper. kassavirta	-1,0	0,9	2,5	5,6	10,6	12,6	14,8	14,9	17,1	6,1	6,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,0	0,9	2,5	5,6	10,6	12,6	14,8	14,9	17,1	6,1	6,1	72,9
Disk. vapaa kassavirta		0,8	2,1	4,3	7,3	7,8	8,3	7,6	7,9	2,6	2,3	27,5
Disk. kum. vap. kassav.		78,5	77,7	75,6	71,4	64,0	56,2	47,8	40,2	32,4	29,8	27,5
Velaton arvo DCF		78,5										
- Korolliset velat		27,6										
+ Rahavarat		1,6										
Oman pääoman arvo DCF		52,5										
Pääoman kustannus (WACC)												
Vero-% (WACC)												20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)												10,0 %
Vieraan pääoman kustannus												8,0 %
Yrityksen Beta												1,8
Markkinoiden riski-premio												4,8 %
Likviditeettipreemio												0,5 %
Riskitön korko												2,0 %
Oman pääoman kustannus												11,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)												10,6 %

Kassavirran jakauma eri vuosille



■ 2015e-2019e ■ 2020e-2024e ■ TERM

Osakepääoman arvon herkkyys DCF-mallissa



Tiivistelmä

Tuloslaskelma (FAS)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	25,9	29,6	34,8	40,8	46,8
EBITDA	4,3	6,3	8,6	11,4	14,2
EBITDA-marginaali (%)	16,4 %	21,3 %	24,6 %	27,9 %	30,3 %
EBIT	0,3	1,5	3,5	5,5	7,5
Voitto ennen veroja	-0,7	0,2	1,8	3,7	5,7
Nettovoitto	-1,0	0,0	1,4	2,9	4,5
Satunnaiserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase (FAS)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Taseen loppusumma	30,7	34,4	36,7	40,0	41,6
Oma pääoma	0,6	0,7	2,2	5,1	9,6
Liikearvo	20,0	18,4	16,6	14,8	12,9
Korolliset nettovelat	24,0	26,0	26,5	25,5	21,4

Kassavirta (FAS)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
EBITDA	4,3	6,3	8,6	11,4	14,2
Nettokäyttöpääoman muut	1,6	0,0	-0,7	-0,8	0,3
Operatiivinen kassavirta	5,9	5,9	7,2	9,5	12,9
Vapaa kassavirta	N.A.	-1,0	0,9	2,5	5,6

Yhtiökuvaus

Talenom on taloushallinnon tukipalveluiden tarjoaja sekä tilitoimisto Suomessa. Fragmentoituneessa markkinassa toimialan kolmanneksi suurimmalla pelaajalla on 3 % osuus markkinasta. Yritys on kasvuhakuinen ja valmis haastamaan toimialan pienemmät toimijat. Fokus on orgaanisessa kasvussa sekä markkinaosuuden kasvattamisessa. Talenom omaa lukuisia kilpailuetuja ja uskomme yhtiön pystyvän hyödyntämään markkinan pirstaloituneisuutta kasvuunsa. Yhtiö selvästi painottaa kasvua kannattavuuden edelle lyhyellä aikajänteellä.

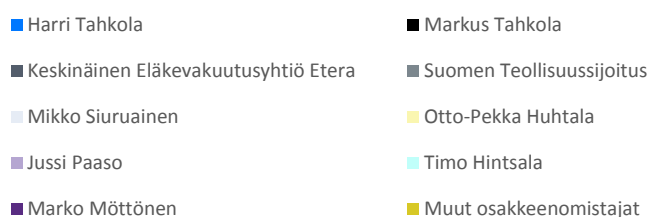
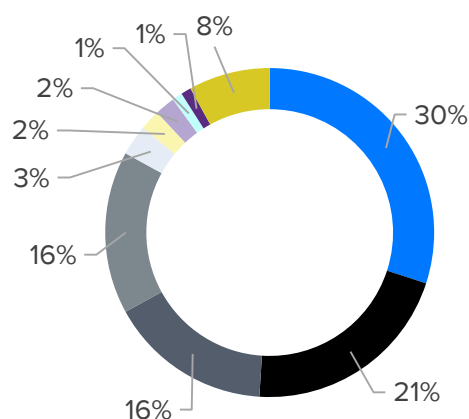
Tunnusluvut (FAS)	2014	2015e	2016e	2017e
P/E	1749,6	36,7	18,0	11,7
P/B	74,0	24,5	10,4	5,5
P/Sales	1,8	1,5	1,3	1,1
EV/Liikevaihto	2,7	2,3	1,9	1,6
EV/EBITDA	12,6	9,3	6,9	5,3
EV/EBIT	51,2	22,7	14,3	9,9

* Indikatiiviset kertoimet MEUR 52,5 osakepääoman arvolle

Omistusrakenne

Suurimmat osakkeenomistajat

1	Harri Tahkola	30 %
2	Markus Tahkola	21 %
3	Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera	16 %
4	Suomen Teollisuussijoitus	16 %
5	Mikko Siuruainen	3 %
6	Otto-Pekka Huhtala	2 %
7	Jussi Paaso	2 %
8	Timo Hintsala	1 %
9	Marko Möttönen	1 %
10	Muut osakkeenomistajat	8 %



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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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 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/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi



2014

#1 suositustarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



inde
res.

**Palkittua
analyysiä.**