

## Talenom päivitys - kehitys palannut raiteille

Juha Kinnunen

Toistamme tilitoimisto Talenomille osta-suosituksemme tavoitehinnalla 6,50 euroa. Emme ole tehneet muutoksia tulosennusteisiimme, mutta luottamuksemme yhtiön positiiviseen kehitykseen on vahvistunut viimeaikaisen positiivisen uutisvirran ansiosta. Talenomilla on vahva positio fragmentoituneella ja konsolidoituvalla Suomen tilitoimistoalalla ja uskomme yhtiön kuuluvan edessä olevan murroksen voittajiin. Tärkeimmät perustelumme ovat:

- Talenom tiedotti kuun alussa yhtiön kirjanpidon tuotantolinjan edenneen odotuksemme mukaisesti: yhtiön henkilöstökulut laskevat samalla, kun liikevaihto kasvaa merkittävästi. Tämä vahvistaa odotuksemme siitä, että yhtiön liiketoimintamalli ja kannattavuus skaalautuvat, mikä on kriittistä yhtiön sijoitustarinan kannalta. Taustalla on automatisointiasteen nousu ja kirjanpidon sähköistyminen. Talenom otti käyttöön uuden kirjanpidon tuotantolinjan, jonka positiiviset vaikutukset näkyivät jo vuoden 2015 lopulla. Alkuvuonna 2016 vastaanotetun kirjanpitoaineiston sähköisyysaste kasvoi jo noin 90 %:iin ja palvelutuotanto tehostui tositteiden läpimenoaikojen lyhentyessä.
- Talenomnin kulurakenne on viime vuosina paisunut mittavien järjestelmäinvestointien, palvelukeskuskonseptin sekä aggressiivisen myyntiponnistelun myötä. Odotamme kannattavuuden paranevan selvästi lähivuosina, kun yhtiön tuotantolinja saadaan täyteen iskuun, yhtiö painottaa enemmän kannattavuutta ja liiketoiminnan skaalautuvuus näkyy. Arviomme mukaan alkuvuonna nähdyt positiiviset vaikutukset heijastuvat henkilöstömäärän sekä rekrytointi- ja koulutustarpeen kautta noin 2 MEUR:n annualisoituina säästöinä. Orgaaninen kasvu on myös jatkunut alkuvuoden aikana ja liikevaihdon kasvu jatkuu suunnitellusti. Talenom toisti siten alkuvuonna ohjeistuksensa, jossa yhtiö arvioi liikevaihdon kasvun jatkuvan samalla tasolla kuin 2015 (11,6 %) ja käyttökateen kasvun olevan merkittävästi tätä nopeampaa. Lisäksi investointien jälkeisen rahavirran arvioidaan kääntyvän positiiviseksi viimeistään H2'16:lla.
- Talenom tiedotti noin viikko sitten, että yhtiö on solminut kaksi uutta franchising-sopimusta. Sopimusten myötä yhtiö laajenee Joensuuhun ja Seinäjoelle, joiden myötä franchising-ketjun koko kasvaa 5 toimipisteeseen. Franchising-toimintamallin laajentuminen tukee Talenomnin orgaanisen kasvun strategiaa, jossa uudet asiakkuudet syntyvät aktiivisella myyntityöllä. Franchising-mallissa Talenom tarjoaa keskitetyn palvelukeskusmallin käyttöä yrittäjille, mutta pyrkii saamaan asiakkuudet omiin nimiinsä. Franchising-ketjun laajentamista uusille paikkakunnille tullaan jatkamaan myös tulevaisuudessa.
- Tilitoimistoala Suomessa on erittäin fragmentoitunut, mutta tulevassa murroksessa se tulee konsolidoitumaan voimakkaasti. Muutosajureita ovat voimakas sähköistyminen, automatisaation nousu, palvelun ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen sekä tilitoimistoyrittäjien eläköityminen. Talenom kuuluu alan edelläkävijöihin ja on aggressiivinen kasvaja, jolla on arviomme mukaan tilausta tilitoimistomarkkinalla. Yhtiöllä on selkeitä kilpailuetuja, joiden avulla uskomme yhtiön kuuluvan rakennemuutoksen voittajiin.
- Osakkeen arvostustaso on alhainen eikä mielestämme huomioi liiketoiminnan skaalautuvuutta ja pitkän tähtäimen tulospotentiaalia. Vuoden 2016 ja 2017 EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 6x, kun neutraali taso olisi mielestämme noin 8-10x. Arviomme kalliiden kasvuponnisteluiden luovan arvoa huomioiden toimialan luonne ja rakennemuutos, fragmentoituneisuus ja digitalisaatio. Uskomme osakkeen nousevan selvästi, kun yhtiö pystyy todistamaan kasvavan liikevaihdon heijastuvan myös kannattavuuteen ja negatiivinen kierre muuttuu positiiviseksi.

Toistamme Talenomille osta-suosituksen tavoitehinnalla 6,50 euroa. Pääperustelumme ovat:

**1) Talenomnin tuotantolinjan kehitys on edennyt odotuksemme mukaisesti: alkuvuonna yhtiön henkilöstökulut ovat laskeneet selvästi samalla, kun liikevaihto on kasvanut merkittävästi.**

**2) Talenom solmi vasta kaksi uutta franchising-sopimusta, joiden myötä franchising-ketjun koko kasvaa 5 toimipisteeseen. Tämä vahvistaa yhtiön strategista kasvua.**

**3) Emme ole tehneet muutoksia tulosennusteisiimme, mutta luottamuksemme yhtiön positiiviseen kehitykseen on vahvistunut positiivisen uutisvirran ansiosta.**

**4) Tilitoimistoala Suomessa on erittäin fragmentoitunut, mutta tulevassa murroksessa se tulee konsolidoitumaan voimakkaasti. Muutosajureita ovat mm. voimakas sähköistyminen ja automatisaation nousu. Talenom kuuluu alan edelläkävijöihin ja on aggressiivinen kasvaja, jolla on arviomme mukaan tilausta tilitoimistomarkkinalla.**

**5) Osakkeen arvostustaso on mielestämme alhainen. 2016e ja 2017e EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 6x, kun neutraali taso olisi mielestämme noin 8-10x. Arviomme kalliiden kasvuponnisteluiden luovan arvoa huomioiden toimialan luonne ja rakennemuutos, fragmentoituneisuus, digitalisaatio ja skaalautuvuus.**

### Talenom ( TNOM )

Osta	PÄÄTÖS:	EUR 5,11
	TAVOITE:	EUR 6,50