

Talenom

Yhtiökommentti – 18.6.2018



SHARE

| | |
|--------------|--------------|
| Company | Talenom |
| Price | 14,20 |
| Price as of | 13.6.2018 |
| High/Low 12m | 14,5 / 11,15 |

COMPANY DATA

| | |
|---------------------|-------|
| Market Cap. Current | 97,6 |
| EV current | 120,6 |
| No. of shares (out) | 6,9 |
| No. of shares (dil) | 6,9 |

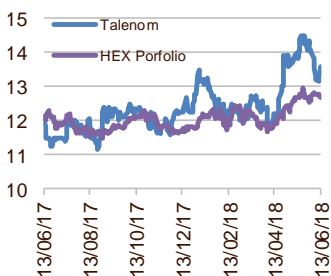
SHAREHOLDERS

| | |
|----------------------|---------|
| Tahkola Harri | 22,8 % |
| Ilmarinen | 17,2 % |
| Tahkola Markus | 15,4 % |
| Evi Suomi Pienyhtiöt | 6,0 % |
| Freefloat | 100,0 % |

STOCK DATA

| | |
|------------------|----------|
| Bloomberg | TNOM FH |
| CALENDAR | |
| Next report date | 2.8.2018 |
| AGM | |

SHARE PRICE



ANALYST

Kim Gorschnelk
 kim.gorschnelk@fim.com
 +358 9 6134 422
 Fleminginkatu 34
 00510 HELSINKI
 Dealing (09) 6134 3270

Digitalisaation myötä kirjanpitäjistä konsultiksi

Talenom järjesti torstaina 14.6. historiansa ensimmäisen pääomamarkkina-päivän. Tilaisuudessa toimitusjohtaja Jussi Paaso kävi läpi yhtiön taloudellista kehitystä ja tulevaisuuden näkymiä. Teknologiajohtaja Sakari Jorma esitteli yhtiön teknologiakehitystä ja varatoimitusjohtaja Otto Huhtala palvelutarjonnan laajentumista kohti korkean asiantuntijuuden lisäarvopalveluita.

- Pääomamarkkinapäivä keskittyi kuvaamaan tilitoimistomarkkinan muutosta digitalisaation myötä ja Talenomin positiota ja kilpailuetuja tässä muutoksessa. Käsityksemme mukaan Talenom on hyvässä asemassa tilanteessa, jossa alan konsolidaatio kiihtyy ja markkinaosuudet jaetaan.
- Digitaalisuuteen panostaminen näkyy Talenomin asiakkaille parempina palveluina. Talenomin kannalta olennaista on puolestaan sen mahdollistama tehokkuuden parantuminen. Tämä tehokkuuden parantuminen on näkynyt vahvasti kannattavuuden voimakkaana parantumisena. Vuosien 2015-2017 aikana Talenomin liikevaihto kasvoi 24%. Samalla ajanjaksolla henkilömäärä kasvoi vain 2%. Tehokkuuden lisäksi automaation avulla myös laatu paranee.
- Edellä kuvattuun tilitoimistomarkkinan odotetun konsolidaation ja kasvun lisäksi Talenomin asiakkaille tarjoamat muut palvelut ovat mielenkiintoisia. Näiden lisäarvopalveluiden merkitys kasvaa, kun perinteinen kirjanpito työ automatisoituu. Nämä muut palvelut lisäävät Talenomin kilpailukykyä uusien asiakkaiden hankkimisessa, luovat lisäkasvupotentiaalia ja parantavat yhtiön kykyä pitää olemassa olevat asiakkaat.
- Tulevaisuudessa rutiinomainen kirjanpito töiden merkitys vähenee tai poistuu jopa kokonaan. Vapautuva aika käytetään suuremman asiakasmäärien hoitamiseen ja lisäarvopalveluihin. Tätä muutosta kuvattiin Kirjanpitäjistä konsultiksi –muutoksella.
- Ennakoimme kannattavuuden edelleen parantuvan kohti vuotta 2020, kun tällä hetkellä työn alla oleva 4. vaihe (pääkirjanpito) pyritään saamaan tuotantoon vuonna 2020. Mahdollinen viides vaihe mahdollistaisi ohjelmistojen kaupallisen myynnin. Tämän suhteen päätöksiä ei ole tehty eikä CMD:ssä asiaa nostettu esille.
- Talenom odottaa 2018 liikevoiton olevan € 6,3-7,0m. Liikevaihdon kasvun odotetaan edelleen kiihtyvän selvästi edellisvuodesta (12,1%). Meidän kuluvan vuoden liikevoittoennusteemme on haarukan ylälaidassa € 6,9m ja liikevaihdon kasvuennusteemme on 17,7%. Vuoden 2018 ennusteilla EV/EBITDA -kerroin on tasolla 10,7, EV/EBIT 17,5 ja P/E 19,1. Pidämme arvostuskertoimia kohtuullisina. Mielestämme Talenomilla on vahvat näytöt kasvusta ja toimialan trendit tukevat kasvua myös tulevina vuosina.

| Figures in €m | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Sales | 29,6 | 33,0 | 37,0 | 41,4 | 48,7 | 54,0 | 59,5 |
| Sales growth | | 11,6 % | 12,0 % | 12,1 % | 17,7 % | 10,8 % | 10,2 % |
| EBITDA | 6,3 | 4,9 | 7,6 | 9,5 | 11,3 | 13,0 | 14,6 |
| EBITDA margin | 21,3 % | 14,8 % | 20,5 % | 23,0 % | 23,2 % | 24,0 % | 24,5 % |
| EBIT | 1,5 | -1,3 | 1,6 | 4,8 | 6,9 | 8,2 | 9,4 |
| EBIT margin | 5,2 % | -4,0 % | 4,4 % | 11,7 % | 14,2 % | 15,1 % | 15,8 % |
| PTP | 1,2 | -2,5 | 1,1 | 4,3 | 6,4 | 7,9 | 9,2 |
| EPS | | | 0,10 | 0,50 | 0,74 | 0,92 | 1,07 |
| DPS | | | 0,20 | 0,32 | 0,44 | 0,48 | 0,55 |
| Yield | | | 2,8 % | 2,5 % | 3,1 % | 3,4 % | 3,9 % |
| P/E | | | neg. | 25,5 | 19,1 | 15,5 | 13,3 |
| EV/EBIT | | | neg. | 21,8 | 17,5 | 13,9 | 11,8 |
| EV/EBITDA | | | 9,0 | 11,1 | 10,7 | 8,8 | 7,6 |
| EV/Sales | | | 1,8 | 2,6 | 2,5 | 2,1 | 1,9 |
| P/B | | | 4,9 | 6,2 | 5,6 | 4,7 | 4,0 |
| ROE | | | 7 % | 28 % | 33 % | 33 % | 33 % |
| ROCE | | | 5 % | 14 % | 17 % | 19 % | 22 % |
| Net Gearing | | | 187 % | 133 % | 133 % | 78 % | 53 % |

Huom: Historialluvut 2014-2016 taulukoissa FAS, vuosi 2017 ja ennusteet IFRS

Lähde: Bloomberg, S-Pankki (FIM)

Huom: FIM on tehnyt sopimuksen analyysin laatimisesta yhtiö kanssa, jonka perusteella FIM saa palkkion yhtiöltä. FIM ei anna sijoitusuusitusta eikä tavoitehintaa Talenomin osakkeelle.

Talenom

Tiltoimistomarkkina kasvaa tasaisesti



Tiltoimistomarkkina kasvaa tasaisesti

Tiltoimistomarkkinan koko oli noin 970 milj. euroa vuonna 2016. Tiltoimistomarkkinaa voi luonnehtia defensiiviseksi kasvumarkkinaksi. Markkinan vuosikasvu on ollut 4,9% vuosien 2001-2016 välisenä aikana eli BKT-kasvua nopeampaa (lähde: Tilastokeskus). Perinteiset tiltoimistopalvelut pitävät sisällään kirjanpidon, tilinpäätöksen ja palkanlaskennan.

Kasvua tukee tiltoimistopalveluiden hintojen nousu, käsiteltävien tositteiden määrän kasvu sekä palvelutarjonnan laajentuminen. Suomalaisista pk-yrityksistä 90% käyttää alan palveluita. Ulkoistustrendin odotetaan kasvavan lähivuosina myös suuremmissa yhtiöissä, mikä edelleen kasvattaa koko toimialan kokoa. Suomessa oli vuonna 2015 noin 359 000 pk-yritystä, joissa työskenteli yhteensä 954 000 työntekijää.

Defensiivisen toimialasta tekee lakisääteisyys, yhtiöt (Talenomin asiakkaat) ovat lailla pakotettuja järjestämään kirjanpitoa. Lakisääteisuuden lisäksi tiltoimiston ja asiakkaan välille muodostuu luottamuksellinen suhde, minkä seurauksena asiakassuhteet ovat tyypillisesti pitkiä. Talenomin liikevaihdosta selvästi yli 90% onkin luonteeltaan jatkuvaa. Vaihtuvuutta luovat yhtiöiden myynnit, konkurssit ja lopettamiset sekä toki myös joissakin tapauksissa asiakassuhteen päättymisen.

Talouden suhdanteilla on vaikutusta tiltoimistopalveluiden kysyntään. Mikäli Suomen talouden näkymä säilyy hyvänä on sillä positiivinen vaikutus toimialaan. Se lisää yritysten tositteiden määrä ja tarve muillekin lisäarvo-palveluille voisi kasvaa. Suhdanteen vaikutus ei arviomme mukaan ole kuitenkaan merkittävä. Toisaalta vaikka Suomen taloustilanne oli heikko 2012-2015, tiltoimistomarkkinan kasvu jatkui ja vahvisti alan defensiivisen luonteen.

Olemme ennakoineet toimialan kasvuksi tulevina vuosina 5%, mikä vastaa historiallista kasvuvauhtia.

Markkina on hyvin fragmentoitunut

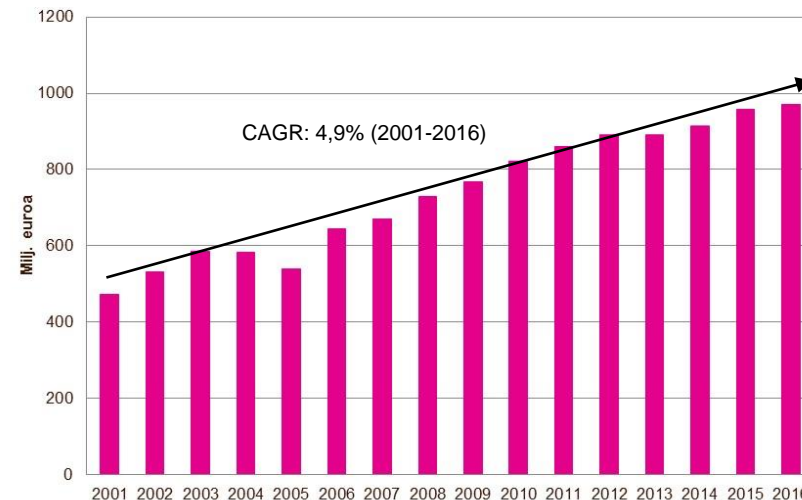
Tiltoimistomarkkina on hyvin fragmentoitunut. Alalla toimi vuonna 2016 lähes 4300 tiltoimistoa ja tiltoimiston keskikoko oli 2,8 työntekijää ja liikevaihto muutama satatuhatta euroa. Suurimmat toimijat ovat Accountor, Azets, Talenom, Rantalainen-Yhtiöt, Administer ja Norlic.

Pienemmille tiltoimistoille tulevaisuus ja kiristynyt kilpailu tuo haasteita. Merkittävimpinä haasteina ovat asiakkaiden vaatimusten kasvu mm. tiltoimistomarkkinan digitalisoitumisen myötä. Tiltoimistomarkkinan yhtenä voimakkaana muutostrendinä on pyrkimys paperittomaan toimistoon. Näihin haasteisiin vastaaminen on pienille toimijoille käytännössä lähes mahdotonta. Tulevaisuudessa kirjanpitäjän työ nyky muodossa tulee poistumaan.

Digitaalisaation myötä muuttuva kirjanpitäjän työ muutos on johtanut siihen, että alan suuremmat toimijat panostavat myös voimakkaasti palvelutarjonnan laajentamiseen. Tässä kilpailussa pienemmät toimijat ovat selvästi heikommassa asemassa. Uudistumiskyky ja usein myös halukkuus on vähäistä.

Toimialan rakennemuutos on kiihtynyt ja pidämme varsin todennäköisenä tämän trendin vahvistunutta tulevina vuosina. Yrittäjien tarpeet ja vaatimustaso kasvavat ja tehokkuus yhdistettynä vahvaan myyntityöhön puhuu konsolidaation puolesta. Alan konsolidaatiota tukee myös se seikka, että suuri määrä pienempiä tiltoimistoyrittäjiä eläköityy.

Tiltoimistotoimialan koko ja kasvu



Talenom

Merkittäviä yritysjärjestelyjä toimialalla



Toimialan nykyiset suuret toimijat tulevat kasvattamaan markkinaosuuttaan

Talenomin liikevaihto oli vuonna 2017 € 41,4m, minkä perusteella yhtiön markkinaosuus tilitoimistomarkkinalla oli noin 3,8%. Valtakunnallisista yhtiöistä Accountor ja Azets ovat Talenomin tapaan panostaneet oman ohjelmistotekniikan kehittämiseen. Rantalainen-konsernin pääomistajaksi tuli keväällä pääomasijoittaja ja tavoitteena on kiihdyttää kasvua. Administer puolestaan osti palkanlaskentaan erikoistuneen Sillan ja nousee kokoluokaltaan samaan kastiin Talenomin kanssa. Samalla yhtiön omistajaksi tuli myös pääomasijoittaja. Ostetun Sillan palkanlaskennan toiminta on keskittynyt suuriin asiakkuuksiin eikä siten kilpaile Talenomin kanssa heidän segmentissään. Yhdessä Talenomin kanssa nämä edellä mainitut yhtiöt muodostavat arviomme mukaan joukon, jotka parhaiten pystyvät vastaamaan tulevaisuuden haasteisiin. Arviomme mukaan voittajat löytyvät näistä yhtiöistä, jotka pystyvät tuomaan asiakkaille arvokkaita uusia palveluja ja digitalisaation hyötyjä. Tämä vaatii osaamista, ja resursseja.

Talenom tarjoaa tilitoimistopalveluita. Osa edellä mainituista yhtiöistä myy myös ohjelmistoja pienemmille tilitoimistoille ja niiden kautta loppuasiakkaille. Näin toimii alan suurin toimija Accountor. Liiketoimintamalli on tältä osin erilainen. Merkittävien isojen kilpailijoiden lisäksi mielenkiintoisia toimijoita ovat myös niche-pelaajat, jotka tarjoavat toimialakohtaisia ratkaisuja. Esimerkki tällaisesta toimijasta on kuluvana vuonna pörssiin listautunut Admicom, joka on vahva talotekniikan toimialalla. Niche-pelaajien haaste on kuitenkin kapea markkina. Talenom on puolestaan kehittänyt toimialakohtaista osaamista keskittämällä esimerkiksi rakennusalan yhtiölle tehtävän työn yhteen yksikköön. Talenomissa nämä toimialaspesifit tiimit perustettiin vuonna 2017. Kilpailuun vastataan myös tarjoamalla lisäarvopalveluita.

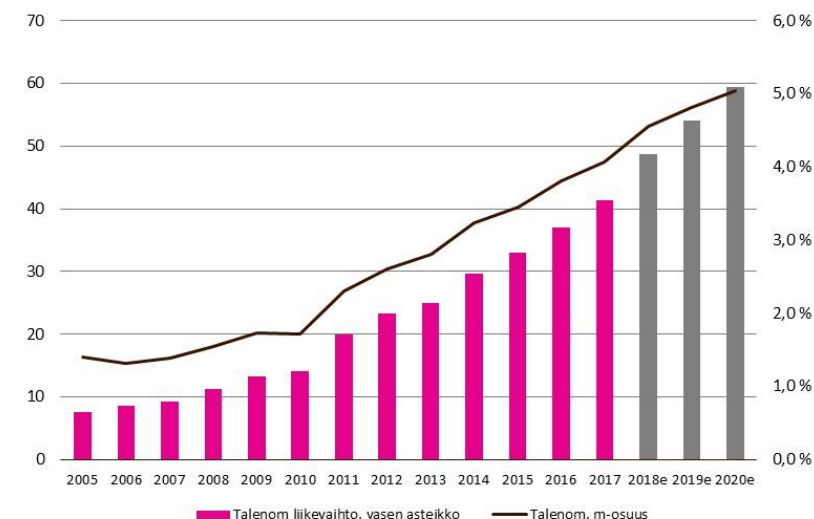
Viimeaikaisia yritysjärjestelyjä toimialalla

Pääomasijoittaja Intera Partners ilmoitti toukokuun lopussa sijoittaneensa Tilipalvelu Rantalaiseen. Rantalainen on perustettu vuonna 1972 eli samana vuonna kuin Talenom. Rantalainen-konsernin liikevaihto oli vuonna 2017 € 42m (Talenom € 41,4m). Yhtiö toimii noin 40 paikkakunnalla ja sen palveluksessa on lähes 600 työntekijää. Yhtiön käyttökate oli € 5,7m eli käyttökatemarginaali noin 14% (Talenom 23% vuonna 2017). Interan tavoitteena on yhdessä Rantalaisen perheen ja yhtiön johdon kanssa kasvattaa konsernin liikevaihto 100 milj. euroon seuraavan viiden vuoden aikana. Tämä tarkoittaisi noin 20%:n vuotuisia kasvua, mikä on erittäin kunnianhimoinen tavoite. Samalla se kuitenkin kertoo siitä hyvästä potentiaalista, jota yhtiö yhdessä Interan kanssa näkee toimialalla. Kasvustrategia toteutetaan kotimaassa sekä organisaation ja kasvua vauhditetaan panostuksilla digitalisaatioon. Mahdollinen pörssilistautuminen voisi yhtiön mukaan tapahtua 3-7 vuoden päästä.

Kesäkuussa sähköisiin taloushallinnon palveluihin erikoistunut tilitoimisto Administer tiedotti hankkineensa palkanlaskentaan ja HR-toimintoihin erikoistuneen Silta Oy:n. Administerin liikevaihto oli edellisvuonna noin € 20m ja henkilömäärä noin 400. Ostetun Sillan liikevaihto on noin € 19m. Uuden kokonaisuuden liikevaihto tulee kuluvana vuonna olemaan yhtiön tiedotteen mukaan noin € 50m ja työntekijämäärä noin 700. Kaupan rahoittajina ovat pääomasijoitusyhtiö Bocap, Nordea ja työeläkeyhtiö Elo. Yrityskaupan myötä Administer kasvaa samaan kokoluokkaan Talenomin kanssa. Administerin liiketoiminnassa merkittävä osa on toimintaa, joka ei kilpaile suoraan Talenomin kanssa. Oletettavasti yhtiö kuitenkin pyrkii laajentamaan palvelutarjontaansa.

Alan merkittävien toimijoiden kasvu ja pääomasijoittajien mukanaan tuomat resurssit saattavat mielestämme kiristää kilpailua uusasiakaspuolella. Toisaalta se on todennäköisesti omiaan kiihdyttämään alan konsolidaatiota.

Talenomin liikevaihto ja markkinaosuuskehitys ja ennusteet



Talenom

Talenomilla vahvat kilpailuedut kasvaa markkinoita nopeammin



Orgaaninen kasvu keskiössä

Kuten edellisillä sivuilla kuvasimme tilitoimistomarkkina on Talenomin ja valtakunnallisten suurten toimijoiden liikevaihtoon nähden riittävän suuri. Kasvun rajat eivät tule vastaan, kun alan rakennemuutos kiihtyy.

Talenom on historiassa tehnyt lukuisia yrityskauppoja. Viime vuosien aikanakin joitakin yritysostoja on tehty, mutta kasvustrategian ytimessä on orgaaninen kasvu omien myyntiponnisteluiden avulla. Talenomin johto pitää kasvua yritysostojen kautta hankalana. Ensinnäkin potentiaaliset ostettavat tilitoimistot ovat tyypillisesti pieniä ja usein työläitä integroida Talenomin toimintatapaan ja järjestelmiin. Talenomin liiketoimintamallissa olennaista tehokkuuden kannalta on yhdenmukainen toimintatapa yhtiön järjestelmillä. Ostetun tilitoimiston asiakkuuksien pysyvyyteen liittyy myös epävarmuutta. Tässä tilanteessa orgaanisen kasvun merkitys alan konsolidaatiossa kasvaa ja näemme Talenomin kokemuksen ja näytöt orgaanisesta kasvusta hyvinä tässä kilpailussa.

Markkinaosuuden kasvattaminen aktiivisella myyntityöllä on kuitenkin suhteellisen hidasta ja kallista. Alkuvuonna (H1/2017) uusien asiakkuuksien hankintaan investointiin € 1,7m. Mielestämme kasvunäkymä ja saavutettavat skaalaedut ovat merkittäviä ja näistä syistä johtuen panostukset kasvuun ovat ehdottoman järkeviä.

Talenom toimii 25 paikkakunnalla. Varsinainen kirjanpito on keskitetty kahteen palvelukeskukseen, jotka sijaitsevat Tampereella ja Oulussa. Franchising-keijun koko oli toukokuussa 21 yrittäjää. Franchising-toimipiste hankkii uusia asiakkaita ja hoitaa asiakassuhteen. Talenom hoitaa varsinaisen kirjanpidon ja mahdollisten muiden palveluiden tuottamisen. Kasvumahdollisuuksia on myös maantieteellisesti, kun toimipistettä ei ole esim. Vaasassa ja Lappeenrannassa. Franchising -mallin avulla Talenomin on myös helpompi laajentua pienemmille paikkakunnille.

Kirjanpitäjistä konsultiksi

Edellä kuvattuun tilitoimistomarkkinan odotetun konsolidaation ja kasvun lisäksi Talenomin asiakkaille tarjoamat muut palvelut ovat mielenkiintoisia. Näiden lisäarvopalveluiden merkitys kasvaa, kun perinteinen kirjanpityö automatisoituu. Nämä muut palvelut lisäävät Talenomin kilpailukykyä uusien asiakkaiden hankkimisessa, luovat lisäkasvupotentiaalia ja parantavat yhtiön kykyä pitää olemassa olevat asiakkaat. Asiantuntijapalvelut pitävät juridiikkaan, verotukseen sekä talouteen liittyviä neuvonantopalveluita. Vero- ja lakipalvelut ovat olleet mukana tarjonnassa kymmenen vuotta ja näiden palveluiden piirissä työskentelee yli 20 työntekijää.

Tämän lisäksi Talenom tarjoaa itse tai alihankintana muita palveluita kuten henkilöstövuokrausta. Tämän lisäksi Talenom hakee yhteistyökumppaneita, joiden avulla tarjoamaan PK-yritykselle tärkeitä tuotteita. Talenomin asiakkaat ovat tyypillisesti pienempiä yhtiöitä, mutta muodostavat yhdessä mielenkiintoisen joukon yhteistyökumppaneiden näkökulmassa. Talenom kirjaa näistä välitetyistä tuotteista katteen omaan tulokseen, mutta ei liikevaihtoa.

Lisätuottojen lisäksi nämä uudet lisäpalvelut sitovat asiakasyhtiöitä voimakkaammin, minkä merkitys korostuu jatkossa.

Digitaalisuus parantaa kannattavuutta ja laatua

Digitaalisuuteen panostaminen näkyy Talenomin asiakkaille parempina palveluina. Talenomin kannalta olennaista on puolestaan sen mahdollistama tehokkuuden parantuminen. Tämä tehokkuuden parantuminen on näkynyt vahvasti kannattavuuden voimakkaana parantumisena. Tärkeätä on myös automaation mukanaan tuoma laadun parantuminen. Seuraavalla sivulla on esitetty tarkemmin Talenomin edistystä automaatiiossa.

Talenom sijoituskohteena



Talenom

Automaatiotason nousu kannattavuuden parantumisen takana



Automaatio tuo tehokkuutta

Talenomin vahvan kasvun ja kannattavuuden taustalla on kirjanpitolinjan automatisaatio. Kirjanpito-ohjelmistojen kehitystyöt aloitettiin 2012-2013 ja on edennyt vaiheittain. Samalla ohjelmistokehittäjien määrä on noussut noin 20 henkilöön, mikä on jo merkittävän kokoinen ohjelmistokehitystiimi.

Talenomin teknologiajohtaja esitteli pääomamarkkinapäivällä yhtiön etenemistä robotiikassa, eri järjestelmien integraatiossa sekä Talenomin APP:n (älypuhelinsovellus) käytössä.

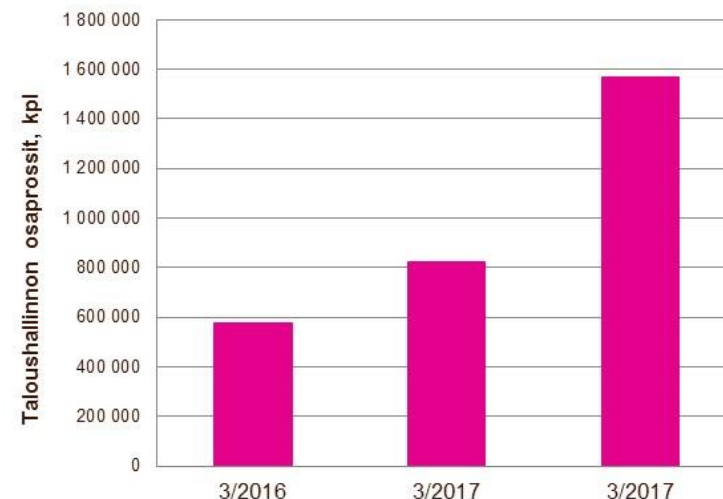
- Robotiikan käyttöasteen nousua kuvattiin taloushallinnon automaatiolla toteutettujen osaprosessien lukumäärän kehityksenä. Kuukaudessa toteutuneiden prosessien määrä on noussut kahdessa vuodessa 172%.
- Asiakasyritysten ja Talenomin välisten tietojärjestelmien välisten rajapintojen lukumäärä on noussut 104% kahdessa vuodessa. Aineiston virtaus järjestelmiin on tärkeää tehokkuuden noston kannalta.
- Talenomin APP:lla toimitettujen kuittien määrä on noussut 642%. Maaliskuussa 2018 sovelluksen kautta lähetettiin kuukaudessa 28 200 kuittia.
- Tositemäärät ovat kasvaneet 26% kahdessa vuodessa ja joulukuussa 2017 käsiteltiin 1,06 milj. tositetta. Samalla aikavälillä tositteiden lukumäärä tositevaramossa laski 31%. Tämä kuvaa aineiston käsittelyn nopeutumista vuoden 2015 tasolta vuoden 2017 loppuun mennessä.
- Vuonna 2017 Talenomin tositteista 77,18% käsiteltiin tositetten syntyhetkestä kirjanpitotiliöintiin asti täysin paperittomasti.
- Sähköisyysaste vuonna 2017 oli keskimäärin 95,17%. Sähköisyysastetta Talenom mittaa kirjanpidossa käsiteltävän aineiston paperittomuuden perusteella.

Edellä kuvattu kehitys näkyy myös henkilökunnan määrän kehityksenä suhteessa liikevaihtoon. Vuosien 2015-2017 aikana Talenomin liikevaihto kasvoi 24%. Samalla ajanjaksolla henkilömäärä kasvoi vain 2%.

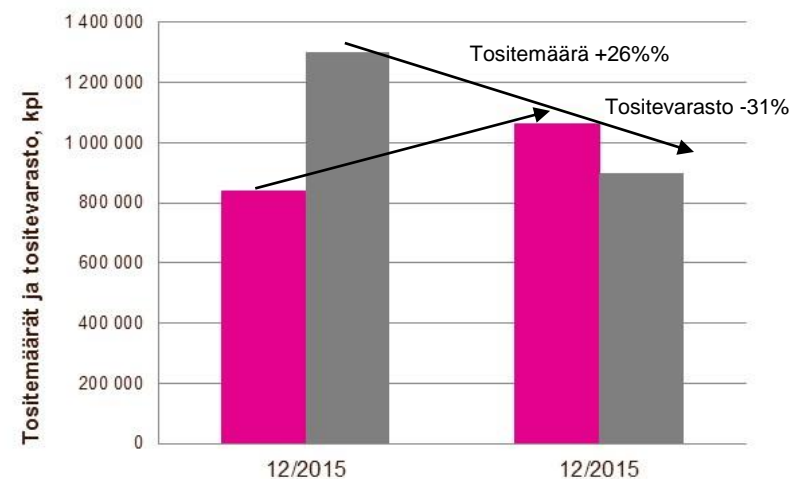
Tehokkuuden lisäksi automaation avulla myös laatu paranee.

Ennakoimme kannattavuuden edelleen parantuvan kohti vuotta 2020, kun tällä hetkellä työn alla oleva 4. vaihe (pääkirjanpito) pyritään saamaan tuotantoon vuonna 2020. Mahdollinen viides vaihe mahdollistaisi ohjelmistojen kaupallisen myynnin. Tämän suhteen päätöksiä ei ole tehty eikä CMD:ssä asiaa nostettu esille. Kiinnostavia asiakastahoja olisivat kuitenkin mm. isot kaupungit, kunnat, sairaanhoitopiirit tms. joiden volyymit ovat riittävän suuria ja näin hyödyt ohjelmistojen käytöstä merkittäviä. Pienemmille esim. tilitoimistoille ohjelmistojen hankinta ei ole kannattavaa eikä siten muodosta Talenomille potentiaalia.

Automaation toteuttamat osaprosessit, kpl



Tositemäärät ja tositevaramo



Talenom

Kannattavuudessa edelleen parannuspotentiaalia



Ennustamme suhteellisen kannattavuuden edelleen paranevan

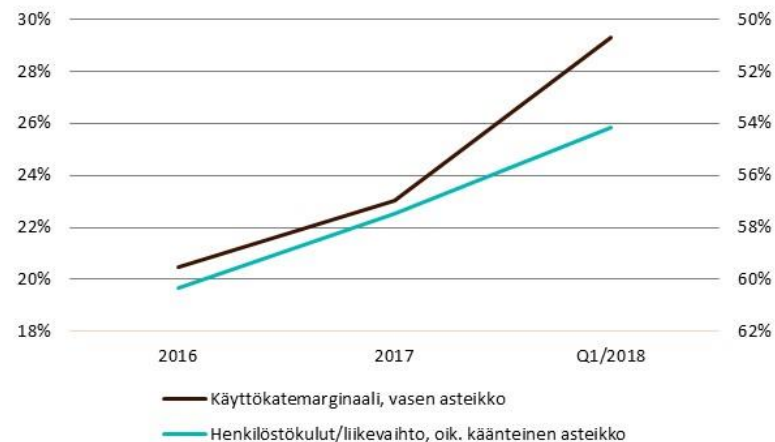
Tehokkuuden parantuminen näkyy Talenomin luvuissa. Tehostumisen myötä kirjanpidon henkilöstömäärä oli vuoden 2018 alussa alle vuoden 2015 tason. Liikevaihto on ennusteemme mukaan kuluvana vuonna lähes 50% korkeampi kuin vuonna 2015. Yhtiön mukaan toimintamallin tehokkuudesta kertoo myös alan keskiarvoa huomattavasti lyhyemmät tositteiden ja palkkalaskelmien käsittelyajat.

Talenomin kannattavuus jatkoi parantumistaan. Q1/2018 liikevoitto oli € 2,6m (edellisvuonna € 1,85m) ja liikevoittomarginaali oli 20,7% (17,2%). Q1-luvut osoittivat että liiketoiminnan skaalautuvuus on jatkunut myös kuluvana vuonna.

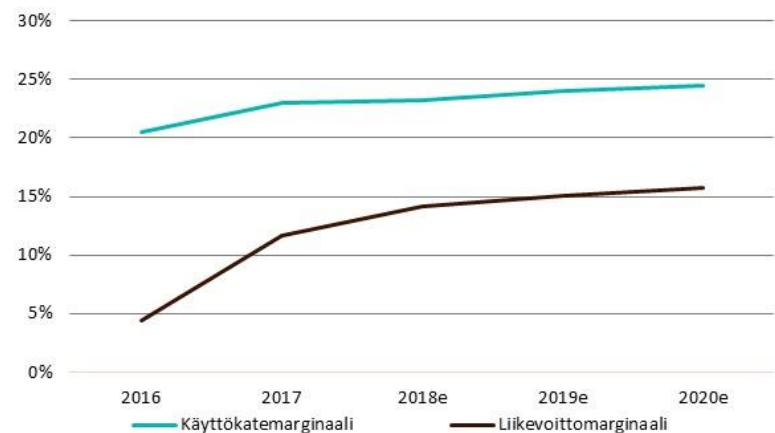
Talenom ohjeistaa kuluvan vuoden liikevoiton olevan haarukassa € 6,3-7,0m. Liikevaihdon kasvun Talenom ohjeistaa kiihtyvän selvästi edellisvuodesta (12,1%). Olemme ennustaneet liikevaihdon kasvuksi 17,7%, jolloin kuluvan vuoden liikevaihtoennuste on € 48,7. Tällä ennusteella ja yhtiön liikelulosohjeistuksella koko vuoden liikevoittomarginaali on välillä 12,9-14,4%. Meidän ennusteemme on lähellä haarukan ylälaitaa 14,2%. Vahvan Q1:n jälkeen mielestämme yhtiön liikelulos voisi kuluvana vuonna jopa ylittää nyt annetun ohjeistuksen ylärajan.

Viereisessä kuvaajassa on yhtiön kannattavuuskehitys (käyttökate- ja liikevoittomarginaali) vuosilta 2016-2017 sekä ennusteet vuosille 2018-2020. Olemme ennustaneet loivasti paranevaa kannattavuutta, mutta suhteellisen kannattavuusennusteeseen liittyy positiivisen yllätyksen mahdollisuus etenkin 2019-2020. Kysymys on osittain myös siitä, miten yhtiön johto painottaa kannattavuutta suhteessa kasvuun. Oletettavasti Talenom käyttää tilaisuuden hyväksi ja varmistaa tulevien vuosien kasvu uusasiakashankinnan kautta, nyt kun markkinaosuuksia jaetaan.

Käyttökatemarginaalin ja henkilöstökulujen kehitys



Käyttökate- ja liikevoittomarginaalin kehitys



Talenom

Kasvuinvestoinnit näkyvät taseessa, joka kuitenkin vahvistunut



Talenomin tase vahvistunut

Talenomin harjoittama orgaaninen kasvu on suhteellisen kallista. Esimerkiksi vuonna 2017 uusista asiakassopimuksesta johtuvia investointeja oli € 3,2m. Ohjelmistojen kehitys on mahdollistanut voimakkaan orgaanisen kasvun ja R&D investointeihin käytettiin edellisvuonna € 3,4m. Yhteensä investoinnit olivat € 6,6m.

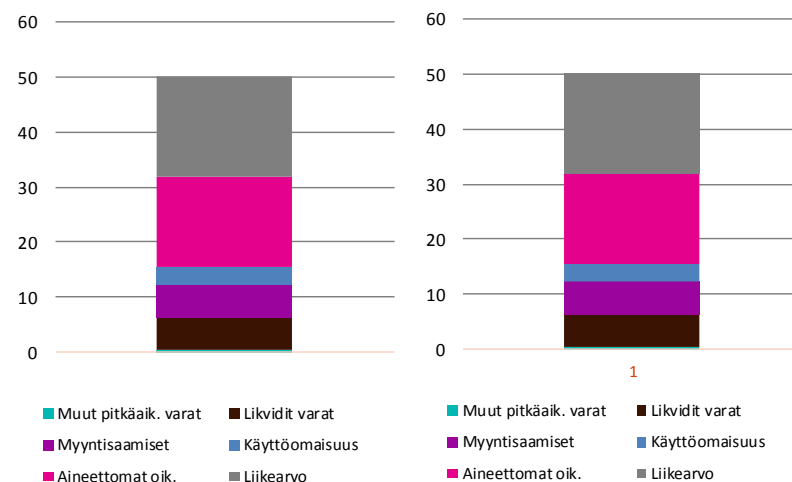
Talenom aktivoi taseeseen uudesta asiakassopimuksesta maksetut myyntiprovisiot myyjille ja franchising-yrittäjille (IFRS 15). Myyntiprovisioiden lisäksi taseeseen aktivoidaan palvelun käyttöönottoon ja muihin palvelun aloitustehtäviin liittyvät välittömät menot. Nämä sisältyy edellä mainittuihin € 3,2m asiakassopimus investointeihin.

Talenomin asiakasuhteet ovat pitkiä, mistä johtuen poisto aika näille aktivoinneille on 10 vuotta. On tärkeää huomioida, että nämä taseeseen tehdyt aktivoinnit ovat asiakaskohtaisia. Mikäli asiakassuhde loppuu, kyseisen asiakkaan hankinnasta aktivoitu osuus pitää alaskirjata taseesta. Tämän lisäksi aktivoitujen sopimuksesta aiheutuvien menojen arvon alentumista arvioidaan jokaisella raportointikaudella. Näin ollen riski siitä, että taseeseen syntyisi ”kupla” on pieni.

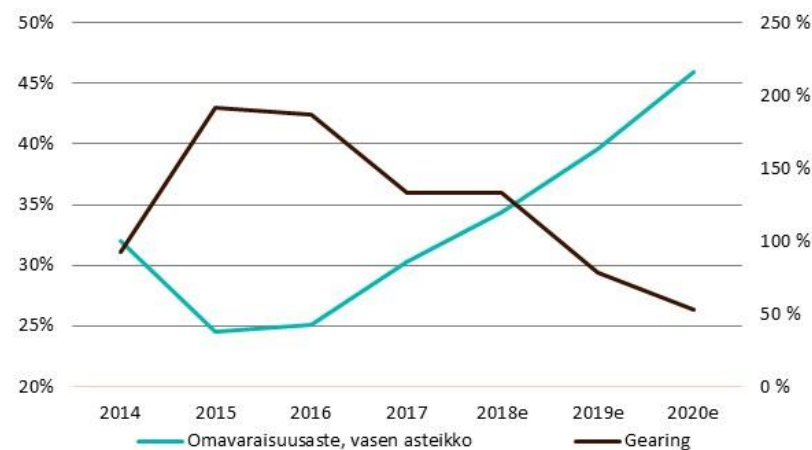
Parantuneen kannattavuuden myötä Talenomin tase on lähtenyt vahvistumaan. Korollista nettovelkaa oli Q1/2018 € 20,5m ja nettovelkaantumisaste (gearing) 145% ja omavaraisuusaste 30,5%. Viereisessä alakuvaajassa on esitetty nettovelkaantumisasteen ja omavaraisuusasteen kehitys vuodesta 2014 sekä meidän ennusteemme 2018-2020.

Vaikka velkaa on edelleen yhtiön kokoon nähden melko paljon, ei se kannattavuuskäänteen jälkeen enää muodosta riskitekijää ja mahdollistaa samalla kasvupanostukset.

Taserakenne 2018e (MEUR)



Omavaraisuusasteen ja gearingin kehitys



Talenom

Vertailuyhtiöiden arvostus



Vertailuyhtiöiden arvostus

Talenomille ei mielestämme löydy kovin hyviä vertailuyhtiöitä pörssistä. Tämä on hyvä huomioida vieressä olevien yhtiöiden arvostuskertoimia vertailtaessa.

Mielestämme kokoluokassa ja toiminnaltaan lähinnä oleva yhtiö on Zalaris. Yhtiön vuoden 2018 EV/ EBITDA -kerroin on 8,9x ja EV/EBIT -kerroin 19,1x ja P/E -kerroin 21,8x. Nämä arvostuskertoimet ovat hieman Talenomin kertoimia korkeampia.

Kotimaisen Asiakastiedon korkeat arvostuskertoimet heijastelevat yhtiön vakaata liiketoimintaa ja hyvää kannattavuutta, vaikka toimiikin toisella toimialalla. Vertailuyhtiöiden joukossa on myös Heeros ja Fondia, joka on arvostuskertoimiltaan (EV/EBITDA, EV/EBIT ja P/E) keskimäärin arvostettu samankaltaisesti kuin Talenom.

Talenomin arvostuskertoimien laskennassa on käytetty meidän ennusteita.

Arvostuskertoimia

Peer group valuation

| Peer | 2017 | EV/EBITDA | | | Peer | 2017 | EV/EBIT | | |
|------------------|--------|---------------|--------|--------|------------------|---------|----------------|--------|--------|
| | | 2018e | 2019e | 2020e | | | 2018e | 2019e | 2020e |
| Zalaris Asa | 21,7 x | 8,9 x | 7,1 x | 6,0 x | Zalaris Asa | 31,5 x | 19,1 x | 13,2 x | 10,6 x |
| Prgx Global Inc | 18,6 x | 8,5 x | 7,1 x | | Prgx Global Inc | 35,9 x | 22,9 x | 14,6 x | |
| Heeros Oyj | 18,4 x | 20,1 x | 8,4 x | 5,9 x | Heeros Oyj | -13,1 x | -90,8 x | 22,1 x | 10,2 x |
| Asiakastieto Gro | 21,1 x | 19,1 x | 16,8 x | 15,3 x | Asiakastieto Gro | 22,3 x | 21,6 x | 19,5 x | 17,5 x |
| Fondia Oyj | 19,9 x | 12,7 x | 11,0 x | | Fondia Oyj | 18,8 x | 13,4 x | 11,6 x | 10,2 x |
| Upper quartile | 21,1 x | 19,1 x | 11,0 x | 10,7 x | Upper quartile | 31,5 x | 21,6 x | 19,5 x | 12,3 x |
| Median | 19,9 x | 12,7 x | 8,4 x | 6,0 x | Median | 22,3 x | 19,1 x | 14,6 x | 10,4 x |
| Lower quartile | 18,6 x | 8,9 x | 7,1 x | 6,0 x | Lower quartile | 18,8 x | 13,4 x | 13,2 x | 10,2 x |
| Talenom | 11,1 x | 10,3 x | 8,5 x | 7,3 x | Talenom | 21,8 x | 16,9 x | 13,4 x | 11,4 x |
| % to median | -44 % | -19 % | 1 % | 21 % | % to median | -2 % | -12 % | -8 % | 9 % |

Peer group valuation

| Peer | 2017 | P/E | | | Peer | 2018e | EV/Sales | P/B |
|------------------|---------|----------------|---------|--------|------------------|--------------|--------------|--------|
| | | 2018e | 2019e | 2020e | | | 2018e | Latest |
| Zalaris Asa | 156,8 x | 21,8 x | 15,5 x | 12,0 x | Zalaris Asa | 1,4 x | 7,0 x | |
| Prgx Global Inc | 52,9 x | 44,1 x | 25,4 x | | Prgx Global Inc | 1,2 x | 3,6 x | |
| Heeros Oyj | -10,2 x | -14,8 x | -88,7 x | 29,6 x | Heeros Oyj | 1,2 x | 4,1 x | |
| Asiakastieto Gro | 26,4 x | 25,2 x | 22,9 x | 21,0 x | Asiakastieto Gro | 7,8 x | 6,1 x | |
| Fondia Oyj | 32,6 x | 19,5 x | 17,4 x | 15,2 x | Fondia Oyj | 2,0 x | 8,5 x | |
| Upper quartile | 52,9 x | 25,2 x | 22,9 x | 23,2 x | Upper quartile | 2,0 x | 7,0 x | |
| Median | 32,6 x | 21,8 x | 17,4 x | 18,1 x | Median | 1,4 x | 6,1 x | |
| Lower quartile | 26,4 x | 19,5 x | 15,5 x | 14,4 x | Lower quartile | 1,2 x | 4,1 x | |
| Talenom | 25,5 x | 18,3 x | 14,8 x | 12,7 x | Talenom | 2,4 x | 5,4 x | |
| % to median | -22 % | -16 % | -15 % | -30 % | % to median | 74 % | -12 % | |

Talenom

Arvostus houkutteleva yhtiön matala riski huomioiden



Defensiivinen kasvuyhtiö

Talenomilla ei julkistettuja pitkän aikavälin taloudellisia tavoitteita. Mielestämme yhtiön kasvu- ja kannattavuusnäkyvä on hyvä.

- Yhtiö on kasvanut keskimäärin 15,3% vuosien 2005-2017
- Kuluvalla vuodelle yhtiö ennustaa yli 12% kasvua (meidän ennusteemme 17,7%)
- Ennustamme vuosille 2019-2020 yli 10% vuotuista kasvua
- Yhtiön kannattavuus on automaation kautta noussut hyvälle tasolle ja voi ennusteemme mukaan edelleen parantua.

Talenomin liikevaihto kasvoi Q1:llä 18,1% ja liikevoitto 42,4% ollen 20,7% liikevaihdosta. Marginaalin parantuminen on seurausta skaalaeduista ja kirjanpitolinja automaatioasteen noususta. Tilitoimistomarkkinan defensiivisen luonteen takia pidämme yhtiön riskiä matalana.

Matalaan riskiin yhdistyy houkutteleva kasvunäkymä, jonka taustalla on yhtiön vahvat kilpailuedut sekä lähtökohtaisesti matalariskinen toimiala (tilitoimistopalvelut). Markkinoiden koko on erittäin suuri suhteessa yhtiön kokoon, joten se ei tule olemaan rajoite yhtiön kasvulle nähtävissä olevassa tulevaisuudessa. Näiden tekijöiden myötä yhtiötä voidaan mielestämme arvostaa defensiivisenä kasvuyhtiönä.

Rahoitusteorian mukaisesti riski ja tuotto kulkevat käsi kädessä. Beta mittaa osakkeen riskiä suhteessa koko osakemarkkinaan. Matalariskisempi (beta alle 1) osake reagoi osakemarkkinoiden liikkeisiin maltillisemmin. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön tuottaman nykyisen tuloksen arvo on keskimääräistä korkeampi, koska sen saamiseen liittyvä riski on keskimääräistä matalampi. Konkreettinen esimerkki tästä on ero osakkeen ja riskittömän koron (Saksan valtiolaina) välillä. Saksan valtiolainan tuotto on erittäin varma (=riski on pieni) ja tämän vuoksi sijoittajat tyytyvät erittäin matalaan tuottoon (=korkea "kerroin"). Rahoitusteorian mukaan kasvu vaikuttaa arvostuskertoimiin, koska tulos ei ole staattinen vaan se muuttuu yli ajan. Tämä on siis huomioitava kertoimessa, koska tämän hetkinen tulos ei huomioi tulevaisuuden tuottojen muutosta. Yhdistämällä yhtiökohtaisen kasvun ja riskin (beta) sekä osakemarkkinoiden riskipreemion suhteessa korkoon sekä riskittömän koron voidaan laskea hyväksyttävät P/E-kertoimet.

Olemme laskeneet Talenomin osakkeelle arvon alla olevien tekijöiden mukaisesti. Arvioimme osakemarkkinoiden riskipreemion olevan 6% ja riskittömän koron 2%. Yhtiön beetaksi arvioidaan 0,9. Yhtiön seuraavan 10 vuoden keskimääräisen kasvun (CAGR-% 10v.) odotetaan olevan konservatiivisesti 7,5% YoY eli alle yhtiön historiallisen kasvun ja lähivuosien ennusteemme. Pitkän aikavälin kasvun arvioidaan olevan 2%. Liikevoiton odotetaan kehittyvän samassa suhteessa liikevaihdon kanssa.

Käyttämämme oletukset antavat yhtiön hyväksyttäväksi arvostuskertoimeksi 29,1x EBIT. Tällä perusteella yhtiön osakekohtainen arvo olisi noin 20,4 euroa per osake. Vieressä olevassa taulukossa on esitetty arvostuskertoimia sekä Talenomin osakekohtaiset arvot eri beetoilla sekä 10 vuoden keskimääräisillä tuloskasvuilla. Nämä arvot eivät ole tavoitehintoja Talenomille, mutta antavat mielestämme käsityksen siitä potentiaalista, mikä osakkeeseen liittyy.

Arvo suhteessa riskiin (beta) ja kasvuun (CAGR-% 10 vuotta)

PE-kerroin

| | | Beta | | | | | |
|-------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| | | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 |
| CAGR-% 10v. | 2,5 % | 29,6x | 25,3x | 22,1x | 19,6x | 17,7x | 16,0x |
| | 5,0 % | 36,5x | 31,1x | 27,0x | 23,9x | 21,4x | 19,4x |
| | 7,5 % | 44,9x | 38,1x | 33,1x | 29,1x | 26,0x | 23,4x |
| | 10,0 % | 55,2x | 46,7x | 40,4x | 35,4x | 31,5x | 28,3x |
| | 12,5 % | 67,8x | 57,1x | 49,2x | 43,1x | 38,2x | 34,2x |
| | 15,0 % | 82,9x | 69,7x | 59,9x | 52,3x | 46,2x | 41,3x |

Osakkeen arvo €

| | | Beta | | | | | |
|-------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| | | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 |
| CAGR-% 10v. | 2,5 % | 20,8€ | 17,4€ | 14,8€ | 12,8€ | 11,2€ | 9,9€ |
| | 5,0 % | 26,4€ | 22,0€ | 18,8€ | 16,3€ | 14,3€ | 12,6€ |
| | 7,5 % | 33,2€ | 27,7€ | 23,6€ | 20,4€ | 17,9€ | 15,9€ |
| | 10,0 % | 41,4€ | 34,6€ | 29,5€ | 25,5€ | 22,4€ | 19,8€ |
| | 12,5 % | 51,5€ | 43,0€ | 36,6€ | 31,7€ | 27,7€ | 24,5€ |
| | 15,0 % | 63,8€ | 53,1€ | 45,2€ | 39,1€ | 34,2€ | 30,2€ |

Talenom

Tuloskehitys, tase ja ennusteet



| GROUP (EURm) | 2016 | 3Q17 | 4Q17 | 2017 | 1Q18 | 2Q18e | 3Q18e | 4Q18e | 2018e | 2019e | 2020e |
|------------------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net sales | 37,0 | 9,3 | 10,7 | 41,4 | 12,7 | 12,5 | 11,0 | 12,5 | 48,7 | 54,0 | 59,5 |
| Grow th, y/y | 12,0 % | -51,7 % | -39,5 % | 12,1 % | | | | | 17,7 % | 10,8 % | 10,2 % |
| Depreciation | -6,0 | -1,2 | -1,5 | -4,7 | -1,1 | -1,1 | -1,1 | -1,1 | -4,4 | -4,8 | -5,2 |
| EBIT | 1,6 | 0,8 | 0,9 | 4,8 | 2,6 | 1,7 | 1,2 | 1,5 | 6,9 | 8,2 | 9,4 |
| EBIT margin | 4,4 % | 8,4 % | 8,1 % | 11,7 % | 20,7 % | 13,2 % | 10,5 % | 11,7 % | 14,2 % | 15,1 % | 15,8 % |
| Net financials | -0,5 | -0,18 | -0,11 | -0,5 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,5 | -0,5 | -0,5 |
| Associates profit | 0,0 | 0,00 | 0,00 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,3 |
| PTP | 1,1 | 0,61 | 0,76 | 4,3 | 2,5 | 1,5 | 1,0 | 1,3 | 6,4 | 7,9 | 9,2 |
| Taxes | -0,4 | -0,12 | -0,17 | -0,9 | -0,5 | -0,3 | -0,2 | -0,3 | -1,3 | -1,6 | -1,8 |
| Minority interest | 0,0 | 0,00 | 0,00 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Net profit | 0,7 | 0,48 | 0,59 | 3,4 | 2,0 | 1,2 | 0,8 | 1,1 | 5,1 | 6,3 | 7,3 |
| EPS Adjusted | 0,1 | 0,07 | 0,09 | 0,50 | 0,29 | 0,18 | 0,12 | 0,16 | 0,74 | 0,92 | 1,07 |
| BALANCE SHEET (EURm) | | | | | | | | | | | |
| Intangibles | 12,4 | 13,6 | 14,2 | 14,2 | 16,3 | 16,3 | 16,3 | 16,3 | 16,3 | 16,3 | 16,3 |
| Goodw ill | 15,7 | 18,4 | 18,4 | 18,4 | 18,4 | 18,4 | 18,4 | 18,4 | 18,4 | 18,4 | 18,4 |
| Tangibles | 2,3 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,6 | 2,8 | 3,0 | 3,2 | 3,2 | 4,2 | 5,2 |
| Inventory | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Receivables | 5,3 | 4,3 | 5,5 | 5,5 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,7 | 7,4 |
| Cash | 4,3 | 4,1 | 4,9 | 4,9 | 3,0 | 5,0 | 4,9 | 5,9 | 5,9 | 5,9 | 5,9 |
| Assets | 40,3 | 43,4 | 45,9 | 45,9 | 46,8 | 48,9 | 49,0 | 50,3 | 50,3 | 51,9 | 53,6 |
| Equity | 10,1 | 13,3 | 13,9 | 13,9 | 14,2 | 15,4 | 16,2 | 17,3 | 17,3 | 20,6 | 24,6 |
| Pension liabilities | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Long non-ib debt | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Long ib debt | 21,9 | 21,9 | 22,0 | 22,0 | 21,8 | 28,0 | 27,8 | 27,5 | 27,5 | 20,6 | 17,5 |
| Short ib debt | 1,3 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| Short non-ib debt | 7,2 | 6,7 | 8,5 | 8,5 | 9,3 | 4,0 | 3,5 | 4,0 | 4,0 | 9,3 | 10,0 |
| Advances received | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Equity and liabilities | 40,5 | 43,4 | 45,9 | 45,9 | 46,8 | 48,9 | 49,0 | 50,3 | 50,3 | 51,9 | 53,6 |
| Equity Ratio | 25 % | 31 % | 30 % | 30 % | 30 % | 32 % | 33 % | 34 % | 34 % | 40 % | 46 % |
| Net Gearing | 187 % | 145 % | 133 % | 133 % | 143 % | 159 % | 150 % | 133 % | 133 % | 78 % | 53 % |
| Net debt | 18,9 | 19,4 | 18,6 | 18,6 | 20,3 | 24,5 | 24,4 | 23,1 | 23,1 | 16,1 | 13,1 |
| ROE | 7 % | | | 28 % | | | | | 33 % | 33 % | 33 % |
| ROCE | 5 % | | | 14 % | | | | | 17 % | 19 % | 22 % |

Huom: Historialuvut taulukoissa FAS, 2017 ja ennusteet IFRS.

Lähde: S-Pankki (FIM)

Talenom

Vastuuvapauslauseke



Vastuuvapauslauseke

S-Pankki Oy (jäljempänä S-Pankki) on tuottanut tämän julkaisun asiakkaidensa käyttöön. Julkaisun tietoja ei ole tarkoitettu sijoitusneuvoksi, tarjoukseksi tai kehotukseksi käydä kauppaa sijoitustuotteilla tai -palveluilla. Annetut tiedot eivät myöskään liity yksittäisen julkaisun vastaanottajan sijoitustavoitteisiin tai erityistarpeisiin.

Esityksen sisältämät arviot, tiedot ja mielipiteet perustuvat lähteisiin, joita S-Pankki pitää oikeina ja luotettavina. S-Pankki ei kuitenkaan takaa sitä, että oheiset tiedot olisivat täydellisiä, virheettömiä tai ajantasaisia. Sijoitussuosituksia ei ole esitetty liikkeeseenlaskijoille ennen suositusten julkistamista.

S-Pankki tai sen palveluksessa oleva henkilökunta ei vastaa esityksen mahdollisista puutteista tai virheistä eikä sen perusteella tehdystä tai tekemättä jätetyistä sijoitus- tai muista toimenpiteistä aiheutuneista välittömistä tai välillisistä vahingoista. Sijoitus-toimintaan liittyy aina taloudellinen riski. Tuotto voi jäädä saamatta ja sijoitetun pääoman voi jopa menettää. Sijoitusten mennyt kehitys ei välttämättä ohjaa tai takaa niiden tulevaa kehitystä. Osaan S-Pankin tarkastelemista sijoituskohteista liittyy korkea volatiliiteetti ja siten niiden arvo saattaa muuttua nopeasti ja huomattavasti, mikä voi johtaa tappioihin. Lisäksi on huomioitava, että kansainväliseen sijoittamiseen liittyy poliittisiin ja taloudellisiin epävarmuustekijöihin liittyviä riskejä sekä valuuttakurssiriskejä. Vastuu tämän esityksen perusteella tehtyjen päätösten aiheuttamista mahdollisista tappioista kantaa yksinomaan sijoittaja itse.

S-Pankin sijoitustutkimus kuuluu Pääomamarkkinat-liiketoiminta-alueeseen.

Analytiikot voivat saada tulospalkkioita, joka perustuu S-Pankin välitysliiketoiminnalle asetettuihin tavoitteisiin ja liiketoiminnan tulokseen.

S-Pankissa käytössä olevilla menettelytavoilla pyritään estämään ja välttämään mahdolliset eturistiriidat. Menettelytapoihin sisältyy muun muassa sisäpiirintiedon turvalliseen käsittelyyn liittyviä toimintatapoja. Lisäksi sijoitustutkimuksen ja S-Pankin tai asiakkaiden lukuun arvopaperikauppaa käyvien työntekijöiden välillä käytössä on ns. kiinanmuurimenettelytapoja, joiden avulla varmistetaan hintaherkän tiedon lain- ja säännöstenmukainen käsittely.

S-Pankin analyytikoilla tai heidän lähipiirillään ei ole pää- tai sivutoimia sijoitussuositusten kohteena olevissa liikkeeseenlaskijoissa.

Tämä esitys on tarkoitettu ainoastaan yksityiseen, alkuperäisen vastaanottajan käyttöön, eikä esitystä tai sen osaa saa jäljentää tai siirtää elektronisesti, kopioimalla, nauhoittamalla tai muuten tallentaa ilman S-Pankin kirjallista lupaa.

S-Pankkia valvoo Finanssivalvonta.

Esityksen on laatinut S-Pankin analytiikko Kim Gorschnik.

Esitystä siteerattaessa on lähteenä mainittava S-Pankki. Kaikki oikeudet pidätetään.

YHDYSVALLAT

Tätä katsausta tai sen kopioita ei saa levittää Yhdysvaltoihin eikä yhdysvaltalaisille vastaanottajille vastoin Yhdysvaltain laissa asetettuja rajoituksia. Katsauksen levittäminen Yhdysvalloissa saatetaan katsoa rikkomukseksi näitä lakeja vastaan.

KANADA

Tässä katsauksessa annettavia tietoja ei ole tarkoitettu minkälaiseen jakeluun Kanadassa, ja siten niitä ei voida pitää minkäänlaisena taloudellisena suosituksena tai kehotuksena Kanadan lainsäädännön tarkoittamassa merkityksessä.

MUUT MAAT

Myös muiden maiden lait ja säännökset voivat rajoittaa tämä katsauksen levittämistä.

Lisätietoja S-Pankista ja sen tuottamista raporteista ja sijoitussuosituksista on saatavilla internetsivuilla www.s-pankki.fi ja www.fim.com.

Talenom

Yhteystiedot FIM



Yhteystiedot

Meklarit

| | |
|--------------------|-------------------|
| Hans Segercrantz | +358 9 439 01 422 |
| Richard Johansson | +358 9 613 46 202 |
| Kari Lappalainen | +358 9 439 01 425 |
| Jussi Matinlompola | +358 9 613 46 428 |
| Thomas Pirker | +358 9 613 46 222 |

FIM Direct, Order Routing

| | |
|----------------|-------------------|
| Janne Virtanen | +358 9 613 46 362 |
| Janne Siik | +358 9 613 46 206 |
| Anna Pulkkinen | +358 9 613 46 492 |

Clearing, Settlement and Custody Services

| | |
|---------------|-------------------|
| Sanna Kanerva | +358 9 613 46 283 |
|---------------|-------------------|

Analyyysi

| | |
|-----------------|-------------------|
| Kim Gorschnik | +358 9 613 46 422 |
| Aaron Kaartinen | +358 9 613 46 430 |
| Mika Metsälä | +358 9 613 46 304 |