

EASOR

24.02.2026 08.30 EET



Atte Riikola
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
SIJOITUSTUTKIMUS



Kasvuhakuinen taloushallinnon ohjelmistoalusta

Talonomista osittaisjakautumisella irtoava Easor kehittää ja tarjoaa taloushallinnon alustaa pk-yrityksille ja tilitoimistoille. Tulemme aloittamaan osakkeen seurannan ensimmäisen kaupankäyntipäivän (2.3.2026) jälkeen. Olemme tässä vaiheessa arvioineet yhtiön käyväksi arvoksi 0,8-1,6 euroa osakkeelta. Leveä haarukkaa kuvastaa nähdäksemme Easorin sijoitustarinan osittain mustavalkoista luonnetta. Mikäli yhtiö onnistuu voimakkaassa kansainvälisessä kasvussa, on osakkeessa huomattavaa arvonluontipotentiaalia. Ilman kasvua jäljelle jäisivät vain lisätyt panostukset ja hyväksyttävä arvostustaso olisi paineessa.

Suomalainen taloushallinnon ohjelmistoalusta

Pk-yrityksille Easor tarjoaa helppokäyttöisen ohjelmistopalvelun taloushallinnon päivittäisiin rutiineihin sekä helpon tavan löytää taloushallinnon neuvontaan apua. Kirjanpitäjille ja tilitoimistoille Easorin ohjelmisto tarjoaa puolestaan tehokkaan ja automatisoidun työkalun kirjanpitopalveluiden tuottamiseen sekä mahdollisuuden kasvaa Easorin markkinapaikkojen (kirjanpitaja.fi, tilitoimisto.fi) avulla. Ohjelmisto- ja muille kumppaneille Easor tarjoaa kasvuyälän jaella tehokkaasti palveluitaan loppuasiakkaiden käyttöön. Easor toimii Suomessa, Ruotsissa ja Espanjassa, joiden lisäksi ohjelmiston lokalisointi on aloitettu Italiassa. Easorilla on yli 15 000 pk-yritysassiakasta ja yli 220 tilitoimistokumppania.

Sijoitustarina nojaa kansainväliseen kasvuun

Sijoitusprofiililtaan Easor on selkeästi kasvuyhtiö ja kasvun kiihdyttäminen keskipitkällä aikavälillä (tavoite yli 20 %) on yhtiön arvonmuodostuksen kannalta keskeistä. Tulevina vuosina Verifactu-lainsäädännön (2027) myötä avautuva markkinapotentiaali Espanjassa on keskeisin Easorin sijoitustarinassa seurattava asia. Kasvun kannalta uusien tilitoimistokumppanien voittaminen on kriittistä, sillä ne toimivat keskeisenä kanavana Easorin ohjelmistolle. Mikäli Easor onnistuu kasvupanostuksissaan ja Espanjan kasvu lähtee

realisoitumaan, pitäisi yhtiön skaalautuvan liiketoimintamallin valossa myös tuloksen ja kassavirran parantua selvästi. Myös Italia ja Ruotsi tarjoavat kasvuoption, mutta tässä kohtaa niiden merkitys on vielä huomattavasti pienempi. Suomessa näemme yhtiöllä edellytykset yltää vakaaseen kannattavaan kasvuun, mutta markkinan kypsän luonteen ja kireän kilpailutilanteen vuoksi suurin osa kasvusta on haettava ulkomailta. Ohjelmiston helppokäyttöisyys ja tehokkuus, kumppaneille tarjottava tuki sekä kilpailijoita alhaisemmat hinnat ovat arviomme mukaan Easorin keskeisiä kilpailuvaltteja.

Easorin arvo on kiinni tulevasta kasvusta

Easorin kehitysvaiheesta johtuen yhtiön kasvupanostukset painavat lähivuosina tulostasoa, eikä tulospohjaisen arvostuksen tarkastelu ole siten lyhyellä tähtäimellä mielekäästä. Lähivuosien arvostuskertoimien osalta suosimme EV/Liikevaihto-kerrointa ja suhteutamme sitä Easorin kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään. Yhtiön SaaS-verrokeista (Admicom ja Lemonsoft) saadaan näkemyksemme mukaan suuntaviivoja hyväksyttävän arvostustason osalta. Easorin jatkuvan ja skaalautuvan SaaS-liiketoimintamallin valossa näemme yhtiöllä hyvät edellytykset tehdä pitkällä aikavälillä hyvää tulosta, kunhan kasvustrategian toteuttamisessa onnistutaan. Tätä potentiaalia pystyy mielestämme haarukoimaan DCF-laskelman sekä skenaarioanalyysin kautta. Easorin näytöt kansainvälisestä kasvusta ovat vielä rajalliset ja kuluvan vuoden varovaisen kasvunäkymän (ohjeistus 3-10 %) valossa kansainvälistä läpimurtoa ei voida mielestämme vielä hinnoitella täysimääräisesti osakkeeseen. Arvioimme tällä hetkellä Easorin osakkeen käyvän arvon asettuvan 0,8-1,6 euron haarukkaan. Alalaidalla odotukset kasvun suhteen ovat näkemyksemme mukaan jo hyvin maltillisia, kun taas haarukan ylälaidalla sisään hinnoitellaan kohtuullisen hyvää onnistumista. Viime aikoina merkittävästi heikentynyt sentimentti SaaS-yhtiöiden osalta painaa väistämättä myös Easorin hyväksyttävää arvostusta.

Osakekannan
käypä arvo

n. 37-73 MEUR

0,8-1,6 EUR/osake

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	20,5	22,0	24,9
kasvu-%	3 %	7 %	14 %
EBIT oik.	3,5	1,5	1,8
EBIT-% oik.	16,9 %	6,7 %	7,2 %
Nettotulos	2,1	0,6	0,9
EPS (oik.)	0,05	0,01	0,02

P/E (oik.)	26,7	95,5	63,2
P/B	4,6	4,4	4,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	21,6	50,6	41,6
EV/EBITDA	5,1	6,3	5,9
EV/Liikevaihto	3,6	3,4	3,0

Lähde: Inderes

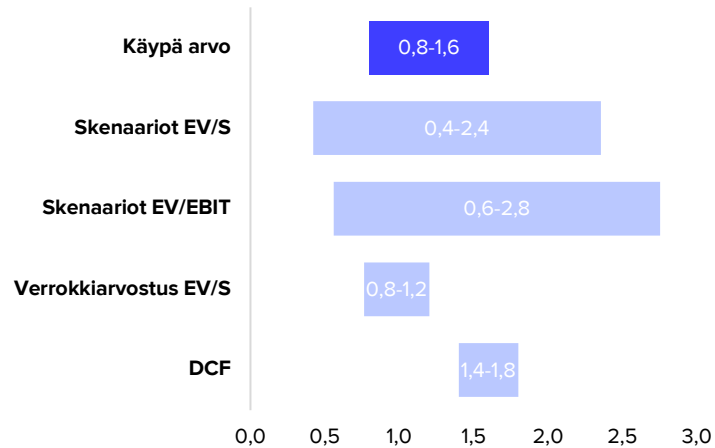
Huom. Havainnollistavat arvostuskertoimet laskettu käyvän arvon keskipohdalla (1,2 EUR/osake)

Ohjeistus

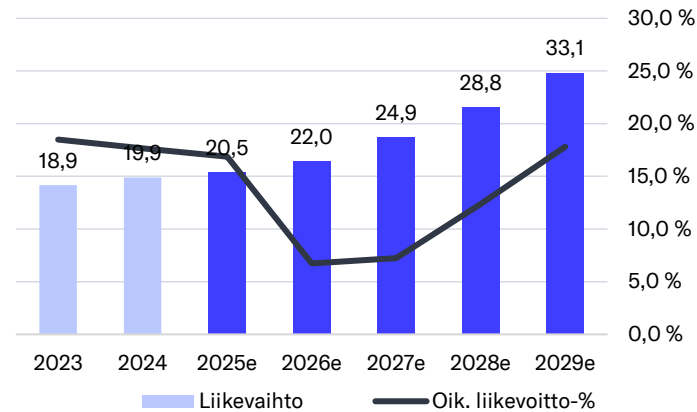
(Ennallaan)

"Vuoden 2026 liikevaihdon arvioidaan kasvavan 3-10 % vuoden 2025 carve-out-perusteiseen liikevaihtoon verrattuna. Liikevoittomarginaalin odotetaan heikentyvän jakelukanavien rakentamisen ja kasvupanostusten vuoksi."

Arvonmäärityksen yhteenveto

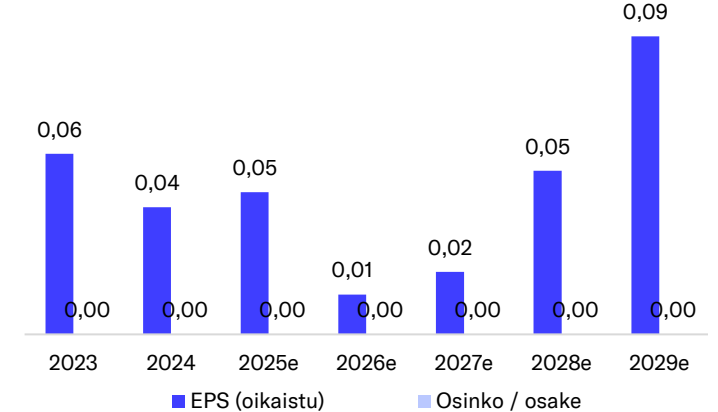


Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Verifactu-lainsäädännön tuoman kysynnän hyödyntäminen Espanjassa
- Vakaa kasvu Suomessa
- Italia ja Ruotsi myös optioita kansainvälistymiseen, mutta odotukset painottuvat Espanjaan
- Pitkällä aikavälillä edellytykset tehdä vahvaa tulosta ja kassavirtaa, kunhan kasvuinvestoinnit kantavat ensin hedelmää
- Ohjelmiston helppokäyttöisyys, tehokkuus ja hinnoittelu keskeisiä kilpailuvaltteja

Riskitekijät

- Espanjan kasvun kulmakerroin ja saadaanko lisätyille panostuksille riittävää tuottoa
- Verifactun mahdollinen lykkäytyminen uudelleen
- Suomen markkinan kireä kilpailupaine ja heikon talousympäristön vaikutukset transaktiotuottoihin
- Kilpailutilanteen kiristyminen ulkomailla ja uusien tekoälyratkaisujen luomat uhkakuvat
- Jakautuminen itsenäiseksi yhtiöksi voi aiheuttaa odotuksia suurempia kustannuksia ja epäjatkuvuutta toiminnassa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Markkinat	12-14
Kilpailukenttä	15-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	18
Taloudellinen tilanne	19-20
Ennusteet	21-25
Sijoitus- ja riskiprofiili	26-28
Arvonmääritys	29-32
Taulukot	33-35
Vastuuvapauslauseke	36

Easor lyhyesti

Easor on taloushallinnon alustayhtiö. Easor tarjoaa yrittäjille helppokäyttöisen työkalun talouden hallintaan ja tehostaa tilitoimistojen ja palvelun tarjoajien elämää.

2001

Talenom aloittaa Easorin ohjelmiston kehittämisen

2026

Listautuminen

>20 MEUR

Toistuva vuosilaskutus (ARR)

3,0 MEUR (20 % lv:sta)

Carve-out oik. liikevoitto Q1-Q3'25

> 15 000

Pk-yritysassiakasta

121

Henkilöstö Q3'25 lopussa

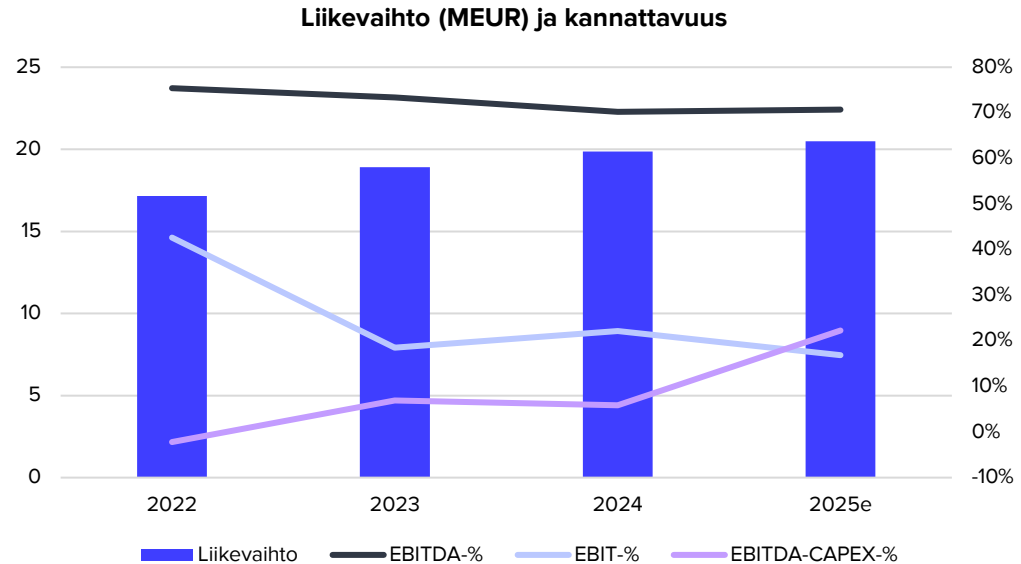
Lähde: Easor / Inderes

2001-2025

- Vuonna 2001 ensimmäinen versio Talenom Onlinesta
- Vuonna 2014 ensimmäinen versio nykyisestä kirjanpito-ohjelmistosta
- Easorin järjestelmien käyttöönotto Ruotsissa aloitettiin vuonna 2021
- Vuonna 2022 Espanjassa Nomo-ohjelmistoalustan hankinta yritysostolla
- Ohjelmistoliiketoiminnan eriyttäminen ja sen lanseeraaminen Easor-brändillä 5/2025
- Espanjassa Easorin jakelu Talenomin ulkopuolisille tilitoimistoille alkoi 10/2025

2026-

- Jakautuminen itsenäiseksi pörssiyritykseksi 3/2026
- Strategian painopiste erityisesti kansainvälisessä kasvussa
- Tavoitteena yli 20 %:n liikevaihdon kasvu keskipitkällä aikavälillä
- Vuodelle 2026 Easor ohjeistaa 3-10 %:n liikevaihdon kasvua
- Vuonna 2026 kasvuinvestoinnit painavat kannattavuutta ja liiketuloksen odotetaan heikkenevän



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Suomalainen taloushallinnon ohjelmistoalusta

Talenomista osittaisjakautumisella irtoava Easor kehittää ja tarjoaa taloushallinnon alustaa. Easor-ohjelmiston kehitys alkoi Talenomin sisällä jo vuonna 2001, kun sitä kehitettiin Talenomin omien tilitoimistopalveluiden tarpeisiin. Vuosien varrella Easor on kehittynyt merkittävästi ja siitä on tullut kattava taloushallinnon alusta, joka tarjoaa laajan valikoiman toiminnallisuuksia ja palveluita sekä tilitoimistoille että pk-yrityksille. Pk-yrityksille Easor tarjoaa helppokäyttöisen ohjelmistopalvelun taloushallinnon päivittäisiin rutiineihin sekä helpon tavan löytää taloushallinnon neuvontaan apua. Kirjanpitäjille ja tilitoimistoille Easorin ohjelmisto tarjoaa puolestaan tehokkaan ja automatisoidun työkalun kirjanpitopalveluiden tuottamiseen sekä mahdollisuuden kasvaa Easorin markkinapaikkojen (kirjanpitaja.fi, tilitoimisto.fi) avulla. Ohjelmisto- ja muille kumppaneille Easor tarjoaa kasvuväylän jaella tehokkaasti palveluitaan loppuasiakkaiden käyttöön.

Easor toimii Suomessa, Ruotsissa ja Espanjassa, joiden lisäksi ohjelmiston lokalisointi on aloitettu Italiassa. Easorilla on yli 15 000 pk-yrityisasiakasta ja yli 220 tilitoimistokumppania. Kokonaisuudessaan ohjelmiston loppukäyttäjiä on yli 60 000. Asiakaskunta on siis hyvin hajautunut ja yhtiön 15 suurinta asiakasta vastaa vain noin 5 % yhtiön liikevaihdosta. Toimialalla asiakassuhteet ovat myös tyypillisesti pitkiä, joten asiakasarvo nousee korkeaksi. Jakautumisen jälkeen noin 95 % Easorin asiakaskunnasta on samoja asiakkaita kuin Talenomin tilitoimistopalveluilla, mikä antaa hyvän perustan lähteä laajentamaan asiakaskuntaa Talenomin ulkopuolelle. Emme näe lähivuosille riskejä sen suhteen, että Talenomin tilitoimistot lähtisivät vaihtamaan pois Easorin ohjelmistosta.

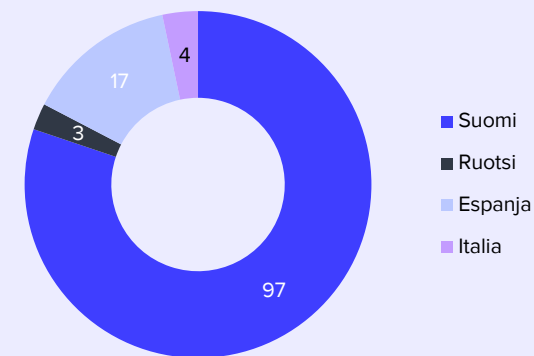
Easorin liiketoiminta on käytännössä kokonaan jatkuvaluonteista ja skaalautuvaa ohjelmistomyyntiä. Yhtiön toistuva vuosilaskutus (ARR) on tällä hetkellä hieman yli 20 MEUR ja se muodostuu vielä lähes kokonaan Suomesta. Noin 70 % liikevaihdosta tulee pk-yritysiasiakkailta ja loput tilitoimistoilta. Tuleva kasvu nojaa vahvasti kansainvälisillä markkinoilla onnistumiseen, johon yhtiö parhaillaan investoi voimakkaasti. Easorin keskipitkän aikavälin (2-4v) tavoitteena on kiihdyttää liikevaihdon kasvu yli 20 %:iin.

Easorin kannattavuusprofiili on näkemyksemme mukaan pitkällä aikavälillä vahva ja yhtiön pro-forma liikevoittomarginaali Q1-Q3'25 ajanjaksolta oli 20 % (käyttökate 75 %). Jakautumisesta aiheutuvien kustannusten sekä lisättävien kasvupanostusten myötä kannattavuus tulee kuitenkin lyhyellä aikavälillä heikentymään. Kasvun realisoituessa liikevoittomarginaalilla on nähdäksemme potentiaalia nousta korkealle kaksinumeroiselle tasolle pitkällä aikavälillä.

easor

- Helppokäyttöinen ohjelmistopalvelu taloushallinnon päivittäisiin rutiineihin pk-yrityksille
- Kirjanpitäjille ja tilitoimistoille tehokas ja automatisoitu työkalu kirjanpitopalveluiden tuottamiseen sekä mahdollisuus kasvaa Easorin markkinapaikkojen (kirjanpitaja.fi, tilitoimisto.fi) avulla.
- Loppukäyttäjän helppous, ohjelmiston tehokkuus, kumppaneille tarjottava tuki sekä kilpailijoita alhaisemmat hinnat keskeisiä kilpailuvaltteja

Henkilöstön jakauma maittain



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Easorin ohjelmistoalustan kuvaus

Pk-yrityksille suunnattu taloushallinnon ohjelmisto on kaupallistettu nimellä Easor App ja kirjanpidon ammattilaisten ohjelmisto puolestaan Easor Accounting. Erilliset käyttöliittymät mahdollistavat ominaisuuksien räätälöinnin molemmille käyttäjäryhmille erikseen.

Easor App mahdollistaa pk-yritykselle mm. kuittien hallinnan, matkalaskujen tekemisen, laskutuksen, aineistojen toimituksen, pankkitapahtumien seurannan sekä raportoinnin helposti ja nopeasti. Lisäksi lisäpalveluina tarjolla on mm. perintä- ja laskurahoituspalveluita kumppaneiden kautta sekä erilaisia palvelupaketteja esimerkiksi integraatioihin kumppanijärjestelmiin. Easor App integroituu yli 400 eri ERP-järjestelmään. Ohjelmiston ydinlupaus on tehokas ja kustannustehokas taloushallinnon ohjelmisto yhdistettynä selkeään käyttöliittymään.

Easor Accounting on kirjanpitäjille ja tilitoimistoille suunnattu alusta. Kattavien kirjanpityökalujen lisäksi käyttäjällä on mahdollisuus saada alustan kautta näkyvyyttä, uusia asiakkuuksia sekä asiantuntijatukea.

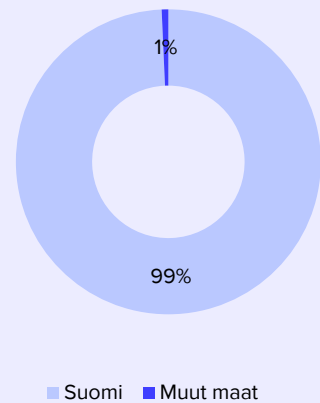
Lisäksi pakettiin sisältyy mm. kolmannen osapuolen tarjoamat asiakkaiden tuntemiseen (KYC) ja rahanpesun estämiseen liittyvät ominaisuudet, Easorin toiminnanohjausjärjestelmä sekä sähköiset allekirjoitukset.

Easorin ohjelmistokokonaisuuden kehitysvaihe ja toteutus vaihtelevat markkina-alueittain. Suomessa ja Ruotsissa ohjelmisto on sama ja se koostuu sekä asiakaskäyttöliittymästä että tilitoimiston kirjanpitokäyttöliittymästä. Ruotsissa Talenom on siirtänyt asiakkaitaan Easorin ohjelmistoon asteittain vuodesta 2021 lähtien. Ohjelmistosta ei ole kuitenkaan tähän mennessä

laskutettu erikseen, joten Easorille ei vielä suoraan tule liikevaihtoa Ruotsista. Asiakkaiden laskutus alkaa asteittain vuoden 2026 alusta. Siirtymä Easoriin Ruotsissa ei ole mennyt kivuttomasti ja siitä on aiheutunut Talenomille viime vuosina asiakaspoistumaa ja henkilöstön vaihtuvuutta. Siten asiakkaiden laskuttamisen kanssa Easor joutuu arviomme mukaan etenemään varovasti Ruotsissa.

Espanjan ohjelmisto pohjautuu jatkokehitettyyn versioon Talenomien vuoden 2022 yritysostokohde Nomon ohjelmistosta. Myös Espanjan ohjelmistossa on asiakaskäyttöliittymä sekä kirjanpitokäyttöliittymä, mutta kirjanpitokäyttöliittymässä ei ole vielä yhtä laajoja ominaisuuksia kuin Suomen ja Ruotsin versioissa. Espanjassa kirjanpitäjät käyttävät päivittäisessä työssään Easorin alustaa alustavaan kirjanpitoon, mutta pääkirjanpito suoritetaan muissa markkinalla yleisesti käytetyissä ohjelmistoissa (A3 ja Sage). Espanjassa Easorin strategiana on hyödyntää suotuisia markkina-ajureita ja levittää ohjelmisto tällaisenaan mahdollisimman laajalle, ja toteuttaa tilitoimistojen kirjanpitokäyttöliittymän jatkokehittäminen ja ominaisuuksien lisääminen tämän jälkeen. Italiassa ohjelmisto on sama kuin Espanjassa ja sen lokalisointi on aloitettu.

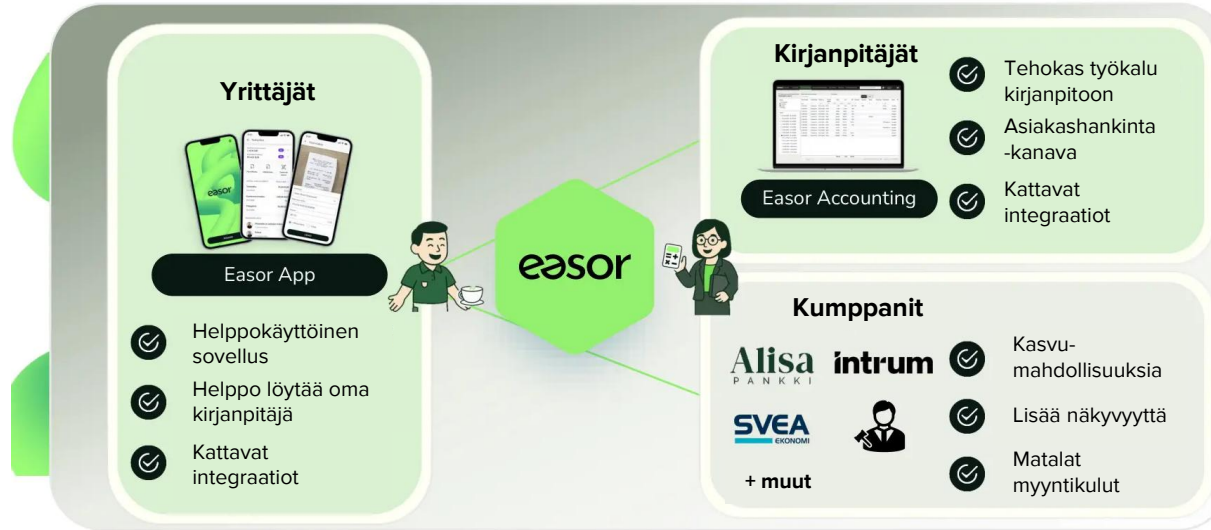
Liikevaihdon jakauma maittain Q1'Q3'25



Easorin ohjelmistoalustan kuvaus

Palvelut yrittäjille

- Easor App -sovellus, jolla voi hallita päivittäistä liiketoimintaa helposti ja nopeasti.
- Asiakashallinta
- Laskujen vastaanotto ja maksatus
- Kirjanpitomateriaalit ja arkisto
- Raportointi ja dokumenttien hallinta
- Pankkiyhteys ja tiliotteiden selaus
- Palkanlaskenta
- Matkalaskut
- Löydä kirjanpitäjäsi –palvelu
- Löydä tilitoimistosi –palvelu
- Lisäpalvelut kumppaniverkoston kautta, mm. pankki-, rahoitus- ja perintäpalvelut
- Tuki ja turva, jos yrittäjällä on ongelmia kirjanpitäjän kanssa
- Työkalujen käyttökoulutus ja kattava asiakaspalvelu



Palvelut kirjanpitäjille ja tilitoimistoille

- Korkeasti automatisoitu kirjanpitojärjestelmä, joka tuo tehokkuutta
- Tilitoimistoille suunniteltu ERP, jonka avulla voi hallita työtehtäviä, laskuja ja muita päivittäisiä tehtäviä
- KYC ja sähköisen allekirjoituksen työkalut, joilla compliance- ja lakisääteiset velvoitteet voi hoitaa helposti
- Markkinapaikat kasvua varten
 - Suomessa kirjanpitaja.fi ja tilitoimisto.fi
 - Italiassa CommercialiStar.it
 - Ruotsin ja Espanjan markkinapaikat avataan vuonna 2026
- Keskustelualusta Easor-yhteisölle sekä pääsy laajaan materiaalipankkiin, mukaan lukien sopimuspohjat
- Järjestelmätuki ja koulutus

Ohjelmistoratkaisun maakohtaiset erot

- Suomessa ja Ruotsissa Easorin ohjelmisto on sama
- Espanjassa ohjelmisto pohjautuu jatkokehitettyyn versioon vuonna 2022 ostetun Nomon ohjelmistosta (asiakaskäyttöliittymä)
- Espanjassa kirjanpitokäyttöliittymässä ei ole vielä yhtä laajoja ominaisuuksia. Siksi kirjanpitäjät käyttävät Easoria vain alustavaan kirjanpitoon ja pääkirjanpito hoidetaan markkinassa yleisesti käytössä olevilla ohjelmistoilla (A3 ja Sage)
- Italiassa ohjelmisto on sama kuin Espanjassa ja sen lokalisointi on aloitettu

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Easorin ohjelmiston hinnoittelumalli

Easorin liikevaihto muodostuu yritysasiakkaiden osalta suorista loppukäyttäjän kuukausiveloituksista sekä volyymipohjaisista, suoritteista syntyvistä lisämaksuista. Tilitoimistojen ja kirjanpitäjien osalta ohjelmistomaksut perustuvat prosentuaaliseen osuuteen tilitoimiston liikevaihdosta tai transaktiopohjaiseen hinnastoon. Lisäksi liikevaihtoa kertyy asiakkaille tarjottavista lisäpalveluista, kuten integroidusta palkanlaskentapalvelusta ja kumppaneiden maksamista komissioista. Tavoitteena on, että hinnoittelurakenne on skaalautuva ja läpinäkyvä.

Yrittäjäasiakkaiden puolella palvelutasoja on Suomessa tällä hetkellä kaksi: Easor Mini ja Easor Basic. Easor Mini on tarkoitettu mikroyrityksille ja pöytälaatikkoyhtiöille. Kuukausiveloituksen (alk. 5,90e/kk) lisäksi volyymiveloitukset, kuten myyntilaskut sekä laskujen vastaanotto- ja maksut, veloitetaan erikseen.

Easor Basic (alk. 12,90e/kk) sisältää kaikki ohjelmiston toiminnallisuudet, siinä ei ole tositerajoja ja se mahdollistaa ohjelmiston integroinnin ulkoisiin järjestelmiin. Tämä mahdollistaa esimerkiksi pankki-, perintä- ja rahoituspalveluiden käyttämisen suoraan Easor Appista. Perinteisten volyymiveloitusten lisäksi Easor Basic -tasolla on mahdollista hankkia maksullisia lisäpalveluita (palkanlaskenta ja integraatiot).

Ruotsissa Easor tarjoaa yksinyrittäjäasiakkaille kolme palvelutasoa: Easy Start (250 SEK/kk), Easy Go (1150 SEK/kk) ja Easy Plus (1650 SEK/kk). Kaikki paketit sisältävät kirjanpidon, tietyn määrän tositteita sekä ALV-raportoinnin. Ylimpään tasoon sisältyy myös palkanmaksu yhdelle työntekijälle.

Vuosipalvelut yrittäjän tulee hankkia jokaisella tasolla

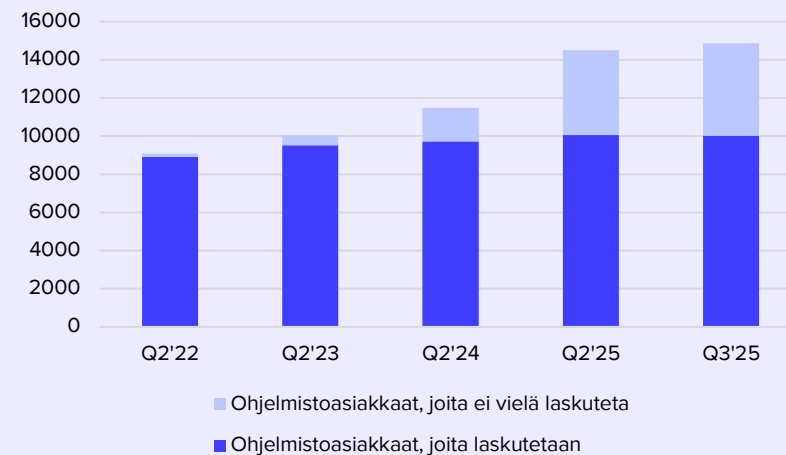
erikseen Easor-tilitoimistokumppanilta. Tilitoimistojen hinnoittelu Ruotsissa perustuu kuukausitasolla käyttäjämäärään ja valittuihin lisäpalveluihin. Perusratkaisu sisältää kirjanpidon ja asiakasreskontran hallintaan tarvittavat ohjelmistot, ja lisäkäyttäjistä veloitus määräytyy porrastetusti toimiston koon mukaan. Lisäksi tilitoimistoille on tarjolla tukisopimus, joka kattaa koulutukset ja jatkuvan tuen, mikä mahdollistaa palvelun tehokkaan käytön ja asiantuntija-avun tarpeen mukaan. Tilitoimistojen asiakkaille Easor-palvelut tarjotaan alennettuun hintaan.

Espanjassa ohjelmistopalveluiden hinnoittelu on selvästi alempaa kuin Suomessa (jopa alle 50 %). Näin ollen volyymikasvu Espanjassa ei heijastu Easorin liikevaihtoon yhtä suorassa suhteessa kuin Suomessa. Espanjassa Easorin asiakkaiden lähettämien kausitasattujen kuukausittaisten myyntilaskujen määrä on tällä hetkellä yli 42 000 kpl (Suomi yli 400 000), joten volyymimielessä liiketoiminta on jo suhteellisen kookasta.

Espanjassa palvelutasoja on tällä hetkellä kolme. Plan Basic (12,70-15,99e/kk) on suunnattu freelance-yrittäjille, jotka haluavat aloittaa liiketoimintansa laskutuksen digitalisoinnin. Tähän kuuluu 12 tekstintunnistusteknologiaa (OCR) hyödyntävää skannausta kuukaudessa, rajaton määrä kuitteja sekä laskuja, yksi laskumallipohja sekä synkronointi yhden pankin kanssa.

Plan Essential (22,39-27,99e/kk) on tarkoitettu yrittäjille sekä freelance-yrittäjille, jotka kaipaavat laajempaa kontrollia oman yrityksensä taloudenpidosta. Taso sisältää 50 OCR-skannausta kuukaudessa, rajattoman määrän kuitteja sekä laskuja, kaiken kattavan laskupohjan, synkronoinnin kahden pankin kanssa, arvion kertyneistä veroista ja tilien täsmäytyksen.

Easorin asiakasmäärän kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Plan Advanced (25,59-31,99e/kk) tasoon kuuluvat kaikki edeltävän tason ominaisuudet laajentaen OCR-skannausmääriä kuukaudessa 100 kappaleeseen, rajattoman synkronoinnin pankkeihin sekä useamman käyttäjän lisäämisen alustalle.

Tilitoimistot keskeinen myyntikanava

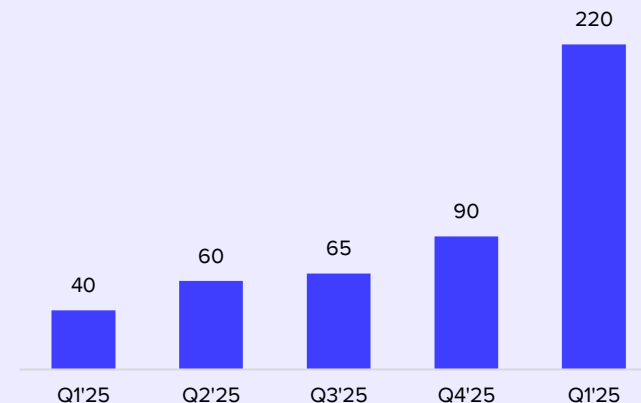
Easorin myynnissä ja markkinoinnissa toimi Q3'25 lopussa 4 työntekijää ja arvioimme kansainvälisen kasvun vaativan tälle alueelle selvästi lisää panostuksia. Easorin asiakashankinta tapahtuu käytännössä kahta kautta. Yhtiön oma suoramyynä perustuu ennen kaikkea digitaalisiin kanaviin. Toisena ja tulevan kasvun kannalta tärkeimpänä kanavana toimii tilitoimistojen tekemä myynti heidän omille asiakkailleen. Easorin kumppaniohjelma on suunnattu ensisijaisesti kasvuhakuisille tilitoimistoille, jotka saavat Easorilta valmiit työkalut ja toimintamallin ilman tarvetta raskaille asiakaskohtaisille järjestelmäprojekteille.

Easorilla on jo yli 220 kumppanitilitoimistoa ja tulevan kasvun kannalta tämä on myös yksi keskeinen tunnusluku. Kumppanien laadussa on kuitenkin arviomme mukaan eroja, ja osa saattaa pyrkiä rakentamaan liiketoimintansa täysin Easorin ympärille, kun taas osa käyttää Easoria yhtenä järjestelmänä muiden joukossa asiakaskohtaisesti. Viimeisin voimakas kasvu (Q4'25 vs. Q1'26) kumppanien määrässä selittyy osin Italiassa aloitetulla ensimmäisen tuotteen freemium-kokeilulla.

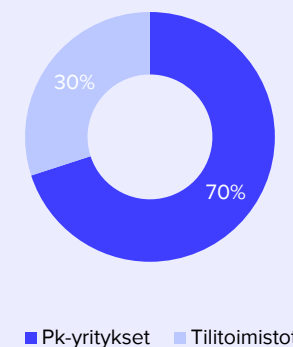
Easor on lanseerannut myös erillisiä markkinapaikkoja sekä yksittäisille kirjanpitäjille että tilitoimistoille. Markkinapaikoilla yrittäjä voi etsiä tarpeidensa mukaisen kirjanpitäjän tai tilitoimiston yhtiölleen lukuisten ilmoitusten joukosta ja tilitoimisto saa puolestaan kanavan

asiakashankintaan. Tämä tilitoimistojen ja yrittäjien verkoston kasvattaminen on pitkällä aikavälillä tärkeä myyntikanava Easorille. Tilitoimistojen lisäksi myös muut palveluntarjoajat (esim. pankit ja perintätoimistot) ovat olennainen osa Easorin ohjelmistokokonaisuutta. Easorin alustan kautta kumppanit voivat kasvattaa omaa liikevaihtoaan ilman erillisiä markkinointikustannuksia ja Easor puolestaan saa välitetyistä transaktioista komissiota.

Easorin kumppanitilitoimistojen lukumäärä



Easorin liikevaihdon jakauma Suomessa yritykset vs. tilitoimistot



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Tuotekehitys

Easorin tuotekehityksessä työskenteli Q3'25 lopussa yhteensä noin 80 henkilöä (ohjelmistokehitys+tuotehallinta) eli valtaosa yhtiön henkilöstöstä. Talenomin alla Easorin ohjelmistoon on investoitu vuosien saatossa merkittävästi. Isoja hankkeita ovat olleet muun muassa Suomen ohjelmiston lokalisointi Ruotsiin sekä viime vuosina ohjelmiston kehittäminen siihen suuntaan, että sitä pystyttiin alkaa tarjoamaan Talenomin ulkopuolisille tilitoimistoille. Vuosina 2023-2024 Easorin ohjelmistoinvestoinnit olivat 12,5-12,6 MEUR ja arvioimme investointien vuodelta 2025 olevan noin 10 MEUR. Vuodesta 2015 lähtien Talenomin aineettomien hyödykkeiden investoinnit ovat olleet yli 80 MEUR, joista valtaosa arvioimme mukaan on kohdistunut Easorin ohjelmiston kehittämiseen.

Hyvin kilpailluilla taloushallinnon ohjelmistomarkkinoilla tuotekehitysinvestointien jatkaminen on välttämätöntä kilpailukyvyyn säilyttämiseksi. Talenomin merkittävimmät investoinnit ohjelmistoon on kuitenkin jo tehty, eikä panostuksia ole tarvetta lähivuosina merkittävästi kasvattaa viime vuosien erittäin korkealta tasolta. Yhtiö arvioikin investointien jatkuvan seuraavien 1-2 vuoden aikana samalla tasolla kuin aiempina vuosina. Kehityspanostukset kohdistuvat ohjelmiston jatkuvan kehittämisen lisäksi kansainväliseen laajentumiseen. Tarkoituksena on asteittain tuoda pisimmällä olevan Suomi-ohjelmiston ominaisuuksia muiden markkinoiden ohjelmistoratkaisuihin.

Jakautumisen myötä yhtenä IT-hankkeena on siirtää Easorin IT-infrastruktuuri täysin itsenäiseksi Talenomista, mikä tulee sitomaan tuotekehityksen resursseja. Itsenäisyys

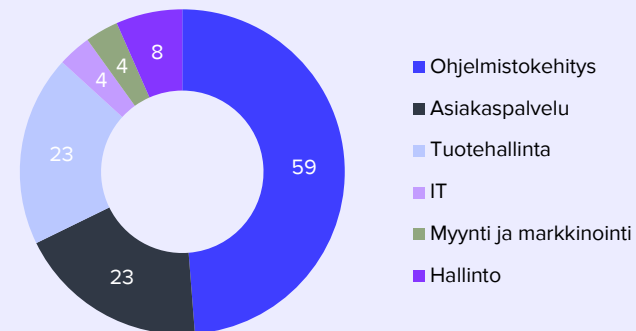
on tarkoitus saavuttaa vuoden 2027 kesään mennessä, johon asti Talenom tarjoaa Easorille tietyt IT-palvelut väliaikaisen siirtymäsopimuksen mukaisesti.

Skaalautuva liiketoimintamalli, joka luo rahavirtaa hyvin

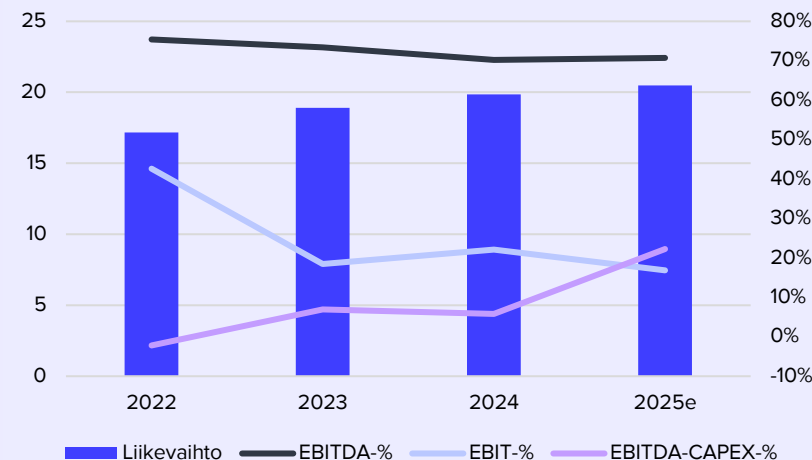
Easorin skaalautuva ohjelmistoliiketoiminta mahdollistaa yhtiölle erittäin hyvän kannattavuuden ja kassavirran tulevien kasvuinvestointien onnistuessa. Ohjelmisto on hyvin monistettavissa uusille asiakkaille, asiakassuhteet ovat tyypillisesti pitkiä ja liikevaihto on käytännössä kokonaan jatkuvaluonteista. Toimialan yhtiöillä tyypillisesti liikevoitto-%:t ovat yli 30 %:n ja jopa yli 40 %:n tasolla.

Easorin kannattavuuslukemia tarkastellessa täytyy huomioida se, että yhtiö aktivoi merkittävän osan tuotekehitysmenoistaan, jonka myötä käyttökate (2024: 70 %) näyttää liian hyvältä suhteessa kassavirtaan. Historiassa myös investoinnit ovat olleet poistoja korkeammat, joten myös EBIT-% on näyttänyt kassavirtaa paremmalta. Siten historiallista kannattavuutta tarkastellessa EBITDA-CAPEX-tunnusluku antaa paremman kuvan yhtiön kassavirran luontikyvystä. Vuonna 2025 arvioimme poistojen ylittävän investoinnit, jonka myötä EBITDA-CAPEX-% on liikevoittomarginaalia korkeampi. Pitkällä aikavälillä arvioimme näiden tunnuslukujen lähestyvän toisiaan, kun poistojen ja investointien suhde myöskin tasapainottuu.

Henkilöstön jakauma toiminnoittain Q3'25



Liikevaihto (MEUR) ja kannattavuus



Markkinat 1/2

Easorin markkinapotentiaali Suomessa

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,5 miljardia euroa vuonna 2024. Markkina on erittäin defensiivinen, sillä yrityksillä on lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito. Markkina onkin kasvanut vuodesta 2001 lähtien keskimäärin noin 5 % vuodessa. Tilitoimistojen asiakasyritysten kokoluokan perusteella markkina muodostuu valtaosin mikro- ja pienyrityksistä sekä jossain määrin keskisuurista yrityksistä. Tilitoimistoja Suomessa on noin 6500.

Taloushallinto-ohjelmistojen markkinapotentiaali sisältyy edellä mainittuun noin 1,5 miljardiin euroon, mutta ohjelmistomarkkinan koosta ei ole tarjolla yksiselitteistä tilastoa. Talenomin arvion mukaan yhtiön markkinaosuus tilitoimistomarkkinasta on noin 6 % ja tätä kautta myös Easorin osuuden ohjelmistomarkkinasta arvioidaan olevan noin 6 %. Tästä laskettuna Easorin nykyisellä liikevaihdolla (~20 MEUR) ohjelmistomarkkinan koko olisi 330-340 MEUR.

Suomen taloushallinto-ohjelmistojen markkinajohtaja Netvisor (Visman omistama) on arvioinut markkinaosuutensa olevan noin 26 %. Netvisorin vuoden 2024 liikevaihdolla (93,5 MEUR) tämä tarkoittaisi markkinan kooksi noin 360 MEUR. Näiden pohjalta Easorin markkinoiden voidaan melko luotettavasti arvioida olevan tällä hetkellä noin 330-360 MEUR:n kokoluokassa.

Suomessa ohjelmistomarkkina on jo melko keskittynyt, sillä Netvisor, Procountor, Fennoa ja Easor muodostavat arviomme mukaan jo noin 61 % euromääräisestä markkinasta. Kaiken kaikkiaan taloushallinnon ohjelmistomarkkinoilta löytyy laaja valikoima ohjelmistoja. Eroja löytyy mm. ohjelmistojen laajuudessa (taloushallinto, muut yritysohjelmistot, toimialakohtaiset ratkaisut, ERP), palvelujen kattavuudessa (ohjelmisto / tilitoimisto),

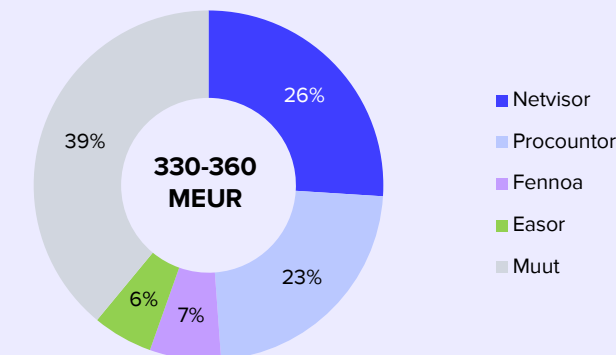
kohdeasiakasryhmissä (mikro-, pk- ja suuryritykset) sekä hinnoitteluperusteissa. Tilisanomien vuonna 2025 tekemässä tilitoimistoammattilaisille suunnatussa kirjanpito-ohjelmistovertailussa selviää, että valtaosa kirjanpityöstä Suomessa kuitenkin tehdään viidellä eri ohjelmistolla (Procountor, Netvisor, Asteri, Fennoa ja Fivaldi). Tuolloin Easor oli vielä pääosin Talenomin alla, joten ohjelmisto ei ole kunnolla mukana vertailussa.

Kansainväliset markkinat tarjoavat suurimman kasvupotentiaalin

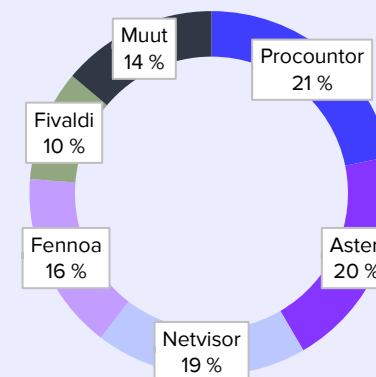
Easorin suurimmat kasvumahdollisuudet löytyvät ulkomailta (Espanja ja Italia), missä taloushallinnon digitalisaatioaste on vielä selvästi Suomea jäljessä, mutta markkinoiden koko moninkertainen. Espanjan taloushallintomarkkinan arvioidaan olevan noin 10 miljardia euroa ja Italian puolestaan noin 12 miljardia euroa. Tilitoimistoja Espanjassa on 52 000 ja Italiassa 64 000. Vaikka Keski-Euroopassa perinteiset menetelmät ja paperipohjaiset käytännöt ovat vielä arkipäivää, tulee toimintaa merkittävästi tehostavien digitaalisten työkalujen käyttöönotto väistämättä lisääntymään. Tätä ajetaan myös lainsäätäjien puolelta uudella sääntelyllä, sillä taloushallinnon digitalisoinnilla pystytään torjumaan helpommin myös harmaata taloutta ja veronkiertoa. Mikäli oletamme taloushallinto-ohjelmistojen osuuden kokonaismarkkinasta nousevan digitalisaation myötä 10-20 %:iin (Suomi nyt n. 24 %), tarkoittaisi tämä karkeasti noin 1-2 miljardin euron markkinapotentiaalia sekä Espanjassa että Italiassa.

Ruotsissa taloushallinnon digitalisaatioaste on korkea, mutta vielä jonkin verran Suomea jäljessä. Taloushallintomarkkinan kooksi on arvioitu noin 2,2 miljardia euroa ja tilitoimistoja on noin 11 000. Ruotsissa Easorin kannalta haasteena on, että markkinaa dominoi Fortnox, jonka markkinaosuudeksi kirjanpito-ohjelmistoissa on arvioitu jopa reilusti yli 60 %.

Taloushallinto-ohjelmistojen euromääräiset markkinaosuudet Suomessa 2024



Kirjanpito-ohjelmistojen markkinaosuudet 2025 Tilisanomien kirjanpitäjäkyselyn perusteella



Muut: Balanssi, Briox, EmCe, Heeros, Lemonsoft, Maestro, Netbaron, Sonet

Markkinat 2/2

Taloushallinnon digitalisaatio ja lainsäädännön muutokset markkinan suurimpia ajureita

Tilitoimistomarkkinalla on ollut jo pidempään käynnissä kehitys, jossa digitalisaatio muuttaa tilitoimistojen palveluita, prosesseja, osaamistarpeita sekä työnjakoa asiakkuuksissa. Pilvipohjaiset ohjelmistot kasvattavat jatkuvasti suosiotaan tehokkuutensa, turvallisuutensa ja helppokäyttöisyytensä ansiosta. Ohjelmistot myös alentavat kustannuksia ja automaatio vähentää työtaakkaa. Kehitys on pisimmällä Pohjoismaissa, mutta etenkin Keski- ja Etelä-Euroopassa työmenetelmät ovat vielä varsin perinteisiä ja investointitarve on näin ollen kova. Esimerkiksi Espanjan markkinalla 90 % tilitoimistoista vastaanottaa asiakasmateriaalia, kuten laskuja ja asiakirjoja, sähköpostilla, 80 % paperilla, 37 % USB-tikuilla, 34 % yleisen pilvipalvelun kautta (esim. Google Drive tai OneDrive) ja vain 31 % oman pilvipohjaisen ohjelmiston kautta. Tilitoimistojen asiakkaista 72 % ei käytä mitään ohjelmistoa laskujen ja talousaineistojen lähetykseen kirjanpitäjälle. Lisäksi vain 9 % tilitoimistoista hyödyntää toiminnanohjausjärjestelmää omassa liiketoiminnassaan. Taloushallinnon digitalisaatio tulee kuitenkin väistämättä etenemään, sillä asiakkailta tulevan paineen lisäksi (halu tehostaa omia prosesseja) digitaalisten työkalujen omaksuminen tarjoaa eturintamassa kulkeville tilitoimistoille ja yrityksille kilpailuetua tehokkuuden nousun kautta.

Kasvavat lainsäädäntöpaineet luovat myös uusia tarpeita taloushallinto- ja kirjanpitopalveluille ja lisäävät siirtymää digitaalisiin työkaluihin. Näitä ovat muun muassa rahanpesuun ja tietosuojan (GDPR) liittyvät vaatimukset, jonka lisäksi maksupalveludirektiivi (PSD2) velvoittaa pankkirajapintojen avaamiseen koko EU:n alueella mahdollistaen pankkipalvelujen liittämisen osaksi tilitoimiston palveluja.

Lisäksi kansalliset lainsäädännöt e-laskuihin ja e-kuitteihin liittyen luovat digitalisoitumispainetta. Easorin kannalta keskeinen on Espanjan tuleva Verifactu-lainsäädäntö, jossa verkkolaskutus on tulossa pakolliseksi vuonna 2027. Verifactun myötä sähköisten laskutietojen muoto, rakenne ja tekniset vaatimukset standardisoidaan. Keskeisenä tavoitteena on petosten ja veronkierron torjuminen, yritysten digitalisaation edistäminen erityisesti pk-yritysten osalta sekä rinnakkaisen kirjanpidon mahdollistavien ohjelmistojen käytön estäminen. Verifactun velvoittamia yhtiöitä on Espanjassa noin 2,8 miljoonaa. Lainsäädäntö laajenee 1.7.2027 koskemaan myös kaikkia itsenäisiä ammatinharjoittajia, joita Espanjassa on yhteensä noin 2 miljoonaa. Talenomin johdon arvion mukaan yli 3 miljoonaa yritystä ei käytä vielä tarvittavaa ohjelmistoa, johon Easorilla on ratkaisu. Verifactu onkin Easorin tulevan kasvun kannalta nähdäksemme keskeisin ajuri, ja yhtiön on onnistuttava nyt siirtymävaiheessa voittamaan mahdollisimman paljon uusia tilitoimistokumppaneita. Muutos tulee hyvin todennäköisesti aiheuttamaan kysyntäpiikin ohjelmistoille, joita loppuasiakkaat hankkivat tilitoimistojensa kautta. Alun perin Verifactun piti astua voimaan jo vuoden 2026 alusta, mutta joulukuussa 2025 Espanjan hallitus päätti siirtää voimaantuloa vuodella eteenpäin, jotta yritykset ehtisivät paremmin mukauttaa laskutusjärjestelmänsä uudistukseen. Tämä lisäaika tarjoaa myös Easorille paremmin aikaa valmistautua tulevan kysyntäpiikin hyödyntämiseen.

Verifactun jälkeen on odotettavissa uusi Crea y Crece – lainsäädäntö, joka velvoittaa yrityksiä lähettämään verkkolaskuja yritysten välisessä liiketoiminnassa ja siirtymään kokonaan pois paperilaskutuksesta. Lain odotetaan astuvan voimaan vuonna 2028, mikä mahdollistaisi lisämyyntimahdollisuuksia Easorin jo vakiintuneen asiakaskunnan keskuudessa.

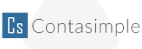
Taloushallinnon ohjelmistomarkkinan trendejä

- Automaatio ja tekoäly
- Pilvipohjaiset ratkaisut
- Sähköisen laskutuksen ja veroraportoinnin yleistyminen
- Reaaliaikainen raportointi ja analytiikka
- Käyttäjäkokemuksen ja käyttöliittymän merkityksen kasvu
- Integraatiot ja ekosysteemijattelu
- Ohjelmistotoimittajien konsolidaatio tilitoimistomarkkinan mukana

Verifactu-lainsäädäntö pähkinänkuoressa

- Tekee verkkolaskutuksesta Espanjassa pakollista, standardoiden laskutietojen muodon ja vaatimukset.
- Tavoitteena petosten ja veronkierron torjunta, yritysten digitalisaation edistäminen ja rinnakkaisen kirjanpidon estäminen.
- Voimaantulo 2027 alussa ja laajenee 1.7.2027 koskemaan myös itsenäisiä ammatinharjoittajia
- Koskettaa noin 2,8 miljoonaa yritystä ja 2 miljoonaa itsenäistä ammatinharjoittajaa.
- Yli 3 miljoonaa toimijaa ei vielä käytä tarvittavaa ohjelmistoa, ja Easorilla on tähän ratkaisu. Lainsäädäntö onkin Easorin keskeisin kasvuajuri tuleville vuosille.
- Seuraava vaihe on Crea y Crece -lainsäädäntö (odotetaan 2028), joka velvoittaa B2B-verkkolaskutukseen, tarjoten Easorille lisämyyntimahdollisuuksia.

Easorin markkinoiden yhteenveto

		Yritysten lukumäärä	Tilitoimistojen lukumäärä	Taloushallinto- markkinan koko, €	Digitalisaation aste taloushallinnossa	Esimerkkejä kilpailijoista
Suomi		n. 482 000	n. 6 500	n. 1,5 mrd.	Erittäin korkea	  
Ruotsi		n. 1 786 000	n. 11 000	n. 2,2 mrd.	Korkea	  Spcs 
Espanja		n. 4 800 000	n. 52 000	n. 10 mrd.	Matala	     
Italia		n. 5 880 000	n. 64 000*	n. 12 mrd.	Matala	   

Kilpailukenttä 1/3

Suomessa kilpailutilanne on tiukka

Suomessa taloushallinto-ohjelmistojen markkina on jo eurooppalaisessa vertailussa kypsässä vaiheessa ja markkinalle on muodostunut selkeitä vakiintuneita toimijoita. Visman Netvisor (2024: lv. 93,5 MEUR, kasvu +14 %) ja pääomasijoittaja KKR:n omistama Procountor (2024: lv. 82,2 MEUR, kasvu +9 %) ovat selkeästi suurimmat toimijat Suomessa. Viime vuosina hurjassa kasvussa ollut Fennoa (2025: lv. 23,7 MEUR, kasvu +34 %) on myös kasvanut markkinan suurimpien toimijoiden joukkoon ja on liikevaihdoltaan jo Easoria suurempi.

Suomen markkinan kolmen suurimman toimijan kasvulukemat ovat viime vuosilta vahvoja, vaikka samaan aikaan Suomen heikko talousympäristö ja merkittävästi kohonneet konkurssilukemat ovat jarruttaneet monen pörssilistatun ohjelmistotoimittajan (esim. Admicom, Lemonsoft, Administerin Emce) ja tilitoimiston (Aallon Group, Administer, Talenom) kehitystä. Tämä nähdäksemme kertoo osaltaan kärkekolmikon kilpailukyvyistä sekä hinnoitteluvoimasta. Mielestämme Netvisor ja Procountor hyötyvät erityisesti jo saavuttamastaan erittäin vahvasta markkina-asemasta, ja ovat käsittääksemme vieneet viime vuosina läpi voimakkaita hinnankorotuksia.

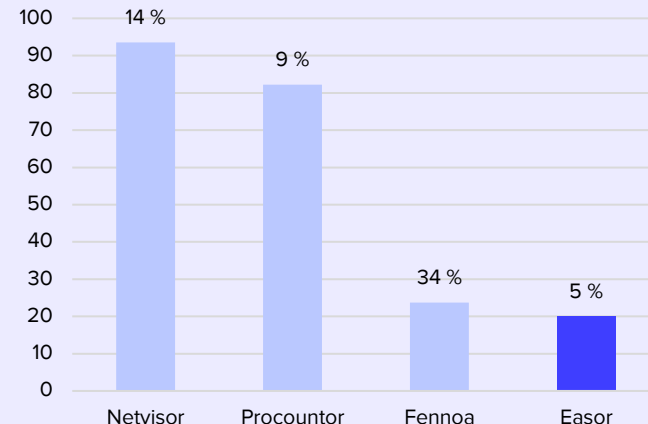
Fennoan hurja kasvu viimeiseltä viideltä vuodelta kertoo yhtiön ohjelmiston olevan selvästi erittäin toimiva niin tilitoimistojen kuin loppuasiakkaiden näkökulmasta. Lisäksi yhtiö on rakentanut myyntikanavansa täysin tilitoimistojen varaan, sillä ohjelmistoa myydään vain tilitoimistoille, joita sillä on asiakkaana jo yli 950 kpl. Nähdäksemme Easor kulkee jossain määrin Fennoan jalanjäljissä ja pyrkii

edistämään myyntiä tilitoimistokumppanien kautta. Tässä kanavassa Fennoa on vielä Easoria edellä, sillä Easorilla on tällä hetkellä Suomessa vajaa 100 kumppania. Käsittelemme mukaan Easorin hinnoittelumalli tilitoimistoille on selkeästi Fennoaa edullisempi, joten tämä kulma voi jatkossa houkutella uusia tilitoimistoja käyttämään Easorin ratkaisuja.

Muita pidempään Suomen markkinalla toimineita pelureita ovat mm. UKKO.fi sekä Holvi.fi. Lisäksi markkinalla toimii myös lukuisia muita pienempiä toimijoita (esim. Briox ja NOCFO). Arvioimme myös tekoälyn mahdollistavan uusien ketterien kirjanpito-ohjelmistojen kehittämisen ainakin pienten yritysten kevyisiin tarpeisiin. Tämä voi pidemmän päälle lisätä hintapainetta markkinalla. Vuositasolla taloushallinto-ohjelmistojen kustannukset ovat yrityksille kuitenkin suhteellisen pieni osuus kaikista kuluista, joten emme usko jatkossakaan pelkän hinnan olevan keskeinen kannustin vaihtaa ohjelmistosta toiseen. Lisäksi jo monissa nykyisissä ohjelmistoissa automaatio on viety hyvin pitkälle, joten pelkästään tähän tekoälyllä on vaikea saavuttaa huomattavaa lisäarvoa. Todennäköisesti erilaiset tekoälypohjaiset analytiikka- ja raportointityökalut ovat yksi esimerkki asiakkaalle lisäarvoa tuottavista ratkaisuista. Myös nykyiset markkinatoimijat voivat rakentaa vastaavia kyvykkyyksiä omiin ohjelmistoihinsa tai tarjota integraatioita ja kumppanoitua uusien tekoälytoimijoiden kanssa.

Kaiken kaikkiaan Suomen markkinan jo keskittynyt luonne (neljä suurinta toimijaa n. 61 % markkinasta) sekä kärkekolmikon vahva asema tekevät voimakkaan kasvun saavuttamisen Suomessa Easorille haastavaksi. Tämä on yksi syy, miksi yhtiö on suuntaamassa kasvupanostuksiaan ensisijaisesti ulkomaille.

Easorin ja suomalaisten pääkilpailijoiden liikevaihto (MEUR) ja kasvu-%



Lähde: Yhtiöiden kotisivut, Inderes, Easor
Huom. Fennoan luvut vuodelta 2025, muiden 2024

Kilpailukenttä 2/3

Ruotsissa Fortnox dominoi markkinaa

Ruotsin kilpailukenttä on Easorin näkökulmasta mielestämme vielä selvästi Suomea haastavampi. Markkinaa dominoi Fortnox, josta on muodostunut käytännössä toimialan standardiohjelmisto paikallisten kirjanpitäjien keskuudessa. Fortnoxin jälkeen suurimpia toimijoita ovat Visma Spcs ja Bjorn Lunden. Lisäksi markkinalle syntyy myös uusia toimijoita (esim. Bokio ja Wint). Kokonaisuutena markkina on siis jo hyvin paalutettu ja näemme kilpailutilanteen Easorin kannalta hyvin haastavana. Mielestämme Talenomin viime vuosina kohtaamat haasteet Easorin ohjelmiston käyttöönotoissa Ruotsissa niin asiakkaiden kuin työntekijöiden suunnalta kertovat kasvun olevan haastavaa länsinaapurissa. Odotuksemme Ruotsin osalta ovatkin hyvin matalia, kunnes Easorilta saadaan näyttöjä liiketoiminnan kehityksestä.

Espanjassa ja Italiassa vielä selvästi kasvutilaa

Espanjan ja Italian markkinat ovat vielä selvästi vähemmän vakiintuneet verrattuna Suomeen ja Ruotsiin matalan digitalisaatioasteen takia. Pirstaleista tilitoimistomarkkinaa pitävät hallussaan valtaosin pienet tilitoimistot, joiden toiminta on paperipohjaista. Hajanainen markkina yhdistettynä pian tapahtuvaan lainsäädäntömuutokseen (Verifactu Espanjassa) tarjoaa erinomaisen kasvualustan Easorille, mikäli yritys onnistuu kansainvälistymispanostuksissaan. Markkinalla on kuitenkin useampi muukin toimija havittelemassa osuuksia tulevasta kysynnän kasvusta, joten helppoa läpimurron tekeminen Espanjassakaan ei tule olemaan. Lähtökohdat vahvan kasvun tekemiselle ovat kuitenkin otollisimmat siellä.

Espanjassa digitalisoituneet tilitoimistot hyödyntävät usein Wolters Kluwerin A3-ohjelmistoa, joka on onnistunut

vakiinnuttamaan asemansa markkinalla. Ohjelmisto on kehitetty spesifisti Espanjan markkinalle, ja sitä käytetään pääosin kirjanpitotyökaluna. Tyypillisesti muut taloushallinto-ohjelmistot, kuten Easor, integroidaan A3-ohjelmistoon. Wolters Kluwer on hollantilainen ohjelmistotalo, joka tekee reilun 6 miljardin euron liikevaihtoa (28 % Euroopasta). Ymmärryksemme mukaan suurin osa tilitoimistoista käyttää A3-ohjelmiston on-premise-versiota, sillä SaaS-version hinnoittelu on moninkertainen tähän nähden. Siten A3 ei välttämättä pysty täysin hyödyntämään vahvaa asemaansa Verifactun astuessa voimaan, mikä tarjoaa mahdollisuuksia Easorin kaltaisille uusille ketterille tulokkaille.

A3:n lisäksi Easorin kilpailijoihin Espanjan markkinalla kuuluvat muun muassa Holded, Sage, Quipu, Anfix, Contasimple ja Facturadirecta. Näistä Visma osti Holdedin vuonna 2021, ja yhtiön kotisivujen perusteella ainakin 80 000 pk-yritystä käyttää ohjelmistoa. Visma osti Espanjasta vuonna 2022 myös Declarando-nimisen yhtiön, jonka veroneuvonta- ja taloushallintoalustaa käyttää yhtiön kotisivujen mukaan yli 200 000 yksinyrittäjää. Sage on puolestaan monikansallinen, pk-yrityksiä palveleva taloushallinnon ohjelmistotalo, joka on listattu Lontoon pörssiin. Yhtiö teki 2025 tilikaudella noin 3,2 miljardin euron liikevaihdon (26 % Euroopasta). Anfixia puolestaan käyttää Espanjassa yli 30 000 yritystä, FacturaDirectaa yli 90 000 ja Contasimple kertoo ohjelmistollaan olevan yli 80 000 käyttäjää.

Myös Italian markkinalla Wolters Kluwer on Easorin kilpailija. Muita kilpailijoita ovat muun muassa Zucchetti, TeamSystem, Softech ja Buffetti, jotka Easorin tavoin tarjoavat ohjelmiston sekä loppukäyttäjälle että tilitoimistolle. Fiscozen, Flexteax ja Fidocommercialista ovat puolestaan esimerkkejä kilpailijoista, jotka tarjoavat ohjelmiston vain pk-yritysten ja itsenäisten

ammattinharjoittajien taloudenhallintaan. Italiassa Easorin ensimmäinen kevyt ohjelmistoratkaisu on jo pilotoinnissa ja Italian oma Easor App on tarkoitus lanseerata H1'26 aikana. Italiassa tilitoimistojen prosessit ovat hyvin sekavia ja useimmiten käytössä ei ole vielä mitään järjestelmiä. Paperia pyörittelevät toimistot eivät aina edes ole täysin kartalla oman asiakaskantansa suhteen. Easorin ensimmäinen tuote tarjoaa ominaisuudet mm. asiakastietojen- ja sopimusten hallintaan sekä lakisääteisten sopimusten automatisoituun luontiin. Lisäksi maassa pakolliset vuosittaiset koulutusvideot löytyvät alustalta. Tuotetta tarjotaan kumppanitalitoimistoille tällä hetkellä freemium-mallilla, ja tämä ilmaisten kokeilijoiden kasvu näkyy Easorin kumppanitalitoimistojen voimakkaassa kasvussa (Q4'25: 90 vs. Q1'26: 220). Mikäli Easor onnistuu Italiassa, tarjoaisi tämä lähestymiskulma mahdollisesti skaalautuvan kasvuväylän myös muualle Eurooppaan.

Kilpailukenttä 3/3

Easorin vahvuudet kilpailussa

Näkemyksemme mukaan kestävien kilpailuetujen saavuttaminen taloushallinto-ohjelmistoissa on hyvin vaikeaa, kuten tilanne on myös yleisesti ohjelmistomarkkinoilla. Easorilla on kuitenkin vahvuuksia, joiden ansiosta yhtiöllä on edellytykset pärjätä kilpailussa Suomessa ja valloittaa uutta markkinaa ulkomailla. Yhtiön kilpailukyvyistä saadaan kuitenkin kunnolla näyttöjä vasta tulevana vuosina raportoitavien kasvulukujen muodossa.

Easorilla on hyvin pitkä kokemus tilitoimistomarkkinasta, ja Talenomin alla ohjelmistoa on kehitetty jo yli 20 vuoden ajan. Siten yhtiöllä on tarjota Suomessa kattava, tehokas ja helppokäyttöinen ohjelmistoratkaisu niin kirjanpitäjille kuin pk-yrityksille. Tämä pitkä kokemus ja syvä ymmärrys toimialasta ovat nähdäksemme yhtiön keskeisimpiä vahvuuksia. Lisäksi ohjelmiston oma käyttöliittymä kirjanpitäjille ja loppuasiakasyrittäjille on kilpailuvaltti. Easorin mukaan yhtiön ohjelmisto saa eniten positiivista palautetta helppokäyttöisyydestään loppukäyttäjän näkökulmasta. Easorin mukaan kokeneet kirjanpitäjät arvostavat ohjelmistoa, sillä sen ominaisuuksien ja automaation ansiosta se on erittäin tehokas työkalu kirjanpidon tekemiseen.

Suomessa Talenomin brändi on myös hyvin tunnettu ja siten Easorin ei tarvitse lähteä tekemään itseään tunnetuksi täysin tyhjästä. Tällä hetkellä myös valtaosa Easorin liikevaihdosta tulee Talenomin tilitoimistoasiakkailta, emmekä usko Talenomin tilitoimistojen ainakaan lähivuosina alkavan korvata Easoria muilla ohjelmistoratkaisuilla. Siten Easorin nykyinen liikevaihto on ikään kuin suojassa kilpailulta, ja yhtiö voi keskittyä pääasiassa laajentamaan asiakaskuntaansa Talenomin ulkopuolelle.

Easorilla on myös kokoluokkansa ja saavutetun markkina-aseman ansiosta monia pieniä kilpailijoita paremmat resurssit investoida tuotekehitykseen ja myyntiin. Yhtiön pääkilpailijoihin nähden tätä etua ei kuitenkaan ole. Easorin ohjelmiston hintapiste on kuitenkin kilpailijoita matalampi niin loppuasiakasyrityksen kuin kumppanituloimistojen näkökulmasta, joten hinnoittelulla yhtiö pystyy erottautumaan kilpailussa. Taloushallinto-ohjelmistojen vuosilaskutus on kuitenkin yritysten kustannusrakenteesta vuositasolla hyvin pieni osuus, ja vaihtamisesta aiheutuu usein yrittäjälle selkeää vaivaa. Siten kynnys vaihtaa ohjelmistoa pelkän kustannussäästön vuoksi on melko korkea, ja usein vaihdon taustalla on muitakin syitä (esim. tyytymättömyys). Tilitoimistokumppanien osalta matalampi hinnoittelu on kuitenkin selkeä kannustin käyttää Easoria sen lisäksi, että Easor tarjoaa tilitoimistoille tukea ja työkalut liiketoimintansa tehostamiseen ja kasvattamiseen.

Ulkomailla Easorin kilpailukykyä on vielä haastavampi arvioida, mutta ainakin Espanjassa yhtiö on nyt oikeassa paikassa oikeaan aikaan, kun markkina on avautumassa Verifactun myötä. Sinänsä edellä mainitut vahvuudet pitävät paikkansa myös Espanjassa erityisesti kumppanituloimistojen osalta. Fragmentoituneella markkinalla useammalla toimijalla on mahdollisuus voittaa itselleen markkinaosuutta ja konsolidaatiovaihe käynnistyy vasta myöhemmin markkinan kypsyessä. Easorin Suomessa saavuttaman aseman myötä yhtiöllä on hyvät edellytykset investoida Espanjan ohjelmiston jatkekehittämiseen ja tuoda sen ominaisuuksia asteittain lähemmäs Suomen tasoa. Easorin onkin kriittistä onnistua lähivuosina myynti- ja markkinointipanostuksissaan, jotta yhtiö onnistuu hankkimaan riittävän markkina-aseman tilitoimistojen keskuudessa ollakseen relevantti toimija Espanjassa pidemmällä aikavälillä.

Ruotsissa näemme Easorin kilpailuaseman hyvin haastavana ja meidän on tällä hetkellä vaikea tunnistaa matalamman hinnoittelun lisäksi vahvuuksia, joilla yhtiö pystyisi haastamaan markkinajohtaja Fortnoxin.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategia pähkinäkuoressa

Easorin strateginen asemoituminen rakentuu ajatukselle, että alustapohjainen liiketoimintamalli vakiintuu myös tilitoimistoalalle. Keskeinen asiakassuhde säilyy kirjanpitäjän ja asiakkaan välillä, ja Easor vahvistaa tätä suhdetta poistamalla kitkaa ja yhdenmukaistamalla toimintatapoja. Easorin ohjelmisto auttaa pieniä tilitoimistoja myös taklaamaan sääntelyn ja byrokratian tuomia haasteita, jotka tällä hetkellä ajavat osaltaan toimialan konsolidaatiota. Easorin keskeiseksi markkinoilletulostrategiaksi onkin valittu alustaliiketoiminnallinen lähestyminen, jonka keskiössä on tilitoimistojen ja yrittäjien verkoston kasvattaminen ja ohjaaminen Easorin ohjelmistojen pariin. Näin Easor pyrkii muuttamaan hajanaisista työkaluista koostuvan taloushallinnon ja kirjanpidon yhtenäiseksi kokemukseksi skaalautuvan palvelun alle, ilman että paikallisesta läsnäolosta ja luottamuksesta tingittäisiin. Strategian onnistumisen kannalta Easorin on keskeistä löytää lukuisia uusia tilitoimistokumppaneita niin Suomesta kuin ulkomailta, jotta alustaliiketoiminnassa kaavaillut verkostovaikutukset lähtisivät pyörimään oikeaan suuntaan vauhdittaen kasvua entisestään.

Kasvupanostukset ohjataan ulkomaille

Easorin tulevan kasvun kannalta Espanja ja Italia ovat tällä hetkellä keskeisimmät markkinat, joihin yhtiö tulee lisäämään kasvupanostuksiaan lähivuosina. Uusien tilitoimistokumppanien voittaminen on keskeistä, sillä ne toimivat keskeisenä kanavana Easorin ohjelmistolle. Tämä vaatii lisäyksiä myyntiin ja markkinointiin, mikä rasittaa lyhyellä tähtäimellä yhtiön kannattavuutta. Easor on kuitenkin arvioinut asiakkaiden elinkaarituottojen suhteessa asiakashankintakustannukseen (LTV/CAC) olevan moninkertainen strategian onnistuessa, joten kasvuinvestointeja kannattaa nyt tehdä. Ulkomaille

laajentuminen tulee vaatimaan myös lisää panostuksia ohjelmiston kehittämiseen näillä markkinoilla. Tavoitteena on asteittain kehittää ohjelmistoratkaisun ominaisuuksia lähemmäs Suomen tasoa. Onnistuessaan ohjelmiston laajentuminen tarjoaa myös lisämyyntimahdollisuuksia, joilla nostaa keskimääräistä asiakaskohtaista laskutusta.

Tavoitteena kiihdyttää kasvua merkittävästi

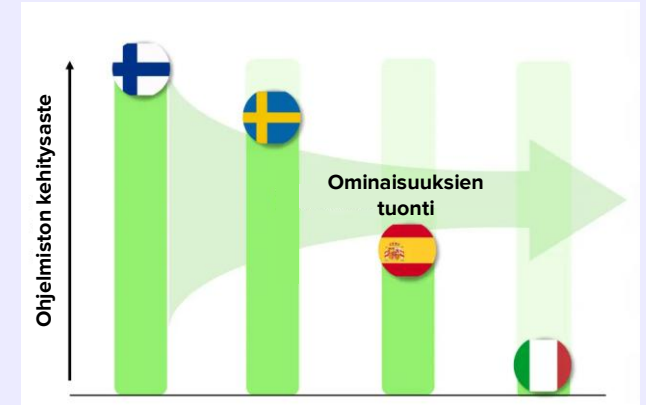
Easorin taloudellisena tavoitteena on saavuttaa keskipitkän aikavälin (2-4v) kuluessa yli 20 %:n liikevaihdon vuosikasvu. Kasvua tavoitellaan erityisesti ulkomailta, mutta arviomme mukaan yhtiöllä on edellytyksiä saavuttaa vakaata, ainakin yksinnumeroista kasvua myös Suomessa. Kasvun kiihtymisen kannalta näkemyksemme mukaan keskeisintä on Espanjan Verifactu-lainsäädännön voimaantuluminen, ja että Easor onnistuu hyödyntämään tätä kysyntäpiikkiä. Riskeinä on edelleen lainsäädännön mahdollinen viivästyminen uudelleen ja muutosvastarinnan myötä viivästyvät investoinnit ohjelmistoihin. Koska Easorilla ei ole vielä näyttöjä tavoitetason mukaisesta kasvusta, ja vuoden 2026 kasvu tulee olemaan vielä selvästi rauhallisempaa, emme usko osakemarkkinoiden täysin ostavan tavoitetta ennen todisteita kasvun kiihtymisestä.

Easor tulee lisäämään lähivuosina kasvuinvestointejaan, mikä painaa yhtiön kannattavuutta ja kassavirtaa. Yhtiöllä ei ole taloudellista tavoitetta kannattavuudelle, mutta arvioimme investointivaiheen jälkeen kannattavuudella (EBIT-%) olevan potentiaalia skaalautua ainakin 30 %:n tasolle pitkällä aikavälillä kasvun mukana.

Easorin kehitysvaiheesta johtuen yhtiö ohjaa operatiivisen kassavirtansa kasvun tavoitteluun, emmekä odota yhtiön maksavan osinkoja keskipitkällä aikavälillä.

Easorin strategia lyhyesti

Strategian keskiössä kansainvälisten jakelukanavien rakentaminen tilitoimistokumppanien kautta ja samalla ohjelmiston ominaisuuksien kehittäminen asteittain lähemmäs Suomea



- Kasvupanostukset ulkomaille (erityisesti Espanja)
- Digitalisaation eteneminen ja lainsäädäntömuutokset luovat kasvavaa kysyntää ja lisämyyntimahdollisuuksia
- Kumppanituloimistot keskeinen jakelukanava ohjelmistolle
- Tilitoimistojen ja yrittäjien verkoston onnistunut kasvattaminen luo positiivisia verkostovaikutuksia
- Ohjelmiston ominaisuuksien kehittäminen Espanjassa ja Italiassa mahdollistaa asiakaskohtaisen laskutuksen kasvattamisen pitkällä aikavälillä
- Taloudellisena tavoitteena saavuttaa keskipitkän aikavälin (2-4v) kuluessa yli 20 %:n liikevaihdon vuosikasvu
- Kasvuinvestoinnit tulevat rasittamaan lähivuosien kannattavuutta, mutta pitkällä aikavälillä Easorilla on arviomme mukaan edellytykset ylittää ainakin 30 %:n liikevoittoon strategian onnistuessa

Taloudellinen tilanne 1/2

Viime vuosina vakaata kasvua ja rahavirta investoitu pääosin ohjelmistoalustan kehittämiseen

Easorilla ei luonnollisesti ole itsenäisenä yhtiönä historiallista taloudellista kehitystä, mutta jakautumisesitteen carve out ja pro forma -lukuista saadaan kuitenkin osviittaa näistä. Easorin liikevaihto kasvoi vuosina 2023-2024 10 % ja 5 % ja vuoden 2025 ensimmäiseltä 9 kuukaudelta kasvu oli 3 %. Yhtiön liikevaihto ja kasvu on tullut vielä käytännössä kokonaan Suomesta. Viime vuosien kasvun hidastumisessa näkyy Suomen talouden heikko kehitys, mikä on jarruttanut Talenomin tilitoimistoliiketoiminnan orgaanista kasvua ja heijastunut siten myös Easoriin.

Easorin kannattavuuslukemia tarkastellessa täytyy huomioda se, että yhtiö aktivoi merkittävän osan tuotekehitysmenoistaan, jonka myötä käyttökate (2024: 70 %) näyttää liian hyvältä suhteessa kassavirtaan. Historiassa myös investoinnit ovat olleet poistoja korkeammat, joten myös EBIT-% on näyttänyt kassavirtaa paremmalta. Siten historiallista kannattavuutta tarkastellessa EBITDA-CAPEX-tunnusluku antaa paremman kuvan yhtiön kassavirran luontikyvystä. Vuosina 2022-2024 luku on jäänyt lievästi negatiiviseksi tai yksinumeroiseksi, mikä kertoo Talenomin tekemistä merkittävistä investoinneista ohjelmiston kehittämiseen. Vuonna 2025 arvioimme poistojen ylittävän investoinnit, jonka myötä EBITDA-CAPEX-% on liikevoittomarginaalia korkeampi.

Kulurakenne

Kehitysmenojen aktivoinneista johtuen Easorin operatiivista kulurakennetta on syytä tarkastella aktivoinnit huomioiden, sillä tuloslaskelman raportoidut kulut ovat selvästi tätä

matalammat. Historiallisista luvuista nähdään, että kehitysmenojen aktivointeja kohdistuu niin henkilöstökuluihin, materiaaliin ja palveluihin -erään kuin myös liiketoiminnan muihin kuluihin. Vuonna 2025 Easorin kustannusrakenne on keventynyt, sillä yhtiön henkilöstömäärä on laskenut (Q3'25: 121 vs. 2024: 148) vuoden 2024 lopulla käytyjen muutosneuvottelujen myötä.

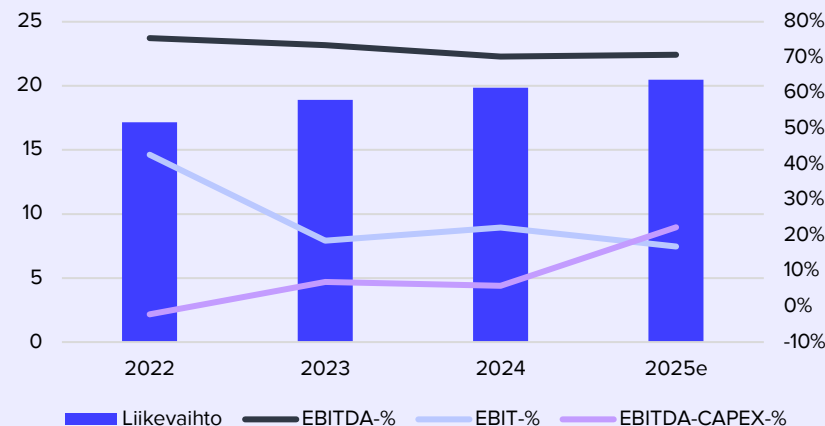
Skaalautuvalle ohjelmistoyhtiölle tyypilliseen tapaan Easorin bruttomarginaali on korkea. Raportoitu marginaali vuodelta 2024 on noin 88,5 % ja kehitysmenojen aktivoinnit huomioiden noin 80 %. Materiaalit ja palvelut -kuluerä koostuu lähinnä ulkopuolisista palveluista ja esimerkiksi ohjelmiston pilvikapasiteetin hankkimisesta.

Henkilöstökulut ovat Easorin suurin kuluerä, joskin valtaosa näistä aktivoidaan taseeseen. Vuonna 2024 tuloslaskelmalla näytetyt henkilöstökulut vastasivat 12 % liikevaihdosta ja aktivoinnit huomioiden 51 % liikevaihdosta. Lähivuosina henkilöstökulujen suhteellinen osuus tulee todennäköisesti nousemaan jonkin verran Easorin tehdessä rekrytointia kansainvälisen kasvun vauhdittamiseksi.

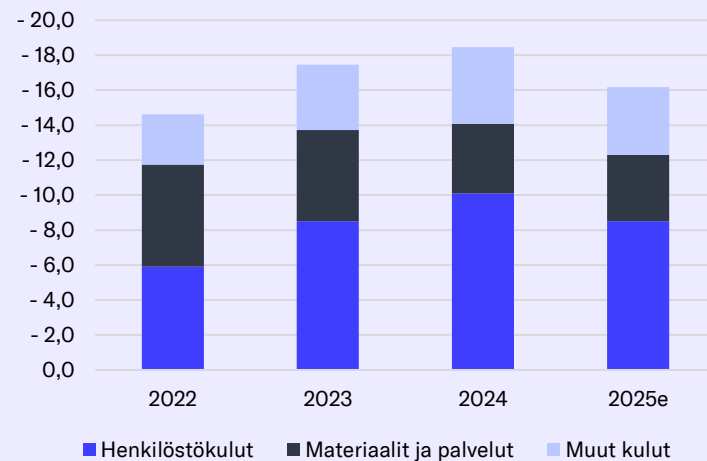
Liiketoiminnan muut kulut olivat vuonna 2024 6 % Easorin liikevaihdosta ja aktivoinnit huomioiden 22 % liikevaihdosta. Tämänkin kuluerän suhteellisessa osuudessa on lähivuosina nousupainetta Easorin jakautumisen myötä kasvavien kulujen sekä kasvupanostusten myötä.

Kehitysmenojen aktivointien myötä niiden poistot muodostavat merkittävän osan Easorin raportoiduista tuloslaskelman kuluista. Vuonna 2024 poistot olivat yhteensä 9,5 MEUR eli 48 % liikevaihdosta.

Liikevaihto ja kannattavuus



Easorin operatiivinen kulurakenne ilman kehitysmenojen aktivointeja (MEUR)



Taloudellinen tilanne 2/2

Tase ja rahoitusasema

Easor ei ole ollut aiemmin itsenäinen yhtiö, joten tässä kohtaa tasetta ja rahoitusasemaa voidaan tarkastella yhtiön antamien pro forma -tietojen pohjalta.

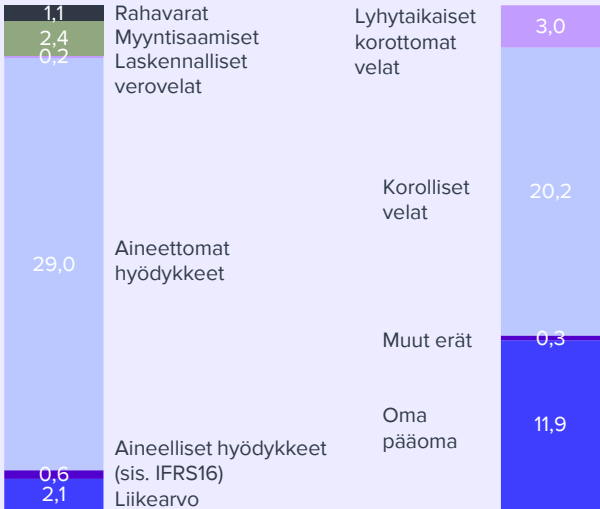
Easorin 30.9.2025 tilannetta heijastelevan pro forma -taseen loppusumma on 35,4 MEUR. Taseen vastaavaa-puoli koostui lähes kokonaan aineettomista hyödykkeistä heijastellen kehitysmenojen aktivointeja. Jakautumisessa Easorille ei siirry merkittävästi rahavaroja, joten ne (1,1 MEUR) ovat alkuun matalalla tasolla. Easorin liiketoimintamalli ei sido pääomaa ja käyttöpääoma on negatiivinen. Siten myyntisaamisten taso (2,4 MEUR) ja niiden suhde liikevaihtoon on matala.

Jakautumisen myötä Easorille siirtyy 20 MEUR korollista velkaa (3v sopimus 2v optiolla), joka muodostaa merkittävän osan taseen vastattavaa-puolesta oman pääoman (11,9 MEUR) lisäksi. Lähivuosina Easor tulee ohjaamaan kassavirtansa pääosin kasvun tavoitteluun, eikä korollisen velan lyhentäminen ole ensimmäisenä prioriteettina. Yhtiöllä on myös vielä käytettävissä 5 MEUR:n luottolimiitti. Käsityksemme mukaan 20 MEUR:n korollinen velka on sidottu 6kk Euriboriin ja marginaali on hyvin maltillinen. Nykyisellä Euriborin tasolla arvioimme korollisen velan kustannuksen olevan noin 3,5 %. Lähivuosien korkomenot ovat siis arviolta noin 0,7 MEUR vuodessa.

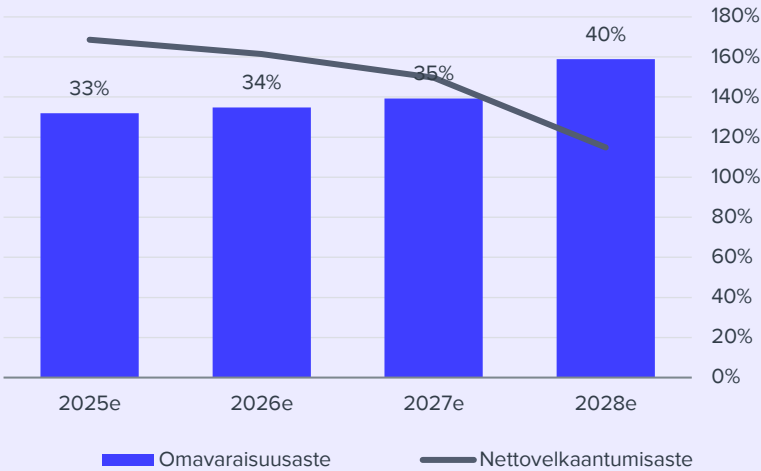
Jakautumisen jälkeen Easorin tase tulee siis olemaan melko vivutettu, ja lähivuosina tilanne tulee pysymään sellaisena yhtiön investoidessa kassavirtansa strategian mukaisesti kasvuun. Kassavirta kuitenkin riittää nähdäksemme hyvin myös velanhoitokustannuksiin. Kasvustrategian rahoituksen suhteen Easor nojaa

tulorahoitukseen sekä vieraaseen pääomaan, eikä tarkoituksena ole kerätä uutta omaa pääomaa.

Pro forma -tase 30.9.2025



Taseen avainlukujen kehitys



Lähde: Inderes, Easor

Ennusteet 1/3

Liikevaihtoennusteiden lähtökohdat

Ennustamme Easorin liikevaihdon kehitystä erikseen Suomen ja ulkomaiden kehityksen kautta. Yhtiön vuoden 2026 ohjeistus sekä keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet toimivat yhtenä kiintopisteenä ennusteillemme, joskin yhtiöllä on vielä paljon todistettavaa kasvun kiihdyttämisen osalta. Siten tässä kohtaa ennusteemme ovat vielä alle yhtiön tavoitetason.

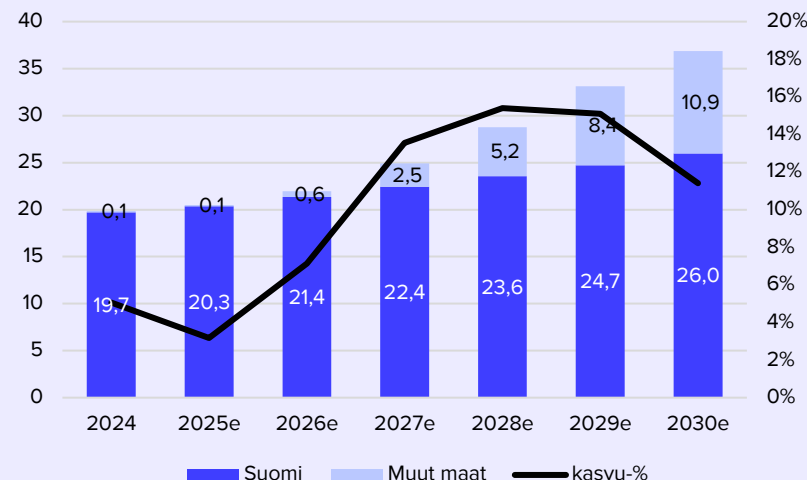
Suomessa ennustamme Easorin yltävän keskipitkällä aikavälillä noin 5 %:n vuosittaiseen kasvuun. Oletamme kasvun tulevan pääosin uusien tilitoimistokumppanien kautta ja nykyisten Talenomin tilitoimistopalveluiden alaisten asiakkuuksien kehittyvän vakaammin. Nykyisissäkin asiakkuuksissa on lähivuosina nähdäksemme jonkin verran kasvupotentiaalia, mikäli Suomen talous ja sitä kautta transaktiomäärät lähtevät nousuun. Easorin toistuvasta vuosilaskutuksesta (>20 MEUR) arviomme mukaan reilu 30 % tulee transaktioista (mm. palkat ja laskut). Käsitksemme mukaan Easor pyrkii hinnankorotusten suhteen Suomessa hyvin maltilliseen kehitykseen, sillä yhtiö haluaa pysytellä hinnoittelultaan selvästi pääkilpailijoitaan edullisempänä vaihtoehtona.

Ymmärryksemme mukaan uusien kumppanien kehitys Suomessa on edennyt Easorin alkuperäisiä odotuksia vauhdikkaammin, mikä luo hyvän pohjan kasvulle. On kuitenkin syytä muistaa, että usein uudet kumppanit lähtevät liikkeelle pienestä ja tilitoimistot haluavat saada kokemusta muutaman asiakkuuden kautta Easorin ohjelmistosta. Tämä voi vaatia Easoria alussa hankkimaan nämä asiakkuudet tilitoimistolle, mihin yhtiön verkkoalustat tarjoavat hyvät puitteet. Kumppanuuden solmimisesta menee usein ainakin 2-6kk ennen kuin se lähtee kunnolla kehittymään. Jakautumisen myötä Easorilla on myös

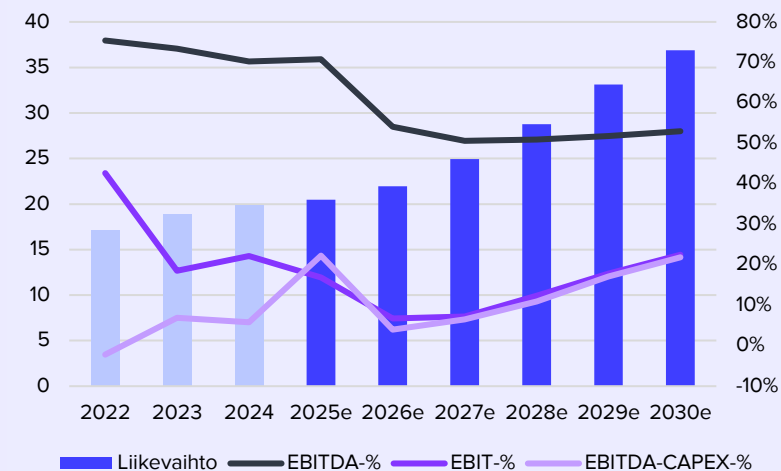
mahdollisuus jatkaa Talenomin tilitoimistopalveluista vaihtavien asiakkaiden ohjelmistokumppanina, kun aiemmin asiakaspoistuma on suoraan katkaissut myös ohjelmistosopimuksen.

Ennusteessamme merkittävin osa pidemmän aikavälin kasvusta tulee ulkomailta ja odotamme Espanjan olevan tässä keskeisin ajuri. Kasvun kannalta Easorin on keskeistä saada vuosina 2026-2027 lukuisia uusia tilitoimistokumppaneita maassa, jotka tämän jälkeen jakelevat ohjelmistoa loppuasiakkaille. Verifactu-lainsäädännön voimaantulo tulee käytännössä ajamaan yritykset ja yksinyrittäjät tilitoimistojen luo, joiden suositus ohjelmistovalinnan suhteen on olennainen ostokriteeri. Easor parhaillaan rekrytoi Espanjaan lisää myyjiä ja käyttöönottohenkilöstöä kumppanikanavan kehittämisen vauhdittamiseksi. Alustavat merkit maassa ovat lupaavia, sillä yhtiö on käsityksemme mukaan jo voittanut yhden isomman tilitoimiston, jolla on yli 1000 loppuasiakasta. Easor päihitti loppumetreillä mukana olleen toisen ohjelmiston käyttäjäkokemuksen ja asiakaskokemuksen avulla, jonka lisäksi kumppani arvosti Easorin resursseja investoida tuotteen kehittämiseen. Kumppania ei myöskään tarvinnut voittaa hinta edellä. Kaiken kaikkiaan Espanjassa tilitoimistoja ja loppuasiakkaita tarvitaan lopulta paljon, sillä asiakkaiden keskilaskutus (ARPU n. 200-500 EUR) on huomattavasti Suomea matalampi. Tässä kohtaa näkyvyys liikevaihdon kehitykseen ulkomailla on vielä hyvin heikko, mutta koko Easorille vuosina 2027-2029 odottamamme noin 14-15 %:n kasvu vaatii merkittävää volyymikasvua Espanjasta. Hyvässä skenaariossa ja yhtiön tavoitteiden valossa potentiaalia on myös parempaan, mutta toisaalta Verifactun uusi lykkäys potkisi kasvutölkkiä jälleen pidemmälle. Tässä kohtaa kohtelemme Ruotsia ja Italiaa enemmän optioina, ja odotuksemme ovat Espanjassa.

Liikevaihdon kasvu ja jakauma maantieteellisesti



Liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 2/3

Tulosennusteiden lähtökohdat

Easorin kannattavuuden määrittää käytännössä bruttokate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Tässä kohtaa tarkka näkyvyys Easorin kulurakenteen kehitykseen on heikko, sillä yhtiön taival itsenäisenä pörssiyhtiönä on vasta alussa ja samaan aikaan yhtiö on lisäämässä kasvupanostuksiaan. Operatiivisista kuluista puhuttaessa sisällytämme tähän myös Easorin taseeseen aktivoitavat kehitysmenot, joiden odotamme olevan keskipitkällä aikavälillä noin 11-11,5 MEUR vuodessa.

Ennustemallissamme oletamme merkittävimmän kulujen kasvun tapahtuvan vuosien 2026-2027 aikana. Tässä näkyy erityisesti tiimin kasvattaminen Espanjassa sekä lisättävät panostukset digitaaliseen markkinointiin. Myös tuotekehitykseen ja teknologiaratkaisuihin jatketaan panostuksia. Lisäksi itsenäisenä pörssiyhtiönä toimiminen kasvattaa kustannuksia. Tämän jälkeen odotamme kulurakenteen alkavan asteittain skaalautua kasvun mukana. Mikäli Easor onnistuu ulkomailla ja kasvunäkymä alkaa vahvistua, tulee yhtiö arviomme mukaan jatkamaan panostuksiaan nykyisiä ennusteitamme voimakkaammin. Yhtiön kokoluokassa kasvu on vielä selvästi kannattavuutta arvokkaampaa, ja myyntipanostuksia karsimalla kannattavuutta on myös mahdollisuus parantaa tilanteen niin vaatiessa. Nykyiset ennusteemme odottavat Easorin kannattavuuden alkavan heijastella ”kypsän vaiheen” potentiaalia vasta 2030-luvun puolella.

Keskipitkän aikavälin rahoituskulujen odotamme olevan noin 0,7-0,8 MEUR, sillä emme odota yhtiön olennaisesti lyhentävän lähivuosina nykyistä pankkilainaansa. Emme odota yhtiön myöskään maksavan osinkoja keskipitkällä aikavälillä.

Vuosien 2025-2026 ennusteet

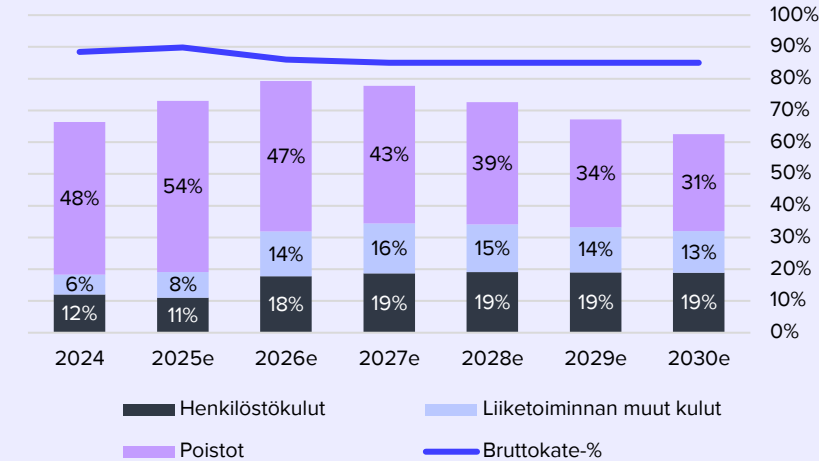
Vuoden 2025 osalta odotamme Easorin liikevaihdon kehityksen jatkaneen ensimmäiseltä 9 kuukaudelta saatujen carve out -lukujen mukaista kehitystä, ja Q4-liikevaihdon kasvaneen 3 % 5,2 MEUR:oon. Näin ollen koko vuoden liikevaihto olisi 20,5 MEUR (+3 %). Ennustamme yhtiön kulurakenteen nousseen jonkin verran jo Q4:llä ja liikevoiton (0,4 MEUR, 8 % lv:sta) heikentyneen alkuvuoteen nähden. Koko vuoden liikevoiton (3,5 MEUR, 17 % lv:sta) ennustamme olleen hyvällä tasolla.

Easor ohjeistaa vuoden 2026 liikevaihdon kasvavan 3-10 % vuoden 2025 carve-out-perusteiseen liikevaihtoon verrattuna. Liikevoittomarginaalin yhtiö odottaa heikentyvän jakelukanavien rakentamisen ja kasvupanostusten vuoksi. Itsenäisenä pörssiyhtiönä toimiminen tulee kasvattamaan yhtiön mukaan hallintokuluja noin 400 TEUR:lla vuodessa. Ennustamme itsenäisenä yhtiönä toimimisesta aiheutuvan myös jonkin verran muita ”yllättäviä” kuluja ja rekrytointia, joita on usein vaikea nähdä ennakolta.

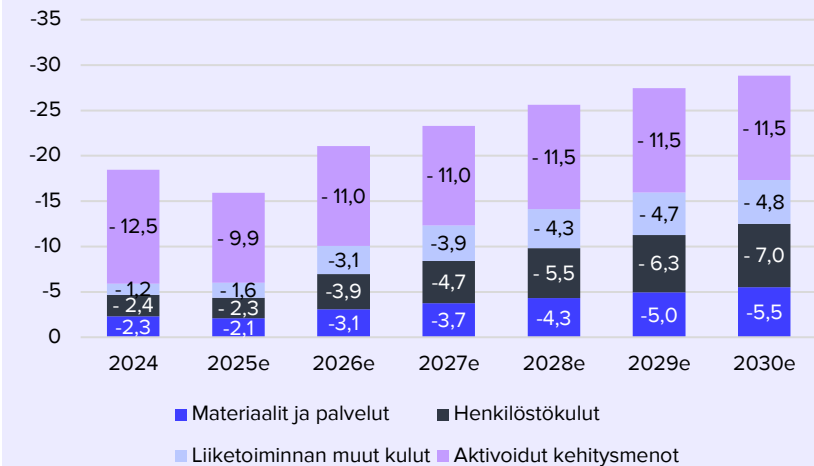
Ennustamme Easorin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 7 % ja olevan 22,0 MEUR. Ennusteessamme Suomen liikevaihto kasvaa 5 % ja ulkomailta liikevaihtoa kertyisi 0,6 MEUR, minkä arvioimme painottuvan jossain määrin H2:lle.

Liikevoiton ennustamme heikentyvän 1,5 MEUR:oon (7 % lv:sta) ja ennusteellamme tänä vuonna hieman paremmin kassavirtaa heijastelevan EBITDA-CAPEX-luvun 0,9 MEUR:oon (4 % lv:sta). Rahoituskulujen jälkeen vapaa kassavirta olisi lähellä nollaa tämän vuoden osalta.

Raportoidun kulurakenteen kehitys %-liikevaihdosta



Kustannusrakenteen kehitys (MEUR)



Ennusteet 3/3

Vuosien 2027-2029 ennusteet

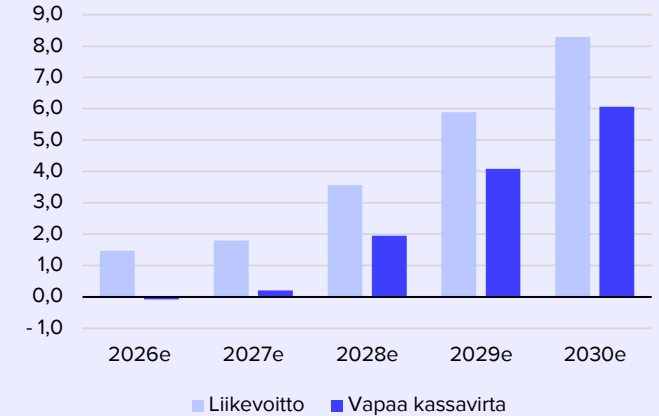
Vuonna 2027 ennustamme Easorin liikevaihdon kasvun kiihtyvän 14 %:iin ja kasvuvauhdin paranevan vuoden edetessä neljännes neljännekseltä. Tämän taustalla on odotuksemme Verifactun tuomasta kysynnästä Espanjassa. Odotamme Easorin jatkavan kasvupanostuksiaan, mutta poistojen suhteellisesti pienentyvä osuus tukee kannattavuuden kehitystä liikevoiton tasolla. Liikevoitto olisi ennusteellamme 1,8 MEUR (7 % lv:sta), joten absoluuttisesti kannattavuus pysyttelisi matalalla tasolla.

Vuosina 2028-2029 ennustamme vakaan 5 %:n kasvun jatkuvan Suomessa, mutta Espanjan voimakkaasti kasvavan liiketoiminnan nostavan Easorin kokonaiskasvun 15 %:n tasolle. Kasvun myötä liikevoittomarginaali paranee ennusteessamme jo kohtuulliselle 12-18 %:n tasolle.

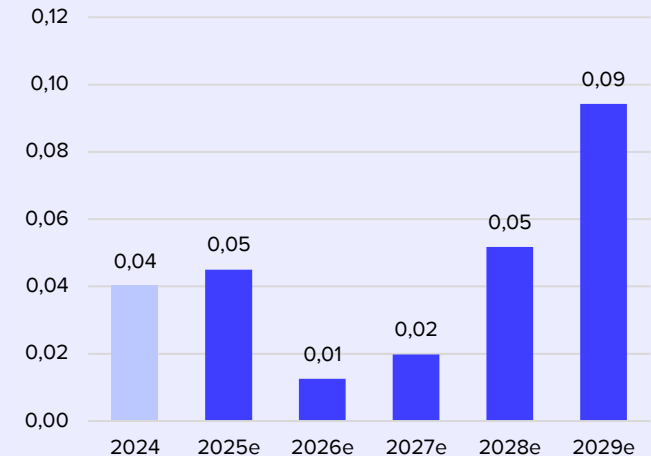
Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu hidastuu asteittain vuosina 2030-2032 noin 11-8 %:iin ja sen jälkeen 5-2,5 %:iin vuosina 2033-2034. Ikuisuuskasvu-oletuksemme on myös 2,5 %:ssa. Pitkän aikavälin kasvuennusteemme ovat selvästi Easorin tavoitetaso alapuolella, joten strategian hyvällä toteuttamisella niissä olisi vielä selvää nousuvaraa. Kannattavuuden odotamme jatkavan asteittain nousevalla uralla ja liikevoittomarginaalin olevan vuonna 2030 22,5 % ja kohoavan 29 %:iin vuoteen 2033 mennessä. Ikuisuusoletuksessa olemme asettaneet liikevoittomarginaalin 28 %:iin.

Liikevoiton ja vapaan kassavirran kehitys (MEUR)



Osakekohtainen tulos



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	Q4'25e	2025e	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	17,2	18,9	19,9	5,2	20,5	5,3	5,7	5,5	5,6	22,0	24,9	28,8
Käyttökate	12,9	13,9	13,3	3,1	14,5	3,0	3,2	3,0	2,8	11,9	12,6	14,6
Poistot ja arvonalennukset	-5,6	-10,4	-9,8	-2,7	-11,1	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-10,4	-10,8	-11,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,3	3,5	3,5	0,4	3,5	0,4	0,6	0,4	0,2	1,5	1,8	3,6
Liikevoitto	7,3	3,5	3,5	0,4	3,5	0,4	0,6	0,4	0,2	1,5	1,8	3,6
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	-1,0	-0,2	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,7	-0,7
Tulos ennen veroja	7,3	3,5	2,5	0,2	2,7	0,2	0,4	0,2	0,0	0,7	1,1	2,9
Verot	-1,6	-0,9	-0,6	0,0	-0,7	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	5,7	2,6	1,8	0,2	2,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,6	0,9	2,3
EPS (oikaistu)	0,12	0,06	0,04	0,00	0,05	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	0,02	0,05
EPS (raportoitu)	0,12	0,06	0,04	0,00	0,05	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	0,02	0,05

Tunnusluvut	2022	2023	2024	Q4'25e	2025e	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%		10,1 %	5,1 %	3,0 %	3,2 %				6,1 %	7,1 %	13,5 %	15,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-52,2 %	0,4 %	-88,0 %	-1,6 %				-58,9 %	-57,2 %	21,6 %	98,1 %
Käyttökate-%	75,4 %	73,4 %	67,1 %	60,1 %	70,9 %	55,8 %	55,9 %	54,8 %	50,0 %	54,1 %	50,6 %	50,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	42,6 %	18,5 %	17,7 %	8,0 %	16,9 %	6,8 %	9,9 %	7,1 %	3,1 %	6,7 %	7,2 %	12,4 %
Nettotulos-%	33,1 %	13,7 %	9,2 %	3,6 %	10,0 %	2,5 %	5,2 %	2,9 %	-0,2 %	2,6 %	3,5 %	8,1 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	32,4	33,1	33,9
Liikearvo	2,1	2,1	2,1
Aineettomat hyödykkeet	29,7	30,4	31,3
Käyttöomaisuus	0,4	0,4	0,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,2	0,2
Vaihtuvat vastaavat	3,5	3,7	4,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,5	2,6	3,0
Likvidit varat	1,0	1,1	1,2
Taseen loppusumma	35,9	36,8	38,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	11,8	12,4	13,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,0	0,5	1,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	11,8	11,8	11,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	20,5	20,0	20,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	20,5	20,0	20,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,6	4,4	4,8
Korolliset velat	0,5	1,1	1,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	3,3	3,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	35,9	36,8	38,1

Sijoitusprofiili

Kansainvälistä kasvua hakeva ohjelmistoyhtiö

Sijoitusprofiililtaan Easor on selkeästi kasvuyhtiö ja kasvun kiihdyttäminen keskipitkällä aikavälillä on yhtiön arvonmuodostuksen kannalta keskeistä. Tulevina vuosina Verifactu-lainsäädännön myötä avautuva markkinapotentiaali Espanjassa on keskeisin Easorin sijoitustarinassa seurattava asia. Myös Italia ja Ruotsi tarjoavat kasvuoption, mutta tässä kohtaa niiden merkitys on näkemysemme mukaan vielä huomattavasti pienempi. Mikäli Easor onnistuu kasvupanostuksissaan ja Espanjan kasvu lähtee realisoitumaan, pitäisi yhtiön skaalautuvan liiketoimintamallin valossa myös tuloksen ja kassavirran parantua selvästi. Ilman kasvua tuloskehitys jäisi vaisuksi, mikä olisi merkittävä takaisku myös osakkeen arvonluonnille. Suomessa näemme yhtiöllä edellytykset yltää vakaaseen kannattavaan kasvuun, mutta markkinan kypsän luonteen ja kireän kilpailutilanteen vuoksi suurin osa kasvusta on haettava ulkomailta.

Easorin sijoitustarinan kannalta lyhyen aikavälin haasteena on se, että Verifactun voimaantuminen lykkääntyi vuoteen 2027 ja siten tänä vuonna yhtiön kasvunäkymä on vielä melko varovainen. Samaan aikaan lisättävät kasvuinvestoinnit painavat tulosta, joten lyhyellä tähtäimellä kasvun ja kannattavuuden yhtälö ei näytä suotuisalta. Tänä vuonna Espanjan tulevan potentiaalin kehittymistä voidaan kuitenkin seurata yhtiön voittamien uusien kumppanituloimistojen lukumäärän kautta. Konkreettisia todisteita strategian toimivuudesta liikevaihdon kasvun kiihtymisen muodossa yhtiön pitäisi pystyä toimittamaan vuodesta 2027 alkaen.

Keskeiset riskit

Espanjan kasvu: Mikäli Easorin liikevaihto ei lähde

lähivuosina Espanjassa kiihtyvään kasvuun, olisi tämä yhtiön sijoitustarinalle iso takaisku. Nähdäksemme tämä kertoisi tässä tilanteessa todennäköisesti joko haasteista ohjelmistoratkaisun kilpailukyvyyn tai myyntikanavan (tilitoimistot) osalta.

Verifactun lykkääntyminen: Verifactu on merkittävä lainsäädäntöuudistus ja se kohtaa myös muutosvastarintaa Espanjassa. Lain voimaantumisen lykkääntyminen jo aiemmin vuodella oli poliittinen päätös, joka voisi teoriassa tapahtua uudestaan. Tässä skenaariossa Easorin kasvutölkkä jouduttaisiin potkimaan eteenpäin.

Suomen markkinan kireä kilpailupaine: Suomessa taloushallinto-ohjelmistomarkkina on jo melko keskittynyt ja Easorilla on vastassaan vahvan markkina-aseman omaavia toimijoita. Kasvun saavuttaminen Suomessa ei siis tule olemaan helppoa, vaikkakin Easorin alustapohjainen tulokulma ja aggressiivinen hinnoittelu varmasti herättävät kiinnostusta tilitoimistojen keskuudessa.

Suomen talouden heikko kehitys on viime vuosina hidastanut Talenomin alla Easorin kasvua niin asiakaspoistuman (konkurssit) kuin pienempien transaktiotuottojen kautta. Transaktiomäärät ovat käsityksemme mukaan jo pohjanneet, mutta käännettä ylöspäin saadaan vielä odotella.

Kilpailutilanteen kiristyminen ulkomailta: Espanjassa ja Italiassa taloushallintomarkkinoiden digitalisaatio on vielä hyvin varhaisessa vaiheessa ja kilpailukenttä muutenkin hyvin hajanainen verrattuna Suomeen ja Ruotsiin. Pitkällä aikavälillä toimiala tulee kypsyään ja ohjelmistotoimittajien välinen kilpailu kiristymään. Tämän vuoksi Easorin on tärkeää

onnistua saavuttamaan riittävä markkina-asema, jotta yhtiö on relevantti toimija näillä markkinoilla myös pitkässä juoksussa.

Tekoälyn luomat uhkakuvat: Ohjelmistoyhtiöiden osakekurssit maailmalla ovat ottaneet rajusti osumaa, sillä uusien ja nopeasti kehittyvien tekoälyratkaisujen pelätään disruptoivan monien yhtiöiden liiketoimintaa tai lisäävän merkittävästi kilpailua ja hintapainetta. Emme näe disruptiouhkaa akuuttina Easorin liiketoiminnalle, sillä taloushallinto-ohjelmistoihin on jo pitkään rakennettu automaatiota, joten pelkästään tähän tekoälyllä on vaikea saavuttaa huomattavaa lisäarvoa. Nykyisten ohjelmistojen hinnoittelu on myös yritysten kokonaiskustannuksista hyvin pieni, joten tekoälypohjaisilla ratkaisuilla olisi vaikea saavuttaa huomattavaa hinnoitteluetua. Yleisesti pk-yrityskentässä jo SaaS-ohjelmistojen käyttöönotto on ollut hyvin pitkä siirtymä, ja harva yrittäjä on intohimoisesti vaihtamassa nykyistä toimivaa ohjelmistoaan pienen säästön vuoksi. Pitkällä aikavälillä uudet toimijat voivat kuitenkin lisätä toimialan hintapainetta. Uskomme myös, että esimerkiksi perinteisen kirjanpidon päälle rakennettavilla tekoälypohjaisilla analyytiikka- ja raportointityökaluilla on mahdollisuus luoda asiakkaille lisäarvoa monien muiden uusien syntyvien sovellusten lisäksi.

Jakautuminen voi aiheuttaa odotuksia suurempia kustannuksia ja epäjatkuvuutta: Easorilla ei ole vielä historiaa itsenäisenä pörssiyrityksenä ja lähivuosina osa yhtiön fokuksesta menee omien IT-järjestelmien, hallinnon ja muiden prosessien pystyttämiseen. Tästä voi aiheutua odotuksia suurempia kustannuksia tai se voi myös aiheuttaa viiveitä strategian toimeenpanossa.

Sijoitusprofiili

1

Espanjan avautuva markkina tarjoaa huomattavaa kasvupotentiaalia

2

Suomen vakaa kehitys ja resurssit tarjoavat hyvän perustan kansainvälisen kasvun rakentamiselle

3

Skaalautuva ja jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liiketoimintamalli

4

Ohjelmiston helppokäyttöisyys, tehokkuus ja hinnoittelu keskeisiä kilpailuvaltteja

5

Velkaisen taseen ja lisättävien kasvuinvestointien myötä kasvua täytyy myös saavuttaa

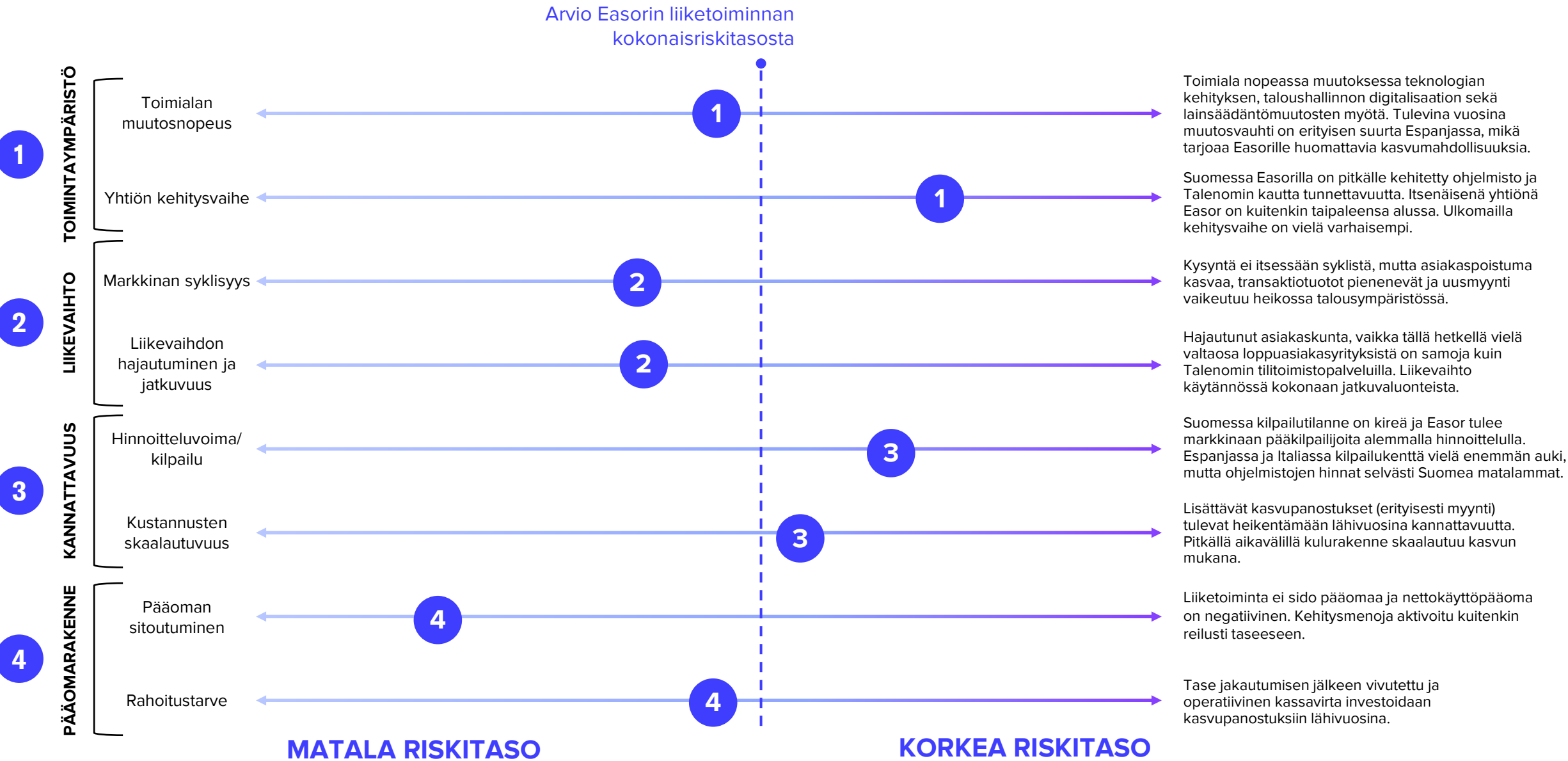
Potentiaali

- Verifactu-lainsäädännön tuoman kysynnän hyödyntäminen Espanjassa
- Vakaa kasvu Suomessa
- Italia ja Ruotsi myös optioita kansainvälistymiseen, mutta odotukset painottuvat Espanjaan
- Pitkällä aikavälillä edellytykset tehdä vahvaa tulosta ja kassavirtaa, kunhan kasvuinvestoinnit kantavat ensin hedelmää

Riskit

- Espanjan kasvun kulmakerroin ja saadaanko lisätyille panostuksille riittävää tuottoa
- Verifactun mahdollinen lykkäntyminen uudelleen
- Suomen markkinan kireä kilpailupaine ja heikon talousympäristön vaikutukset transaktiotuottoihin
- Kilpailutilanteen kiristyminen ulkomailla ja uusien tekoälyratkaisujen luomat uhkakuvat
- Jakautuminen itsenäiseksi yhtiöksi voi aiheuttaa odotuksia suurempia kustannuksia ja epäjatkuvuutta toiminnassa

Liiketoiminnan riskiprofiili



Arvonmääritys 1/4

Arvonmääritysmenetelmät

Easorin kehitysvaiheesta johtuen yhtiön kasvupanostukset painavat lähivuosina tulostasoa, eikä tulospohjaisen arvostuksen tarkastelu ole siten lyhyellä tähtäimellä mielekäästä. Käyttökattausella Easorin kannattavuus on toki hurjan korkea, mutta tämä johtuu vain suurista kehitysmenojen aktivoinneista, eivätkä luvut ole siten vertailukelpoisia muiden yhtiöiden kanssa. Lähivuosien arvostuskertoimien osalta suosimme EV/Liikevaihto-kerrointa ja suhteutamme sitä Easorin kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään. Yhtiön SaaS-verrokeista (Admicom ja Lemonsoft) saadaan näkemyksemme mukaan suuntaviivoja hyväksyttävän arvostustason osalta.

Easorin jatkuvan ja skaalautuvan SaaS-liiketoimintamallin valossa näemme yhtiöllä hyvät edellytykset tehdä pitkällä aikavälillä hyvää tulosta, kunhan kasvustrategian toteuttamisessa onnistutaan. Tätä potentiaalia pystyy mielestämme haarukoimaan DCF-laskelman sekä skenaarioanalyysin kautta.

Arvonmäärityksen yhteenveto

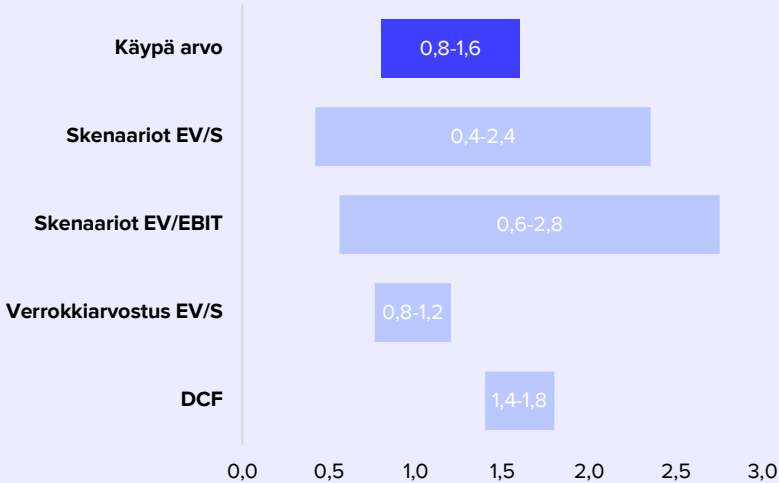
Seuraavilla sivuilla läpikäytävien arvonmääritysmenetelmien ja erilaisten skenaarioiden pohjalta saamme Easorin oman pääoman arvoksi noin 25-202 MEUR, mikä tarkoittaa hyvin leveää noin 0,4-2,8 euron osakekohtaista arvohaarukkaa. Tämä kuvastaa nähdäksemme hyvin Easorin sijoitustarinan osittain mustavalkoista luonnetta. Mikäli yhtiö onnistuu voimakkaassa kansainvälisessä kasvussa Espanjassa ja Italiassa, on osakkeessa huomattavaa arvonluontipotentiaalia. Ilman kasvua jäljelle jäisivät vain lisätyt panostukset ja sitä kautta tulostaso olisi matala tai negatiivinen. Yhtiöllä olisi tässä skenaariossa mahdollisuus leikata kuluja alas, mutta ilman kasvua osakkeen

hyväksyttävä arvostus olisi todennäköisesti matala ja sijoitustarina muutenkin vähemmän kiinnostava.

Mielestämme yhtiöllä on kaikki edellytykset saavuttaa maltillista kasvua Suomessa ja kasvattaa liikevaihtoaan merkittävästi ulkomailla (erityisesti Espanjassa). Tässä kohtaa tätä onnistumista ei kuitenkaan mielestämme voida vielä täysimääräisesti hinnoitella sisään osakkeeseen, sillä yhtiöllä on vielä näytöt antamatta kansainvälisen kasvun osalta. Samalla Easorin taival itsenäisenä yhtiönä on vasta alussa, mikä kohottaa lyhyen aikavälin epävarmuutta. Yhtiön kuluvan vuoden kasvunäkymä ei myöskään vielä ole tavoitellun voimakkaan kasvun tasolla. Osakkeen lyhyen aikavälin arvostuksen kannalta haasteeksi nousee myös viime aikoina merkittävästi heikentynyt sentimentti SaaS-ohjelmistoyhtiöiden osalta. Sijoittajien pelot tekoälyn luoman disruption ja kilpailu-uhan osalta ovat painaneet monien ohjelmistoyhtiöiden arvostustasot näkemyksemme mukaan jo hyvin mataliksi. Emme ole tällä hetkellä erityisen huolissamme tekoälyn luomista uhista Easorin kannalta, mutta globaalisti laskeneet arvostustasot väistämättä painavat myös yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa, sillä pörsseissä on tarjolla tällä hetkellä runsaasti maltillisesti hinnoiteltuja ohjelmistoyhtiöitä.

Edellä mainitun pohjalta arvioimme tällä hetkellä Easorin osakekannan käyvän arvon asettuvan noin 37-73 MEUR:n eli 0,8-1,6 euron osakekohtaiseen haarukkaan. Alalaidalla odotukset tulevan kasvun suhteen ovat näkemyksemme mukaan jo hyvin maltillisia, kun taas haarukan ylälaidalla sisään hinnoitellaan kohtuullisen hyvää onnistumista. Näemme käyvän arvon haarukassa tulevana vuosina nousupotentiaalia, mikäli yhtiön strategia etenee oikeaan suuntaan, ja sentimentti SaaS-yhtiöiden yllä muuttuisi jälleen paremmaksi.

Arvonmäärityksen yhteenveto (EUR/osake)



Arvonmääritys 2/4

Lyhyen aikavälin heikko sentimentti SaaS-yhtiöiden ympärillä tuo painetta myös Easorin arvostukselle

Peilaamme Easorin suhteellista arvostusta pääosin pohjoismaisista ohjelmistoyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään. Mielestämme Helsingin pörssin lähimpiä SaaS-verrokkeja Easorille ovat rakennuslalle ohjelmistoja toimittava Admicom sekä teollisuuden ja tukkukaupan toiminnanohjausjärjestelmiin keskittynyt Lemonsoft. Näiden lisäksi norjalainen rakennusalan ohjelmistotoimittaja Smartcraft menee samaan kategoriaan. Easoriin nähden nämä kolme yhtiötä ovat kokoluokaltaan jo jonkin verran suurempia, minkä lisäksi niiden kannattavuudet ovat nousseet jo hyvälle/erittäin hyvälle tasolle. Pitkällä aikavälillä näemme Easorin kasvu- ja kannattavuusprofiilin olevan kuitenkin melko samankaltainen näiden yhtiöiden kanssa.

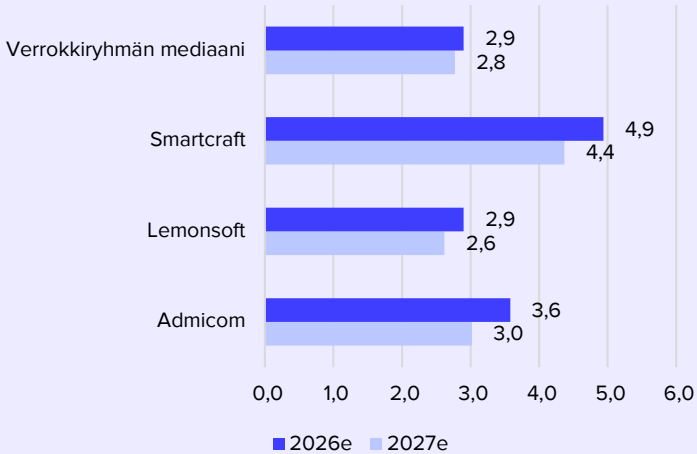
SaaS-yhtiöiden arvostustasot ovat viime aikoina globaalisti olleet voimakkaassa paineessa, kun sijoittajien huolet tekoälyn luomasta disruptio- ja kilpailu-uhasta ovat nousseet. Alun perin huomattavasti korkeammalle arvostetuissa amerikkalaisissa SaaS-yhtiöissä arvioimme paikoin kyseessä olevan vain arvostustasojen tervehtymisestä, kun aiempia kovia tulospotensiaaleja on otettu sijoittajien toimesta alas. Pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden kentässä arvostustasot on paikoitellen painettu jo hyvin matalaksi, ja mielestämme tämä ei ole täysin perusteltua. Näin ollen näemme esimerkiksi Admicomin ja Lemonsoftin laskeneet arvostustasot tällä hetkellä houkuttelevina. Lyhyellä tähtäimellä paineessa olevat SaaS-yhtiöiden arvostustasot kuitenkin väistämättä vaikuttavat myös Easorin hyväksyttävään arvostustasoon.

Easorin kehitysvaiheesta johtuen yhtiön tulostaso jää lähivuosina matalaksi, minkä vuoksi tulospohjaisen arvostuksen tarkastelu lähivuosina ei ole mielekästä. Siten tarkastelemme yhtiön lähivuosien arvostusta liikevaihtokertoimen kautta ja suhteutamme sitä kasvun ja kannattavuuden (EBIT-%) yhdistelmään.

Ennusteillamme Easorin vuoden 2026 kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä (14 %) jää vielä vaisuksi, ja selvästi alle lähimpien verrokkien (34-39 %) sekä koko verrokkiryhmän keskimääräisen tason (24 %). Pelkästään tätä vuotta tarkastellessa yhtiön liikevaihtokertoimen pitäisi siis olla verrokkeja (2026e-2027 mediaani 2,9x-2,8x) matalammalla tasolla. Kuluva vuosi ei kuitenkaan vielä kuvasta Easorin kasvupotentiaalia, ja mikäli Espanjan markkinan tuoma kasvu alkaa realisoitua, nousee yhtiön kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä ennusteillamme 21-28 %:iin vuosina 2027-2028. Strategian onnistuessa lukemien pitäisi vielä parantua tämän jälkeen. Tässä kohtaa kasvun kiihtymiseen liittyy luonnollisesti vielä epävarmuutta.

Edellä läpikäytyä kokonaisuutta punniten arvioimme, että verrokkiarvostuksen pohjalta Easorin liikevaihtokerroin voisi tällä hetkellä olla noin 2,5x-3,0x. Mikäli yhtiön kasvu lähtee odotetusti kiihtymään ja samalla sentimentti SaaS-yhtiöiden ympärillä paranisi, voisi kertoimissa olla vielä jonkin verran nousuvaraa. Soveltamalla näitä kertoimia Easorin vuoden 2026 liikevaihtoennusteeseemme ja ottamalla huomioon yhtiön nettovelat, muodostuisi osakkeen arvoksi noin 0,8-1,0 euroa. Vastaavasti vuoden 2027 ennusteillamme osakkeen arvoksi muodostuisi noin 1,0-1,2 euroa.

Easorin verrokkien EV/S



Easorin arvo verrokkiarvostuksen pohjalta

	2026e		2027e	
Liikevaihto	22,0	22,0	24,9	24,9
EV/S	2,5	3,0	2,5	3,0
Yritysarvo (MEUR)	54,9	65,9	62,3	74,8
Nettovelat	20	20	20	20
Osakekannan arvo (MEUR)	34,8	45,8	42,4	54,9
Per osake (EUR)	0,8	1,0	0,9	1,2

Arvonmääritys 3/4

Skenaarioanalyysi vuosille 2028 ja 2030

Tarkastelemme Easorin osakkeen tuotto-odotusta kuudessa skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta. Vuoteen 2028 ulottuvissa skenaarioissa katsomme arvostusta EV/S-kertoimen kautta, sillä ennusteillamme Easorin kannattavuus ei ole tuolloin vielä potentiaalisella tasollaan. Tämän vuoksi ulotamme toisessa laskelmassa skenaariot vuoteen 2030 asti, ja tuolloin tarkastelemme arvostusta tulos pohjaisen arvostuksen kautta. Skenaarioiden yhteenvetona voidaan mielestämme todeta, että Easorin arvo on hyvin herkkä yhtiön tulevalle kasvunopeudelle, ja tämän vuoksi kasvun kiihdyttäminen on arvonluonnin kannalta keskeistä.

Skenaariot vuoteen 2028 (EV/Liikevaihto)

Nykyennusteillamme odotamme Easorin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 12 % vuodessa vuoteen 2028 mennessä. Oletamme yhtiötä hinnoiteltavan tuolloin 3,5x EV/S-kertoimella. Tämä olisi perusteltavissa tuolloisella

kasvun (15 %) ja kannattavuuden (EBIT 12 %) yhdistelmällä sekä edelleen hyvällä kasvunäkymällä. Näillä oletuksilla Easorin yritys arvo olisi 101 MEUR ja netto velat huomioiden osakekannan arvo 85 MEUR (1,9 EUR/osake). Tämä tarkoittaa 10,3 %:n tuottovaatimuksella nykyhetkeen diskontattuna Easorin osakkeen arvoksi noin 1,4 euroa.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme liikevaihdon vuotuisen kasvun jäävän vain 4 %:iin ja tätä kautta hyväksyttävän EV/S-kertoimen tippuvan 2x tasolle. Tällöin Easorin osakkeen arvo nykyhetkessä olisi vain 0,4 euroa.

Optimistisessä skenaariossa oletamme Easorin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 16 % vuosittain ja vahvempaa kasvunäkymää heijastellen sovellamme 5x EV/S-kerrointa. Näillä oletuksilla Easorin osakkeen arvo nykyhetkessä olisi 2,4 euroa.

Skenaariot vuoteen 2030 (EV/EBIT)

Nykyennusteillamme odotamme Easorin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 12 % ja liikevoittomarginaalin kohoavan 22 %:iin vuoteen 2030 mennessä. Oletamme,

että yhtiötä hinnoiteltaisiin tuolloin 14x EV/EBIT-kertoimella, mikä vaatisi tulos kasvunäkymän olevan hyvä vielä tämänkin jälkeen. Näillä oletuksilla Easorin yritys arvo olisi 116 MEUR, ja matkan varrella kutistuneet netto velat huomioiden osakekannan arvo olisi 108 MEUR (2,4 EUR/osake). Tämä tarkoittaa 10,3 %:n tuottovaatimuksella nykyhetkeen diskontattuna Easorin osakkeen arvoksi noin 1,5 euroa. Huomautamme, että arvonmäärityksen lopputulos on melko herkkä sovelletulle arvostuskertoimelle, ja esimerkiksi 12x EBIT-kertoimella osakkeen arvoksi nykyhetkessä muodostuu 1,3 euroa.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme liikevaihdon vuotuisen kasvun jäävän 8 %:iin ja EBIT-marginaalin 15 %:iin. Tässä skenaariossa oletetulla 12x EV/EBIT-kertoimella osakkeen arvoksi muodostuu nykyhetkessä 0,6 euroa.

Optimistisessä skenaariossa oletamme Easorin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 16 % vuosittain ja EBIT-marginaalin nousevan 28 %:iin. Vahvempaa tulos kasvuprofiilia heijastellen sovellamme 17x EBIT-kerrointa, jolloin osakkeen nykyarvoksi muodostuu 2,8 euroa.

Liikevaihtopohjainen arvostus vuoteen 2028

Skenaariot vuoteen 2028	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Liikevaihto	23,0	28,8	31,6
Lv:n kasvu-% (CAGR 26-28)	4 %	12 %	16 %
x hinnoittelukerroin (EV/S)	2,0	3,5	5,0
= Yritys arvo 2028e (MEUR)	46	101	158
Netto velat 2028e	21	18	16
= Osakekannan arvo (MEUR)	25	83	142
Per osake (EUR)	0,6	1,8	3,1
Per osake nykyhetkessä (EUR)	0,4	1,4	2,4

Tulos pohjainen arvostus vuoteen 2030

Skenaariot vuoteen 2030	Pessimistinen	Nykyennusteet	Optimistinen
Liikevaihto	29,5	36,9	42,4
Lv:n kasvu-% (CAGR 26-30)	8 %	12 %	16 %
EBIT-% (oik.)	15 %	22 %	28 %
EBIT (oik.)	4,4	8,3	11,9
x hinnoittelukerroin (EV/EBIT)	12,0	14,0	17,0
= Yritys arvo 2030e (MEUR)	53	116	202
Netto velat 2030e	12	8	0
= Osakekannan arvo (MEUR)	41	108	202
Per osake (EUR)	0,9	2,4	4,4
Per osake nykyhetkessä (EUR)	0,6	1,5	2,8

Arvonmääritys 4/4

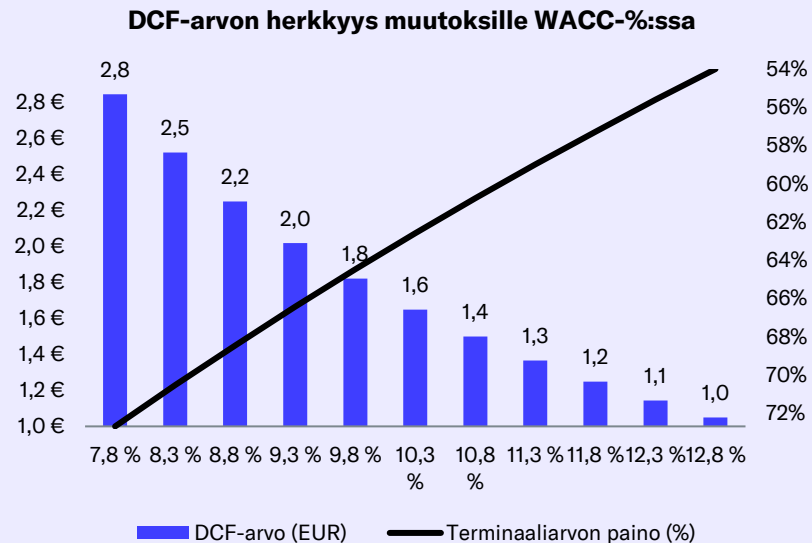
DCF-malli

Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Easorin osakkeelle nykyisillä, selvää kasvun kiihtymistä lähivuosina odottavilla ennusteillamme 1,6 euron osakekohtaisen arvon.

Olemme asettaneet terminaali-jakson (2035-) kasvuodotuksen 2,5 %:iin ja liikevoittomarginaalin 28 %:n tasolle. Terminaali-jakson painoarvo DCF-laskelmassa on 62 %, mikä kertoo merkittävän osan Easorin kassavirroista muodostuvan kaukana tulevaisuudessa. Kasvuyhtiölle tämä on tosin täysin normaalia.

Laskelmassa olemme käyttäneet pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 10,3 %:n tuottovaadetta, mikä olettamallamme velkavivulla tarkoittaa 10,9 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Mielestämme tuottovaateessa voisi olla jonkin verran laskuvaraa siinä vaiheessa, kun Easorin kansainvälisen kasvustrategian onnistumisesta saadaan näyttöjä.

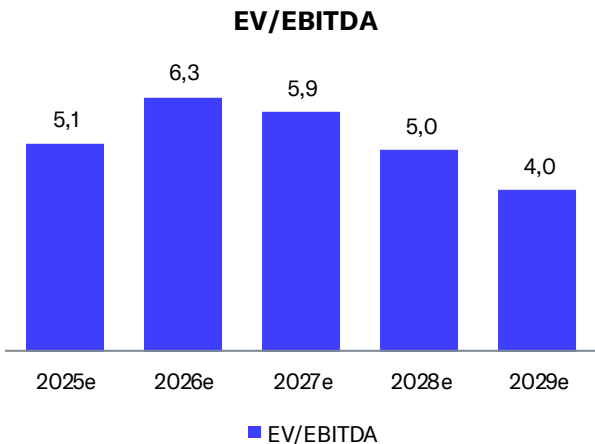
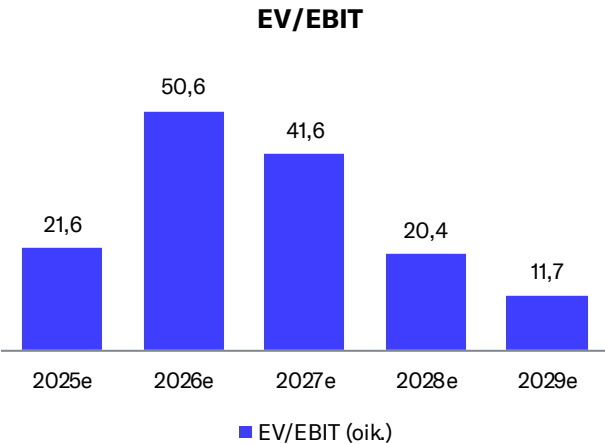
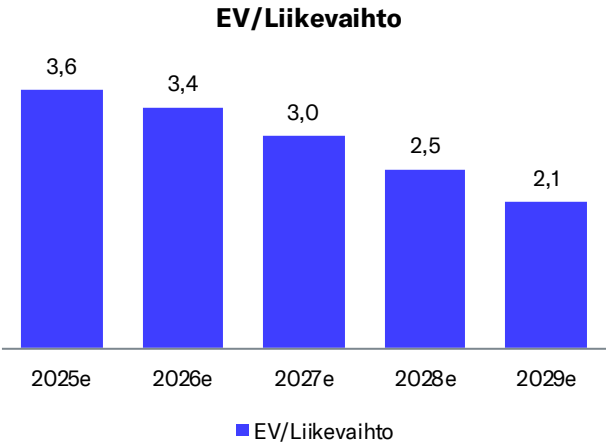
Olemme havainnollistaneet DCF-laskelman herkkyyttä muutoksille tuottovaateessa viereisessä kuvaajassa. Tämän kautta DCF-pohjainen arvonmääritys antaa tällä hetkellä Easorille noin 1,4-1,8 euron osakekohtaisen arvon. Korostamme kuitenkin, että ennusteisiimme on piirretty skenaario, jossa Easor onnistuu kansainvälisessä kasvussa melko hyvin. Siten emme ole täysin vakuuttuneita, että lyhyellä tähtäimellä osakemarkkina hinnoittelisi vastaavan skenaarion suoraan sisään Easorin osakkeeseen.



Havainnollistavat arvostuskertoimet käyvän arvon haarukan keskikohdalla

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Osakekurssi	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Osakemäärä, milj. kpl	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6
Markkina-arvo	55	55	55	55	55	55
Yritysarvo (EV)	75	75	75	73	69	62
P/E (oik.)	26,7	95,5	63,2	23,4	12,8	8,7
P/E	26,7	95,5	63,2	23,4	12,8	8,7
P/B	4,6	4,4	4,1	3,5	2,8	2,1
P/S	2,7	2,5	2,2	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	3,6	3,4	3,0	2,5	2,1	1,7
EV/EBITDA	5,1	6,3	5,9	5,0	4,0	3,2
EV/EBIT (oik.)	21,6	50,6	41,6	20,4	11,7	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		Lv:n kasvu-%		EBIT-%		Rule of 40
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2027e
Admicom	163	145	11,1	9,1	10,6	8,5	3,6	3,0	7 %	10 %	32 %	33 %	44 %
Lemonsoft	87	92	10,9	9,2	10,0	8,7	2,9	2,6	7 %	6 %	27 %	28 %	34 %
Smartcraft	281	272	19,5	14,9	13,0	10,8	4,9	4,4	12 %	13 %	25 %	29 %	42 %
LeadDesk	34	42	13,1	10,9	5,6	5,0	1,0	0,9	4 %	5 %	8 %	9 %	13 %
Qt Group	623	681	11,8	8,9	10,3	8,0	2,7	2,3	18 %	9 %	23 %	26 %	35 %
F-Secure	284	416	10,5	8,7	8,5	7,2	2,7	2,5	5 %	5 %	26 %	28 %	33 %
Enento	347	487	11,4	10,5	9,4	8,7	3,1	2,9	4 %	4 %	27 %	28 %	32 %
QPR Software	12	12			22,3	25,7	1,9	1,9	8 %	0 %	-2 %	-2 %	-3 %
SSH	133	127		188,3	55,7	45,0	5,2	4,4	13 %	16 %	-3 %	2 %	19 %
Lime Technologies	234	246	15,8	13,3	10,5	9,2	3,3	3,0	9 %	11 %	21 %	22 %	33 %
FormPipe Software	117	115	36,1	25,8	24,5	19,3	4,7	4,2	-19 %	12 %	13 %	16 %	28 %
Vitec Software Group	910	1156	15,1	13,4	8,2	7,5	3,2	3,0	8 %	7 %	21 %	22 %	29 %
Sinch	1765	2361	17,2	13,0	7,2	6,7	0,9	0,9	-2 %	4 %	5 %	7 %	11 %
Upsales Technology	39	37	11,2		8,3		2,0		18 %		18 %		
Zalaris	157	185	9,4	8,4	6,4	5,8	1,3	1,2	8 %	7 %	14 %	14 %	21 %
Keskiarvo			14,8	25,7	14,0	12,6	2,9	2,7	7 %	8 %	17 %	19 %	
Mediaani			11,8	10,9	10,0	8,6	2,9	2,8	8 %	7 %	21 %	22 %	

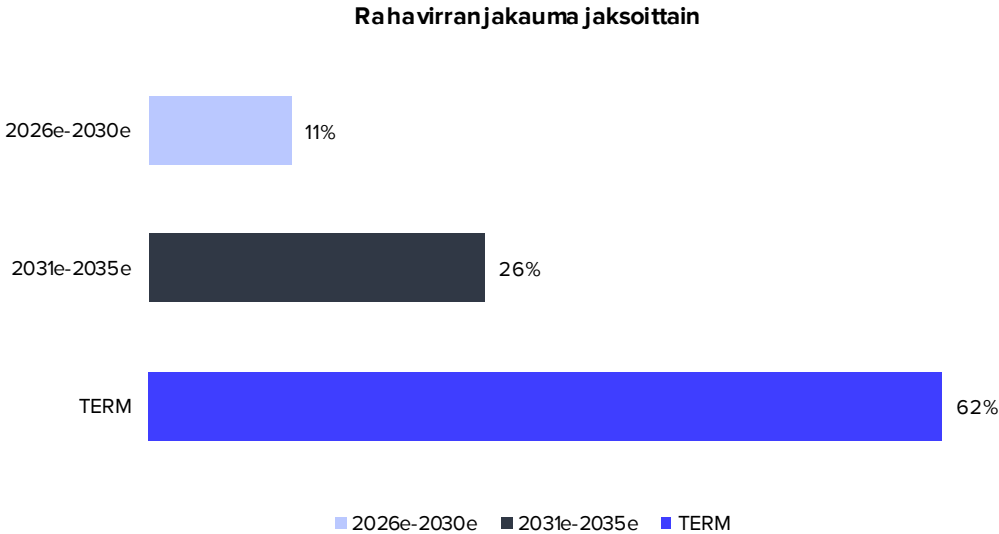
Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,2 %	7,1 %	13,6 %	15,4 %	15,1 %	11,4 %	10,1 %	8,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	16,9 %	6,7 %	7,2 %	12,4 %	17,8 %	22,2 %	25,8 %	28,5 %	29,0 %	29,0 %	28,0 %	28,0 %
Liikevoitto	3,5	1,5	1,8	3,6	5,9	8,2	10,5	12,5	13,4	14,0	13,9	
+ Kokonaispoistot	11,1	10,4	10,8	11,1	11,3	11,4	11,5	11,5	11,5	11,6	11,6	
- Maksetut verot	-0,9	-0,1	-0,2	-0,5	-0,9	-1,4	-1,8	-2,2	-2,4	-2,5	-2,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	15,0	11,6	12,4	14,1	16,2	18,2	20,2	21,9	22,6	23,1	23,0	
+ 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	-11,1	-11,1	-11,6	-11,6	-11,6	-11,6	-11,6	-11,6	-11,6	-11,6	-11,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,9	0,5	0,8	2,5	4,6	6,6	8,6	10,3	11,0	11,5	11,4	
+/- 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	3,9	0,5	0,8	2,5	4,6	6,6	8,6	10,3	11,0	11,5	11,4	151
Diskontattu vapaa kassavirta		0,5	0,7	1,9	3,2	4,1	4,8	5,3	5,1	4,9	4,4	57,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		92,3	91,8	91,1	89,2	86,0	81,9	77,1	71,8	66,8	61,9	57,5
Velaton arvo DCF		92,3										
- Korolliset velat		-20,1										
+ Rahavarat		1,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		73,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,6										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,3 %

Lähde: Inderes



Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus-suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
-------	--

Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
---------	--

Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
-----	---

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**