

TALENOM

18.06.2026 8.00 EEST



Juha Kinnunen, Analyytikko
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Suomi kantaa, kansainvälinen käänne ratkaisee

Toistamme Talenomille osta-suosituksen, ja tarkistamme tavoitehintamme 1,7 euroon (aik. 1,8 €). Easorin irtautumisen jälkeen Talenom on ohjelmistoriippumaton tilitoimistoyhtiö, joka tekee tuloksensa ja rahavirtansa Suomessa. Sijoitustarinan ydin on kansainvälisten toimintojen kannattavuuskänteessä: Espanjassa kasvu on vahvaa ja kannattavuus nousussa, kun taas ongelmallinen Ruotsi on suurin riski. Korkea velkavipu kasvattaa sekä riskejä että tuottomahdollisuuksia, mutta osien summa -laskelma tukee selvää nousuvaraa nykykurssilta.

Easor-jakautuminen muutti yhtiön perusuonteon

Helmikuussa 2026 toteutuneessa Talenom ja Easorin (ohjelmistoliiketoiminta) jakautumisessa Talenomista tuli ohjelmistoriippumaton tilitoimistopalveluyhtiö. Vaikka yhtiö ostaakin kirjanpito-ohjelmistonsa toistaiseksi pääosin Easorilta, rinnalle on tullut muita ohjelmistoja ja potentiaalinen asiakaskunta on kasvanut. Erityisesti Ruotsissa strateginen muutos on kriittinen, sillä Easorista tuli käytännössä kilpailuhaitta Fortnoxin dominoivalla markkinalla. Talenomilla on edelleen merkittävää teknologia-osaamista, mitä yhtiö soveltaa nyt muun muassa eri ohjelmistojen päälle rakennettavaan automaatioon. Raskaiden ohjelmistoinvestointien putoaminen keventää samalla investointitarvetta ja vahvistaa merkittävästi rahavirtaa. Talenom ja Easorin kilpailuetu nojaa jatkossa erityisesti tehokkaisiin prosesseihin, mittakaavaan ja aktiiviseen uusasiakashankintaan. Suomessa kilpailuetu on mielestämme todistettu toimialan parhaimmiston kuuluvalla tuottavuudella ja kannattavuudella, mutta ulkomailla yhtiöllä on edelleen paljon todistettavaa.

Suomi kantaa, Espanja kasvaa ja Ruotsi vakautuu

Talenomin Suomen ydinliiketoiminta on edelleen vahva ja tuottaa konsernin koko tuloksen ja rahavirran. Suomen näkymä on positiivinen heikosta markkinatilanteesta huolimatta, mutta kasvu on väkisin suhteellisen hidasta. Odotamme Suomen liikevaihdon olevan noin 72 MEUR ja liikevoittomarginaalin

olevan noin 14 % vuonna 2026. Kannattavuus on nyt oletettavasti heikoimmillaan, kun konsernikuluja kasvattaa erillinen listautuminen ja myyntiin panostetaan merkittävästi.

Talenomin kasvumoottori on Espanja, jossa yritysostovetoinen kasvutarina on edennyt varsin vakuuttavasti. Vuonna 2021 käynnistetyt Espanjan liikevaihto on tänä vuonna noin 21 MEUR, millä se nousee tänä vuonna Ruotsin (2026e ~20 MEUR) ohi. Vaikka Espanjan kannattavuus on edelleen heikko, suunta on ollut oikea ja potentiaali tuottavuusloikkaan houkutteleva digitalisaation edetessä. Ruotsissa tehdyt historialliset virheet olivat hyviä opetuksia Espanjaa ajatellen, mutta Ruotsin liiketoiminnan profiili on vahvasti käännekehä. Tilanne on vakautunut strategiamuutoksen jälkeen ja esimerkiksi henkilöstötyytyväisyys ylittää jo Suomen vastaavan, mutta tie on silti pitkä. Ruotsin kannattavuus on saatava käännettyä senkin takia, että maahan kohdistuvan merkittävän liikearvon alaskirjaus voisi olla tuhoisa konsernin korkean velkavipun takia.

Arvostuksen houkuttelevuus riippuu näkökannasta

Talenomin kansainvälinen liiketoiminta kannattaa toistaiseksi heikosti Espanjassa ja surkeasti Ruotsissa, mutta molemmilla näillä liiketoiminnoilla on silti arvoa. Tästä johtuen käytämme arvonmäärityksessä pääosin osien summa -analyysia, jonka antama arvo on noin 1,8 euroa (72 % Suomi, 20 % Espanja ja 8 % Ruotsi). Korkea velkavipu johtaa suureen vaihteluvälisiin positiivisen ja negatiivisen skenaarion välillä, mutta jos uusi strategia ja johto onnistuvat, epäsuosiossa olevassa Talenomissa on iso vipu myös ylöspäin. Lisäksi rahavirtaa katsottaessa arvostus on mielestämme jo houkutteleva jo vuoden 2026 ennusteilla, vaikka tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat korkeita. Asetamme tavoitehintamme (1,7 €) hieman osien summan keskiarvon (1,8 €) ja DCF:n (2,0 €) alapuolelle heijastellen laskeneita lähivuosien ennusteita, Ruotsiin liittyvää riskiä ja osakkeen heikkoa sentimenttiä.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

Tavoitehint:

1,70 EUR

(aik. 1,80 EUR)

Osakekurssi:

1,16 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	108	113	120	128
kasvu-%	2 %	5 %	6 %	7 %
EBIT oik.	5,9	6,2	8,1	10,6
EBIT-% oik.	5,5 %	5,5 %	6,7 %	8,3 %
Nettotulos	2,0	2,1	3,8	6,0
EPS (oik.)	0,06	0,05	0,08	0,13
P/E (oik.)	53,5	25,6	13,9	8,8
P/B	3,7	1,4	1,4	1,2
Osinkotuotto-%	1,7 %	4,3 %	4,3 %	5,1 %
EV/EBIT (oik.)	36,6	20,6	15,2	10,9
EV/EBITDA	11,4	6,3	5,5	4,7
EV/Liikevaihto	2,0	1,1	1,0	0,9

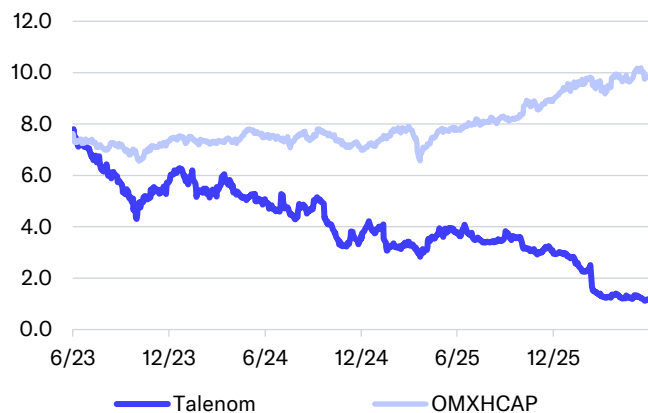
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

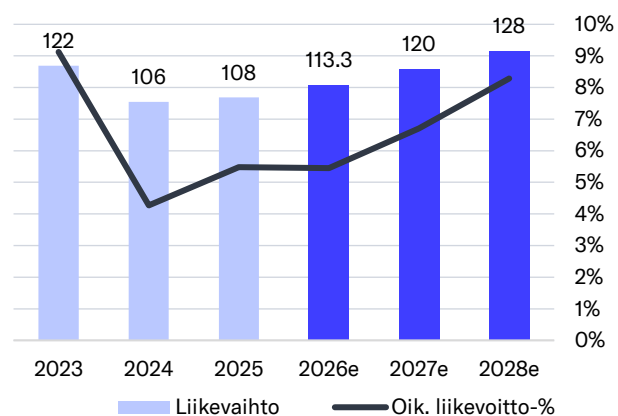
Talenom arvioi tilitoimistoliiketoiminnan vuoden 2026 liikevaihdon olevan noin 110–120 MEUR ja vertailukelpoisen käyttökateen noin 18–22 MEUR.

Osakekurssi



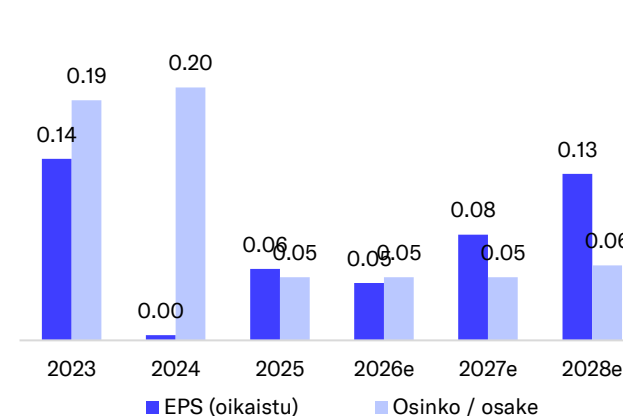
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Suomen liiketoiminnan kasvu Easorin ulkopuolella ja runsas rahavirta
- Espanjan voimakas kasvu ja tuottavuuden parantaminen lähemmäs Suomea
- Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuskäänte
- Merkittävä tuloskasvu kansainvälisten toimintojen tappioiden päättyessä
- Ohjelmistoriippumaton Talenom on mielestämme hyvin positioitunut murrokseen

Riskitekijät

- Ruotsin käänteessä epäonnistuminen ja maahan kohdistuva merkittävä liikearvo
- Taseeseen ja velkavipuun liittyvät riskit
- Tekoälymurroksen vaikea ennustettavuus
- Espanjan nopean kasvun hallinta ja kannattavuus
- Kiristynvä kilpailu digitaalisessa taloushallinnossa

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,16	1,16	1,16
Osakemäärä, milj. kpl	45,6	45,6	45,6
Markkina-arvo	53	53	53
Yritysarvo (EV)	127	122	116
P/E (oik.)	25,6	13,9	8,8
P/E	25,6	13,9	8,8
P/B	1,4	1,4	1,2
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	6,3	5,5	4,7
EV/EBIT (oik.)	20,6	15,2	10,9
Osinko/tulos (%)	110 %	59,9 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,3 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitus- ja riskiprofiili	11-13
Toimiala	14-20
Strategia	21-25
Taloudellinen tilanne	26-29
Ennusteet	30-38
Arvonmääritys	39-43
Taulukot	44-48
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	49

Talenom lyhyesti

Talenom on yksi Suomen suurimmista tilitoimistoista, joka tarjoaa pk-yrityksille taloushallinnon palveluja Suomessa, Ruotsissa ja Espanjassa. Yhtiön tarkoituksena on helpottaa yrittäjän arkea yhdistämällä pitkälle automatisoidut prosessit ja henkilökohtainen asiantuntijapalvelu.

1972 ja 2015

Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen

107,6 MEUR (+1,8 % vs. 2024)

Liikevaihto 2025, jatkuvat toiminnot

65 %, 20 % ja 15 %

Liikevaihdon jakauma (FI, SWE ja ESP 2025)

19,0 MEUR (17,6 % lv:sta)

Vertailukelpoinen käyttökate 2025

~90 %

Laskutuksesta on toistuvaa (recurring)

Yli 1200

Työntekijää kolmessa toimintamaassa

2021-2023

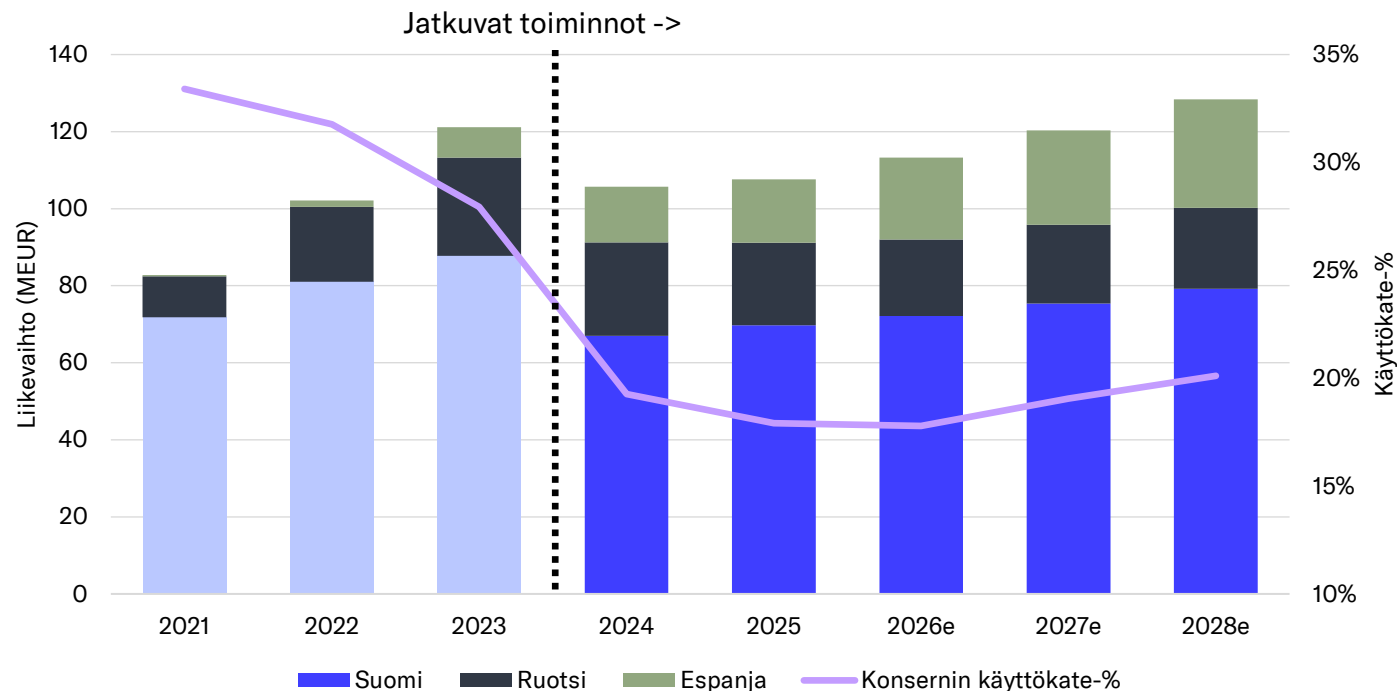
- Laajeneminen Espanjaan (2021); kiivas yritysostotahti Ruotsissa ja Espanjassa
- Konsernin liikevaihto kasvoi voimakkaasti
- Ruotsin romahduksen siemen: asiakkaiden "pakottaminen" omaan Easor-ohjelmistoon → asiakaspoistuma alkaa
- Konsernin kannattavuus heikkenee voimakkaasti

2024-2025

- Easorista puhdistetut luvut vuodesta 2024 alkaen → varsinainen eriyttäminen saatiin loppuun Q1'26
- Ruotsin romahdus näkyväksi: liikevaihto laskuun, tappiot kasvoivat ja liikearvon puskuri pieneni → henkilöstön sopeutus aloitettu
- Suomi kestää, mutta vaikeaa on haastavassa markkinassa
- Espanja jatkaa kasvuaan

2026->

- Ohjelmistoriippumaton Talenom pörssissä; Easor eriytetty
- Ruotsi ratkaisun paikka edessä: joko käänne (ONE Talenom-hyödyt ja henkilöstösopeutus) tai divestointi sekä alaskirjaus
- Velkaisen taseen vahvistaminen (nettovelka/käyttökate ~4x)
- Suomi tekee rahavirran, Espanja toimii selkeänä kasvukärkenä
- Ongelmista huolimatta näkymä on kokonaisuutena rohkaiseva



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Kansainvälinen tilitoimisto

Talenom on vuonna 1972 perustettu ja vuonna 2015 pörssiin listautunut tilitoimistoyhtiö, joka on kasvanut yhdeksi Suomen suurimmista taloushallinnon palveluntarjoajista. Yhtiö palvelee erityisesti pk-yrityksiä ja tarjoaa lakisääteistä kirjanpitoa selvästi laajempaa palvelukokonaisuutta. Helmikuussa 2026 toteutuneessa jakautumisessa yhtiön ohjelmistoliiketoiminta Easor eriytettiin omaksi pörssiyhtiökseen (kaupankäynti alkoi 2.3.2026), minkä jälkeen Talenom on puhdas tilitoimisto- ja palveluyhtiö. Yhtiö toimii Suomessa, Ruotsissa ja Espanjassa, kun Italian tilitoimistoliiketoiminta on ajettu alas.

Talenomin liikevaihdosta yhtiön mukaan noin 90 % on toistuvaa (recurring). Arviomme mukaan noin 70 % konsernin liikevaihdosta on jatkuvaa kuukausilaskutusta ja noin 20 % valtaosin volyymipohjaista (esim. palkanlaskenta) toistuvaa laskutusta. Loput noin 10 % on yksittäisiä toimeksiantoja eli poikkeuksellisia kirjanpitotehtäviä tai laajempia lisäpalveluita asiakaskunnalle. Yhdessä toimialalle tyypillisten pitkien asiakassuhteiden kanssa tämä tekee liiketoimintamallista defensiivisen. Kirjanpito on lakisääteistä ja se vaaditaan niin kauan, kun asiakkaan oma liiketoiminta jatkuu. Viime vuosina poikkeuksellisen korkeat konkurssimäärät ovat kuitenkin aiheuttaneet ylimääräistä poistumaa. Suomessa Talenomin liiketoiminta on ollut myös hyvin ennustettavaa, mutta ulkomailla vastaavaan tilanteeseen ei ole vielä päästy.

Talenomilla on arviomme mukaan pyöreästi 20 000 asiakasta, jotka jakautuvat suhteellisen tasaisesti eri toimialoille ja jakautumisen jälkeen kolmeen maahan. Kymmenen suurinta asiakasta muodostaa alle 5 % liikevaihdosta, joten yhtiö ei ole riippuvainen yksittäisistä

asiakkaista. Pidämme laajaa, hajautunutta ja pääosin pitkäaikaista asiakaskuntaa selkeänä vahvuutena, joka tuo liiketoimintaan jatkuvuutta. Suomessa Talenomin markkinaosuus on noin 5 %, mutta korkeampi yhtiön ydinsegmentissä eli pienissä ja keskisuurissa yrityksissä.

Kattava taloushallinnon palveluvalikoima

Talenomin ydinpalveluita ovat kirjanpito, tilinpäätös, raportointi, palkkahallinto, osto- ja myyntilaskujen käsittely sekä sisäinen laskenta – eli toimialalle tyypillinen tarjonta. Näiden päälle yhtiö on rakentanut kasvavan neuvonanto- ja asiantuntijapalveluiden kerroksen, johon kuuluvat muun muassa vero- ja lakipalvelut sekä yrittäjän tukipalvelut. Suomessa Talenom laajensi tarjontaansa myös pankki- ja maksupalveluihin (maksutilit ja -kortit), joiden avulla yhtiö pyrki kiihdyttämään uusasiakashankintaa erityisesti pienasiakassegmentissä. Nykyisellä Talenomilla omia pankkitilejä ei ole, vaan paketti luodaan kumppaneiden kautta. Talenomin mainostama yritystilikumppani on Alisa (aik. Fellow Finance). Yleisesti odotamme erilaisien lisäpalveluiden merkityksen kasvavan, kun rutiininomainen kirjanpito automatisoituu ja kirjanpitäjän aika siirtyy konsultatiiviseen työhön.

Tehokkaat prosessit liiketoimintamallin ytimessä

Talenomin liiketoimintamallin keskiössä on ONE Talenom-toimintamalli, joka on yhtiön yhtenäinen tapa johtaa, palvella ja kasvaa. Toimintamalli yhdistää vuosikymmenten aikana Suomessa kehitetyt parhaat käytännöt - yhtenäiset johtamismallit, vakioidut palveluprosessit, digitalisaation ja automaation hyödyntäminen sekä systemaattinen asiakaskokemuksen rakentaminen - on tuotteistettu monistettavaksi malliksi, jota sovelletaan samalla tavalla kaikissa toimintamaissa ja tiimeissä.

Talenom lyhyesti

- Perustettu 1972, listattu 2015
- Easor-jakautuminen 3/2026 → puhdas tilitoimisto
- Toimii Suomessa, Ruotsissa ja Espanjassa
- Liikevaihto 2025: n. 108 MEUR
- Noin 90 % liikevaihdosta toistuvaa laskutusta
- Vertailukelpoinen käyttökate 2025: ~19 MEUR (17,6 %)
- Kasvutavoite yli 10 % vuosittain (keskipitkä aikaväli)

Talenomin tarjoama

Keskeiset taloushallintopalvelut

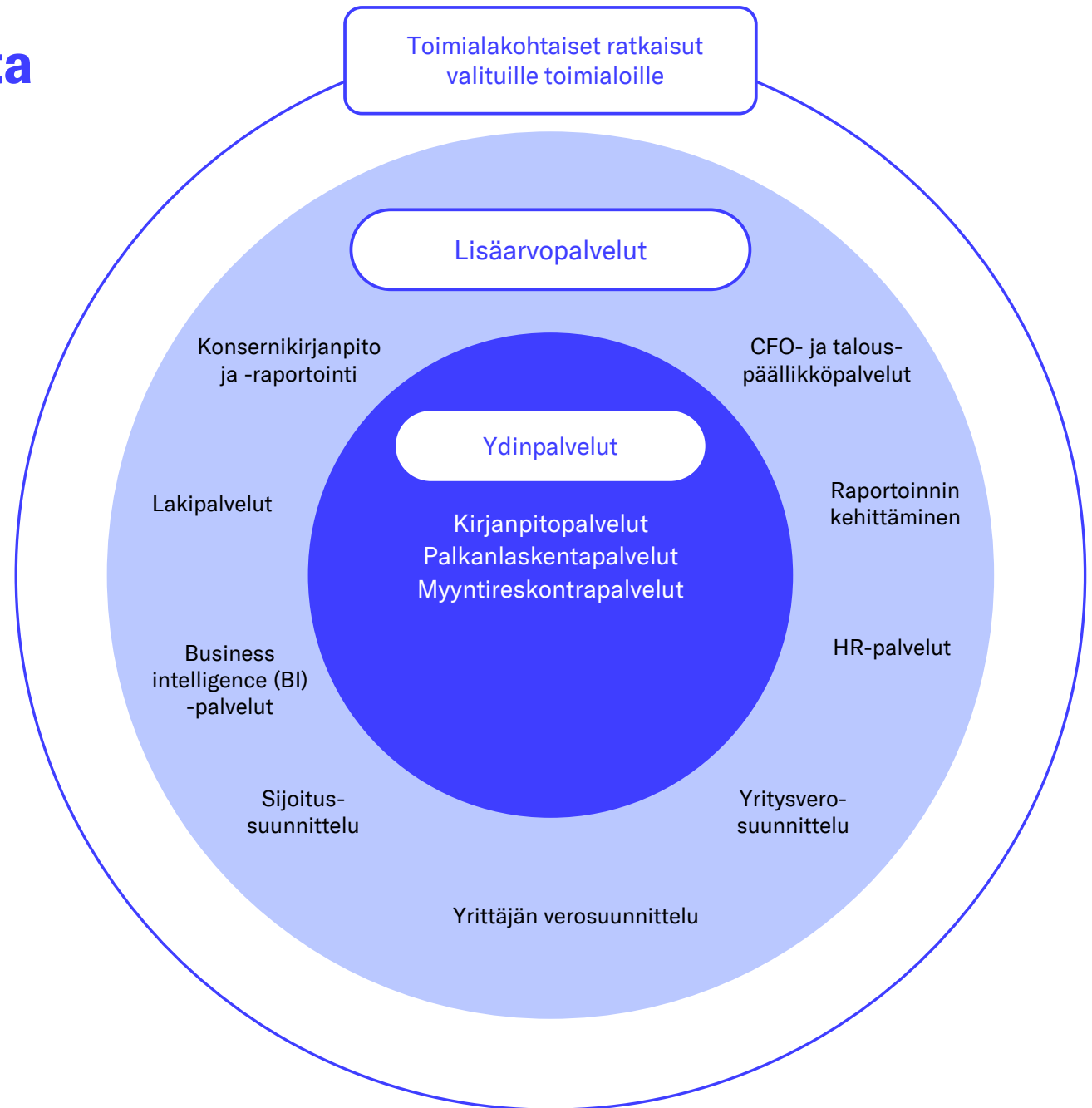
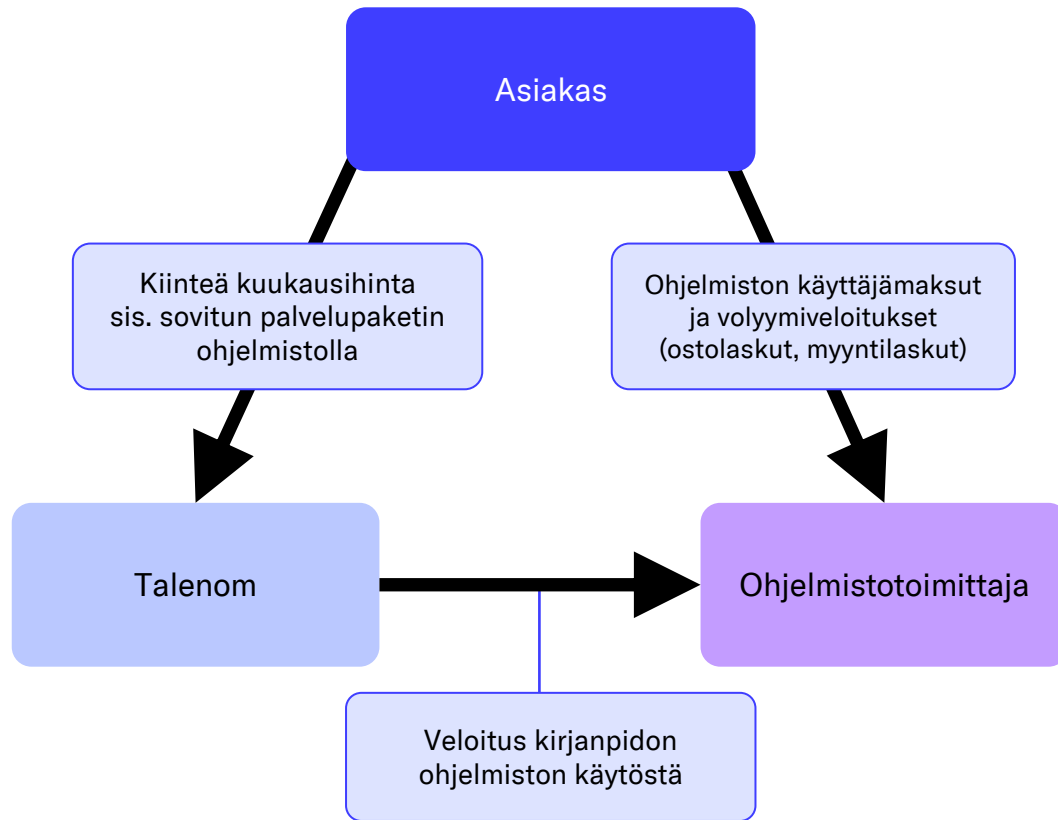
- Kirjanpito
- Palkanlaskenta
- Myyntireskontra

Keskeiset konsultointipalvelut

- Yritysjärjestelyt
- HR-palvelut
- Kiinteistöjärjestelyt
- Talusjohtamisen palvelut
- Yritysjärjestelyt
- Yhtiöoikeudelliset palvelut
- Yrityksen ja yrittäjän verosuunnittelu
- Business intelligence-palvelut

Talenomin rahavirrat ja palvelutarjonta

Rahavirrat Talenom / Easor
Case: uusi kirjanpitoasiakas Talenomille



Huomautus: uuden asiakkaan yleisin malli tällä hetkellä – muutkin mallit ovat mahdollisia erityisesti jatkossa ohjelmistotarjonnan laajentuessa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Mallin tavoitteena on parantaa yhtäaikaisesti tuottavuutta (laskutusta kirjanpitäjää kohti), asiakaskokemusta ja työntekijäkokemusta sekä kääntää nämä skaalautuvaksi kannattavuudeksi. Arviomme mukaan juuri tämä yhdistelmä erottaa Talenomin kahdesta toimialalle tyypillisestä toimijatyyppistä: perinteisistä, paikallisesti itsenäisistä tilitoimistoista sekä pelkkää työkalua myyvistä ohjelmistotaloista. Talenom asettuu näiden väliin yhdistäen teollisen mittakaavan tehokkuuden pyrkien samalla paikalliseen palveluun.

Riittävä kokoluokka ja tehokas liiketoimintamalli mahdollistavat taloushallinnon lisäarvopalveluiden tarjoamisen, joita pk-yritykset tarvitsevat liiketoimintansa tueksi. Pk-yrityksissä taloushallinto jää usein yrittäjän käsiin, jolloin lisäpalvelut ovat haluttuja ja yrittäjä voi keskittyä omaan liiketoimintaansa. Tämä tekee vahvasta markkina- asemasta entistä arvokkaamman, sillä pienet tilitoimistot eivät pysty tarjoamaan vastaavaa kokonaisuutta. Käynnissä oleva tekoälymurros sekä tehostaa rutiineja että korostaa konsultatiivisen työn merkitystä. Talenomin asema murroksessa on mielestämme hyvä, mutta lopputulemaan liittyy epävarmuutta.

Kilpailuetua syventävät alalla poikkeuksellinen oma myynti- ja markkinointiorganisaatio, tiheä paikallinen toimistoverkosto, toimialakohtaiset asiantuntijatiimit sekä oma kehitys- ja teknologiayksikkö, joka jäi jakautumisessa Talenomille ja rakentaa automaatiota ja työkaluja käytetyn ohjelmiston päälle. Selkein todiste kilpailuedusta on Suomen merkittävästi toimialaa parempi kannattavuus, rahavirran tuottokyky ja pääoman tuotto. Ulkomailta vastaavia todisteita ei toistaiseksi ole.

Ohjelmistoriippumaton palveluyhtiö

Easor -ohjelmistoliiketoiminnan eriyttämisen jälkeen Talenom on ohjelmistoriippumaton palveluyhtiö: asiakas valitsee taloushallinto-ohjelmiston, ja Talenom tuottaa palvelut sen ympärille. Käytännössä yhtiö on kevään 2026 aikana laajentanut ohjelmistovalikoimaansa selvästi, kun aiemmin tukeuduttiin käytännössä omaan järjestelmään. Suomessa Talenom palvelee nykyään muun muassa Netvisorilla, Procountorilla (Finago), Fennoalla, Admicom Ultimalla ja Easorilla, ja vastaavasti Ruotsissa ja Espanjassa hyödynnetään kunkin markkinan johtavia ohjelmistoja (Ruotsissa erityisesti Fortnox, Espanjassa mm. A3/Wolters Kluwer, Sage ja Holded).

Ohjelmistoriippumattomuus laajentaa Talenomin kohdemarkkinaa saman markkinan sisällä, sillä yhtiö voi palvella myös asiakkaita, jotka eivät halua vaihtaa ydinjärjestelmäänsä, sekä aiempaa suurempia ja monimutkaisempia yrityksiä. Laajentuminen Easor-kumppanuudesta muihin ohjelmistoihin vaatii yhtiöltä sekä syvän asiantuntemuksen hankkimista muista merkittävistä järjestelmistä että uuden lähestymistavan myyntiin (aiemmin fokusoitunut merkittävästi ohjelmistoon), mutta onnistuessaan se avaa merkittäviä mahdollisuuksia. Siirtymä ohjelmistoriippumattomaksi palveluyhtiöksi ei kuitenkaan tapahdu hetkessä ja vaatii muutosjohtamista.

Maakohtainen rakenne: Suomi kantaa, Espanja kirittää

Talenomin liiketoiminta jakautuu kolmeen maahan, joiden profiilit poikkeavat toisistaan merkittävästi. Suomi on yhtiön kypsä ja erittäin hyvin kannattava ydinliiketoiminta, joka tuottaa käytännössä konsernin koko tuloksen ja rahavirran. Se tarjoaa vakautta ja mahdollisuudet kasvaa ulkomailta.

Yhtenäiset elementit kaikissa maissa ja tiimeissä – ohjelmistosta riippumatta

- Yhtenäiset johtamismallit
- Vakiodut prosessit ja parhaat käytännöt
- Digitalisaatio ja automaatio
- Systemaattinen asiakaskokemus

ONE Talenom
Yhtenäinen toimintamalli
Suomi · Ruotsi · Espanja

Tavoitellut vaikutukset

- Korkeampi tuottavuus ja kannattavuus
- Parempi asiakaskokemus
- Parempi työntekijäkokemus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Espanja on Talenomin vahva kasvumoottori, jonka liikevaihto kasvaa voimakkaasti yritysostojen ja orgaanisen kasvun yhdistelmänä ja jonka kannattavuus on nousussa kohti positiivista liiketulosta. Espanjassa kehitys on ollut isossa kuvassa positiivista, mutta maaorganisaation kiinteät kulut sekä jatkuvat yritysostojen integraatiot ovat rasittaneet tulosta. Sen sijaan Ruotsi on toistaiseksi konsernin ongelmakohta, jossa liikevaihto on laskenut ja kannattavuus ollut heikko. Liiketoiminnan arvo on tällä hetkellä kyseenalainen, mutta sopeutustoimet ovat alkaneet tuottaa tulosta ja tilanne on vakautumassa. Tämä maakohtainen rakenne on mielestämme oikea tapa hahmottaa sekä yhtiön tuloskuntoa että sen arvoa.

Talenomin liikevaihto vuonna 2025 oli noin 108 MEUR ja vertailukelpoinen käyttökate noin 19 MEUR (marginaali 17,6 %). Maittain liikevaihto jakautui karkeasti: Suomi noin 70 MEUR (65 %), Ruotsi noin 21 MEUR (20 %) ja Espanja noin 17 MEUR (15 %). Arviomme mukaan Espanjan liiketoiminta kasvaa tänä vuonna kuitenkin Ruotsia suuremmaksi. Talenom kasvatti 2019-2024 voimakkaasti kansainvälistä liiketoimintaansa kymmenillä yritysostoilla Ruotsissa ja Espanjassa. Yritysostovetoinen kansainvälinen kasvu painoi merkittävästi konsernin kannattavuutta varsinkin, kun yhtiö epäonnistui Ruotsissa integraatioissa ja Easorin ohjelmistojen puskeminen aiheutti huomattavaa vaihtuvuutta sekä asiakaskunnassa että henkilöstössä.

Easor-jakautuminen muutti yhtiön profiilin

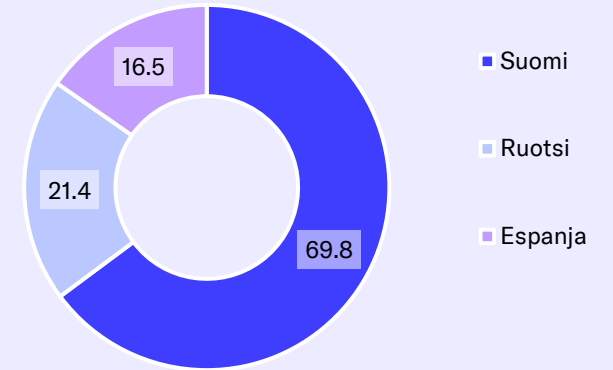
Jakautuminen keventää Talenomin investointitarvetta merkittävästi, kun raskas ohjelmistokehitys (noin 100 hengen kehitystiimi) siirtyi Easorille. Tämä vahvistaa vapaata rahavirtaa, sillä poistot ylittävät jatkossa selvästi

investoinnit. Vastapainona yhtiölle syntyy ohjelmistokuluja Easorille ja erillisenä pörssiyhtiönä se kantaa suhteessa korkeampia kiinteitä kuluja.

Vaikka kyseessä on kasvuyhtiö, uuden Talenomin profiili on ensisijaisesti vakaa, kannattava ja tasaista osinkovirtaa tarjoava yhtiö. Profiilia heikentää tällä hetkellä tekoälymurros, jonka lopputulemaa on vielä hankala arvioida pidemmällä aikavälillä. Lisäksi Talenomilla on korkea velkavipu (korollista velkaa noin 75 MEUR ilman IFRS 16-vuokravastuita) sekä historiasta painolastina merkittävä määrä liikearvoa Ruotsissa. Jälkimmäinen on yhtiön keskeisin riski ja korkea velkavipu luo arvostukseen merkittävän vivun. Kokonaisuutena uusi Talenom on aiempaa kevyemmän investointiprofiilin, vahvan rahavirran ja korkean velkavivun yhdistelmä.

Talenomin keskipitkän aikavälin kasvutavoite on yli 10 % vuodessa, mitä pidämme kunnianhimoisena. Näkemyksemme mukaan kasvutavoitteen saavuttaminen edellyttää jatkuvia ja yhä suurempia yritysostoja Espanjassa, koska Pohjoismaissa vastaavaa kasvua ei ole saavutettavissa. Talenomin fokus on kuitenkin kääntynyt viime vuosina voimakkaasti kannattavuuteen ja tuottavuuteen. Ruotsissa on keskitytty jo jonkin aikaa liiketoiminnan vakauttamiseen ja Espanjassa yritysostoja tehdään valikoiden keskittyen kannattavaan kasvuun. Tätä kautta kasvutavoitteeseen kannattaa suhtautua nimenomaan korkeana tavoitteena, ei oletusarvona.

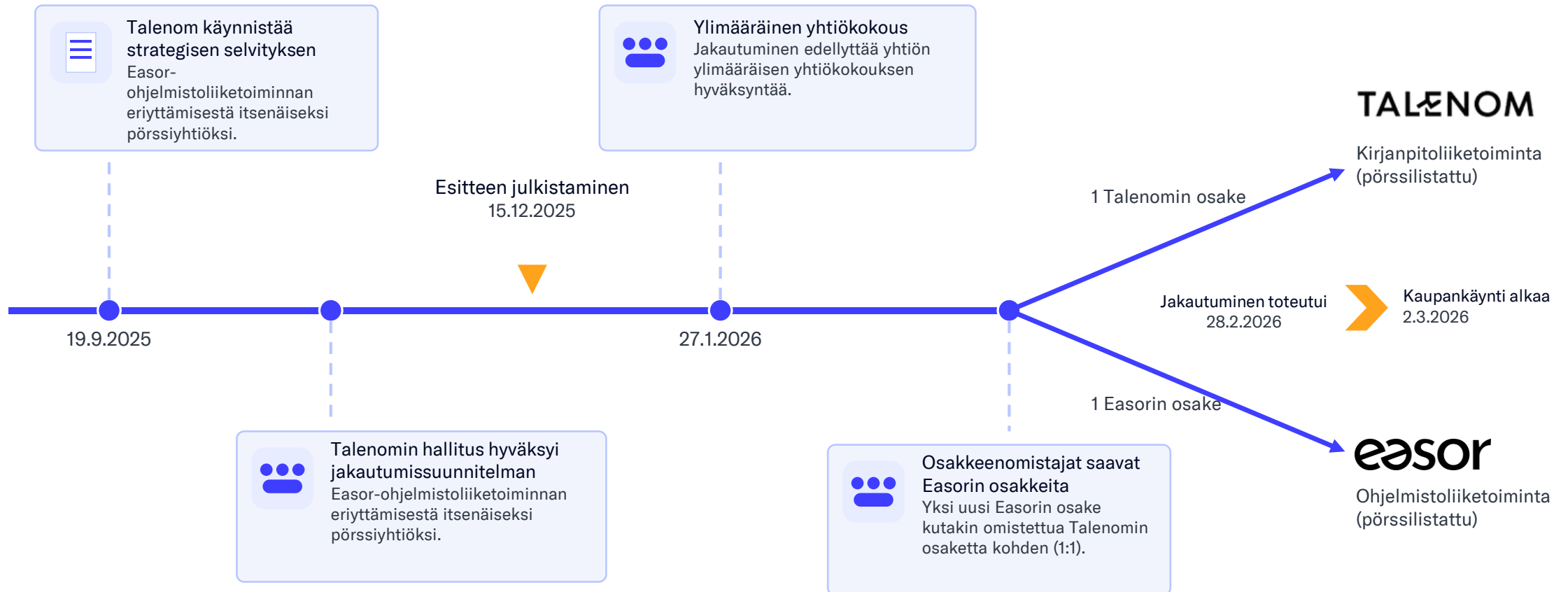
Liikevaihdon jakautuminen 2025 (MEUR)



Profiili jakautumisen jälkeen

- Ohjelmistoriippumaton tilitoimistopalveluyhtiö
- Kevyt investointiprofiili (ohjelmistokehitys siirtyi Easorille)
- Vahva vapaa rahavirta (poistot > investoinnit)
- Kolme eri vaiheissa olevaa maata: kassavirtageneraattori Suomi, kasvava Espanja ja ongelmassa oleva Ruotsi
- Korkea velkavipu: korollista velkaa noin 75 MEUR

Easorin eriytyminen omaksi pörssiyhtiöksi toteutui



Sijoitusprofiili

Kassavirtaa tuottava ydin ja optio kansainvälisestä menestyksestä

Näemme Talenomin sijoitusprofiilin kolmiosaisena. Suomen ydinliiketoiminta on vahvasti kannattava, defensiivinen ja runsasta rahavirtaa tuottava kokonaisuus, jonka arvo on mielestämme hyvin konkreettinen. Suomen liiketoiminta on maltillisesta orgaanisesta kasvustaan huolimatta vakaa kassavirtakone ja kivijalka, jonka riskiprofiili on maltillinen.

Espanja on kasvutarina, jossa näemme realistiset mahdollisuudet merkittävään menestykseen ja arvonluontiin. Näemme Espanjan ensisijaisesti merkittävänä mahdollisuutena, mutta liiketoiminta on edelleen varhaisessa vaiheessa ja esimerkiksi kannattavuus on todistamatta. Tätä kautta Espanjan liiketoiminta sijoittuisi kasvukoriin suhteellisen korkealla riskillä. Arviomme mukaan yhtiö allokoii merkittävän osan Suomen tuottamasta rahavirrasta yritysostoihin Espanjaan tulevana vuosina.

Sen päälle sijoittaja saa käännetarinan Ruotsista, jossa yhtiö epäonnistui aiemmin yritysostovetoisessa kasvutarinassaan väärin strategisien ja operatiivisten valintojen takia. Pidämme liiketoiminnan käännettä todennäköisenä, mutta tästä on erittäin pitkä matka siihen, että Talenom ansaitsisi edes maahan sijoittamansa pääomat takaisin. Myös Talenomin suurimmat riskit liittyvät Ruotsiin (liikearvo).

Suomen vakaa sijoitusprofiili dominoi toistaiseksi kokonaisuutta, mutta sivuosassa on sekä mielestämme houkutteleva kasvutarina Espanjassa että ongelmallinen Ruotsi. Merkittävänä mausteena sopassa on korkea velkavipu, joka on mielestämme Suomen liiketoiminnalle täysin perusteltu mutta kansainväliseen liiketoimintaan yhdistettynä selvästi riskiprofiilia nostava.

Korkea velkavipu ja historiallinen taakka

Jakautumisen jälkeiselle uudella Talenomilla on noin 75 MEUR korollista velkaa (pois lukien IFRS 16), kun markkina-arvo on vain noin 53 MEUR. Korkea velkavipu tarkoittaa, että pienetkin muutokset liiketoiminnan arvossa tai velkamäärässä heijastuvat voimakkaasti osakekurssiin. Tämä nostaa osakkeen riskitasoa, mutta luo onnistuessaan myös poikkeuksellisen vivun ylöspäin. Velan asteittainen lyhentäminen suhteessa tulokseen on mielestämme yksi sijoitustarinan keskeisistä ajureista.

Sijoittajien silmissä Talenomilla on viimeisen viiden vuoden aikana kertynyt merkittävästi historiallista taakkaa, kun yhtiö on toistuvasti jäänyt sekä omista ennusteistaan (negatiiviset tulosvaroitukset vuosittain 2023-2025) että markkinoiden odotuksista. Yhtiön kansainvälisen kasvun tarina epäonnistui Ruotsissa pahasti, mikä on näkemyksemme mukaan suurin yhtiökohtainen syy tähän. Talenomin osake on tällä hetkellä noin 80 % huippulukemiensa alapuolella, ja vaikka välissä on irrotettu Easor, on yhtiön maine sijoittajien keskuudessa tällä hetkellä poikkeuksellisen huono. Uusikin Talenom joutuu elämään tämän kanssa vielä pitkään.

Tekoälymurros on uusi keskeinen epävarmuustekijä

Aiemmin Talenomin digitaalinen edelläkävijyys ja teknologinen osaaminen oli varsin yksiselitteinen kilpailuetu. Käynnissä oleva tekoälymurros tuo koko tilitoimistotoimialan pidemmän aikavälin näkymään merkittävää epävarmuutta: se yhtäältä tehostaa rutiineja ja kasvattaa lisäarvopalveluiden roolia, mutta toisaalta painaa perinteisen kirjanpidon hinnoittelua. Talenomin asema murroksessa on mielestämme hyvä, mutta lopputulema on vaikeasti ennustettavissa ja näkyy jo nyt toimialan laskeneissa hyväksyttävissä arvostuskertoimissa.

SWOT-analyysi sijoituskohteesta

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none">Defensiivinen toimiala ja pitkät asiakassuhteetSuomen erinomainen kannattavuus ja vahvat rahavirratTehokkaat prosessit ONE Talenom -mallillaPitkä ja kotimaassa vahva track-record	<ul style="list-style-type: none">Kansainvälisen liiketoiminnan heikko kannattavuusRuotsin heikko tilanne ja liiketoiminnan liikearvoKorkea velkavipuOsaaminen kiinnittynyt EasoriinYritysostoihin liittyvät riskitTeknologia- ja maineriskit
<ul style="list-style-type: none">Espanjan tarjoamat kasvumahdollisuudetKasvumahdollisuudet muissa ohjelmistoissaToimialan murros ja konsolidaatioRuotsin käänne	<ul style="list-style-type: none">Ruotsin käänneessä epäonnistuminenTekoälymurroksen vaikeasti ennustettava vaikutus toimialaanKiristynyt kilpailu digitaalisessa taloushallinnossaTaseeseen ja liikearvoon liittyvät riskit
Mahdollisuudet	Uhat

Sijoitusprofiili

- 1 Ohjelmistoriippumaton tilitoimistoyhtiö Easor-jakautumisen jälkeen
- 2 Suomi tuottaa vahvan ja vakaan rahavirran sekä konsernin koko tuloksen
- 3 Espanja on vahva kasvumoottori, jonka kannattavuus on nousussa
- 4 Ruotsi hakee yhä käännettä ja on toistaiseksi konsernin ongelmakohta
- 5 Korkea velkavipu kärjistää sekä riskit että tuottomahdollisuudet

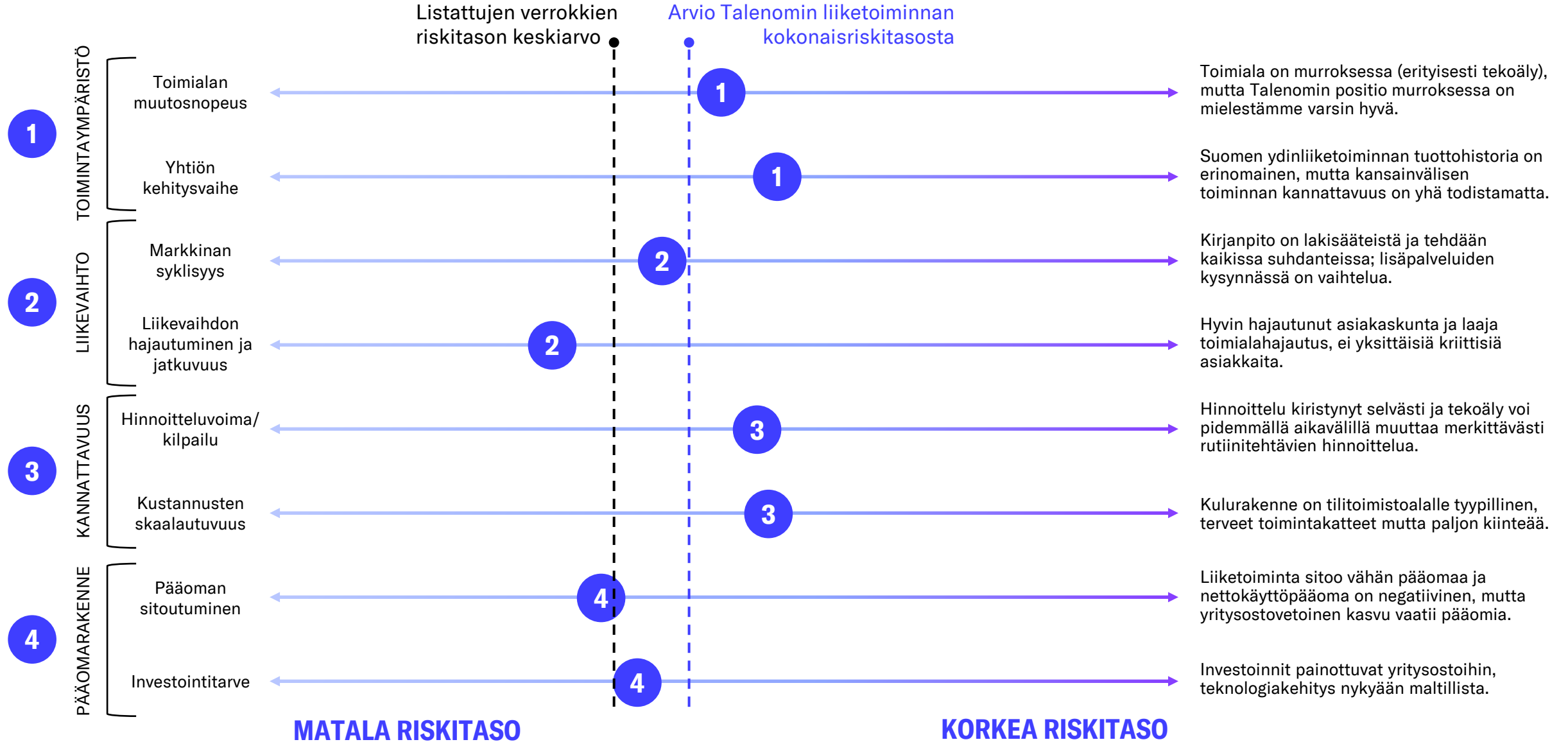
Potentiaali

- Suomen liiketoiminnan kannattava kasvu erityisesti muissa ohjelmistoissa kuin Easor
- Kansainvälisen kannattavuuden käänne
- Espanjan vahva kasvu ja markkinapotentiaali
- Velan lyhentäminen purkaa arvostuksen vipua
- Houkutteleva rahavirtapohjainen arvostus

Riskit

- Korkea velkavipu yhdistettynä toistaiseksi heikosti kannattavan kansainvälisen liiketoiminnan riskeihin
- Ruotsin käänteen epäonnistuminen ja merkittävä liikearvo
- Tekoälymurroksen ennustamattomuus
- Historiallinen tietotaito painottuu Easor-ohjelmistoon
- Osakkeen heikko likviditeetti

Liiketoiminnan riskiprofiili



Toimiala 1/5

Kasvava ja erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,4 miljardia euroa vuonna 2025. Tilitoimistojen asiakasyritysten kokoluokan perusteella markkina muodostuu valtaosin mikro- ja pienyrityksistä sekä jossain määrin keskiuurista yrityksistä. Keskiuurissa ja suurissa yrityksissä taloushallinto hoidetaan vielä pitkälti sisäisenä toimintona, mutta ulkoistustrendi etenee asteittain. Jos nykyisten asiakkaiden itse tekemän taloushallinnon työn ja vielä ulkoistamattomien (ulkoistusaste Suomessa arviolta 70-80 %) yritysten taloushallinnon työn arvo huomioitaisiin markkinan määrittelyssä, olisi markkinan koko huomattavasti suurempi.

Markkina on lähtökohtaisesti erittäin defensiivinen. Yrityksillä on lainsäädännöllinen pakko järjestää kirjanpito, joten tarve säilyy niin kauan kun verottaja haluaa omansa. Lisäksi kirjanpitäjien ja asiakkaiden välille syntyy yleensä vahva luottamussuhde, minkä takia asiakaspysyvyys alalla on erittäin korkea. Historiassa toimiala on selvinnyt finanssikriisistä ja eurokriisistä ilman liikevaihdon laskua. Koronapandemian yhteydessä vuonna 2020 alan liikevaihto laski vajaat 3 % ja elpyi nopeasti vuonna 2021. Viime vuonna toimialan yhtiöiden liikevaihdot laskivat Taloushallintoliiton mukaan noin 0,2 %, mikä on toimialalle erittäin heikko vuosi. Defensiivisyys ja korkea asiakaspito tekevät vahvasta markkinapositionista toimialalla arvokkaan. On kuitenkin hyvä huomioida, että asiakkaiden liiketoimintojen kutistuessa myös tilitoimiston laskutus yleensä tippuu, ja konkurssin jälkeen loppuu työt.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin noin 4,8 % vuodessa jaksolla 2002-2025. Lyhyellä aikavälillä Suomen talouden heikko kehitys voi jarruttaa kehitystä, mutta pitkällä aikavälillä odotamme maltillisen kasvun jatkuvan.

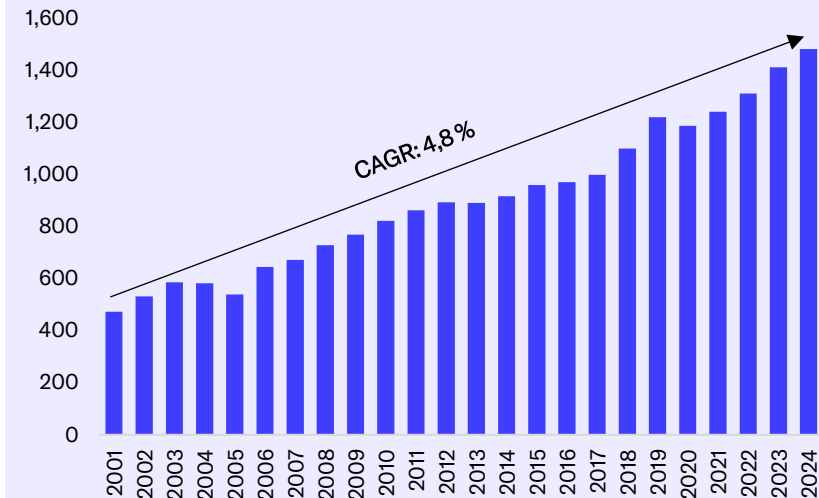
Kasvuajurit ovat muuttumassa

Historiallisesti kasvun vakautta ja jatkuvuutta selittävät pitkälti hinnankorotukset, jotka ovat arviomme mukaan olleet noin puolet markkinan kasvusta. Kirjanpidon sähköistymisen ja digitalisaation myötä kiristyneen kilpailun vuoksi merkittäviä hinnankorotuksia on nykyään vaikeampaa saada läpi. Tilitoimistot ovat olleet voimakkaasti sidoksissa kirjanpitäjien määrän ja palkkojen kehitykseen. Tämä sidonnaisuus on kuitenkin arviomme mukaan asteittain murtumassa, kun digitalisaatio ja automatisaatio tehostavat kirjanpitäjien rutiinitehtäviä. Viime vuosina vauhdittunut tekoälyn kehitys kiihdyttää tätä trendiä entisestään. Samalla digitalisaatio on lisännyt kirjanpidon rutiinipalveluiden laajuutta, mikä on tukenut transaktioliikevaihdon kasvua.

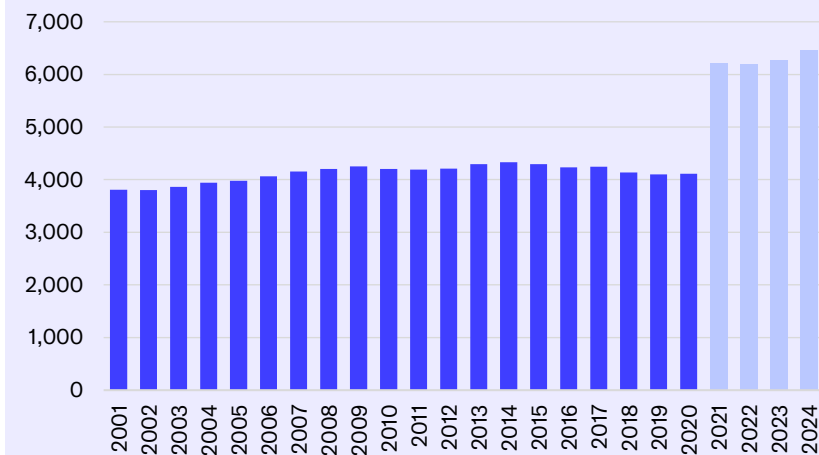
Toinen osa kasvusta tulee transaktiomäärien kasvusta, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä. Koronapandemian seurauksena nähtiin hetkellinen lasku transaktiomäärissä vuonna 2020, joka näkyikin toimialan luvuissa. Vuosina 2023-2024 heikentyneessä talousympäristössä transaktiomäärissä on nähty alan yhtiöiden mukaan laskua, mutta kokonaismarkkina on siitä huolimatta kasvanut. Vuonna 2025 käännyttiin kuitenkin lievään laskuun sekä transaktiomäärien että konkurssien vetäessä toimialaa alaspäin.

Arviomme mukaan toimialan kasvuajureina toimivat lähivuosina perinteistä kirjanpitoa täydentävien lisäpalveluiden myynti sekä yritysten taloushallinnon ulkoistukset. Yritykset ulkoistavat yhä enemmän tukitoimintojaan (esim. IT) keskittyessään ydinliiketoimintaansa. Tilitoimistoille tämä tarkoittaisi kasvavaa kysyntää controller-, talouspäällikkö- ja HR-asiantuntijapalveluille.

Tilitoimistomarkkinan kehitys (MEUR)



Tilitoimistojen lukumäärän kehitys (kpl)



* Toimialan tilastoyksiköiden joukko on laajentunut ja luvut ovat uuden laskentatavan mukaiset 2018 alkaen. Suurin vaikutus muutoksella oli yhtiöiden lukumäärään. Markkinan kokoon vaikutus oli pieni.

Lähde: Tilastokeskus, Taloushallintoliitto

Toimiala 2/5

Toimiala on voimakkaassa murroksessa

Tilitoimistoala on murroksessa, jota ajavat digitalisaation mukana tekoäly, palveluntarjonnan ja konsultoinnin merkityksen kasvaminen, lainsäädännön muutokset ja yrittäjien eläköityminen. Vaikka tilitapahtumien sähköistymisen luulisi olevan jo vallitseva käytäntö, monissa tilitoimistoissa paperitositteet ovat edelleen arkipäivää. Kehitys sähköistettyyn ja tehokkaampaan käsittelyyn on edennyt viime vuosina laajalla rintamalla ja tulee väijäämättä jatkumaan. Sähköistyminen on muuttamassa tilitoimistojen palvelut, prosessit, osaamistarpeet sekä työnjaon asiakkuuksissa. Uskomme perinteisen kirjanpitäjän roolin menettävän arvoaan, mutta konsultin työtehtävät kasvattavat merkitystään. Tämä vapauttaa resursseja lisäarvopalvelujen tuottamiseen. On kuitenkin hyvä muistaa, että asiantuntevaa ja henkilökohtaista palvelua ei voi korvata automaatiolla. Asiakas/tilitoimistosuhde voi perinteisesti muodostua hyvin läheiseksi, ja henkilökohtaisella palvelulla on suuri merkitys.

Valtaosa pienistä ja paikallisista tilitoimistoista pyrkii lähinnä säilyttämään oman reviirinsä. Monelle näistä toimijoista teknologinen kehitys ja lainsäädäntömuutosten tuomat vaatimukset ovat merkittävä haaste, ja yritykseltä voi puuttua vaadittavat resurssit haastaa muita tilitoimistoja. Toisaalta toimialan suurimmat hallitsevat sähköisen palvelun ja haluavat laajentaa toimintaansa murroksessa.

Markkina edelleen hyvin fragmentoitunut

Toimialan rakenne on todella fragmentoitunut, koska kirjanpitäjän läheisyys on ollut merkittävä kilpailutekijä ja alan luonne sitä kautta paikallinen. Vuonna 2024 tilitoimistomarkkinalla oli Tilastokeskuksen mukaan 6457 yritystä. Vuodesta 2018 lähtien lukuihin vaikuttaa raportointitavan muutos, ja aktiivista liiketoimintaa

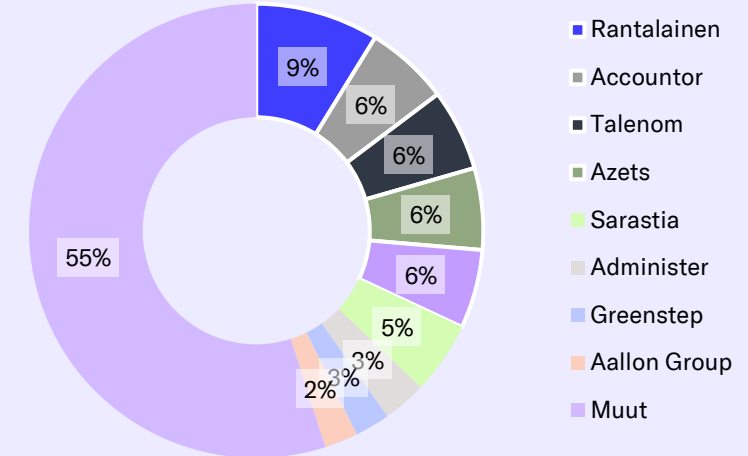
harjoittavia tilitoimistoja on Suomessa edelleen reilu 4000. Keskimääräisessä yrityksessä on vain reilu 2 työntekijää. Arviomme mukaan alan murros tulee ajamaan monia pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, sillä näillä ei ole riittäviä resursseja omien IT-järjestelmien kehittämiseen tai ohjelmistohankintoihin, eikä vastata regulaation tuomiin lisävaatimuksiin. Sääntelyn puolella haasteita aiheuttavat esimerkiksi rahanpesuun, asiakkaiden tunnistamiseen, tietoturvallisuuteen ja asiakasdatan käsittelyyn liittyvät asiat. Näistä seikoista huolimatta tilitoimistojen lukumäärä ei ole viime vuosina olennaisesti laskenut, mutta suurimpien yhtiöiden osuus koko markkinasta on kasvanut.

Alan merkittävimpiä toimijoita Suomessa ovat Rantalainen, Talenom, Accountor, Azets, Administer, Greenstep ja Aallon Group sekä julkiseen sektoriin keskittynyt Monetra. Edellä mainitut yhtiöt ovat myös Talenom keskeisimpiä kilpailijoita Monetraa lukuun ottamatta. Talenom asemoituu markkinalla yhdeksi suurimmista tilitoimistoista.

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arviomme mukaan edellä mainitut yhdeksän suurta toimijaa pitivät vuonna 2024 hallussaan noin 45 % markkinasta, joten merkittävä osa siitä on edelleen pienillä paikallisilla yhtiöillä. Suurten toimijoiden osuus markkinasta on kuitenkin ollut jo pitkään asteittaisessa nousussa. Kaikilla yrityksillä ei ole resursseja vastata toimialan murroksen tuomiin haasteisiin, minkä takia arvioimme konsolidaation jatkuvan. Tilitoimistoyrittäjien eläköitymiset ovat myös yksi alan konsolidaatiota ajava tekijä. Yritysostoista on tullut myös hyvin normaali käytäntö toimialalla, ja joissakin tapauksissa pienempiä toimijoita on yhdistynyt, jotta tämä kokonaisuus näyttää suuremmille yhtiöille entistä kiinnostavammalta ostokohteelta.

Tilitoimistojen markkinaosuudet 2024
(Inderesin arvio)



Lähde: Yhtiöiden tilinpäätöstiedot ja kotisivut, Inderes, luvuissa pyritty huomioimaan vain taloushallinto- ja palkkapalveluista syntyvä liikevaihto

Toimiala 3/5

Skaalaetujen merkitys korostuu

Tilitoimistoliiketoiminnassa koolla on tänä päivänä väliä, kun skaalaedut tukevat automatisoidun tilitoimiston sekä asiantuntijapalveluiden kannattavuutta. Skaalaedut automaatiassa mahdollistavat erittäin vahvan kannattavuuden ydinliiketoiminnassa ja toisaalta myös kasvavan hintakilpailun, mikäli automaatio yleistyy merkittävästi ja se määrää joskus ns. rajahinnan. Esimerkiksi Talenomin vuosia vanhan arvion mukaan ~10 vuoden päästä kirjanpidon perustehtävistä ei makseta enää oleellisia palkkioita, koska ne on automatisoitu täysin. Asiantuntijapalveluissa skaalaedut rajoittuvat henkilöstöresursseihin, mutta voivat silti olla kokonaiskilpailun kannalta merkittäviä. Lisäksi skaalaetuja on saavutettavissa myynnin ja markkinoinnin alueilla. Suurempi kokoluokka antaa myös paremmat mahdollisuudet investoida ohjelmistoihin tai omaan teknologiakehitykseen, vaikka tekoälyaikakaudella ohjelmistokehityksen suorat kulut ovat laskeneet ja erot ohjelmistojen välillä ovat supistuneet. Sääntelyn tuomat pakolliset kustannukset skaalautuvat myös koon kasvaessa, mutta voivat olla pienille tilitoimistoille ylitsepääsemätön kasvun este, kun toiminnan skaalaamista noin miljoonan euron liikevaihdosta useampiin miljooniin edes suunnitellaan.

Arviomme mukaan toimialan murros ja fragmentoituneisuus luovat suuremmille toimijoille tilitoimistomarkkinasta kasvumarkkinan seuraaviksi 5-10 vuodeksi. Muutospaineet haastavat toimialaa ja asettavat erityisesti pienet tilitoimistot valinnan eteen: poistua markkinalta, erikoistua vai monipuolistua. Jo tähän mennessä merkittävän aseman toimialalla saavuttaneet ovat hyvissä asetelmissa myös jatkoa ajatellen. Näillä kaikilla on vielä edellytyksiä kasvattaa markkinaosuuttaan pienten toimijoiden kustannuksella ja niitä ostamalla. Jossain kohtaa kasvun rajat konsolidaatiossa tulevat tältä osin vastaan, ja pidemmällä aikavälillä toimialalla

voidaan hyvin mahdollisesti nähdä myös yritysjärjestelyjä suurempien toimijoiden välillä.

Kilpailu toimialalla on edelleen varsin rajattua

Tilitoimistomarkkinalla kilpailu asiakkaista on ollut aina rajattua. Alan suuremmista toimijoista Talenom oli pitkään käytännössä ainoa aidosti aktiivista uusmyyntiä harjoittava yhtiö merkittävässä mittakaavassa. Valtaosa pienistä yhtiöistä on keskittynyt suojelemaan omaa ”reviiriä” ja muut suuret toimijat ovat panostaneet kasvussa pääosin yritysostoihin.

Toimialan suurta toimijamäärää ylläpitääkin arviomme mukaan kilpailun puute tai sen alueellisuus. Suomalainen yritysasiakas on edelleen usein tottunut tapaamaan kirjanpitäjänsä kasvotusten, mikä tekee kilpailusta alueellista. Kilpailu voi myös olla rajoittunutta toimialalla yhä vallitsevien konservatiivisten käytäntöjen ja tottumusten takia. Tilitoimistojen pieni koko ja toimialan fragmentoituneisuus kuvastavat myös yhtiöiden kohdemarkkinoiden pienuutta. Toisaalta pienien yhtiöiden mahdollisuudet konsolidoida alaa ovat heikot, eivätkä pienemmät yhtiöt pienillä paikkakunnilla ole välttämättä kovin houkuttelevia ostokohteita isommille toimijoille. Viime vuoden vaikeassa markkinassa hintakilpailu on kuitenkin mielestämme selvästi kiristynyt.

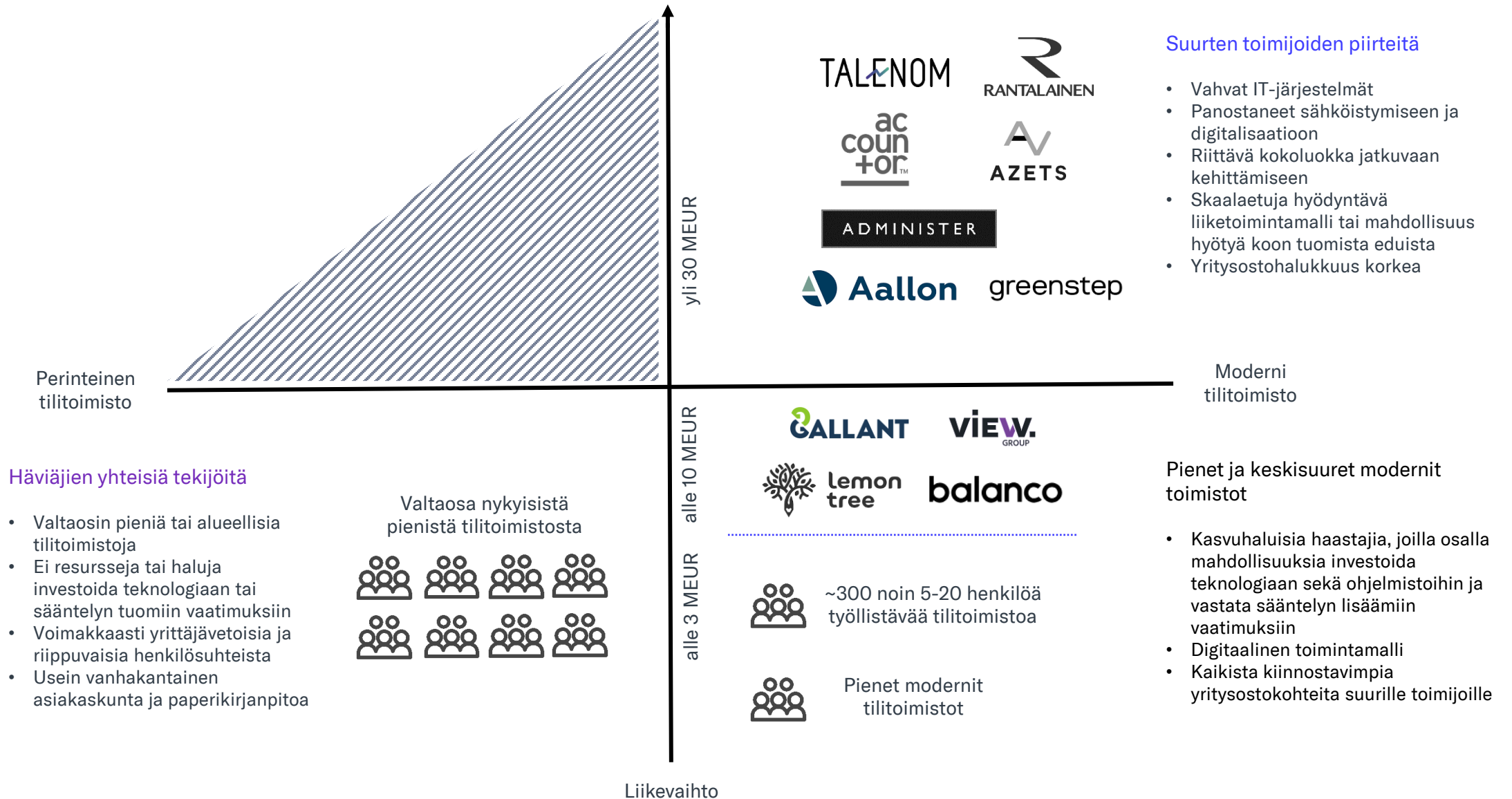
Kausivaihtelu tilinpäätösten ympärillä

Tilitoimistojen liiketoiminnassa on selkeää kausivaihtelua. Tilinpäätöksen valmistelu ja päättäminen luovat kysyntään säännöllisen piikin joului- ja maaliskuulle. Tämä korostaa erityisesti ensimmäisen kvartaalin osuutta laskutuksessa sekä kannattavuudessa. Tämä heijastuu myös Talenomin liikevaihdon ja tuloksen muodostumiseen, jotka painottuvat tyypillisesti enemmän H1:lle.

Tilitoimistoala tiivistettynä

- Tilitoimistoala kasvaa arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä maltillista vuosivauhtia, missä merkittävien epävarmuustekijä on tekoälyn mahdolliset vaikutukset
- Valtaosa liikevaihdosta on jatkuvaa / toistuvaa
- Toimiala on edelleen hyvin fragmentoitunut
- Yksi defensiivisimpiä toimialoja Helsingin pörssissä, sillä kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille
- Kilpailu on rauhallista ja alueellista ja panostukset uusasiakashankintaan eivät ole erityisen aggressiivisia ja hintakilpailu on yleensä suhteellisen maltillista
- Asiakassuhteet ovat normaalisti erittäin pitkiä ja asiakaspoistuma johtuu usein yritysostosta tai konkurssista
- Defensiivisyyden, kasvun ja terveen kannattavuuden ansiosta vahva markkinaposition toimialalla on arvokas
- Konsultointipalveluiden rooli tulee näkemyksemme mukaan nousemaan tulevina vuosina, kun kirjanpidon rutiinitehtäviä automatisoidaan
- Yritysten taloushallinnon ulkoistusten yleistymisen tilitoimistoille tarjoaa toimialalle potentiaalisen kasvuajurin
- Arviomme mukaan skaalaetujen merkitys tulee korostumaan tulevaisuudessa entisestään automatisaation edetessä, mitä tekoäly kehitys kiihdyttää
- Arviomme mukaan toimialan arvo tulee keskittymään suurille yhtiöille, vaikka toimialan yhtiömäärä voi pysyä korkeana

Tilitoimistojen kilpailukenttä Suomessa

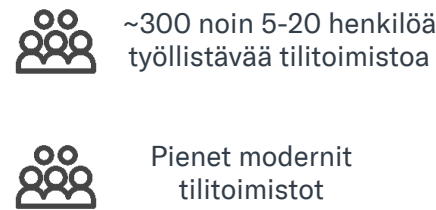


Suurten toimijoiden piirteitä

- Vahvat IT-järjestelmät
- Panostaneet sähköistymiseen ja digitalisaatioon
- Riittävä kokoluokka jatkuvaan kehittämiseen
- Skaalaetuja hyödyntävä liiketoimintamalli tai mahdollisuus hyötyä koon tuomista eduista
- Yritystostohalukkuus korkea

Häviäjien yhteisiä tekijöitä

- Valtaosin pieniä tai alueellisia tilitoimistoja
- Ei resursseja tai haluja investoida teknologiaan tai sääntelyn tuomiin vaatimuksiin
- Voimakkaasti yrittäjävetoisia ja riippuvaisia henkilösuhteista
- Usein vanhakantainen asiakaskunta ja paperikirjanpitoa



Toimiala 4/5

Tekoälymurros sisältää mahdollisuuksia ja uhkia

Tekoäly tai automaatio lähtökohtaisesti siirtää arvoa ohjelmistoihin, koska ohjelmisto skaalautuu lähes nollarajakustannuksella. Toisaalta tekoäly tekee ydinkirjanpidosta yhä enemmän kommoditeetin ja ohjelmistot samankaltaistuvat (konvergensi). Näin ollen erottautuminen ja arvo siirtyvät takaisin palveluun, luottamukseen, neuvontaan ja vastuuseen, jossa ihmisen, datan ja asiakassuhteen yhdistelmä ratkaisee. Pelkkä ohjelmisto ilman palvelua ei ainakaan toistaiseksi riitä; toisaalta palvelu ilman huipputeknologiaa ei skaalaa.

Tekoälyn kehittyessä myös ohjelmistokenttä tulee arviomme mukaan käymään läpi murroksen. Perinteinen ”kirjanpito-ohjelmisto” voi muuttua AI-natiiviksi alustaksi, ja agentit voivat ylittää yksittäisen ohjelmiston rajat. Tällöin datan ja integraatioiden hallinta nousee arvokkaammaksi kuin käyttöliittymä, ja ohjelmistoriippumattomuus korostuu. Easor-eriytyksen jälkeen Talenom voi rakentaa parhaan AI-kerroksen minkä tahansa ydinjärjestelmän päälle (esimerkiksi Ruotsissa Fortnox) ja keskittää arvon palveluun ja dataan. Näkemysmme mukaan arvo ei lähtökohtaisesti valu suoraan palveluyhtiöltä pois, jos se omistaa asiakassuhteen, datan tulkinnan ja vastuun. Voittaja yhdistää huipputeknologian ja luotettavan palvelun.

Samalla tekoäly luo myös mahdollisuuksia tilitoimistoille, koska datan arvo nousee. Esimerkiksi Talenomilla on kymmenientuhansien pk-yritysten kirjanpito-, palkka- ja talousdata kolmessa maassa. Tämä on tekoälylle erinomainen raaka-aine: vertailudata (benchmarking), ennakoiva neuvonta, poikkeamien ja petosten tunnistus, kassaennusteet, vero- ja investointisuunnittelu sekä toimialavertailut. Dataa täytyy kuitenkin hyödyntää tietoturvallisesti ja luottamusta vaalien.

Tietoturvaluolien lisäksi tekoälyyn ja sen hyödyntämiseen liittyy paljon avoimia kysymyksiä, joihin liittyvät vastaukset asemoivat yhtiöitä eri tavalla.

Hinnoittelumallin murros: kun työ automatisoituu, tuntipohjainen hinnoittelu tulee lopulta murenemaan ja arvopohjainen/kiinteä hinnoittelu sekä volyymivetoinen ohjelmistolaskutus korostuvat. Talenom on asemoitunut pääosin kiinteähintaisilla sopimuksilla, mikä mahdollistaa paremmin tehokkuushyötyjen saamisen osin itselle.

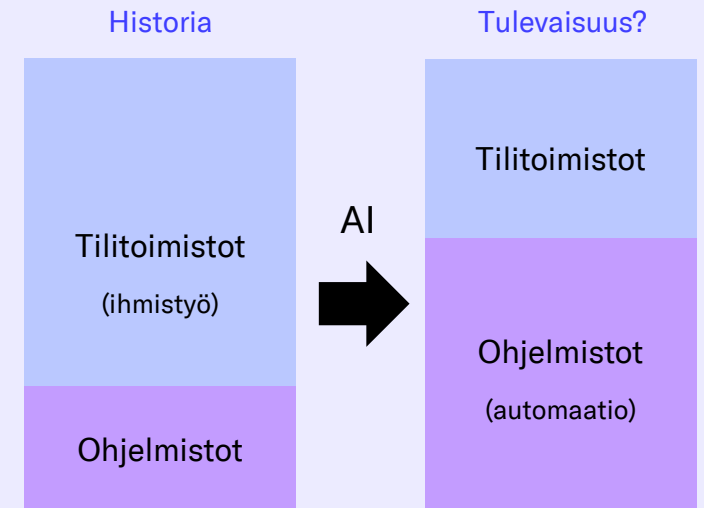
Vastuu ja sääntely: auditoitavuus, selitettävyys ja sääntely (esim. EU:n AI Act) suosivat tekoälyssä hybridimallia eli ihmisvalvontaa ja palveluyhtiötä, joka kantaa vastuun. Tekoälyagentti ei tule ottamaan vastuuta virheistä, joten vastuunkantaja kuten Talenom tarvitaan myös jatkossa. Samalla AI-virheet voivat olla luottamus- ja maineriski, jolloin vahva prosessikontrolli voi olla merkittävä tekijä.

Kilpailun dynamiikka: tekoäly madaltaa alalle tulon kynnystä (AI-natiivit haastajat), mutta nostaa rimaa luottamuksessa, vastuussa ja datassa. Mittakaava, data ja brändi suojaavat vakiintuneita toimijoita, mutta paineita tuottavuuden nostolle ja hintakilpailulle tulee myös heille.

Muutosjohtaminen ja työvoima: osaamisen ja henkilöstön uudistaminen on merkittävä mahdollistaja sekä potentiaalinen ongelma. Parhaimmillaan AI parantaa työntekijäkokemusta poistamalla puuduttavaa työtä, mutta se voidaan nähdä myös merkittävänä uhkana. Näemme Talenom Academyn tässä vahvuutena, mutta silti edessä on merkittävä muutosjohtamisen haaste.

Datan laatu ja integraatiot: AI on aina korkeintaan yhtä hyvä kuin sen hyödyntämä data, mitä kautta integraatiot pankkeihin, viranomaisiin ja ydinjärjestelmiin (kuten Easor / Fortnox / Visma) sekä datan standardointi ovat kriittisiä.

Tilitoimistojen uhkakuva ja mahdollisuudet



- Arvonluonti siirtyy rutiini-ihmistyöstä automaatioon → tunti-laskutus rapautuu.
- Ohjelmistoyhtiöiden rakenteellinen etu: lähes nollamarginaalinen skaalautuvuus vs. palveluyhtiöiden 30–50 % kate ja rekrytointiin sidottu kasvu.
- Vastapaino: juridinen vastuu, verotulkinta ja viranomaisrajapinta edellyttävät akkreditoitua ihmistä.
- Kyse ”katteen” jakautumisesta, ei toimialan häviämisestä.

Keskeiset mahdollisuudet

- Siirtymä compliance-tuottajasta arvopohjaisesti hinnoiteltuun neuvonantajaan (CFO-as-a-service, ennustaminen, vero- ja rahoitusstrukturoidi).
- Tekoälyn omaksuminen tuotantovälineenä → asiakasvolyyymi ja kate kasvavat.
- Vertikaalisen erikoisosaamisen rakentaminen.
- Hybridikumppanuus ohjelmistoalustojen kanssa; asemoituminen softan ja asiakkaan väliin tulkitsijaksi.

Toimiala 5/5

Ruotsin markkina

Ruotsin tilitoimistomarkkina on kokoluokaltaan noin kaksinkertainen Suomeen verrattuna ja kehitty isossa kuvassa samaa vauhtia. Talenom osuus on pyöreästi 1 %, mutta yhtiö kuuluu kuitenkin toimialan 10 suurimman yhtiön joukkoon. Ammattimaisia tilitoimistoja on arviolta noin 7000, joten markkina on fragmentoitunut kuten Suomessa. Merkittävä osa liiketoiminnasta tehdään tilintarkastustoiminnan yhteydessä (ns. kombi-byrå). Suuria puhtaita tilitoimistoja on vähän, mutta Ruotsissa on useita suuria, ammattimaisesti johdettuja toimijoita yli miljardin kruunun (yli 90 M€) kokoluokassa sekä pääoma- ja kansainvälisesti omistettuja konsolidoijia. Tämä tarkoittaa, että Talenom kilpailee Ruotsissa vahvoja vakiintuneita ja hyvin rahoitettuja toimijoita vastaan. Kentällä on myös automaatioon ja ohjelmistoon nojaavia haastajia (mm. Kleer/PE Accounting ja Wint), jotka kilpailevat digitaalisella tehokkuudella. Yleisesti Ruotsin digitalisaation kypsyys on hieman Suomea jäljessä, mutta selvästi Espanjaa edellä.

Markkinan rakenne olisi ohjelmistoriippumattomalle Talenomille lähtökohtaisesti suotuisa. Sen sijaan vanhalle Easorin ohjelmistoihin nojanneelle Talenomille Ruotsi oli erittäin vaikea markkina, koska Fortnox dominoi käytännössä maan ohjelmistomarkkinaa eivätkä asiakkaat olleet halukkaita siirtymään siitä pois. Tätä kautta ”pakotettu” siirtyä Easoriin aiheutti voimakasta poistumaa. Talenom liikevaihto per kirjanpitäjä on Ruotsissa dramaattisesti alhaisempi kuin Suomessa (katso graafi vieressä), vaikka toimialan yleinen hintataso on käsityksemme mukaan Ruotsissa lähellä Suomea. Tämä kertoo pääasiassa siitä, miten suuri ero Talenom omassa tehokkuudessa ja tuottavuudessa on maiden välillä.

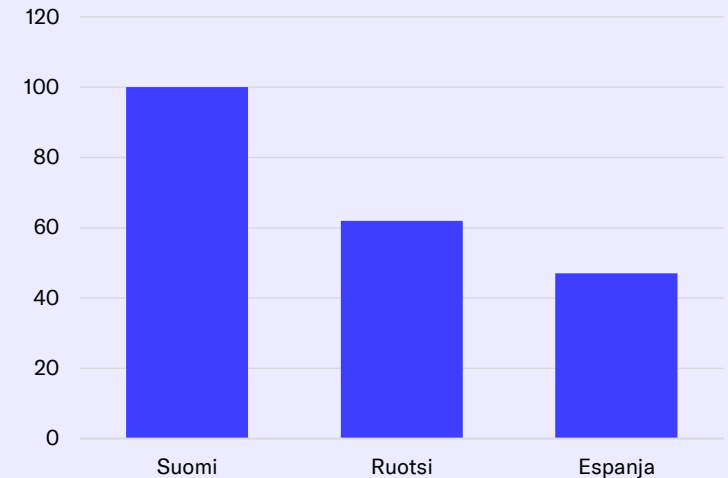
Espanja on valtava ja digitalisoituva markkina

Espanjan tilitoimistomarkkina on noin kymmenkertainen Suomeen verrattuna, ja maassa on yli 65 000 tilitoimistoa sekä noin kolme miljoonaa yritystä. Espanjan markkinan koko on noin 12 mrd. euroa, josta Talenom osuus marginaalinen (~0,1 %), ja markkina kasvaa tervettä vauhtia. Minimaalisesta markkinaosuudestaan huolimatta Talenom on 10. suurimman tilitoimiston joukossa myös Espanjassa. Suurin osa maan toimijoista on pieniä paikallisia asesoría/gestoría-toimistoja. Suuria toimijoita on vähän, mutta erityisesti paikallisesti vahvoja toimijoita löytyy.

Digitalisaatio on Espanjassa yli vuosikymmenen Suomea ja Ruotsia jäljessä ja paperitositteet edelleen arkipäivää, mutta sähköistymistä ajavat mm. verottajan uudet verkkolaskuvaatimukset. Talenom on käynyt jo läpi digitalisaation eri askeleet Suomessa edellisinä vuosikymmeninä. Markkinadynamiikka on mielestämme Talenomille suotuisa: ala on voimakkaasti sirpaloitunut, suuria toimijoita on vähän, toimialan keskimääräinen kannattavuus on hyvä ja aktiivinen uusasiakashankinta erittäin vähäistä.

Toimialan hintataso on merkittävästi Suomea alhaisempi, mutta tämä näkyy kuitenkin myös palkoissa. Myös tuottavuus on edelleen alhaista (kehittymätön digitalisaatio ja ohjelmistot), mitä kautta Talenom liikevaihto per kirjanpitäjä on erittäin alhainen. ONE Talenom-toimintamallin ja ohjelmistojen kautta potentiaalinen tuottavuusloikka on mielestämme realistinen, minkä lisäksi kilpailu on Pohjoismaihin verrattuna epäkypsää. Pullonkaulana on toteutus ja markkinan kehittyminen, mitä kautta Espanja on mielestämme Talenomille pitkän aikavälin ison mittakaavan mahdollisuus.

Liikevaihto per kirjanpitäjä (Suomi = 100)



Ruotsi & Espanja – markkinanostot

RUOTSI

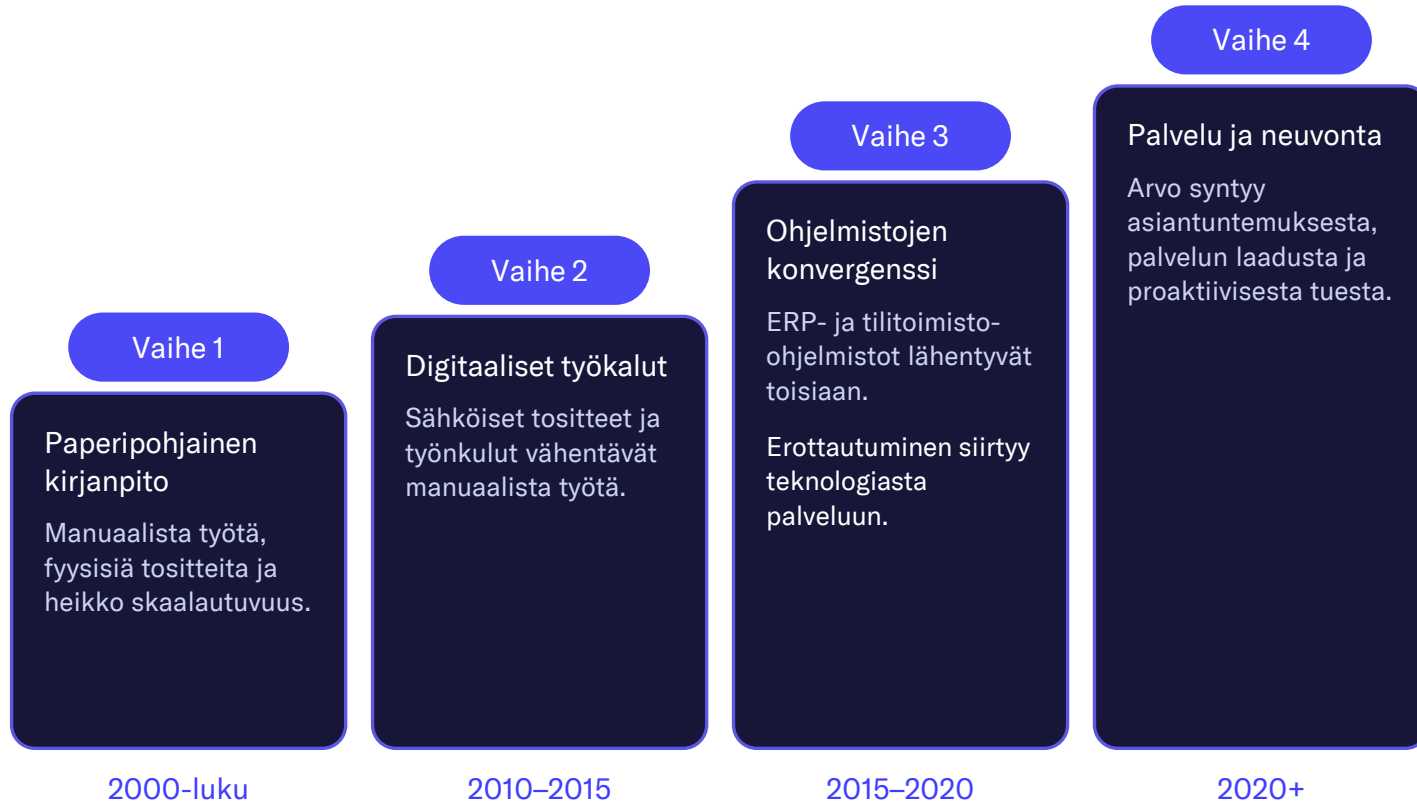
- Markkina ~2x Suomi; ~7 000 toimistoa, pirstaleinen
- Talenom 10 suurimman toimijan joukossa
- Fortnox dominoi ohjelmistoja → Easor-pakotus aiheutti poistumaa

ESPANJA

- Markkina ~10x Suomi (~12 mrd. €); >65 000 toimistoa
- Talenom jo ~10 suurimman joukossa (osuus ~0,1 %)
- Matala digitalisaatio + e-laskupakko tulossa

E-laskusääntelyn pitäisi edistää digitaalisuudetta lähivuosina

Toimialan kehitys ja maakohtainen aseointi



Talenomin tekemä havainnollistava aikajana – Suomi referenssimarkkinana

Talenomin aseointi maittain



Suomi – kehittynyt markkina

- Digitalisaation edelläkävijä
- Toimialatiimit ja vahva palvelufokus
- Arvonluonti neuvonnan ja asiakasvaikutuksen kautta



Ruotsi – murrosvaihe

- Markkina hieman Suomea jäljessä digitalisaatiossa
- Painopiste digitalisaation kiihdyttämisessä
- Palvelun kehitys ja standardointi käynnissä



Espanja – varhaisen vaiheen markkina

- Markkina selvästi Pohjoismaita jäljessä
- Painopiste digitaalisessa perustassa ja prosessiautomaatiossa
- Skaalautuvan toimintamallin rakentaminen vaihe vaiheelta

Strategia 1/3

ONE Talenom

Talenomin strategia pohjautuu pitkälti ONE Talenom -toimintamalliin. Se on yhtiön tapa johtaa, palvella ja kasvaa: yhteen koottu kokonaisuus johtamismalleja, prosesseja, digitalisaation ja automaation hyödyntämistä sekä asiakaskokemuksen rakentamista, jota sovelletaan samalla tavalla kaikissa maissa ja kaikissa tiimeissä. Yhtiön mukaan kymmenien vuosien aikana Suomessa kehitetyt parhaat käytännöt on tuotteistettu monistettavaksi malliksi, joka tuottaa johdonmukaista ja tehokasta palvelua maasta ja ohjelmistosta riippumatta.

Valtaosa toimialan yrityksistä on joko (a) perinteisiä tilitoimistoja, joissa toimipaikoilla on vahva itsenäisyys ja vähän standardointia tai digitalisaatiota, tai (b) ohjelmistotaloja, jotka myyvät työkalun mutta eivät palvelua. ONE Talenom pyrkii asettumaan näiden väliin ja yhdistää molempia: standardoidun, pitkälle automatisoidun palvelutuotannon teollisen mittakaavan tehokkuudella, mutta paikallisesti ja henkilökohtaisesti toimitettuna. Kun kirjanpito-ohjelmistot ovat teknisesti samankaltaistuneet (ERP- ja tilitoimisto-ohjelmistojen konvergensi), kilpailu siirtyy teknologiasta palvelun laatuun.

Easorin eriytyminen muuttaa kokonaisuutta ja terävöittää palvelumallia. Talenom ei ole enää sidottu yhteen ohjelmistoon, vaan käyttää kulloinkin parhaita ratkaisuja. Tämä laajentaa kohdemarkkinia saman markkinan sisällä. Talenom voi nyt palvella myös asiakkaita, jotka eivät halua vaihtaa ydinjärjestelmäänsä, sekä suurempia ja monimutkaisempia yrityksiä, joilla on laajemmat ohjelmistovaatimukset. ONE Talenom mahdollistaa yhdenmukaisen palvelun ohjelmistoympäristöstä riippumatta. On kuitenkin epäselvää, miten korkealle

Talenomin vahvuus eli tuottavuus pystytään saamaan ohjelmistoilla, jotka eivät ole niin tuttuja ja joiden päälle ei ole luotu niin paljoa robotiikkaa (säätöjä).

Teknologia, tekoäly, toimiala ja Talenom

Teknologia on osa ONE Talenom -mallin ydintä: digitalisaatio ja automaatio ovat osa tapaa, jolla yhtiö johtaa, palvelee ja tuottaa. Talenomilla on oma kehitys- ja teknologiaorganisaatio ja yhtiöllä on pitkä kokemus prosessien ja automaation rakentamisesta. Talenom säilyttää vahvan teknologisen kyvykkyyden, jonka painopiste siirtyy oman ydinohjelmiston rakentamisesta palvelutuotannon ja asiakasarvon kehittämiseen parhailla saatavilla olevilla työkaluilla.

Talenomin tavoitteena on olla digitaalinen edelläkävijä ja vapauttaa teknologialla mahdollisimman paljon aikaa arvoa luovaan työhön. Yhtiö hyödyntää tekoälyä jo nyt ainakin kolmella alueella: (1) rutiini- ja manuaalisen työn vähentäminen ydinprosesseissa, (2) nopeampi ja tehokkaampi tiedonhaku sekä (3) parempi analyysi ja laadukkaampi valmistautuminen asiakaskohtaisiin.

Talenom näkee tekoälyn keskeisenä mahdollistajana korkeammalle asiakasarvolle ja paremmalle asiakaskokemukselle, pyrkii hyödyntämään parhaita teknologioita ja uskoo AI:n ajan myötä vahvistavan palveluliiketoiminnan suorituskykyä ja skaalautuvuutta.

Tilitoimistotoimiala ja kirjanpitäjän työ on murroksessa. Rutiinikirjaus vähenee ja painopiste siirtyy neuvontaan, tulkintaan, poikkeusten käsittelyyn, asiakassuhteeseen sekä vastuuseen ja varmennukseen. Kirjanpitäjästä tulee yhä enemmän neuvonantaja, mikä on ollut osa Talenomin strategiaa jo vuosia.

Yhtenäiset elementit kaikissa maissa ja tiimeissä – ohjelmistosta riippumatta

- Yhtenäiset johtamismallit
- Vakioidut prosessit ja parhaat käytännöt
- Digitalisaatio ja automaatio
- Systemaattinen asiakaskokemus

ONE Talenom
Yhtenäinen toimintamalli
Suomi · Ruotsi · Espanja

Tavoitellut vaikutukset

- Korkeampi tuottavuus ja kannattavuus
- Parempi asiakaskokemus
- Parempi työntekijäkokemus

Strategia 2/3

Samalla tuottavuus kirjanpitäjää kohti nousee: AI ja ONE Talenom nostavat tuottavuutta erityisesti siellä, missä lähtötaso on matalin (Ruotsi ja Espanja). Samalla osaamisvaatimukset muuttuvat, kun datan luku, AI-työkalujen ohjaaminen ja liiketoimintaymmärrys korostuvat. Tämä on linjassa Talenomin tavoitteen kanssa kasvattaa neuvonnan ja lisäarvopalvelujen osuutta liikevaihdosta.

Koska tekoäly, robotiikka ja automaatio yleisesti menevät usein käsitteinä sekaisin, olemme lisänneet Strategia-kappaleen loppuun lyhyen informaatiopakettin peruskäsitteistä toimialan kontekstissa.

Yritysostrategia: integrointi ja toimintatapojen muutos

Talenom on oppinut historiallisista virheistään ja päivittänyt yritysostostrategiaansa. Uuden Talenomin strategian ydin on, että ostettu yritys integroidaan täysin Talenomiin ja sen toimintatavat muutetaan ONE Talenom -malliin. Talenom ei osta liikevaihtoa vaan kumppaneita, jotka haluavat tulla osaksi Talenomia ja uskovat yhtiön toimintamalliin. Lähestymistapa on hyvin valikoiva ja perustuu jaettuun visioon, ei volyyymiin.

Ruotsissa (toiminta alkoi 2019, kasvu pääosin yritysostoin) tehtiin tuhoisa mutta opettavainen virhe. Ostetut yhtiöt annettiin aluksi toimia itsenäisesti, ja toimintatapojen yhtenäistäminen ONE Talenom -malliin tehtiin vasta myöhemmin – ja vieläpä kertarysäyksellä. Erityisen tuhoisaa oli omien ohjelmistojen vaihdon ”pakottaminen” korvaamaan suosittua Fortnoxia. Kun itsenäisesti toimineille yksiköille tuotiin yhdellä kertaa uusi järjestelmä ja uudet toimintatavat, seurauksena oli merkittäviä haasteita integraatiossa sekä asiakas- ja henkilöstöpidossa. Talenom on oppinut Ruotsin virheistä. Ensinnäkin integraatio aloitetaan heti ostosta, ei vuosien viiveellä, minkä lisäksi

odotukset ja ONE Talenom -mallin sisältö tehdään läpinäkyväksi jo ostoprosessissa. Toiseksi ohjelmistoa ei pakoteta. Easor-eriytyksen jälkeen Talenom on ohjelmistoriippumaton ja käyttää parhaita ratkaisuja asiakkaan näkökulmasta, mikä poistaa juuri sen kitkatekijän, joka Ruotsissa osoittautui erityisen tuhoisaksi. Henkilöstökokemus on tunnistettu asiakaspidon tärkeimmäksi ajuriksi, ja kehitys on jo nähtävillä. Yhtiön johdon mukaan Ruotsin tuoreimmat henkilöstökokemuskäytännöt (eNPS) ylittivät jo Suomen tulokset.

Orgaanista kasvua haetaan edelleen aktiivisesti

Talenom pyrkii luonnollisesti kasvamaan myös orgaanisesti, mikä on lähtökohtaisesti ainoa kasvutapa Suomessa ja Ruotsissa yritysostojen kohdistuessa Espanjaan. Yhtiöllä on mielestämme orgaanisesta kasvusta poikkeuksellisen vahvat näytöt Suomesta ja edellytykset myös ulkomailla (tällä hetkellä erityisesti Espanja). Yhtiö on aina ollut hyvin myynti- ja markkinointivetoinen suhteessa toimialaan yleisesti. Yhtiö tavoittelee aktiivisesti kasvua digitaalisen markkinoinnin, järjestelmällisen myyntityön ja vahvan paikallisen läsnäolon kautta. Nyt ohjelmistoriippumattomalle Talenomille avautuu myös uusia potentiaalisia asiakkuuksia, koska joihinkin asiakasryhmiin Easor -ohjelmisto ei ole soveltunut tai ollut haluttu. Potentiaalinen markkina on siis kasvanut, mutta myynnin kulmaa täytyy kuitenkin muokata teknologiasta palveluun, mikä voi vaatia aikaa. Lisäksi yhtiön visiona on olla alan suosituin kumppani, mitä kautta yhtiö hakee kasvua myös suosituksien kautta. Talenom pyrkii myös aktiivisesti kasvattamaan jo olemassa olevia asiakassuhteita tarjoamalla laajempia palvelupaketteja, neuvontapalveluita, HR-palveluita ja muita lisäarvoa tuottavia ratkaisuja. Tyytyväisille asiakkaille on ainakin teoriassa helppo myydä lisää, jos tarpeita on.

Yritysostrategian kulmakivet

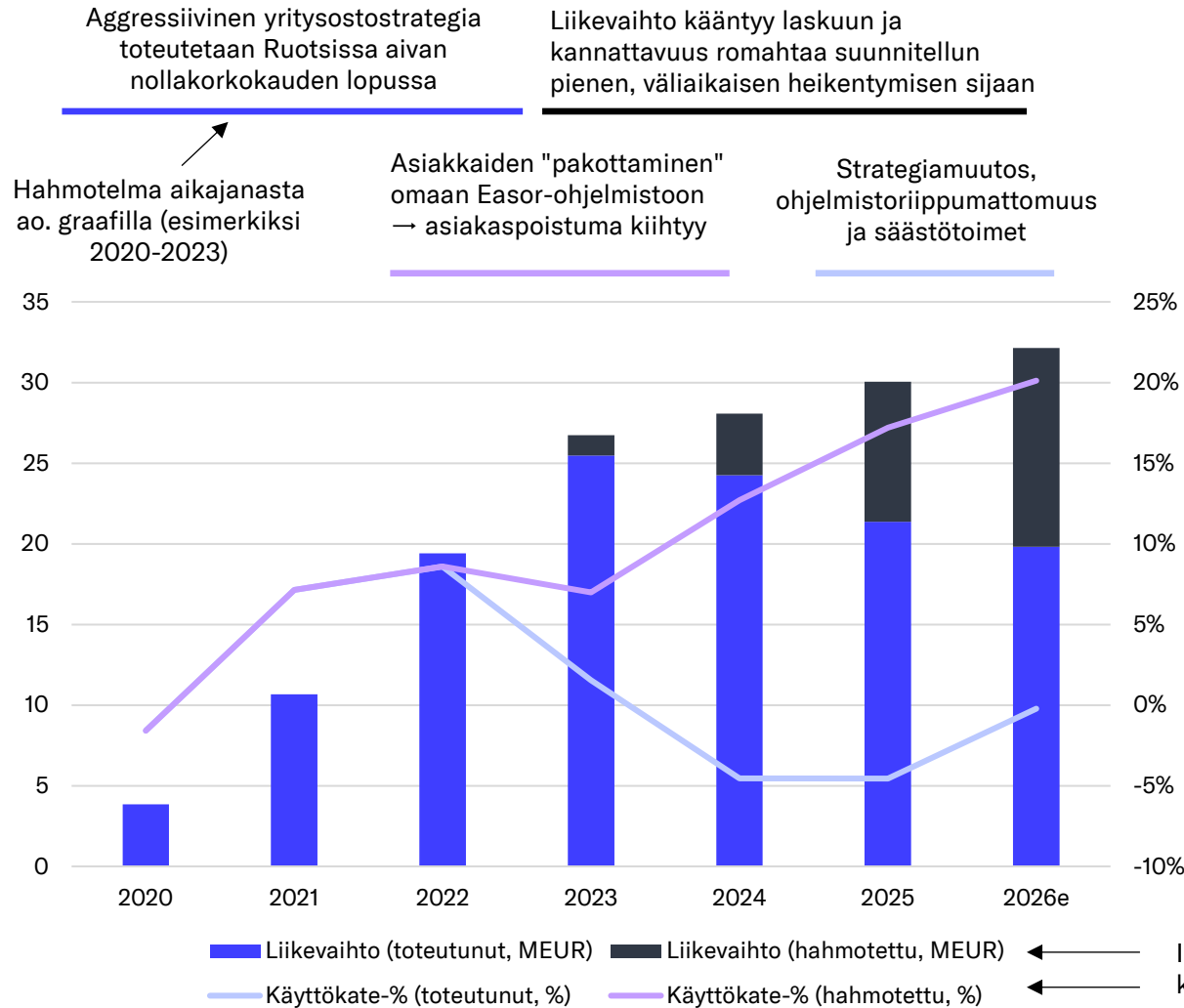
- 1. Täysi integraatio:** ostetaan vain yrityksiä, jotka haluavat liittyä kokonaan osaksi Talenomia ja ONE Talenom -mallia.
- 2. Valikoivuus ja jaettu visio:** strategia ja odotukset käydään läpi avoimesti jo ostoprosessissa; eteenpäin vain, kun näkemys tulevasta on vahvasti yhteinen.
- 3. Kasvuhakuiset yritykset:** kohteilla on selkeä kasvuasenne ja halu kehittyä osana Talenomia.
- 4. Paikallisen läsnäolon vahvistaminen:** ostot tukevat strategiaa olla yhtä aikaa suuri ja aidosti paikallinen.
- 5. Ei volyymiostoja:** vain oikeat kumppanit, jotka luovat merkittävää pitkän aikavälin arvoa.

Uudet orgaanisen kasvun mahdollisuudet

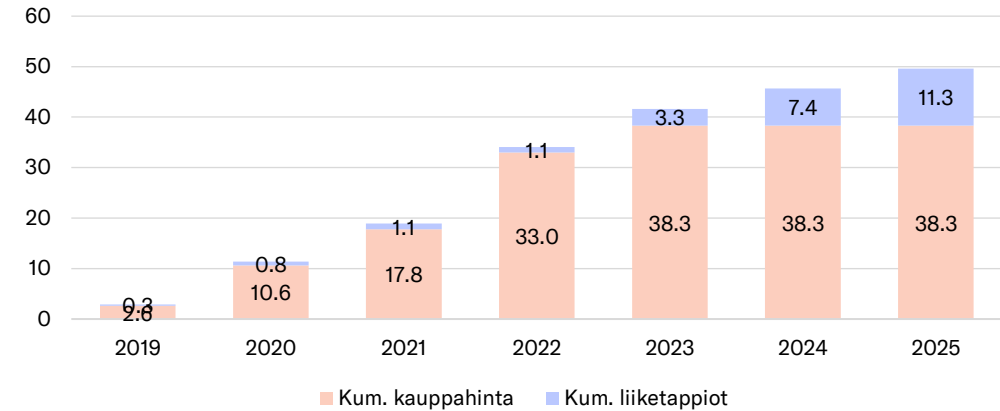


Ruotsin (yritysosto)strategian epäonnistuminen

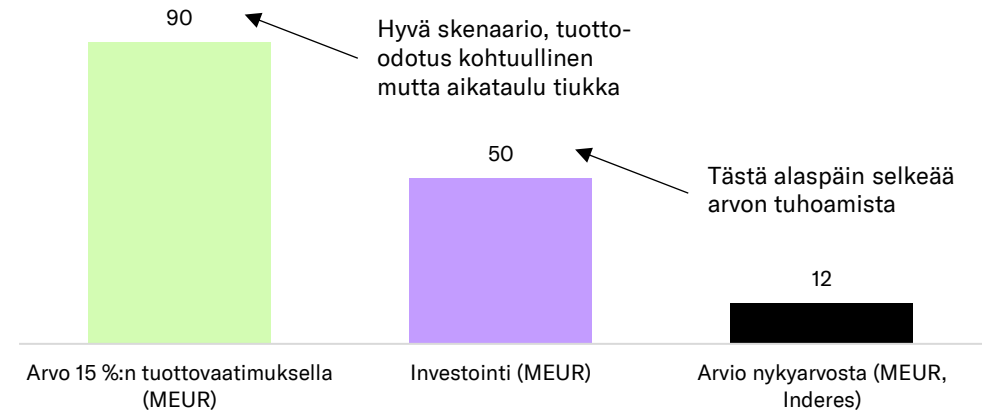
Ruotsin toteuma ja hahmoteltu poikkeama suunnitelmasta



Ruotsi: sidottu pääoma (MEUR)



Ruotsin arvon kehitys



Inderesin hahmotelmia perustuen aiempaan Talenomien kommunikaatioon ja tuottovaatimukseen

Strategiset painopistealueet eri maissa



Suomi

NYKYTILANNE

- Vahva markkina-asema ja toimiva uusasiakashankinnan organisaatio.

STRATEGISET PAINOPISTEET

- Paikallisen jalansijan vahvistaminen aitona paikallisena kumppanina.
- Kasvu yhteistyössä kumppaneiden ja johtavien ohjelmistotoimittajien kanssa.
- Lisäarvopalvelut ja asiakaskokemus – konsultoinnin osuuden kasvattaminen kasvumoottoriksi.

NÄKYMÄT

- Kannattavuus on jo erittäin korkealla tasolla; painopiste kasvun kiihdyttämisessä.

Asema: johtavien toimijoiden joukossa ja kannattavuus huipputasolla



Ruotsi

NYKYTILANNE

- Toiminta käynnistyi 2019; kokoluokka haettu aggressiivisin yritysostoin.

STRATEGISET PAINOPISTEET

- ONE Talenom -konseptin määrätietoinen toteutus päivittäisessä tekemisessä.
- Asiakaskeskeisyys: syvä ymmärrys asiakastarpeista – palvelut ja ohjelmistot sopeutuvat.
- Panostus työntekijäkokemukseen ja henkilöstön pysyvyyteen.

NÄKYMÄT

- Talenomin markkinaosuus yhä pieni; palvelupainotteinen strategia tähtää pitkän aikavälin kasvuun (vakauttamisen jälkeen).
- Kannattavuuden odotetaan paranevan liikevaihtopohjan vakiintuessa.

Käännevaihe: ohjelmistoriippumattomalla strategialla haetaan käännettä



Espanja

NYKYTILANNE

- Toiminta käynnistyi 2021; kasvu syntynyt pääosin yritysostoin, mutta myös orgaanisesti.

STRATEGISET PAINOPISTEET

- ONE Talenom -toimintamallin ja -prosessien käyttöönotto operatiivisen kehityksen ajurina.
- Orgaanisen kasvun ja kaupallisen organisaation vahvistaminen; onnistunut uusasiakashankinta.
- Laadukkaat, strategian mukaiset yritysostot.

NÄKYMÄT

- Huomattava kasvupotentiaali; suuri markkina mahdollistaa kasvun orgaanisesti ja yritysostoin.
- Kannattavuuden odotetaan paranevan ONE Talenom -konseptin myötä; digitalisaation alkuvaihe tuo myös lisäpotentiaalia tuottavuudessa.

Kasvukärki: yritysostoja sekä orgaanista kasvua, digitalisaatiokehityksestä tuottavuusloikka

Strategia 3/3

Kilpailuedun määrittely

Talenomin kilpailuetu määriteltiin aiemmin vahvasti teknologiseen osaamiseen, mikä liitettiin vahvasti omaan ohjelmistoon ja Easoriin. Tämä oli yksinkertaistus, joka on eriyttämisen jälkeen osin ongelmallinen. Talenomin Suomen tehokkuus (tuottavuus ja kannattavuus) ovat edelleen yliverkaisia suhteessa toimialan yleiseen tasoon, mutta yhtiön kilpailuetu on vaikeasti kopioitava yhdistelmä standardoitua, digitaalista palvelutuotantoa (ONE Talenom) ja teollistettua asiakashankintakonetta. Ensimmäistä on hankala avata tyhjentävästi, mutta käytännössä kyseessä on ammattimaisesti johdettu ja tehokas palveluprosessi, joka on optimoitu hyvin. Tämä on mielestämme pääsyy siihen, että Talenomin tuottavuus / kirjanpitäjä on erinomaisella tasolla Suomessa, mikä johtaa edelleen erittäin vahvaan kannattavuuteen. Talenomin kannattavuus Suomessa on toimialan parhaita, vaikka yhtiöllä on merkittävä asiakaslaskutuksen kannalta tuottamaton konsernirakenne, suuri myyntiorganisaatio ja kohtuullisen kokoinen ohjelmistokehitystiimi. Tämä mielestämme todistaa, että jotain yhtiössä tehdään oikein.

Jälkimmäinen osa kilpailuetua on toimialalla poikkeuksellinen: Talenomilla on jokaisessa maassa oma myynti- ja markkinointiorganisaatio, mitä alalla ei tyypillisesti ole. Tätä täydentävät tiheä paikallinen konttoriverkosto sekä yli kymmenen toimialakohtaista asiantuntijatiimiä. Lopputulos on malli, joka pyrkii samalla tukemaan tuottavuutta (liikevaihto per kirjanpitäjä), asiakaskokemusta ja työntekijäkokemusta. Suomessa tämä on todistettu toimivaksi, mutta ulkomailta vastaavaa näyttöä yhtiöllä ei ole. Ruotsissa tilanne on historiallisien virheiden takia heikko ja Espanjassakin yhtiöllä on paljon todistettavaa.

Lisämateriaalia: Robotiikka vs. AI-agentit

Sääntöpohjainen automaatio (robotiikka, RPA) on deterministinen: se noudattaa ennalta määriteltyjä jos–niin-sääntöjä ja tekee saman asian aina samalla tavalla. Se on tarkka, ennustettava, auditoitava ja halpa toistaa, mutta ei jouta poikkeustilanteissa, vaatii rakenteellisen syötteen ja sen ylläpito on raskasta sääntöjen muuttuessa.

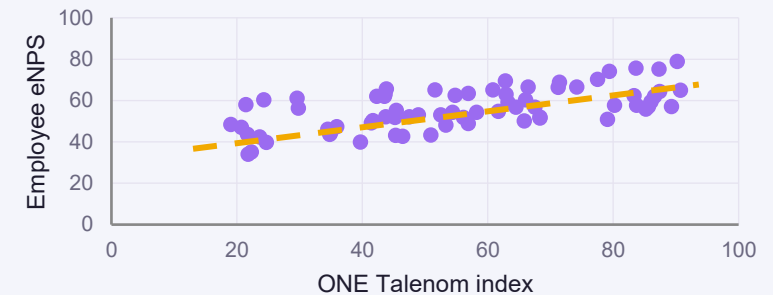
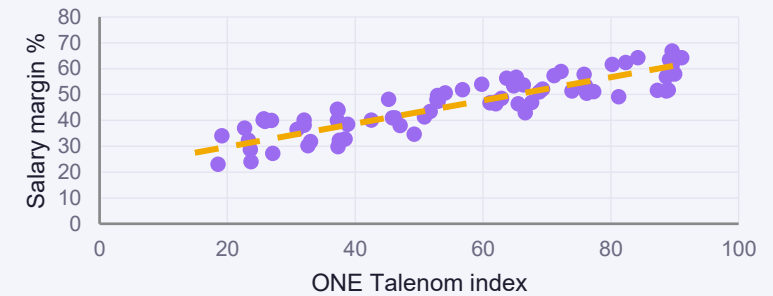
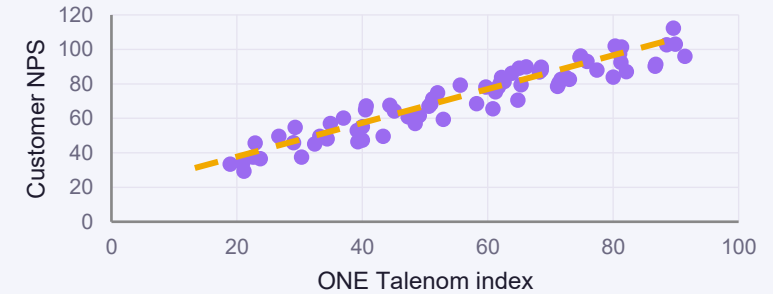
AI-agentit (kielimallipohjaiset) ovat probabilistisia: ne yleistävät, pääättelevät ja käsittelevät myös epästrukturoitua tietoa (PDF-laskut, sähköpostit, sopimukset, vapaateksti), voivat ketjuttaa työvaiheita ja kutsua työkaluja. Ne ovat joustavia ja vahvoja kielessä ja harkinnassa, mutta ei-deterministisiä: ne voivat tuottaa virheellistä tietoa ("hallusinoida"), niitä on vaikeampi auditoida ja ne vaativat kontrollit sekä ihmisen valvonnan.

Kumpi on nyt luotettavampi ja parempi tapa tehdä kirjanpitoa? Kirjanpidon ydin – tositteiden kirjaus, täsmäytykset, ALV, tilinpäätösrungot – vaatii käytännössä 100 %:n tarkkuutta ja auditoitavuutta. Tähän sääntöpohjainen, deterministinen automaatio on yhä luotettavampi ja parempi. AI-agentit puolestaan loistavat juuri siellä, missä säännöt eivät riitä: epästrukturoidun datan tulkinnassa (laskurivit, sopimukset), tiliöintiehdotuksissa, poikkeamien tunnistuksessa, tiedonhaussa ja asiakasviestinnän valmistelussa.

Paras malli nyt on hybridi: deterministinen, auditoitava ydin + AI-agentit reunoille (tulkinta, ehdotukset, vuorovaikutus) ihminen silmukassa (human-in-the-loop) ja vahvoihin kontrolleihin. Käytännössä AI ehdottaa ja nopeuttaa, säännöt ja ihminen varmistavat. Tämä yhdistää tarkkuuden ja joustavuuden – eikä vaaranna kirjanpidon vastuullisuutta ja jäljitettävyyttä.

ONE Talenom indeksi korreloi positiivisesti

- 1) asiakastyytyväisyyden,
- 2) kannattavuuden ja
- 3) henkilöstötyytyväisyyden kanssa.



Huomautus: graafit ovat illustratiivisia tai jäljiteltäviä eivätkä perustu oikeaan dataan, jota ei ole julkaistu.

Rahavirta ja taloudellinen tilanne 1/2

Kustannusrakenne

Talenomin kulurakenne on palveluyhtiölle tyypillinen ja painottuu vahvasti henkilöstökuluihin, joten kulurakenne on lyhyellä aikavälillä melko kiinteä. Henkilöstökulut olivat vuonna 2025 noin 65,9 % (2024: 68,6 %) liikevaihdosta, ja suhteellisen osuuden lasku kertoo tuottavuuden ja automaation etenemisestä. Toisin kuin monella verrokilla, Talenom aktivoi taseeseen osan teknologia- ja uusasiakashankinnan menoista, mikä siirtää kuluja tuloslaskelmassa henkilöstö- ja muista kuluista poistoihin.

Henkilöstökulut ovat näkemyksemme mukaan parhaiten skaalautuva erä, kun ONE Talenom ja automaatio tehostavat kirjanpitäjien työprosesseja. Muut kulut materiaalit ja palvelut mukaan lukien olivat vuonna 2025 noin 17,0 (2024: 14,9) MEUR eli 15,6 (2024: 14,1) % liikevaihdosta. Erä koostuu pääosin ohjelmistokuluista, alihankinnasta ja muista asiakkailta veloittavista kuluista. Easor-eriytyksen jälkeen Talenom ostaa ohjelmistonsa yhä useammin ulkoa (esim. Fennoa, Netvisor, Procountor), minkä vuoksi erän suhteellinen osuus todennäköisesti nousee tulevina vuosina - aiemmin kulu syntyi pitkälti aktivoituna omana kehitystyönä.

Talenomin erityispiirre verrokkeihin on poikkeuksellisen korkea poistotaso. Poistot olivat vuonna 2025 noin 14,4 (2024: 13,8) MEUR eli noin 13 % liikevaihdosta, mikä on selvästi enemmän kuin palvelualalla tyypillisesti. Tasoa nostavat IFRS 16 -vuokrapoistot (vuokra näkyy tuloslaskelmassa poistoina muiden kulujen sijaan) sekä erityisesti aktivoitujen uusasiakashankinnan menojen (IFRS 15) ja kehittämismenojen (IAS 38) poistot. Poistot eivät vaikuta kassavirtaan, jolloin raportoitu liikevoitto aliarvioi liiketoiminnan kykyä tuottaa rahavirtaa.

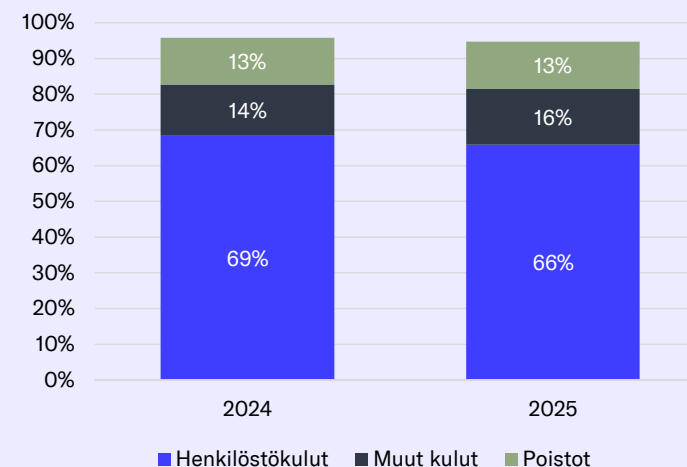
Uusi Talenom luo tervettä rahavirtaa

Uusi Talenom luo tervettä rahavirtaa, mikä johtuu poistojen ja investointien epäsuhdasta: jakautumisen jälkeen ohjelmistoinvestoinnit ovat vähäisiä (arvioimme mukaan noin 1,4 MEUR vuodessa), mutta poistomassa on yhä korkea. Arvioimme eron olevan suuruusluokaltaan noin 4 MEUR vuodessa, mikä vahvistaa rahavirtaa (suhteessa tulokseen). Tämä mahdollistaa yritysostot ja on mielestämme erittäin tärkeää myös arvostuskuvan kannalta. Rahavirtoihin liittyy kuitenkin epävarmuutta, koska uusi Talenom ei ole vielä raportoinut yhtään kassavirtalaskelmaa eikä myöskään pro forma -historiatietoja tähän liittyen. Mielestämme dynamiikan pitäisi kuitenkin olla selkeä, ja selkeän ”eron” yhtiön johto on myös vahvistanut.

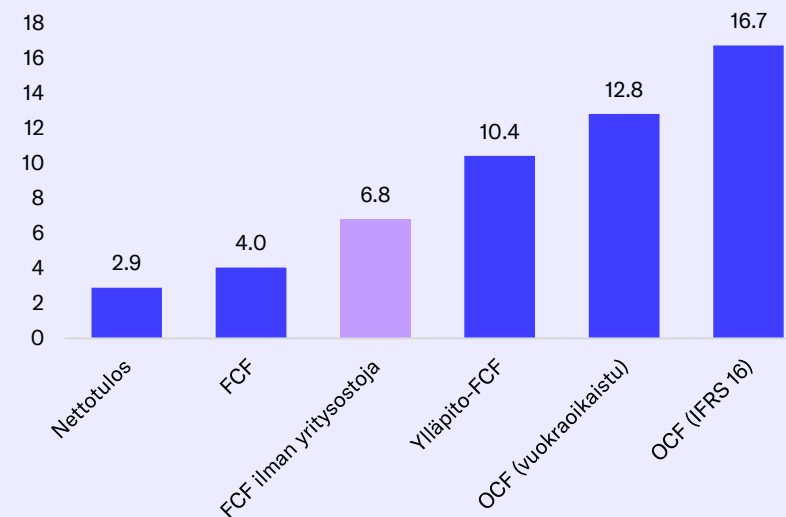
Rahavirtaa tukee myös se, että tilitoimistoliiketoiminta ei käytännössä sido käyttöpääomaa. Tämä tekee liiketoiminnasta hyvin pääomakevyttä, jos emme huomioi yritysostoja. Tästä toimialan perusluonteesta huolimatta Talenomin tase on tällä hetkellä raskas, mutta valtaosa tästä liittyy yritysostoihin ja historiallisiin aktivointeihin sekä teknologiakehityksessä että asiakassuhteissa. Nämä eivät kuitenkaan enää rasita oleellisesti rahavirtaa, vaan suhde on näkemyksemme mukaan kääntynyt toiseen suuntaan.

Talenomin suurimpia investointeja ovat jatkossa yritysostot, joita yhtiö tulee jatkamaan valikoidusti Espanjassa. Muut investoinnit ovat näkemyksemme mukaan rajallisia, kun pääomaintensiivinen ohjelmistokehitys siirtyi jakautumisessa Easorille. Tämä tekee Talenomin rahavirtaprofiilista aiempaa runsaamman ja suhteellisen ennustettavan, vaikka yritysostot tuovat vuosittaista vaihtelua investointeihin ja kasvattavat tasetta.

Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)



Kassavirran tasot: yritysostot & vuokra eroteltu (MEUR, 2025e)



Rahavirta ja taloudellinen tilanne 2/2

Tase ja rahoitusasema

Easor eriytettiin 28.2.2026, joten Q1'26-lopun tase kuvaa Talenomia ilman ohjelmistoliiketoimintaa. Jakautuminen ei keventänyt velkaisuutta: omavaraisuusaste oli 25,0 % ja nettovelkaantumisaste 209 % ovat korkeita myös vakaalle tilitoimistoliiketoiminnalle. Korollinen nettovelka oli 79,6 MEUR. Tase on siten edelleen vahvasti vivutettu, mikä selittyy historiallisella yritysostovetoisella kasvulla, heikentyneellä kannattavuudella ja korkeilla osingoilla. Velkaantuneisuus on korkea myös suhteessa tulostuottoon. Karkeasti rullaavalla noin 19 MEUR:n käyttökatteella nettovelan suhde käyttökatteeseen on noin 4x. Vahva, toistuvaislaskutteinen kassavirta ja hyvä kassakonservatio tukevat velanhoidokykyä, mutta kassavirta on silti suurelta osin sidottu velanhoitoon ja kasvuinvestointeihin. Mielestämme korkea velkaantuneisuus rajoittaa olennaisesti uusien suurten yritysostojen tekemistä ilman tulorahoituksen merkittävää vahvistumista.

Taseen suurin riskikeskittymä on liikearvo. Q1'26:n lopussa liikearvo oli 68,8 MEUR eli noin 45 % koko taseesta ja lähes 1,8-kertainen omaan pääomaan (38 MEUR) nähden. Liikearvo on kertynyt pääosin Ruotsin ja Espanjan yritysostoista, ja sen arvostus nojaa tulevaisuuden tuotto-odotuksiin. Mielestämme erityisesti Ruotsin liikearvoon liittyy alaskirjauriski, mikäli kannattavuuskäännöksi viivästyy. Koska oma pääoma on ohut, merkittävä alaskirjaus söisi suoraan suuren osan omasta pääomasta ja heikentäisi omavaraisuutta nopeasti. Taseen loppusumma oli noin 152 MEUR (vrt. 180,2 MEUR konsernina ennen jakautumista). Muut aineettomat hyödykkeet (aktivoidut kehittämismenot) olivat 21,1 MEUR, käyttöomaisuuserät (sis. (IFRS 16 -vuokrasopimusvelat) 12,8 MEUR, aktivoidut asiakassopimuksista aiheutuvat menot 11,5 MEUR ja likvidit

varat 7,5 MEUR. Kokonaisuudessaan taseessa on paljon aineetonta omaisuutta, mihin liittyy omat riskinsä.

Korkea velkavipu on keskeisin taseriski

Talenomilla on noin 75 MEUR korollista velkaa (pois lukien IFRS 16), ja nettovelka suhteessa käyttökatteeseen on korkea noin 4x tasolla. Korkea velkavipu yhdistettynä Ruotsin liikearvoon on yhtiön keskeisin taseriski ja kärjistää osakkeen arvovaihtelua. Defensiivisellä ja ennustettavalla toimialalla kohtuullinen velkavipu on mielestämme perusteltua, mutta nykyinen taso edellyttää velan asteittaista lyhentämistä rahavirralla. Vuosittaiset rahoituskulut ovat arviomme mukaan noin 3,0-3,5 MEUR.

Ongelmaa lieventää se, että velka on edelleen halpaa. Pankkilainojen korkomarginaali oli matala 3,3-3,5 % vuoden 2025 lopussa ja pääosa erääntyy vasta 30.9.2027, joten lyhyen aikavälin jälleerahoituspainetta ei ole. Lainaamme liittyy Danske Bankin kanssa ”tavanomaiset” kovenantit, jotka on sidottu omavaraisuusasteeseen sekä nettovelan ja käyttökateen suhteeseen; yhtiö täytti molemmat 31.12.2025. Jakautuminen kuitenkin nosti velkakerrointa: konsernin nettovelka/käyttökate oli vuoden 2025 lopussa noin 3x, mutta itsenäisellä Talenomilla jo noin 4x. Mahdollisesti tämän takia kovenanttiehdot neuvoteltiin jakautumisessa uudelleen. Tarkkoja rajoja ei ole julkistettu, mutta ~4x velkakerroin ja ~25 %:n omavaraisuus jättävät arviomme mukaan rajallisen liikkumavaran, jota kannattavuuden heikkeneminen tai liikearvon alaskirjaus kaventaisi edelleen. Halpa velka ja vuoden 2027 maturiteetti antavat aikaa, mutta korkea velkakerroin pitää taseen vahvistamisen lähivuosien agendalla. Mielestämme velkataakan keventäminen tukisi osakkeen hyväksyttävää arvostusta, mutta merkittävin asia on käänne Ruotsissa.

Ruotsin liikearvon alaskirjaus: ohut ja oheneva puskuri

Liikearvo (2025) **26,9 M€**

Puskuri = kerrytettävissä oleva – kirjanpitoarvo



Puskuri laski **-70 % vuodessa**

Testin oletukset 2025

- Diskonttokorko (WACC): 12,3 %
- Päätearvon kasvu: 1,7 %
- Liikevaihdon kasvu (4 v): +8,5 %/v
- Keskimääräinen EBITDA-%: 15,0 %

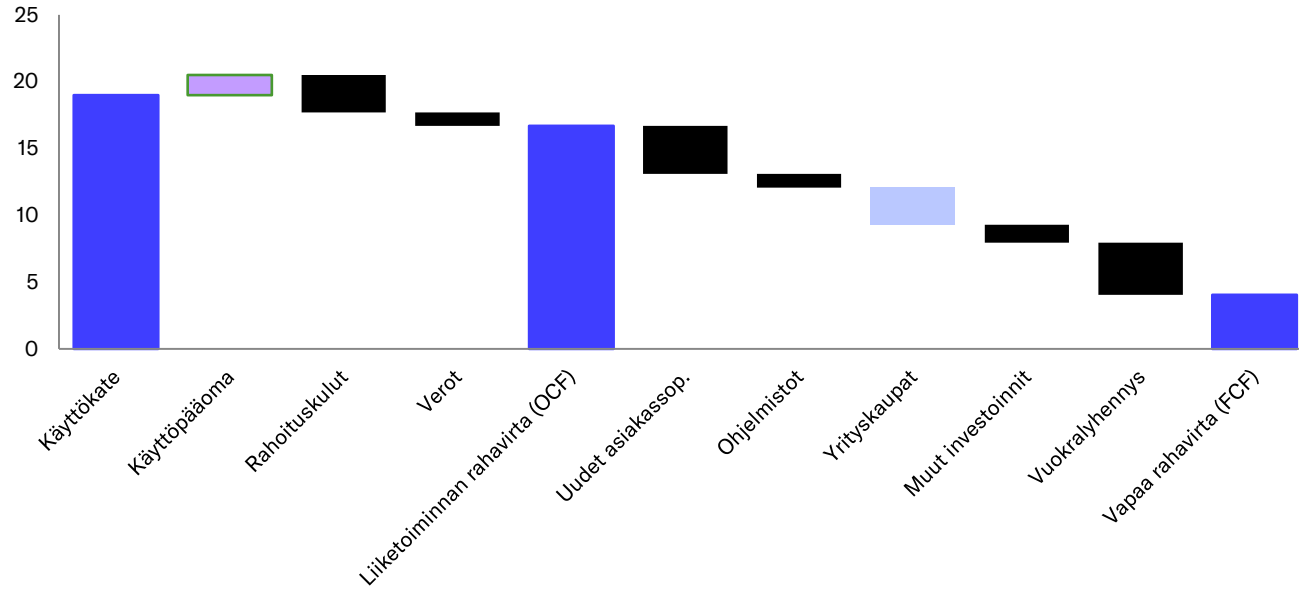
Alaskirjaus laukeaa jo, jos yksi muuttuu:

- WACC: **+2,1 pp**
- Liikevaihdon kasvu: **-3,2 pp**
- Keskimääräinen EBITDA-%: **-6,5 pp**
- Päätearvon kasvu: **-4,6 pp**

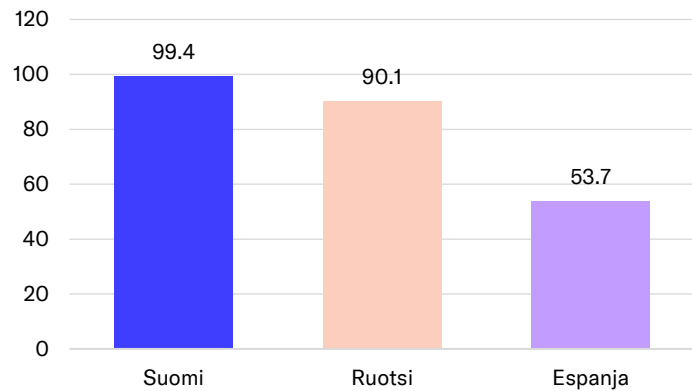
Ruotsi on tappiollinen (vertailukelpoinen liiketappio -1,2 M€) ja liikevaihto laski -10,8 %. Testi nojaa voimakkaaseen käännteeseen (ONE Talenom -hyödyt ja henkilöstösopeutus).

Taloudellisia tunnuslukuja

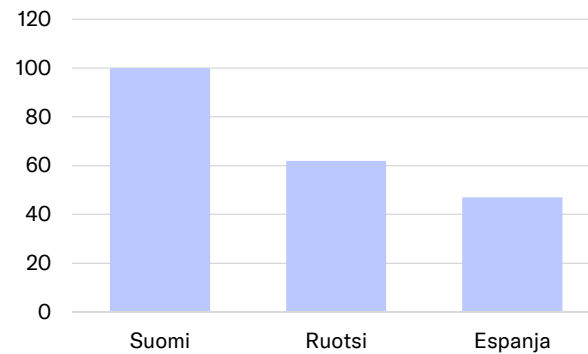
Kassavirtasilta (IFRS 16): käyttökate → OCF → FCF (MEUR, 2025 arvio)



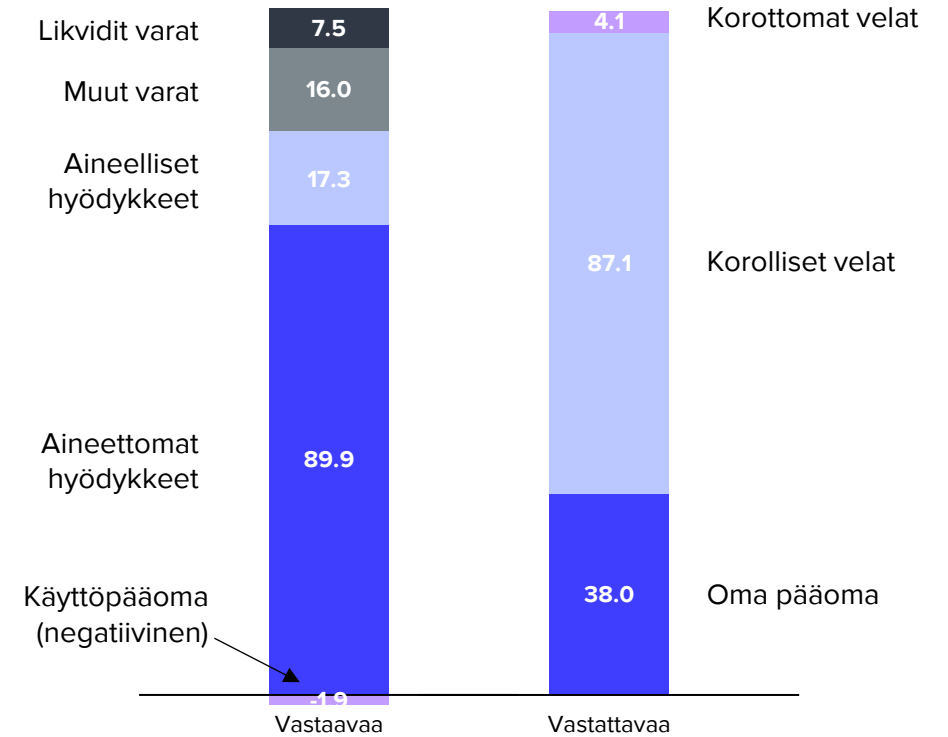
Liikevaihto / työntekijä (FTE, TEUR)



Liikevaihto per kirjanpitäjä (indeksoitu Suomi = 100)



Taserakenne Q1'26



Tase

Vastaavaa	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	120	119	117	115
Liikearvo	67,3	68,8	70,3	71,8
Aineettomat hyödykkeet	31,1	28,1	24,8	21,2
Käyttöomaisuus	4,6	4,6	4,5	4,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	12,9	13,1	13,2	13,3
Laskennalliset verosaamiset	4,3	4,3	4,3	4,3
Vaihtuvat vastaavat	25,3	25,5	27,1	28,9
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,3	18,7	19,8	21,2
Likvidit varat	7,0	6,8	7,2	7,7
Taseen loppusumma	147	145	144	143

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	37,6	37,4	38,9	42,6
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	16,1	15,9	17,4	21,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muu oma pääoma	21,5	21,5	21,5	21,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	84,3	78,8	75,1	67,0
Laskennalliset verovelat	3,9	3,9	3,9	3,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	80,4	74,9	71,2	63,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	25,3	28,6	29,6	33,5
Korolliset velat	4,3	5,9	5,5	7,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	20,9	22,7	24,1	25,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1
Taseen loppusumma	147	145	144	143

Ennusteet 1/5

Suomi

Suomi on Talenomin menestystarina

Talenomin menestystarinaa Suomessa on vaikea kiistää. Yhtiö on kasvanut kannattavasti jo vuosikymmeniä, ja kannattavuus on skaalautunut hyvin erittäin tehokkaan kirjanpito-prosessin ansiosta. Suomen liiketoiminnan käyttökatemarginaali on poikkeuksellisen korkea, mutta myös liikevoittomarginaali on erittäin hyvä. Suomi tuottaa käytännössä koko konsernin tuloksen ja rahavirran siitä huolimatta, että Suomi kantaa isomman osan konsernin hallinto- ja teknologiakehityskuluista. Vaikeassa markkinatilanteessakin Talenom on onnistunut kasvamaan organisesti Suomessa, ja Q1'26:lla Suomen liikevaihto kasvoi mukavat 3,7 %.

Vuonna 2026 luodaan uutta pohjaa

Vahvasta historiasta huolimatta arvioimme Talenomin organisen kasvun olevan Suomessa lähivuosina rajallista, sillä yhtiöllä on jo vahva markkina-asema ydinalueellaan pk-sektorilla. Odotamme Suomen liikevaihdon kasvavan noin 3-5 % vuodessa, mikä on kova ennuste suhteessa toimialan yleiseen näkymään. Vuonna 2026 odotamme Suomen liikevaihdon asettuvan 72 MEUR:n tuntumaan, mikä tarkoittaisi 3,4 %:n kasvua edellisvuodesta. Kasvua kiihdyttää näkemyksemme mukaan lisäpalveluiden myynti sekä uusien asiakasryhmien tavoittelu myös ulkopuolisilla ohjelmistoilla, mihin jakautuminen avaa aiempaa enemmän liikkumavaraa. Helppoa myynnin kasvattaminen uusissa ohjelmistoissa ei kuitenkaan ole, ja arvioimme niiden osuuden kasvun vaativan uudenlaista kulmaa myyntiin ja olevan suhteellisen hidasta.

Suomen kannattavuus säilyy terveellä tasolla, mutta

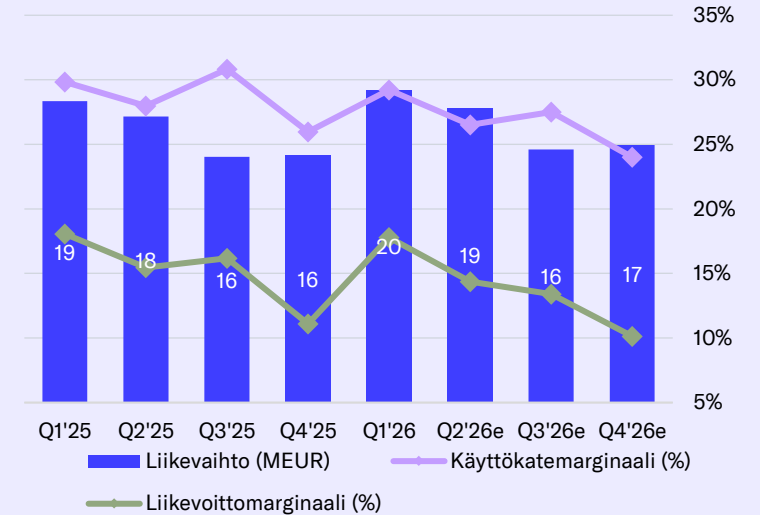
jakautuminen erilliseksi pörssiyhtiöksi nostaa kiinteää kulurakennetta vuonna 2026. Lisäksi yhtiö on kasvattanut myynti- ja markkinointipanostuksiaan kiihdyttääkseen kasvua. Kuluissa onkin selkeää nousupainetta, mitä kautta kannattavuus ei skaalaudu tänä vuonna.

Ennustamme Suomen marginaalien olevan lievässä paineessa, ja odotamme käyttökatemarginaalin olevan noin 27 % (2025: 28,7 %). Suurien poistojen jälkeen yleisesti vertailukelpoisempi liikevoittomarginaali on ennusteissamme 14,1 % (2025: 15,3 %). Tätä kautta ennustamme Suomen käyttökateen olevan 19,4 MEUR ja liikevoiton 10,2 MEUR vuonna 2026, mitkä tarkoittaisivat lievää heikentymistä edellisvuoden vertailukelpoisista luvuista (2025: 20,0 MEUR ja 10,7 MEUR).

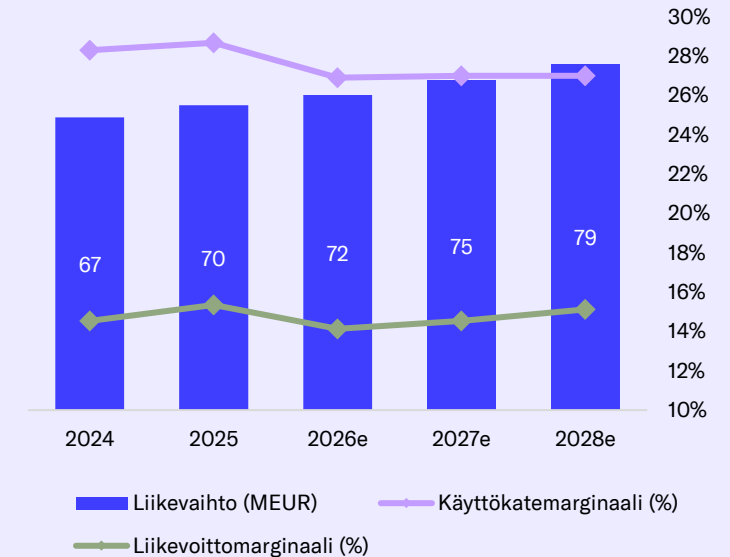
Vuonna 2027 odotamme paluuta tulokasvuun

Suomessa organinen kasvu pysyy maltillisena, mutta odotamme sen kiihtyvän hieman: ennustamme liikevaihdon kasvavan 4,5 % ja asettuvan yli 75 MEUR:oon. Tällä hetkellä Suomen taloudessa näkyvän lievän piristymisen pitäisi antaa tässä tukea. Kasvua tukee edelleen lisäpalveluiden myynti, mutta arvioimme panostuksien ulkopuolisten ohjelmistojen myyntiin alkavan kantaa hedelmää. Kannattavuuden osalta odotamme lievää elpymistä, kun vuonna 2026 syntynyt kertaluonteinen kustannusnousu on jo vertailupohjassa. Ennustamme käyttökatemarginaalin asettuvan noin 27,0 %:iin (2026e: 26,9 %) ja vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin paranevan 14,5 %:iin (2026e: 14,1 %). Poistojen pysyessä vakaina (noin 9,4 MEUR) ennustamme Suomen käyttökateen olevan 20,4 MEUR ja liikevoiton 11,0 MEUR vuonna 2027 (2026e: 19,4 ja 10,2 MEUR). Käytännössä odotamme paluuta maltilliseen tulokasvuun.

Suomen kvartaaliennusteet



Suomen tilitoimistoliiketoiminta



Ennusteet 2/5

Oletukset tuleville vuosille

Pidemmillä aikavälillä oletamme Suomen orgaanisen kasvun pysyvän 3–5 %:n haarukassa: kasvu on ennusteissamme ripeimmillään noin vuonna 2028 (~5 %) ja asettuu vuosikymmenen loppua kohti noin 3 %:iin. Ydinmarkkina on kypsä, mutta lisäpalvelut, konsultoinnin osuuden kasvattaminen sekä vähitellen rakentuva ulkopuolisten ohjelmistojen ja hieman suurempien asiakkaiden myynti tukevat kasvua.

Suomen rakenteellinen kannattavuus on korkea, ja odotamme marginaalien parantuvan asteittain. Käyttökatemarginaalin arvioimme nousevan takaisin noin 28 %:iin (vuodesta 2029 alkaen) ja vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin kohoavan tasaisesti kohti 17 %:n tasoa vuoteen 2031 mennessä. Marginaalien paranemista tukee ennusteissamme vakaana pysyvä poistotaso, jolloin liikevaihdon kasvu valuu operatiivisena vipuna liikevoittoon. Keskeisinä riskeinä pidämme toimialan yleistä hinnoittelupainetta (laskutustason lasku), ulkopuolisten ohjelmistojen myynnin hidasta käynnistymistä sekä tekoälymurroksen epäsuotuisaa kehitystä.

Suomen rahavirta rahoittaa kansainvälistymisen

Suomen keskeinen rooli konsernissa on tuottaa vuolasta rahavirtaa, jolla rahoitetaan sekä kansainvälistä kasvua että lyhennetään velkaa. Liiketoiminta ei sido käyttöpääomaa, ja jakautumisen jälkeen ohjelmistoinvestoinnit ovat vähäisiä, mikä vahvistaa vapaata rahavirtaa. Suomi on Talenomin vahvin ja toistaiseksi ainoa rahavirtamoottori, joka mahdollistaa panostukset Espanjan kasvuun ja Ruotsin kääntämiseen. Lähivuosina muiden maiden on kuitenkin myös parannettava kannattavuuksiaan merkittävästi, jotta tarina pysyy hallinnassa.

Espanja

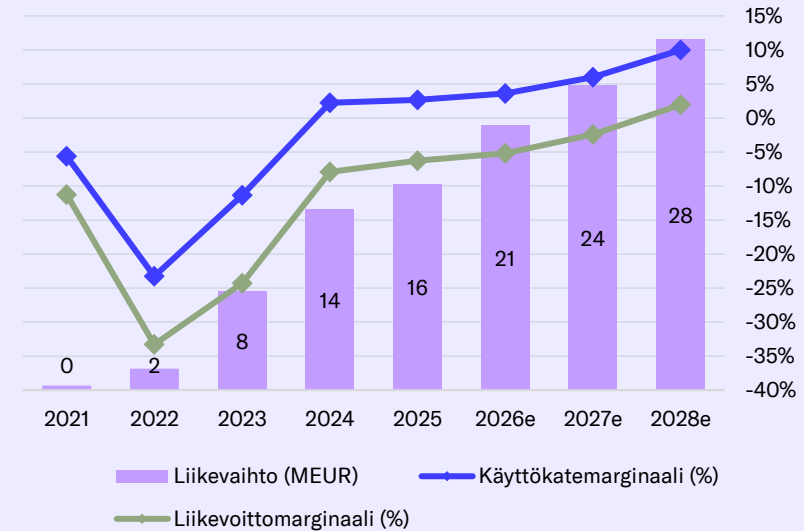
Espanja on Talenomin kasvukärki

Espanja on selvästi Talenomin lupaavin laajentumismarkkina ja vastakohta Ruotsille. Markkina on suuri, pirstaleinen ja digitalisaatiossa Pohjoismaita jäljessä, mikä luo merkittävän pitkän aikavälin kasvupotentiaalin. Toisin kuin Ruotsissa, yritysostojen integraatio on tehty ONE Talenom -konseptin kautta heti alusta ja toiminta on ollut ohjelmistoriippumatonta. Kasvua haetaan orgaanisesti ja yritysostoin, johon markkina tarjoaa runsaasti pieniä, kohtuuhintaisia ostokohteita tiukoista valintakriteereistä huolimatta. Espanjassa keskeinen kysymys ei ole kasvu, vaan kestävän kannattavuuden rakentaminen. Positiivista Espanjassa on erilaisien lisäpalveluiden ja konsultoinnin merkittävä osuus. Segmentin kannattavuuskehityksen ennustettavuus on kuitenkin edelleen suhteellisen heikko.

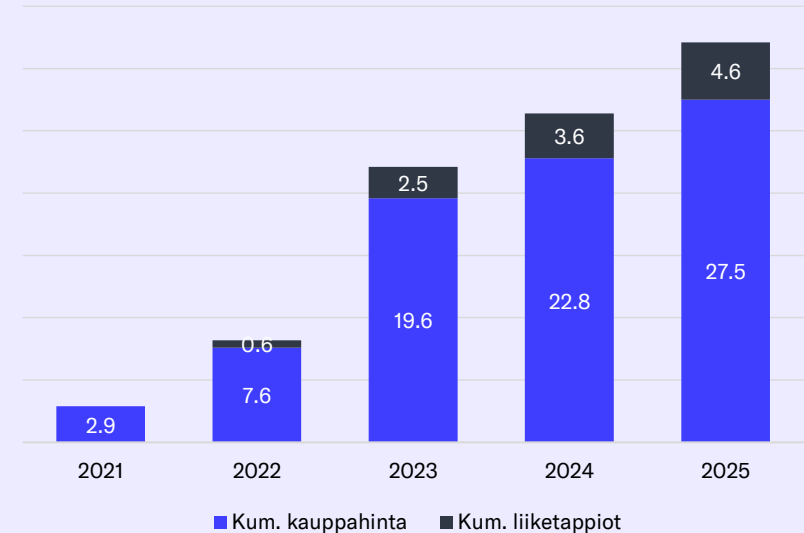
Vuonna 2026 kasvu jatkuu vahvana

Ennustamme Espanjan liikevaihdon kasvavan vuonna 2026 noin 29 % ja olevan 21,3 MEUR (2025: 16,5 MEUR). Kasvu nojaa valtaosin yritysostoihin (epäorgaaninen vaikutus arviolta yli 3,6 MEUR) sekä terveeseen orgaaniseen kasvuun (noin 7 %). Yritysostot kasvattavat liikevaihtoa nopeasti, mutta laimentavat lyhyellä aikavälillä kannattavuutta mm. integraatiokulujen takia. Tätä kautta Espanjan kannattavuus pysyy tänä vuonna heikkona, varsinkin kun myynti- ja markkinointipanostukset painavat lisäksi marginaaleja. Ennustamme vuoden 2026 käyttökätteen olevan 0,8 MEUR (marginaali 3,6 %) ja liikevoiton olevan yhä tappiollinen (ennuste -1,1 MEUR). Edellisvuodesta odotamme käyttökätteen parantuvan, mutta liikevoiton olevan käytännössä samalla tasolla.

Espanjan avainluvut



Espanja: sidottu pääoma (MEUR)



Espanja: yritysostot ovat luoneet hyvän pohjan

Pääomaa sidottu nopeasti, mutta hallitusti. Talenom avasi Espanjan 2021 ja on tehnyt yli 20 yritysostoa. Kaikkien yritysostojen kumulatiivinen kauppahinta on noin 29 MEUR ja liikearvoa taseessa noin 18 MEUR (2025 kirjanpitoarvo ~30 MEUR). Kevyt toimintamalli (ei raskasta oman järjestelmän käyttöönottoa) pitää investointitarpeen maltillisena.

Kasvu on vahvaa. Segmentin liikevaihto on noussut 0,4 MEUR:sta (2021) jo 16,5 MEUR:oon (2025), ja Q1'26:lla kasvua tuli 31,8 %. Ostettua liikevaihtoa ei ole juuri kadonnut: ero ostettuun (noin 19 MEUR) selittyyneen pääosin ajoituksella.

Kannattavuus kehittyi oikeaan suuntaan. Käyttökate on jatkuvissa toiminnoissa kääntynyt selvästi positiiviseksi (2026e +0,8 MEUR). Liiketulos on yhä lievästi tappiollinen muun muassa PPA-poistojen ja jatkuvien integraatiokulujen takia, mutta isossa kuvassa tappio on pienentynyt eli kannattavuus kehittyi oikeaan suuntaan.

Karkeasti arvoneutraali jo nyt. Kun sidottuun pääomaan (kauppahinta noin 29 MEUR + kertyneet liiketappiot noin 5 = noin 34 MEUR) verrataan Inderesin osien summan käypää arvoa (31 MEUR), Espanja on suunnilleen arvoneutraali tai lievästi negatiivinen (noin -3 MEUR). Arvonluonnin edellytykset ovat olemassa, vaikka tarina on kesken.

Liikearvoriski on erittäin pieni. Espanjan liikearvo (arvio noin 18 MEUR alkuvuoden ostot huomioiden) ja kirjanpitoarvo (2025 lopussa: 30 MEUR) voivat olla vaarassa, jos liiketoiminnassa tapahtuu negatiivinen käänne, mutta vahva kasvu ja nouseva kannattavuus tukevat arvostusta. Toisin kuin Ruotsissa, käypä arvo ei implikoi alaskirjauspainetta vaan lievää nousuvaraa.

Onnistuminen Espanjassa on tärkeää. Jos Talenom todistaa kykynsä kannattavaan yritysostovetoiseen kasvuun Espanjassa, se vahvistaa uskoa malliin myös Suomen ulkopuolella – mikä olisi kriittistä koko sijoitustarinalle. Valtavalla markkinalla kasvupotentiaali ei loppuisi pitkään aikaan.

Vuosi	Kohde	Liikevaihto (MEUR)	Kauppahinta (MEUR)	EV/S
2021	Avail Services (Avalanding)	0,9	2,9	3,2x
2022	Gestoria Teruel	1,0	1,5	1,5x
2022	ACompany Asesoria	0,7	0,7	1,0x
2022	Nomo (alusta-/teknologiaosto)	0,5	2,5	5,1x
2023	Advisoria Advocats	1,9	2,6	1,4x
2023	Aditio Gestion	1,7	1,3	0,8x
2023	Sant Cugat Consulting	1,3	1,7	1,3x
2023	BV Coruña Asesoria	0,9	1,7	1,9x
2023	Consultoria Granadina + Grupo CG	1,2	1,6	1,3x
2023	BKF Asesores	0,7	1,7	2,4x
2023	Novak Digital	0,5	0,7	1,4x
2023	Acega Asesores	0,4	0,3	0,7x
2023	Gesgal Asesores	0,5	0,4	0,7x
2024	Assessoria del Bages	1,7	2,6	1,5x
2024	Bujan y Asociados	0,5	0,6	1,2x
2025	Nova Ceteb	1,1	1,1	1,0x
2025	Querol & Querol	1,4	1,8	1,3x
2025	Pagoa + Ascofi Berria + Harri Berri	1,9	1,8	1,0x
2026	Brunet Aguilar	1,0	1,1	1,1x
2026	Seico Legal	0,6	-	-

≈ arvoneutraali

Sidottu pääoma noin 34 MEUR vs. käypä arvo noin 31 MEUR

Ennusteet 3/5

Vuonna 2027 odotamme kannattavaa kasvua

Vuonna 2027 odotamme Espanjan liikevaihdon kasvavan noin 15 % 24,5 MEUR:oon. Ennusteissamme kasvu jakautuu suunnilleen tasan orgaanisen ja yritysostojen kesken, eli mukana on toteutumattomia yritysostoja. Kannattavuuden ennustamme paranevan selvästi ONE Talenom -mallin ja yritysostovauhdin rauhoittumisen mukana. Odotamme käyttökatteen nousevan 1,5 MEUR:oon (6,0 %) ja liiketappion kutistuvan kohtuulliseksi (-0,6 MEUR). Espanja on arviomme mukaan kääntymässä kannattavaksi vuonna 2028 ja kassavirtaneutraaliksi mahdollisesti jo ensi vuonna, mikä olisi tärkeä rajapyykki.

Oletukset tuleville vuosille

Pidemmällä aikavälillä oletamme kasvun jatkuvan vahvana, 11-15 % vuodessa, yhdistelmänä orgaanista kasvua (6-8 %) ja jatkuvia pieniä yritysostoja (vuosittain +2-4 MEUR liikevaihtoa). Odotamme Espanjan kääntyvän liikevoittotasolla positiiviseksi vuonna 2028 ja marginaalien nousevan asteittain kohti 15 %:n käyttökatetta ja 7-8 %:n liikevoittoa vuoteen 2031 mennessä. Kannattavuuden paranemista ajaa liikevaihdon kasvu kiinteiden kulujen skaalautuessa, ONE Talenom -mallin tuoma tehokkuus, digitalisaatiokehitys sekä Espanjan rakenne-edut.

Riskit: toteutus ja kannattavuuteen liittyvä epävarmuus

Espanja on tarinan positiivinen optio, mutta riskit ovat näkemyksemme mukaan pitkälti oman toteutuksen onnistumisessa. Kannattavuuskäännöksi on takapainotteinen ja nojaa sekä jatkuviin onnistuneisiin yritysostoihin (oikea hinnoittelu ja integraatio) että ONE Talenom -mallin läpivientiin. Marginaalit ovat yhä ohuet ja edistys on pakollista. Mikäli yritysostotahti tai integraatiot takkuavat, kannattavuuskäännöksi voi viivästyä.

Ruotsi

Ruotsi on käännettävä – ja se ratkaisee tarinan

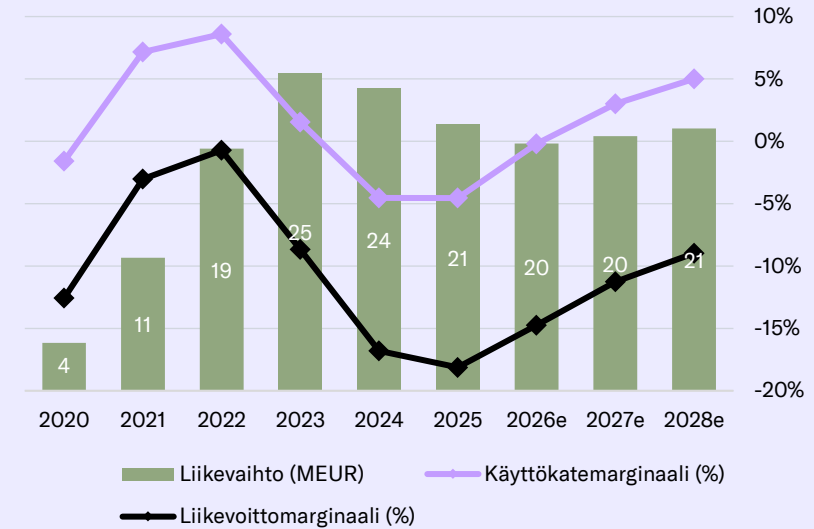
Ruotsi on Talenomien ongelmalapsi ja sijoitustarinan suurin yksittäinen kysymysmerkki. Aggressiivinen yritysostoin rakennettu laajentuminen 2019-2023 tuhosi merkittävästi arvoa viimeistään, kun asiakkaiden "pakottaminen" omaan ohjelmistoon yhdessä Fortnoxin dominanssin kanssa johti asiakaspoistumaan. Segmentin liikevaihto on ollut joka vuosi tappiollinen, ja kannattavuus kääntyi negatiiviseksi jopa käyttökatetasolla 2024-2025. Erityisesti Ruotsissa näemme jakautumisen kriittisenä tekijänä Talenomille, koska ohjelmistoriippumattomuus lienee edellytys onnistumiselle. Ruotsissa kysymys on ensisijaisesti kannattavuuden kääntämisestä, missä on käytännössä pakko onnistua. Arvioimme käänteen olevan jo hyvässä vauhdissa, mutta varsinainen menestys Ruotsissa on erittäin pitkissä puissa.

Vuonna 2026 liikevaihdon lasku jatkuu, mutta käyttökatte nousee lähelle nollassa

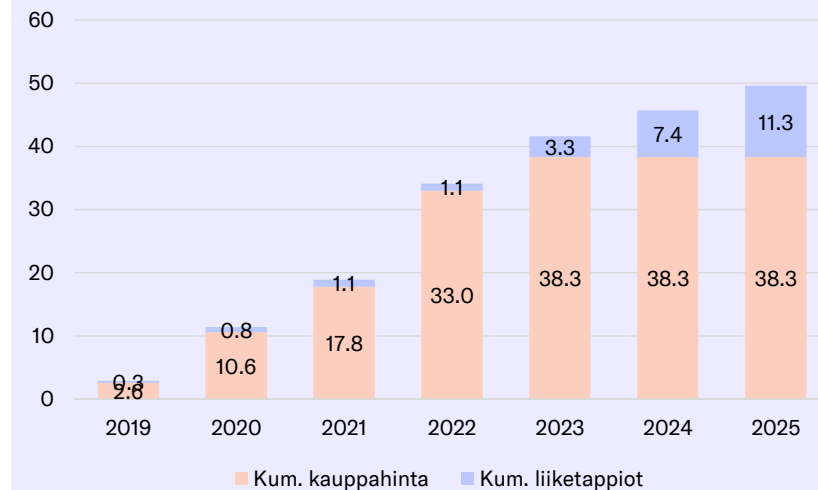
Odotamme Ruotsin liikevaihdon laskevan vuonna 2026 noin 7 % 19,8 MEUR:oon (2025: 21,4 MEUR), kun aiempi asiakaspoistuma vaikuttaa edelleen. Easorin irtautumisen jälkeen yhtiön suunta on kuitenkin parantunut merkittävästi, poistuma on rauhoittunut sekä henkilöstössä että asiakkaissa. Näkemyksemme mukaan oma ohjelmisto oli Ruotsissa lopulta kilpailuhaitta. Viime vuonna Talenom sai käännettyä uusasiakashankinnan korkeammaksi kuin poistuman eli hiljalleen liikevaihto on vakautumassa. Myös henkilöstötyytyväisyys on noussut merkittävästi.

Kulurakennetta leikkaamalla voidaan toimintaa sopeuttaa, mutta heikkoa tuottavuutta täytyy saada parannettua.

Ruotsin avainluvut



Ruotsi: sidottu pääoma (MEUR)



Ruotsi: yritysstot tuhonneet merkittävästi arvoa

Pääomaa sidottu runsaasti. Talenom laajeni Ruotsiin 2019 ja toteutti yritysstovoyrityksen 2020-2023 (yli 20 tilitoimistoa). Nimettyjen kauppojen kumulatiivinen kauppahinta on noin 38 MEUR ja liikearvoa taseessa noin 27 MEUR (kirjanpitoarvo noin 39 MEUR).

Tuotto on yhä negatiivinen. Ruotsin liiketulos on ollut joka vuosi tappiollinen ja matkan varrella jopa syventynyt (kumulatiivisesti noin -11 MEUR). Hälyttävintä on, että myös käyttökate kääntyi negatiiviseksi 2024-2025. Tämä tarkoittaa, että liiketoiminta on polttanut merkittävästi rahavirtaa historiansa aikana.

Ostettua liikevaihtoa on kadonnut. Ostettujen yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto oli ostohetkellä noin 29 MEUR, mutta segmentin liikevaihto oli 2025 vain 21,4 MEUR ja suunta on edelleen alaspäin. Arviomme mukaan ainakin 8 MEUR liikevaihtoa on hävinnyt korkean asiakaspoistuman myötä.

Omistaja-arvoa on tuhottu merkittävästi. Kun sidottuun pääomaan (kauppahinta noin 38 + kertyneet liiketappiot yli 11 = noin 50 MEUR) verrataan Inderesin osien summa – laskelmassa annettuun käypään arvoon (noin 12 MEUR), Ruotsi on tuhonnut karkeasti noin 38 MEUR omistaja-arvoa. Ero olisi vielä radikaalista suurempi, jos miettisimme pääoman tuottovaatimusta tai vaihtoehtoiskustannusta.

Liikearvoriski on suuri. Taseen noin 27 MEUR liikearvo ja noin 39 MEUR kirjanpitoarvo nojaavat oletukseen kannattavuuden huomattavasta paranemisesta. Käypä arvo on näkemyksemme mukaan selvästi kirjanpitoarvoa matalampi, joten alaskirjaus on varteenotettava riski korkean velkavivun oloissa. Toisaalta jos Ruotsin tilanne paranee vuosi vuodelta, voidaan arvo todennäköisesti perustella jatkossakin.

Käänne ratkaisee paljon. Liikearvoriskin takia edistyminen Ruotsissa on mielestämme kriittistä. Strategisen virheen (Easorin pakottaminen) korjaaminen auttaa, mutta myös ONE Talenom -mallin läpiviennissä onnistuminen on kriittistä.

Vuosi	Kohde	Liikevaihto (MEUR)	Kauppahinta (MEUR)	EV/S
2019	Wakers Consulting	2,6	2,6	1,0x
2020	Niva Ekonomi	1,4	1,1	0,8x
2020	Frivision	1,4	1,5	1,0x
2020	Ekonomianalys KL	2,3	3,6	1,5x
2020	Persson & Thorin	1,2	1,8	1,5x
2021	Crescendo	1,0	1,1	1,1x
2021	Progredo	1,3	1,5	1,1x
2021	YOUnited Professionals	1,2	1,5	1,2x
2021	MH Konsult Väst	2,3	2,2	0,9x
2021	Kjell Wengbrand	1,0	0,9	0,9x
2022	Mazars Sweden	5,2	9,0	1,7x
2022	Alcea Redovisning	1,0	1,2	1,2x
2022	Baran Redovisning	0,7	0,9	1,3x
2022	Lindgren & Lindgren Ekonomi	0,6	0,7	1,2x
2022	Confido	1,0	1,7	1,7x
2022	Öckerö	1,4	1,7	1,2x
2023	LR Redovisning i Strängnäs	1,1	1,9	1,7x
2023	VM Redovisning	1,2	1,3	1,1x
2023	R2 Redovisning	0,7	1,0	1,4x
2023	Easycount	0,5	0,6	1,2x
2023	MTE Göteborg	0,3	0,5	1,5x

Yli 35 MEUR arvoa tuhottu

Sidottu pääoma noin 50 MEUR vs. arvioitu käypä arvo noin 12 MEUR

Ennusteet 4/5

Tähän pyritään ONE Talenom -mallin edistämällä, minkä vastaanotto on ollut positiivinen. Ennustamme Ruotsin käyttökäteen nousevan nollatasolle, ja Talenom on itse näkymissään arvioinut käyttökäteen olevan positiivinen vuonna 2026. Tämä olisi jo iso parannus edellisvuoden -1,0 MEUR:n tappiosta. Positiivisesta liikevoitosta Ruotsissa voidaan kuitenkin vain haaveilla, kun poistot ovat lähes 3 MEUR vuositasolla.

Oletamme käänteen jatkuvan hitaasti vuonna 2027

Vuonna 2027 odotamme liikevaihdon vakautuvan ja kääntyvän lievään noin 3 %:n kasvuun (20,4 MEUR). Käyttökäteen ennustamme paranevan 0,6 MEUR:oon (marginaali 3,0 %) tehostumisen ja ONE Talenom-hyötyjen myötä, mikä on isossa kuvassa edelleen heikko taso. Arviomme mukaan käänne kyllä tapahtuu erityisesti liikevaihdon positiivisen kehityksen toteutuessa, mutta nopeaa korjausta ei mielestämme ole näkyvissä. Tämä on mielestämme Ruotsin tarinan ydinhaaste.

Oletukset tuleville vuosille

Pidemmällä aikavälillä oletamme liikevaihdon kasvavan noin 3 % vuodessa (orgaanisesti ilman yritysostoja) ja käyttökätemarginaalin nousevan asteittain kohti noin 8 %:a vuosikymmenen loppua kohti. Edelleen liiketoiminnan kannattavuus olisi kaukana toimialan keskiarvosta, mitä kautta ennuste on samalla erittäin maltillinen että haastava nykytasoon nähden. Ennusteissa Ruotsin liikevoitto pysyy negatiivisena koko ennustejakson, vaikka marginaali paranee noin -15 %:sta vain noin -5 %:iin vuoteen 2031 mennessä. Toisin sanoen perusskenaariossa Ruotsi ei yllä liikevoittotasolla kannattavaksi ennustejaksolla, missä on tietysti positiivisen yllätyksen edellytykset asioiden

lähtiessä oikeaan suuntaan.

Riskit painottuvat alasuuntaan

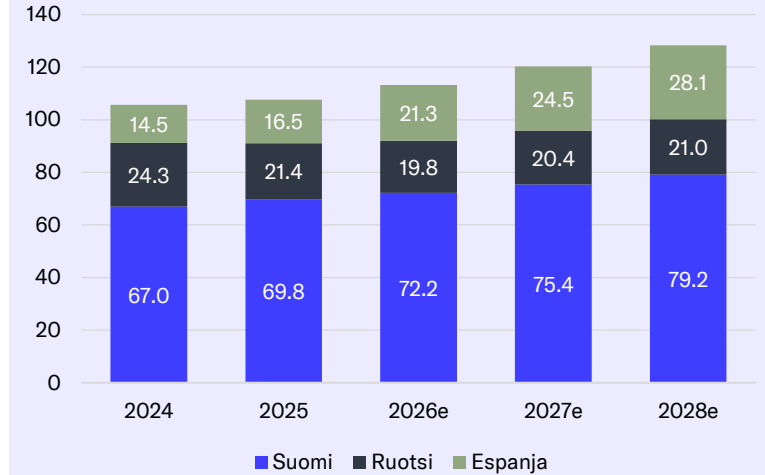
Mielestämme Ruotsin riskiprofiili on epäsymmetrinen. Käänne nojaa oletukseen kannattavuuden huomattavasta paranemisesta, vaikka liikevaihto on yhä laskussa. Taseessa on noin 27 MEUR Ruotsin liikearvoa, jonka kerrytettävissä olevan rahamäärän puskuri romahti 10 MEUR:sta 3 MEUR:oon vuonna 2025; jos käänne viivästyy, alaskirjaus on varteenotettava riski ja söisi nopeasti Talenomien ohutta omaa pääomaa. Omissa ennusteissamme Ruotsi tuottaa parhaimmillaankin vain vaatimatonta tulosta, kun taas epäonnistuminen merkitsisi liikearvon alaskirjausta ja painetta divestoida.

Konserniennusteet

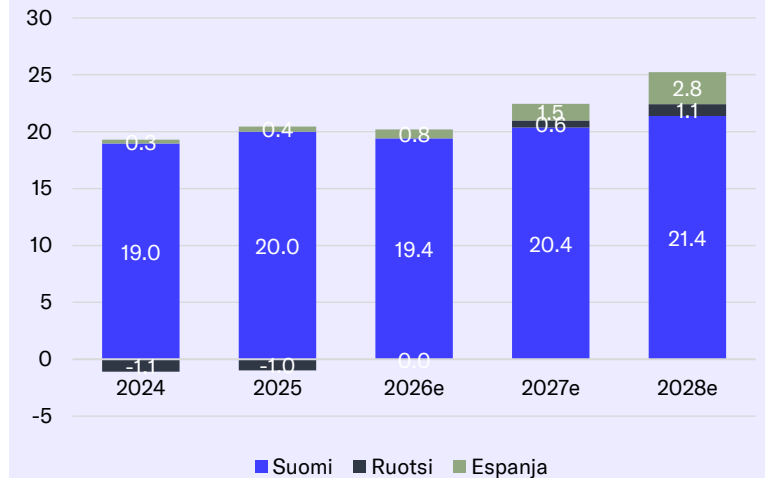
Kansainvälisten toimintojen käänne ratkaisee tuloksen

Ennustamme Talenomien liikevaihdon kasvavan noin 5-7 % vuosina 2026-2028 (2026e: 113 MEUR, lähellä ohjeistushaarukan 110-120 MEUR keskikohtaa). Kasvu nojaa vahvasti Espanjaan ja yritysostoihin, sillä Suomen orgaaninen kasvu on rajallista ja Ruotsi hakee yhä käännettä. Konsernituloksen muodostumisen kannalta ratkaisevin ajuri on nimenomaan kansainvälisten toimintojen käänne: Suomen ydinliiketoiminta tuottaa vakaata noin 10-11 MEUR:n liikevoittoa, mutta konsernin liikevoittoa painavat toistaiseksi Ruotsin tappiot (-2,9 MEUR 2026e) ja Espanjan lievä tappiollisuus nopean kasvun vaiheessa. Kun Espanjan kannattavuus kääntyy positiiviseksi ja Ruotsin tappiot pienenevät, käyttökätemarginaali nousee ennusteissamme noin 18 %:sta kohti 20 %:a ja liikevoittomarginaali kohti 8-9 % tarkastelujaksolla.

Liikevaihdon ennustettu kehitys (MEUR)



Käyttökäteen ennustettu kehitys (MEUR)



Ennusteet 5/5

Matalalta tasolta tuloskasvu on käänteeseen ansiosta voimakasta. Oikaistun liikevoiton ennustamme kasvavan noin 6,2 MEUR:sta (2026e) 10,6 MEUR:oon (2028e) ja edelleen, ja kun tätä tukevat liikevaihdon kasvu sekä velan lyhentyessä alenevat rahoituskulut, osakekohtainen tulos lähes kolminkertaistuu vuosien 2026 (0,05 €) ja vuoden 2028 (0,13 €) välillä. On tärkeää huomata, että käyttökateetasolla muutos on noin 22 %. Alimman rivin raju muutos kuvastaa enemmän voimakasta tulosvipua ja alhaista lähtötasoa. Tuloskasvun kulmakertoimeen liittyy merkittävää epävarmuutta, koska kannattavasta kansainvälisestä kasvusta ei ole vielä näyttöjä. Ruotsin ja Espanjan käänteet ovat ennusteiden epävarmin oletus.

Keskeiset tulosajurit lähivuosille ovat: 1) Suomen vakaa kannattavuus ja rahavirta, 2) Espanjan kannattava kasvu kohti positiivista liiketulosta, 3) Ruotsin tappioiden asteittainen pieneneminen sekä 4) rahoituskulujen suhteellinen lasku velan lyhentyessä tai velankantokyvyn parantuessa tuloksen vahvistuessa. Yleisesti kriittisiä

asioita on onnistuminen ONE Talenom-mallin edistämisesä ja toiminnan tehostamisessa.

Rahavirta on vahva, mutta se kuluu yritysostoihin, velkaan ja osinkoihin

Talenomin kassavirtaprofiili on arviomme mukaan poikkeuksellisen vahva suhteessa raportoituun tulokseen. Toistuva- ja etupainotteinen laskutus ja suuret ei-kassavirtaiset poistot tekevät sisään tulevasta rahavirrasta mahdollisesti moninkertaisen nettotulokseen nähden, ja kassakonversio käyttökatteesta on korkea.

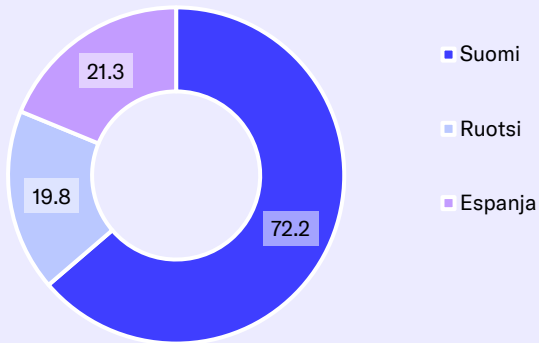
Vapaa kassavirta on kuitenkin selvästi maltillisempi, sillä yhtiö investoi jatkuvasti taseeseen aktivoitaviin menoihin, rahoittaa Espanjan yritysostoja ja maksaa korkokuluja velkaiselle taseelle (korollinen nettovelka noin 75 MEUR ilman IFRS, nettovelka/käyttökate ~4x). Tämän vuoksi vapaa kassavirta on lähivuosina pitkälti sidottu velanhoitoon ja kasvuun, ja pidämme taseen vahvistamista sekä vuoden 2027 jälleen rahoitusta yhtiön keskeisinä prioriteetteina.

Velan lyhentyessä ja tuloksen parantuessa kassavirta vapautuu asteittain, mikä heijastuu osingon maksuun. Asetamme osinkoennusteemme 0,05 €/osake tasolle, mihin yhtiöllä on näkemyksemme mukaan juuri ja juuri varaa. Arviomme mukaan yhtiö pyrkii profiloitumaan hyväksi osingonmaksajaksi, mutta mielestämme yhtiö kaipaisi myös vahvemman taseen tuomaa liikkumavaraa.

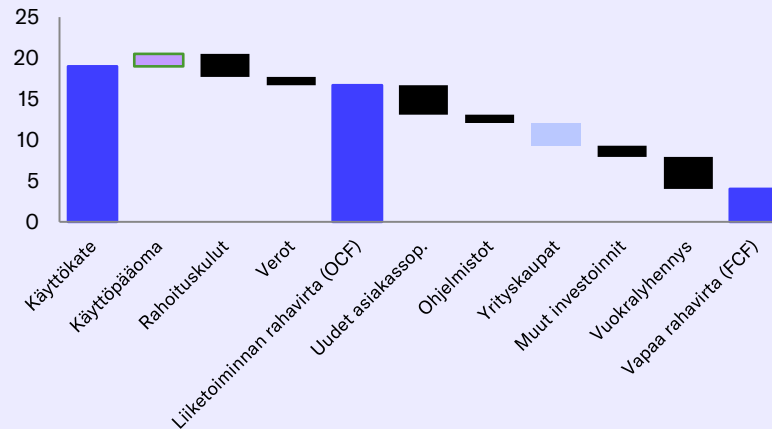
Tekoölymurros on suurin epävarmuustekijä

Pidemmällä aikavälillä suurin yksittäinen muuttuja ennusteissamme on käynnissä oleva tekoölymurros, jonka vaikutuksiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Murros voi yhtäältä tehostaa tuotantoa ja vapauttaa resursseja korkeakatteisiin lisäarvopalveluihin, mutta toisaalta painaa merkittävästi perinteisen kirjanpidon hinnoittelua. Ennusteemme nojaavat oletukseen Talenomin vahvan kilpailuaseman ja hinnoitteluvoiman säilymisestä, mutta seuraamme murroksen etenemistä tiiviisti, sillä se voi muuttaa toimialan tuottologiikkaa ennustejakson aikana.

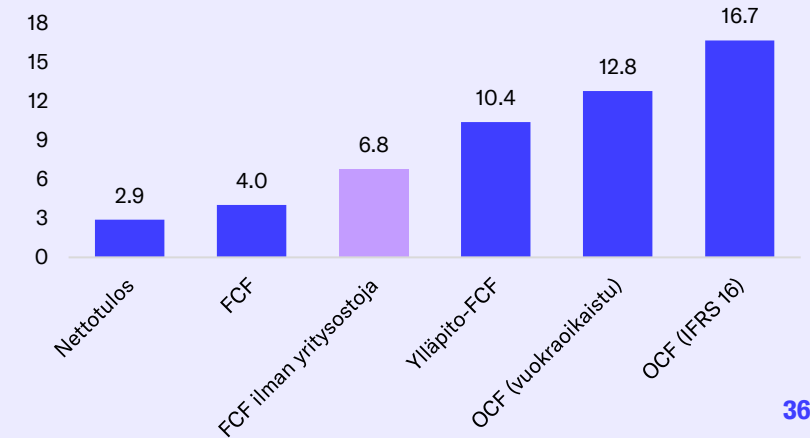
Liikevaihdon jakautuminen 2026e (MEUR)



Kassavirtasilta (IFRS 16): käyttökate → OCF → FCF (MEUR, 2025 arvio)



Kassavirran tasot: yritysostot & vuokra eroteltu (MEUR, 2025 arvio)



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	106	29,0	29,7	24,6	24,4	108	30,3	31,0	26,0	26,0	113,3	120	128	136
Suomi	67,0	19,5	18,5	15,9	16,0	69,8	20,2	19,0	16,3	16,6	72,2	75,4	79,2	82,4
Ruotsi	24,3	6,0	6,5	4,3	4,5	21,4	5,4	5,9	4,1	4,4	19,8	20,4	21,0	21,7
Espanja	14,5	3,5	4,7	4,4	3,9	16,5	4,6	6,1	5,5	5,0	21,3	24,5	28,1	32,3
Käyttökate	18,2	5,6	6,2	4,8	2,3	19,0	5,5	6,1	4,8	3,7	20,2	22,4	24,6	27,7
Poistot ja arvonalennukset	-13,7	-3,3	-3,4	-3,4	-3,5	-13,7	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-14,0	-14,3	-13,9	-14,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,5	2,3	2,8	1,4	-0,6	5,9	2,0	2,6	1,3	0,2	6,2	8,1	10,6	13,6
Liikevoitto	4,5	2,3	2,8	1,4	-1,2	5,3	2,0	2,6	1,3	0,2	6,2	8,1	10,6	13,6
Suomi	9,7	3,5	2,9	2,6	1,8	10,7	3,6	2,7	2,2	1,7	10,2	11,0	12,0	13,7
Ruotsi	-4,1	-0,9	-0,4	-1,0	-1,6	-3,9	-0,9	-0,4	-0,8	-0,9	-2,9	-2,3	-1,9	-1,5
Espanja	-1,1	-0,3	0,3	-0,1	-0,8	-1,0	-0,7	0,3	-0,1	-0,5	-1,1	-0,6	0,5	1,4
Kohdistamattomat	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-4,5	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-3,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,4	-3,2	-3,0	-2,7
Tulos ennen veroja	0,0	1,3	1,9	0,5	-2,1	1,5	1,1	1,8	0,5	-0,6	2,8	4,8	7,6	10,9
Verot	0,2	-0,3	-0,4	-0,1	1,2	0,4	-0,4	-0,4	-0,1	0,1	-0,7	-1,0	-1,6	-2,3
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	0,0	0,0
Nettotulos	0,2	1,0	1,5	0,4	-0,9	2,0	0,8	1,4	0,4	-0,5	2,1	3,8	6,0	8,6
EPS (oikaistu)	0,00	0,02	0,03	0,01	-0,01	0,06	0,02	0,03	0,01	-0,01	0,05	0,08	0,13	0,19
EPS (raportoitu)	0,00	0,02	0,03	0,01	-0,02	0,04	0,02	0,03	0,01	-0,01	0,05	0,08	0,13	0,19

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-13,2 %	-14,9 %	-12,3 %	-15,6 %	180,6 %	1,8 %	4,5 %	4,3 %	5,9 %	6,7 %	5,2 %	6,2 %	6,7 %	6,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-59,3 %	-36,0 %	-28,8 %	-32,3 %	88,2 %	30,7 %	-13,7 %	-5,5 %	-5,8 %	138,0 %	4,7 %	30,5 %	31,8 %	27,8 %
Käyttökate-%	17,2 %	19,4 %	20,9 %	19,6 %	9,5 %	17,6 %	18,0 %	19,8 %	18,6 %	14,3 %	17,8 %	18,6 %	19,1 %	20,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,3 %	7,9 %	9,4 %	5,8 %	-2,5 %	5,5 %	6,5 %	8,5 %	5,2 %	0,9 %	5,5 %	6,7 %	8,3 %	10,0 %
Nettotulos-%	0,2 %	3,5 %	5,0 %	1,7 %	-3,8 %	1,8 %	2,5 %	4,5 %	1,5 %	-1,9 %	1,8 %	3,2 %	4,7 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset

- Laskimme muutamalla prosenttiyksiköllä Espanjan käyttökatemarginaaliennusteita tuleville vuosille (2027e nyt 6,0 %, aik. 8,0 %)
- Aiempi ennustemme odotti jyrkkää parannuskäyrää, mutta yritysostojen ja niihin liittyvien integraatiokustannuksien oletettavasti jatkuessa tämä ei vaikuta todennäköiseltä
- Lähivuosien ennustemme sisältävät Espanjan euromääräisesti suunnilleen saman verran yritysostoja mitä tänä vuonna, mutta kasvuvauhti hidastuu ”kannan” kasvaessa
- Orgaanisen kasvun oletamme kiihtyvän Espanjassa asteittain, mutta tähän liittyy epävarmuutta
- Suomen ja Ruotsin osalta ennusteet pysyvät käytännössä ennallaan
- Ennustemuutokset olivat absoluuttisesti pieniä (2027e -0,5 MEUR vrt. 120 MEUR:n liikevaihto), mutta suuren tulosvivun takia prosentuaalisesti merkittäviä
- Laskimme myös tavoitehintaamme (1,8 € -> 1,7 €) hieman heijastellen lähivuosien ennustemuutoksia, Ruotsiin liittyvää riskiä sekä pitkittynyttä negatiivista sentimenttiä

Keskeiset tulosajurit lähivuosille (2026-2028)

- Suomen maltillinen orgaaninen kasvu, vakaa kannattavuus ja vuolas rahavirta
- Espanjan kannattava kasvu kohti positiivista liiketulosta (ennusteissa 2028)
- Ruotsin tappioiden asteittainen pieneneminen (liiketulos tappiolla koko jakson)
- Rahoituskulujen suhteellinen lasku velan lyhentyessä tai velankantokyvyn parantuessa tuloksen vahvistuessa.
- Erityisesti alimmilla tulosriveillä tulosvipu on todella voimakas
- Yleisesti kriittisiä asioita on onnistuminen ONE Talenom-mallin edistämässä ja toiminnan tehostamisessa ulkomailla

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	113	113	0 %	120	120	0 %	128	128	0 %
Käyttökate	20,2	20,2	0 %	22,7	22,4	-1 %	25,9	24,6	-5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,2	6,2	0 %	8,6	8,1	-6 %	11,2	10,6	-5 %
Liikevoitto	6,2	6,2	0 %	8,6	8,1	-6 %	11,2	10,6	-5 %
Tulos ennen veroja	2,8	2,8	0 %	5,3	4,8	-9 %	8,2	7,6	-7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,05	0,05	0 %	0,09	0,08	-9 %	0,14	0,13	-7 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,05	0 %	0,05	0,05	0 %	0,06	0,06	-7 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Arvostuksen perusteet

Suomen liiketoiminta on maltillisesta orgaanisesta kasvustaan huolimatta vakaa kassavirtakone ja kivijalka, jonka riskiprofiili on maltillinen. Espanja on kasvutarina, jossa näemme realistiset mahdollisuudet merkittävään arvonluontiin. Liiketoiminta on kuitenkin varhaisessa vaiheessa ja kannattavuus on todistamatta. Espanjan liiketoiminta sijoittuu kasvukoriin suhteellisen korkealla riskillä. Ruotsissa Talenom epäonnistui yritysostovetoisessa kasvutarinassaan väärin strategisien ja operatiivisten valintojen takia, ja nyt Ruotsin liiketoiminta on profiililtaan käännetarina. Myös Talenom suurimmat riskit liittyvät Ruotsiin (liikearvo) erityisesti yhdistettynä konsernin korkeaan velkavipuun.

Talenomin kansainvälinen liiketoiminta kannattaa toistaiseksi heikosti Espanjassa ja surkeasti Ruotsissa, mutta molemmilla näillä liiketoiminnoilla on silti arvoa. Tästä johtuen käytämme arvonmäärityksessä pääosin osien summa -analyysia. Tämän rinnalla käytämme perinteisiä arvostuskertoimia, kassavirtatuottoa sekä rahavirtamallia. Arvostuksen haasteena on, että sijoittajat keskittyvät helppoihiin arvostuskertoimiin, joiden normalisoituminen vaatii kansainvälisien toimintojen kannattavuuden merkittävää parantumista.

Osien summa

Suomi yritys-arvo noin 112 MEUR

Talenomin selvästi arvokkain osa on Suomen ydinliiketoiminta, jonka yritys-arvoksi (EV) arvioimme 112 MEUR:n tasolle (102-122 MEUR:n haarukka). Haarukan alalaidalla liiketoiminnan EV/EBIT-kerroin on 10x ja ylälaidalla 12x vuoden 2026 ennusteillamme. Suomen

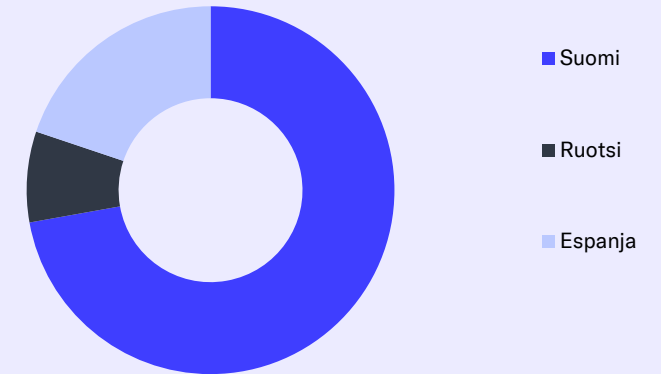
arvostuksen kehitys riippuu näkemyksemme mukaan pitkälti liiketoiminnan kasvusta sekä sen tuottamasta rahavirrasta. Tilitoimistoille hyväksyttävät arvostukset ovat olleet viime aikoina merkittävässä laskussa muun muassa tekoölymurrokseen liittyvien huolien takia, ja esimerkiksi Aallon Groupin arvostus on laskenut voimakkaasti (2026e oik. EV/EBIT 8-9x). Näemme Aallon arvostuksessa nousuvaraa ja hyväksymme Talenomille lievän preemion mielestämme vahvemman kasvunäkymän pohjalta.

Ruotsi yritys-arvo noin 12 MEUR

Ruotsin tilitoimistoliiketoiminnan yritys-arvoksi (EV) annamme arvon 12 MEUR ja arvohaarukan 10-15 MEUR, mikä pohjautuu 2026e EV/S 0,5-0,75x kertoimeen. Kerroin on lähtökohtaisesti matala, mutta Ruotsin orgaaninen kasvu on ollut pitkään negatiivista ja kannattavuus on heikko, joten ”kriisitason” hinnoittelu on mielestämme toistaiseksi perusteltua. Talenom ohjeisti Ruotsin käyttökateen olevan vuonna 2026 positiivinen ja rohkaisevia signaaleja on muitakin, mutta todistettavaa riittää edelleen. Rahavirran ollessa negatiivista liiketoiminnalle on yleensäkin hankalaa määrittää konkreettista arvoa, vaan kyse on enemmän potentiaalisesta käänteestä tai optioarvosta. Arviomme mukaan Talenom saisi kuitenkin myytyä Ruotsin liiketoiminnan vähintään haarukan alalaidalla, kun tilanne on vähintään vakautunut. Myyntikin on kuitenkin hankala, koska tase heikentyisi myyntitappion mukana merkittävästi.

Ruotsin arvoa tarkastellessa täytyy huomioida, että maalle kohdistettu liikearvo oli vuoden 2025 lopussa ~27 MEUR. Näkemyksemme mukaan liikearvoon kohdistuu selkeä alaskirjausriski ja mahdollinen alaskirjaus voisi olla tuhoisa Talenomille yhtiön korkean velkavivun takia. Tämä yhdistelmä on mielestämme osakkeen suurin riski.

Tilitoimistoliiketoiminnan arvon jakautuminen
(Inderesin näkemys, MEUR)



Maakohtaiset arvostusoletukset (2026e)

Maa	Kerroin (2026e)	EV, MEUR
Suomi	EV/EBIT 10–12x	112 (102–122)
Ruotsi	EV/S 0,5–0,75x	12 (10–15)
Espanja	EV/S 1,3–1,6x	31 (28–34)

Suomi tulokertoimella (lievä preemio vs. Aallon ~8–9x); Ruotsi ja Espanja liikevaihtokertoimella. Ruotsi ”kriisitaso”, Espanja kasvuyhtiön preemio.

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Pääomaa Ruotsiin on sitoutunut noin 49 MEUR, kun huomioimme myös liiketoiminnan tuottamat tappiot. Näitä ei olla saamassa takaisin, mutta käänteen onnistuminen pienentäisi asteittain liikearvon alaskirjausriskiä ja painetta taseelle. Tämän takia käänne ja kannattavuuden parantaminen vuonna 2026 on kriittistä.

Espanja yritysarvo noin 31 MEUR

Espanjan tilitoimistoliiketoiminnan arvotamme 31 MEUR:oon tai haarukalla 28-34 MEUR:oon (EV). Espanjassa kasvutarina etenee varsin hyvin ja kannattavuus on nousussa yskähdyksistä huolimatta. Pidämme tätä yhdistettynä voimakkaaseen kasvuun, selkeään parannuspotentiaaliin ja valtavaan markkinapotentiaaliin perusteena korkeammille arvostuskertoimille (2026 EV/S 1,3-1,6x). Tämä heijastelee myös Espanjan selkeää kasvuprofilia. Espanjassa aiemmista virheistä Ruotsissa on otettu oppia ja yritysostovetoisella tarinalla on kaikki edellytykset luoda arvoa, mitä kautta pidämme lisäpanostuksia maahan hyvin perusteltuina. Tarina on kuitenkin pahasti kesken, eikä menestys Espanjassakaan ole taattua.

Espanjaan kohdistuva liikearvo oli 16,5 MEUR vuoden 2025 lopussa, ja alkuvuoden yritysostojen jälkeen tämä lienee kokoluokassa 18 MEUR. Kokonaisuudessaan maahan sitoutunut pääoma on arviomme mukaan nyt kokoluokassa 34 MEUR (2025: ~30 MEUR). Espanjan osalta emme näe tasearvojen kanssa ongelmia, mutta arvonluonnin kannalta Espanjan on tärkeää päästä kiinni kannattavaan kasvuun. Liiketoiminnan voimakkaan kasvun rinnalle täytyy saada jatkuvasti parantuvat marginaalit.

Velat ja osien summan yhteenveto

Talenomin korollinen velka on arviomme mukaan noin 75

MEUR vuoden 2026 lopussa (haarukka 70-80 MEUR), mikä ei huomioi IFRS 16-velkaa. Virallisesti velkaa on vielä merkittävästi enemmän, mutta tämä on ”todellista” velkaa rahoituslaitoksilta. Vuoden aikaiseen kehitykseen vaikuttavat kuitenkin yhtiön pääoman allokoitpäätökset kuten yritysostot ja osinko. Hallituksella on valtuutus maksaa 0,02 €/osake osinkoa oman harkintansa mukaan (0,03 €/osake maksettu). Korkean velkavivun takia yhtiön markkina-arvossa on valtava ero negatiivisen (1,3 €/osake) ja positiivisen (2,2 €/osake) skenaarion välillä, mutta näiden keskiarvo on edelleen noin 1,8 €/osake. Velkavivun takia Talenom on herkkä korkojen liikkeille.

Arvostuskertoimet ja rahavirta

Talenomin perinteiset tulos pohjaiset arvostuskertoimet (2026e oik. EV/EBIT 21x ja P/E 26x) ovat korkeita, kun kansainvälisen liiketoiminnan tuloskontribuutio on olematon ja velkaa on paljon. Näkemyksemme mukaan tämä rajoittaa osakkeen nousuvaraa, varsinkin kun sijoittajien luottamus yhtiöön on tällä hetkellä heikko. Vuoden 2027 ennusteilla kertoimet (EV/EBIT 15x ja P/E 14x) näyttävät jo merkittävästi houkuttelevimmilta, ja nämä ovat oleellisia ajatellen osakekurssia 12 kuukauden päästä. Silti konsernitason arvostuskertoimilla Talenomia ei voi pitää edullisena.

Talenomin liiketoiminta tuottaa selvästi raportoitua tulosta vahvempaa rahavirtaa, mikä on alhaisen tulostason yhtiössä keskeinen arvostuskysymys. IFRS 16 -muodossa (vuokranmaksu rahoituksen rahavirrassa) arvioimme vapaan rahavirran investointien ja korkokulujen jälkeen olevan noin 6 MEUR vuonna 2026: poistojen ja investointien erotus on noin 4 MEUR, eli nettotuloksen (2026e noin 2 MEUR) päälle tulee noin 4 MEUR ei-kassavirtaisia eriä.

Osien summan yhteenveto

Maakohtainen arvo (EV, MEUR)	Alalaita	Keskiarvo	Ylälaita
Suomi	102	112	122
Ruotsi	10	12	15
Espanja	28	31	34
Yhteensä	140	155	171
Korolliset velat (MEUR, 2026e)	80	75	70
Markkina-arvo (MEUR)	60	80	101
Osakemäärä (milj. kpl)	45,6	45,6	45,6
Osakekohtainen arvo	1,3 €	1,8 €	2,2 €

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,16	1,16	1,16
Osakemäärä, milj. kpl	45,6	45,6	45,6
Markkina-arvo	53	53	53
Yritysarvo (EV)	127	122	116
P/E (oik.)	25,6	13,9	8,8
P/E	25,6	13,9	8,8
P/B	1,4	1,4	1,2
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	6,3	5,5	4,7
EV/EBIT (oik.)	20,6	15,2	10,9
Osinko/tulos (%)	110 %	59,9 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,3 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/3

On kuitenkin huomattava, että toimitilavuokrat (~4 MEUR/v) maksetaan IFRS 16:n mukaan rahoituksen rahavirrassa eivätkä sisälly tähän lukuun. Näistä oikaistuna vapaa rahavirta on noin 2 MEUR eli käytännössä nettotuloksen tasolla. Olennaisin havainto on, että investoinneista noin 3,6 MEUR on yritysostoja eli kasvuinvestointia. Ilman niitä liiketoiminnan generoima ylläpitorahavirta on merkittävästi vahvempi, arviomme mukaan noin 9-10 MEUR ennen vuokria (IFRS 16) ja noin 5-6 MEUR vuokrien (operatiivinen) jälkeen. Suhteessa yhtiön nykyiseen markkina-arvoon (noin 53 MEUR) tämä on erittäin vuolasta – orgaaninen vapaa rahavirta vastaa karkeasti 10-15 %:n tuottoa vuokraohtelusta riippuen. Alhaisen tulostason vuoksi ero rahavirtaan on erittäin suuri, ja arvostus näyttää hyvin erilaiselta riippuen siitä, katsotaanko nettotulosta (P/E korkea) vai vapaata rahavirtaa (P/FCF maltillinen). Pidämme rahavirtaa pitkällä aikavälillä ratkaisevampana arvonmäärityksen ankkurina kuin jaksotettua tulosta.

Kassaan asti rahavirta ei kuitenkaan pääse, sillä se kuluu pitkälti toimitilavuokriin, korkokuluihin, velanhoitoon sekä tulokseen nähden korkeaan osinkoon. Epäilemme, ettei yhtiö pyri aktiivisesti lyhentämään velkaa, vaan parantamaan velanhoitokykyä ensisijaisesti tulosta kasvattamalla. Nykyisellä kurssitasolla yhtiön ei mielestämme kannattaisi maksaa osinkoa, vaan velanhoidon jälkeen mahdollisesti palautettava pääoma kannattaisi ohjata omien osakkeiden ostoon. Korkea velkaantuneisuus (nettovelka/käyttökate ~4x) puoltaisi kuitenkin ensisijaisesti taseen vahvistamista ennen pääoman palautusta. Talenom haluaa joka tapauksessa profiloitua myös hyväksi osingonmaksajaksi, minkä takia odotamme osingonvirran jatkuvan varsin vuolaana.

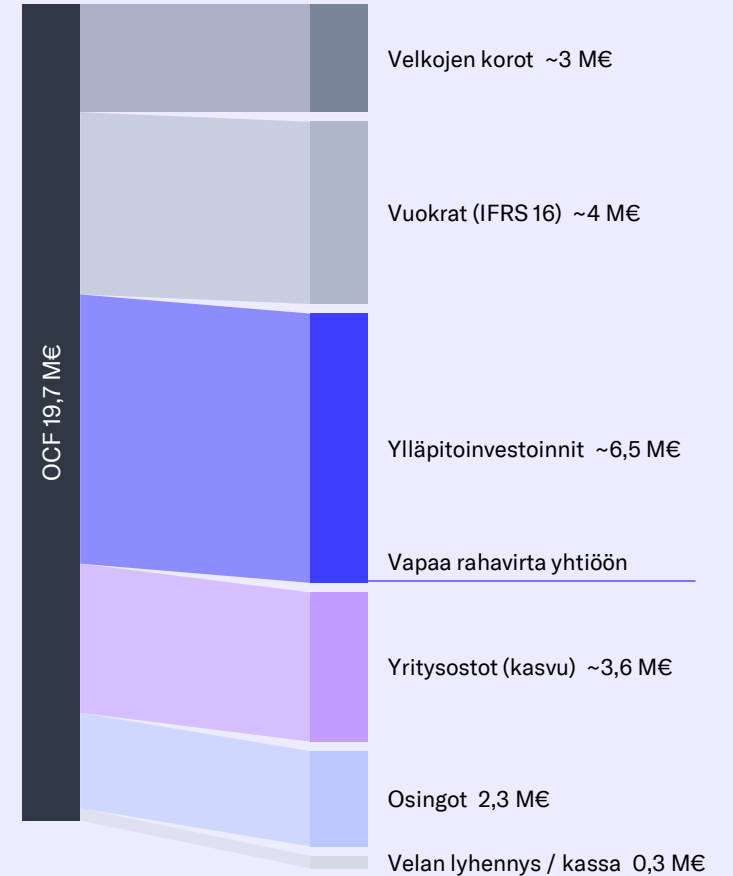
Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (DCF) on arvostuksessa merkittävässä roolissa. Ennustaminen on vaikeaa erityisesti pitkälle aikavälillä, mutta realistisella skenaariolla saamme osakkeen DCF-arvoksi 2,0 euroa. Arvoa ajavat oletukset pitkän aikavälin kasvusta ja kannattavuudesta, missä avaintekijä on kansainvälistymisen onnistuminen. Jos Talenom onnistuisi toistamaan osan Suomen menestyksestä Espanjassa, markkina tarjoaisi kasvualustan vuosikymmeniksi. Olemme asettaneet terminaalijakson kasvuodotuksen 2,0 %:n tasolle ja olettaneet liikevoittomarginaalin asettuvan 9,0 %:n tasolle, mikä on erittäin alhainen suhteessa huippuihin mutta vaativa nykytasoon nähden. Suomen liikevoittomarginaali oli yli 15 % vuonna 2025, mutta kansainvälinen toiminnat tappiot painavat konsernin liikevoittomarginaalin 5 %:iin.

Olemme käyttäneet laskelmassa 9,6 %:n oman pääoman kustannusta ja vieraan pääoman kustannukseksi 4,5 % (tällä hetkellä selvästi alempi), mitä kautta pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) asettuu 8,1 %:n tasolle. Talenomien Suomen liiketoiminnalle nämä olisivat mielestämme korkeita tasoja, mutta erityisesti Ruotsin heikko kehitys on nostanut riskiprofiilia voimakkaasti. DCF-laskelman terminaalien paino (54 %) on mielestämme maltillinen huomioiden yhtiön kehitysvaihe. Tekoälymurros tekee pitkän aikavälin ennustamisesta kuitenkin erittäin vaikeaa ja nostaa voimakkaasti epävarmuutta myös kassavirtalaskelmaan liittyvään arvostukseen.

Rahavirran allokaatio 2026e

Mihin operatiivinen rahavirta (~19,7 M€) Inderesin arvion mukaan ohjautuu?

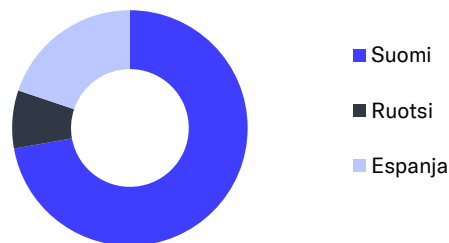


OCF = käyttökate – verot ± käyttöpääoma (ennen rahoituskuluja). Korot ja IFRS 16 -vuokra esitetty käyttökohteina. Lähde: Inderes-arvio 2026e.

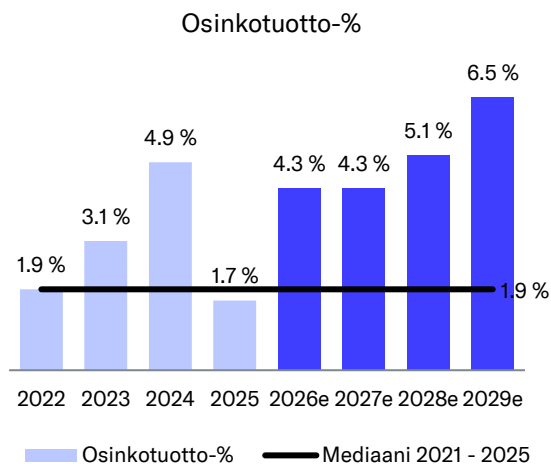
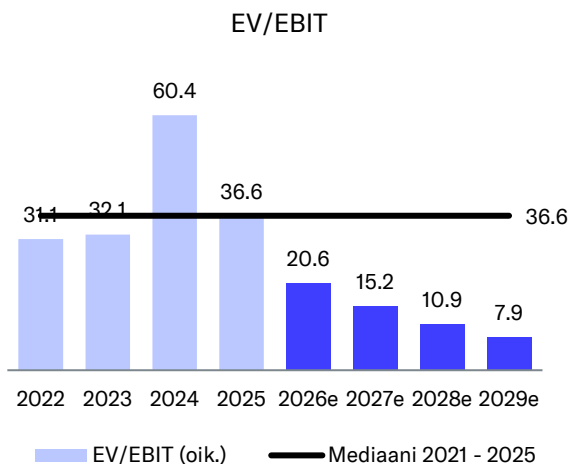
Arvostuksen yhteenveto

Talennomin osien summa

Maakohtainen arvo (EV, MEUR)	Alalaita	Keskiarvo	Ylälaita	Menetelmä
Suomi	102	112	122	2026e EV/EBIT 10-12x
Ruotsi	10	12	15	2026e EV/S 0,5-0,75x
Espanja	28	31	34	2026e EV/S 1,3-1,6x
Yhteensä	140	155	171	
Korolliset velat (MEUR, 2026e)	80	75	70	
Markkina-arvo (MEUR)	60	80	101	
Osakemäärä (milj. kpl)	45,6	45,6	45,6	
Osakekohtainen arvo	1,3 €	1,8 €	2,2 €	



Tulosperhainen arvostus ja osinkotuotto



Rahavirtapohjainen arvostus

Mitä "FCF-tuotto" tarkoittaa? (2026e)

FCF-tuotto = vapaa kassavirta ÷ markkina-arvo (~53 M€). Luku riippuu ratkaisevasti siitä, mikä FCF valitaan:

Vapaa kassavirta	M€	Tuotto
Kaikki investoinnit vuokrien jälkeen	2,6	4,9 %
Kaikki investoinnit ennen vuokria	6,5	12,3 %
Orgaaninen, vuokrien jälkeen	6,2	11,7 %
Orgaaninen, ennen vuokria	10,1	19,1 %

Velaton vertailu: FCFF ÷ yritysarvo (~127 M€) = ~6-7 %

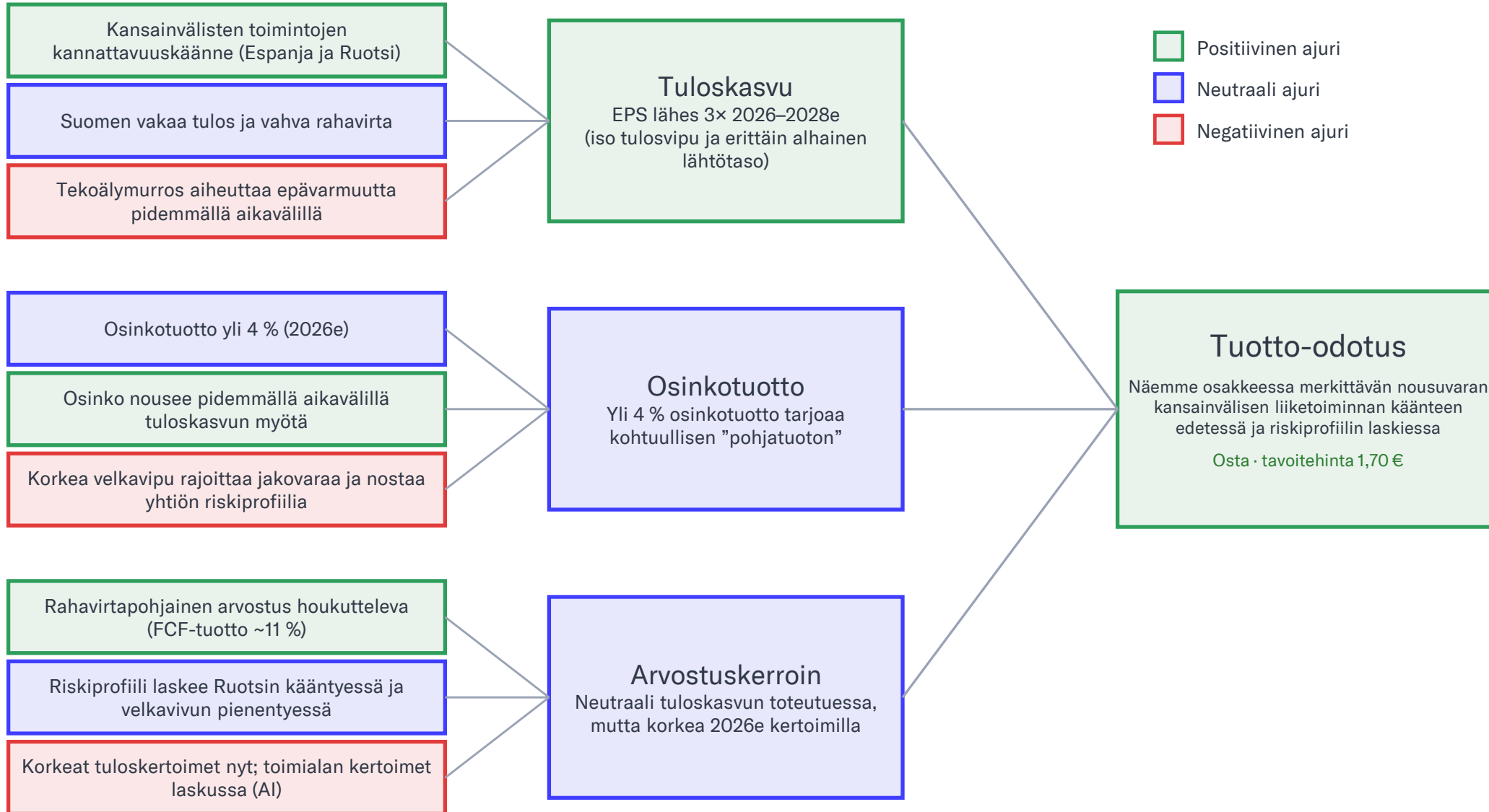
Ero 11 % vs. ~6 % heijastaa korkeaa velkavipua.

Pääluku: orgaaninen, vuokraoikaistu ~12 %. Korkea oman pääoman FCF-tuotto kertoo myös pienestä markkina-arvosta suhteessa velkaan.

Laskettu markkina-arvolla 1,16 € (osakekurssi) × 45,6 milj. osaketta.

Lähde: Inderes

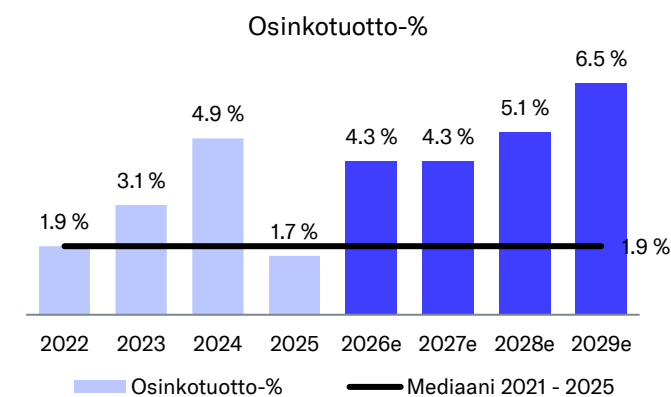
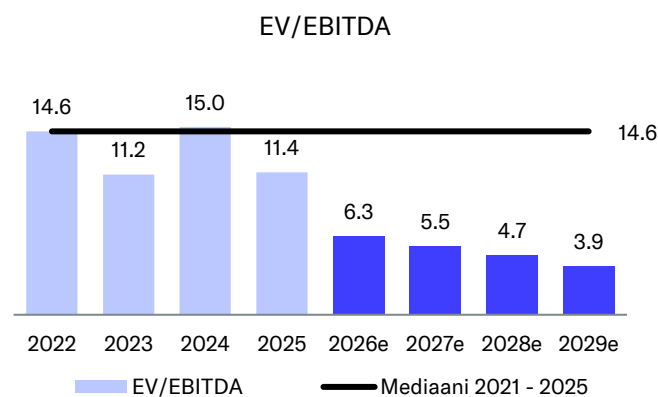
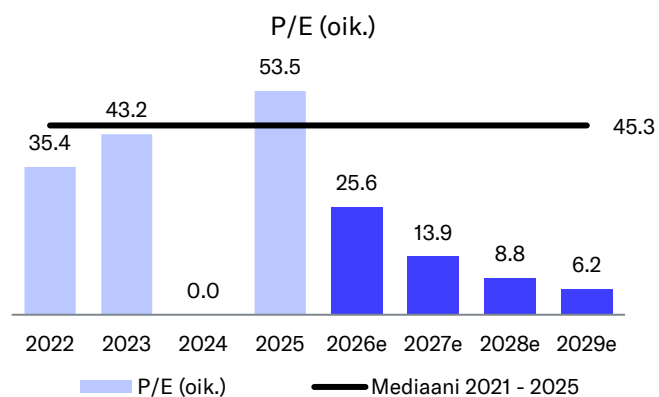
Osaketuoton ajurit



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	11,7	9,39	6,20	4,06	3,03	1,16	1,16	1,16	1,16
Osakemäärä, milj. kpl	43,8	44,5	45,4	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6	45,6
Markkina-arvo	512	420	282	185	138	53	53	53	53
Yritysarvo (EV)	552	475	357	273	216	127	122	116	108
P/E (oik.)	47,5	35,4	43,2	>100	53,5	25,6	13,9	8,8	6,2
P/E	47,5	35,4	83,7	>100	69,7	25,6	13,9	8,8	6,2
P/B	11,5	7,5	5,0	3,4	3,7	1,4	1,4	1,2	1,1
P/S	6,2	4,1	2,3	1,8	1,3	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	6,7	4,6	2,9	2,6	2,0	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	19,9	14,6	11,2	15,0	11,4	6,3	5,5	4,7	3,9
EV/EBIT (oik.)	37,4	31,1	32,1	60,4	36,6	20,6	15,2	10,9	7,9
Osinko/tulos (%)	69,0 %	68,3 %	256,6 %	4906,3 %	115,0 %	110,3 %	59,9 %	45,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,9 %	3,1 %	4,9 %	1,7 %	4,3 %	4,3 %	5,1 %	6,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e
Aallon Group	33	37	8,1	6,8	5,8	5,1	0,9	0,8	9,3	8,2	2,9	3,0
Admicom	128	116	9,6	7,8	9,9	7,3	3,0	2,6	12,6	11,2	1,2	1,7
Administer	37	45		22,6	6,5	4,8	0,4	0,4			2,3	2,9
Enento	346	490	14,4	12,9	8,9	8,4	3,1	3,0	15,8	13,6	7,0	7,1
Fondia	19	17	8,4	7,5	6,2	5,7	0,7	0,6	12,0	11,0	5,9	5,9
Vincit	15	14	9	6	3	2	0,2	0,2	15	9	7,6	9,8
Gofore	165	181	9,5	7,5	7,5	6,0	0,8	0,7	13,5	10,3	5,0	5,2
Etteplan	199	260	10,4	8,7	7,1	6,0	0,7	0,7	12,1	10,3	2,7	3,7
Talenom (Inderes)	53	127	20,6	15,2	6,3	5,5	1,1	1,0	25,6	13,9	4,3	4,3
Keskiarvo			10,0	9,9	6,8	5,7	1,2	1,1	12,9	10,5	4,3	4,9
Mediaani			9,5	7,6	6,8	5,8	0,8	0,7	12,6	10,3	4,0	4,5
Erotus-% vrt. mediaani			117 %	100 %	-7 %	-6 %	49 %	47 %	104 %	35 %	9 %	-4 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

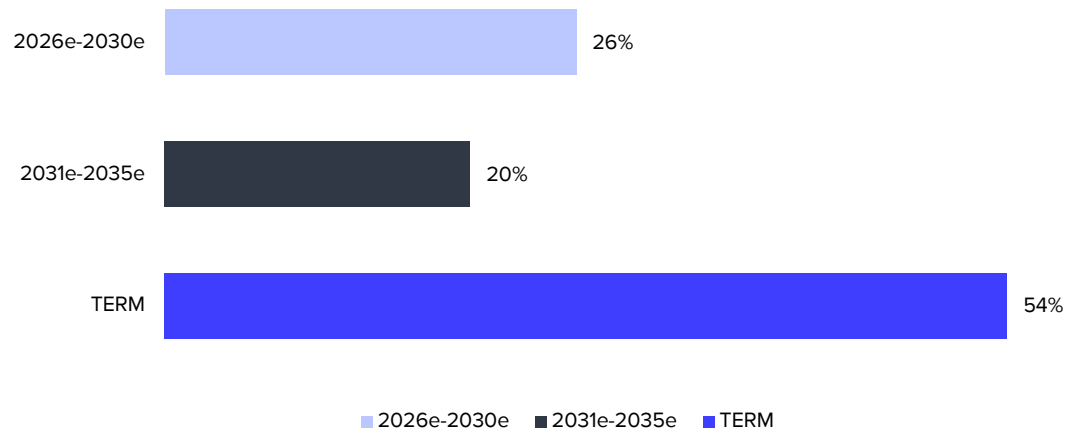
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	1,8 %	5,2 %	6,2 %	6,7 %	6,2 %	5,4 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,9 %	5,5 %	6,7 %	8,3 %	10,0 %	10,8 %	11,2 %	10,0 %	9,5 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Liikevoitto	5,3	6,2	8,1	10,6	13,6	15,5	16,9	15,7	15,4	15,0	15,3	
+ Kokonaispoistot	13,7	14,0	14,3	13,9	14,1	13,1	12,0	11,2	10,4	11,2	11,5	
- Maksetut verot	-1,6	-0,7	-1,0	-1,6	-2,3	-2,8	-3,1	-2,9	-2,9	-2,8	-2,9	
- verot rahoituskuluista	1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ 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	-2,1	1,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	16,4	20,0	21,0	22,6	25,1	25,6	25,6	23,8	22,7	23,2	23,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	17,8	-11,5	-11,6	-11,7	-11,8	-11,4	-11,6	-11,9	-12,2	-12,0	-12,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	33,5	8,5	9,4	10,9	13,3	14,2	14,1	12,0	10,5	11,2	11,5	
+/- Muut	-30,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,5	8,0	9,4	10,9	13,3	14,2	14,1	12,0	10,5	11,2	11,5	194
Diskontattu vapaa kassavirta		7,7	8,3	9,0	10,1	10,0	9,1	7,2	5,8	5,8	5,5	92,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		171	163	155	146	136	126	116	109	103	97,7	92,2
Velaton arvo DCF		171										
- Korolliset velat		-84,7										
+ Rahavarat		7,0										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,3										
Oman pääoman arvo DCF		90,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,0										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,70 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %

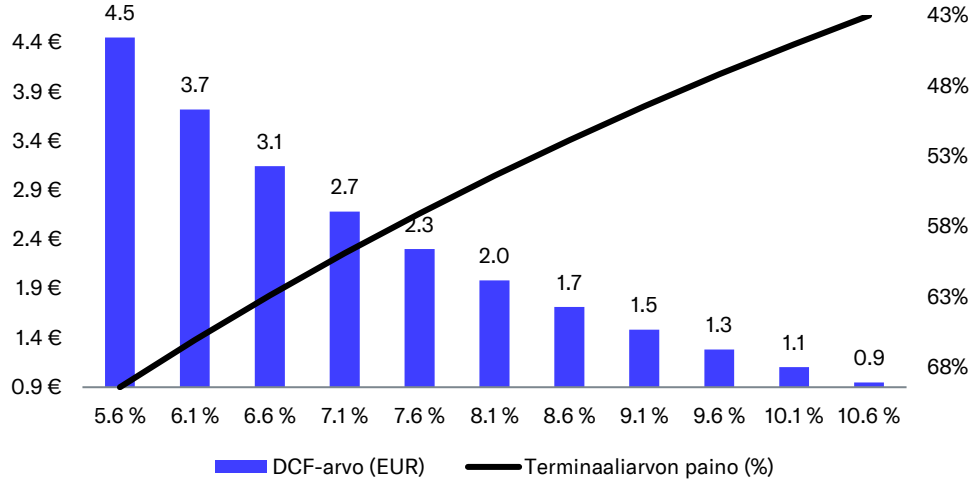
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

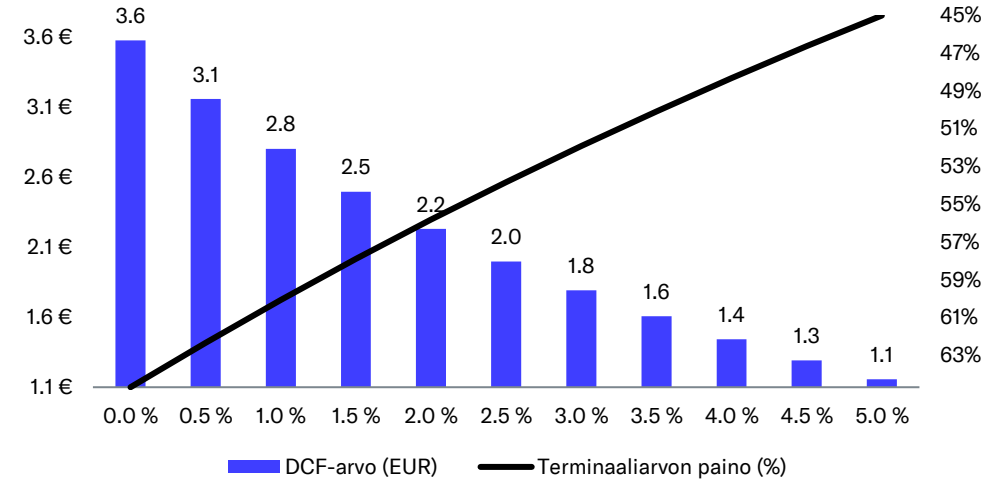


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

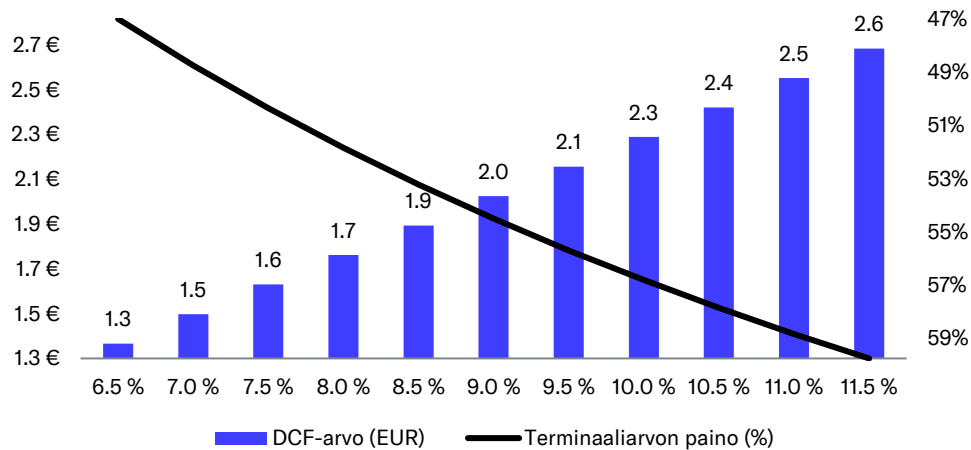
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



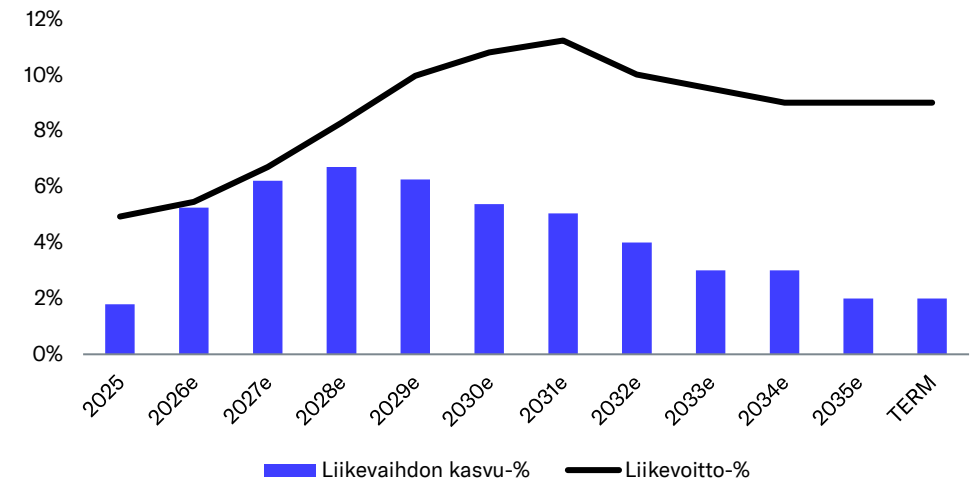
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	121,7	105,7	107,6	113,3	120,3
Käyttökate	31,9	18,2	19,0	20,2	22,4
Liikevoitto	8,0	4,5	5,3	6,2	8,1
Voitto ennen veroja	4,3	0,0	1,5	2,8	4,8
Nettovoitto	3,4	0,2	2,0	2,1	3,8
Kertaluontoiset erät	-3,2	0,0	-0,6	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	175,7	178,0	147,1	144,8	143,6
Oma pääoma	55,8	54,4	37,6	37,4	38,9
Liikearvo	66,6	68,6	67,3	68,8	70,3
Nettovelat	75,2	87,6	77,7	74,0	69,5

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	31,9	18,2	19,0	20,2	22,4
Nettokäyttöpääoman muutos	0,6	-5,8	-2,1	1,4	0,2
Operatiivinen kassavirta	31,1	10,4	16,4	20,0	21,0
Investoinnit	-43,5	-17,7	17,8	-11,5	-11,6
Vapaa kassavirta	-14,6	-7,3	3,5	8,0	9,4

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	2,9	2,6	2,0	1,1	1,0
EV/EBITDA	11,2	15,0	11,4	6,3	5,5
EV/EBIT (oik.)	32,1	60,4	36,6	20,6	15,2
P/E (oik.)	43,2	>100	53,5	25,6	13,9
P/B	5,0	3,4	3,7	1,4	1,4
Osinkotuotto-%	3,1 %	4,9 %	1,7 %	4,3 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,07	0,00	0,04	0,05	0,08
EPS (oikaistu)	0,14	0,00	0,06	0,05	0,08
Operat. Kassavirta / osake	0,68	0,23	0,36	0,44	0,46
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,32	-0,16	0,08	0,18	0,21
Omapääoma / osake	1,23	1,19	0,82	0,82	0,85
Osinko / osake	0,19	0,20	0,05	0,05	0,05

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	19 %	-13 %	2 %	5 %	6 %
Käyttökateen kasvu-%	-2 %	-43 %	4 %	6 %	11 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-27 %	-59 %	31 %	5 %	30 %
EPS oik. kasvu-%	-46 %	-97 %	1289 %	-20 %	84 %
Käyttökate-%	26,2 %	17,2 %	17,6 %	17,8 %	18,6 %
Oik. Liikevoitto-%	9,1 %	4,3 %	5,5 %	5,5 %	6,7 %
Liikevoitto-%	6,5 %	4,3 %	4,9 %	5,5 %	6,7 %
ROE-%	6,0 %	0,3 %	4,3 %	5,5 %	10,0 %
ROI-%	6,1 %	3,2 %	3,9 %	5,2 %	7,0 %
Omavaraisuusaste	31,8 %	30,6 %	25,6 %	25,9 %	27,1 %
Nettovelkaantumisaste	134,7 %	161,1 %	206,8 %	198,1 %	178,6 %
Nettovelka/käyttökate	2,4	4,8	4,1	3,7	3,1
EBITDA/nettorahoituskulut	8,6	4,0	5,1	5,9	6,9

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 esittäjensä 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 tulevastta. 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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 suosituksen 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 laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes 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 laiteinen 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
3.8.2022	Vähennä	12,50 €	12,30 €
26.10.2022	Vähennä	9,50 €	9,39 €
1.2.2023	Vähennä	9,00 €	9,09 €
27.3.2023	Lisää	9,00 €	7,69 €
21.4.2023	Lisää	8,80 €	7,88 €
24.7.2023	Lisää	8,00 €	6,96 €
13.10.2023	Osta	6,00 €	4,65 €
23.10.2023	Osta	6,00 €	4,70 €
28.12.2023	Lisää	6,50 €	6,03 €
2.2.2024	Vähennä	6,30 €	6,20 €
19.3.2024	Osta	6,30 €	5,18 €
19.4.2024	Lisää	6,30 €	5,60 €
22.7.2024	Lisää	6,00 €	5,28 €
20.8.2024	Osta	5,60 €	4,38 €
10.10.2024	Osta	5,30 €	4,34 €
1.11.2024	Osta	5,20 €	3,63 €
31.1.2025	Osta	4,60 €	3,53 €
25.4.2025	Osta	4,60 €	3,46 €
21.7.2025	Lisää	4,20 €	3,65 €
20.10.2025	Vähennä	3,80 €	3,60 €
1.12.2025	Osta	3,80 €	3,02 €
19.12.2025	Lisää	3,40 €	3,02 €
24.2.2026	Osta	3,00 €	2,28 €
Talenomin jakautuminen: Talenom / Easor			
3.3.2026	Lisää	1,90 €	1,67 €
12.3.2026	Osta	1,70 €	1,42 €
7.5.2026	Osta	1,80 €	1,33 €
18.6.2026	Osta	1,70 €	1,16 €



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.**