

AALLON GROUP

22.9.2026 07.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Yritystovetoista kasvua tekoälymurroksen keskellä

Toistamme Aallon Groupin lisää-suosituksen ja 10,5 euron tavoitehinnan. H1'26:lla nähty kannattavuusparannus kertoo yhtiön läpiviedyn organisaatiouudistuksen alkavan kantaa hedelmää, ja lisää tehoja haetaan käynnistetyllä lean-kehitysohjelmalla. Viime vuosien hidas orgaaninen kasvu ja tekoälymurrokseen liittyvä epävarmuus ovat painaneet osakkeen arvostuksen hyvin matalaksi (2026e-2027e EV/EBIT 9x-7x) ja odotukset tulevan kehityksen suhteen ovat hyvin vaatimattomia. Tämä tekee riski-tuottosuhteesta mielestämme houkuttelevan, sillä uskomme yhtiön jatkavan aktiviteettia yritysostorintamalla ja Suomen talouden orastava piristyminen voi alkaa myös asteittain tukea kehitystä ensi vuodesta alkaen.

Tekoälymurros luo epävarmuutta defensiivisen kasvun ylle

Aallon Groupin sijoitusprofiili on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen, sillä yhtiössä yhdistyy tilitoimistoliiketoiminnan defensiivinen ja vakaa luonne, minkä päälle kasvua vauhditetaan systemaattisella yritysostostrategialla. Strategia on tuottanut myös tuloksia, kun vuosien 2018-2025 välillä liikevaihto on kasvanut keskimäärin 14,5 % vuodessa. Liikevaihdosta valtaosa on jatkuvaa, mikä heijastelee hyvin ennustettavaa liiketoimintaa pitkien asiakassuhteiden ansiosta. Liiketoiminnan pääoman tuotto on hyvällä tasolla ja kassavirta vuolasta. Lisäksi yhtiön vahva tase antaa selkänojaa kasvustrategian toteuttamiseen. Käynnissä oleva tekoälymurros tuo kuitenkin koko tilitoimistotoimialan pidemmän aikavälin näkymään merkittävää epävarmuutta. Se yhtäältä tehostaa rutiineja ja kasvattaa lisäarvopalveluiden roolia, mutta toisaalta painaa perinteisen kirjanpidon hinnoittelua. Aallon Group on mielestämme hyvissä asemissa vastaamaan murrokseen, mutta lopputulema on vaikeasti ennustettavissa ja näkyy jo nyt toimialan laskeneissa hyväksyttävissä arvostuskertoimissa.

Tilitoimistomarkkina konsolidoituu askel kerrallaan

Tilitoimistoala Suomessa on edelleen fragmentoitunut, sillä

arviomme mukaan 10 suurinta toimijaa pitää hallussaan noin 45 % 1,5 miljardin euron kokonaismarkkinasta. Toimialan trendien valossa askel kerrallaan etenevä konsolidaatio tulee kuitenkin vääjäämättä jatkumaan. Aallon Groupin henkilöstölähtöinen ja asiakaskeskeinen tulokulma antavat yhtiölle hyvät edellytykset markkinaosuuden (2025: n. 2,7 %) kasvattamiseen jatkossakin.

Tällä hetkellä kasvu yritysostojen harteilla

Tänä vuonna Aallon Groupin kasvu (2026e +5 %) on yritysostojen harteilla, sillä isännöintialaan liittyvä asiakaspoistuma painaa kehitystä myös H2:lla. Suomen taloudesta on viime aikoina saatu merkkejä käänteestä parempaan, mikä vaikuttaa tilitoimistoalalle kuitenkin viiveellä. Kannattavuuden puolella (2026e oik. käyttökate 16,6 %) organisaatiouudistuksen läpivienti tukee kehitystä ja lisää tehoja haetaan käynnistetyllä lean-kehitysohjelmalla. Sen onnistunut läpivienti on myös edellytys tekoäly- ja automaatoratkaisujen tehokkaaseen käyttöönottoon konsernitasolla.

Arvostus näyttää hyvin matalalta

Tekoälymurroksen aiheuttamaa epävarmuutta on tänä vuonna hinnoiteltu voimakkaasti niin Aallon Groupin kuin monien muiden pörssin palveluyhtiöiden arvostuksiin. Osaltaan Aallon Groupin arvostusta painaa näkemyksemme mukaan tällä hetkellä yhtiön negatiivinen orgaaninen kasvu. Ennusteillamme Aallon Groupin vuoden 2026 oikaistu P/E-kerroin on 9,7x ja EV/EBIT 8,7x. Kertoimet ovat mielestämme hyvin maltillisia ja mielestämme odotukset tulevan kehityksen suhteen on painettu hyvin vaatimattomiksi. Vuodelle 2027 arvostus (P/E 8,7x) painuu jo erittäin matalaksi, mikäli ennustamamme lievä tuloskasvu tulee läpi. Osin tämän pitäisi toteutua jo tehtyjen yritysostojen avulla. Uskomme yhtiön yritysostostrategian luovan arvoa ja sen johdonmukaisen toteuttamisen nostavan yhtiön käypää arvoa tulevina vuosina.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehintaa:

10,50 EUR

(aik. 10,50 EUR)

Osakekurssi:

9,30 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	39,6	41,8	43,0	43,4
kasvu-%	12,9 %	5,4 %	2,8 %	1,0 %
EBIT oik.	4,1	4,7	5,0	5,3
EBIT-% oik.	10,4 %	11,3 %	11,7 %	12,3 %
Nettotulos	2,3	2,4	2,8	3,1
EPS (oik.)	0,90	0,96	1,07	1,15

P/E (oik.)	11,8	9,7	8,7	8,1
P/B	2,5	2,0	1,8	1,6
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,7 %	2,8 %	2,9 %
EV/EBIT (oik.)	11,5	8,7	7,4	6,4
EV/EBITDA	7,7	6,2	5,6	4,9
EV/Liikevaihto	1,2	1,0	0,9	0,8

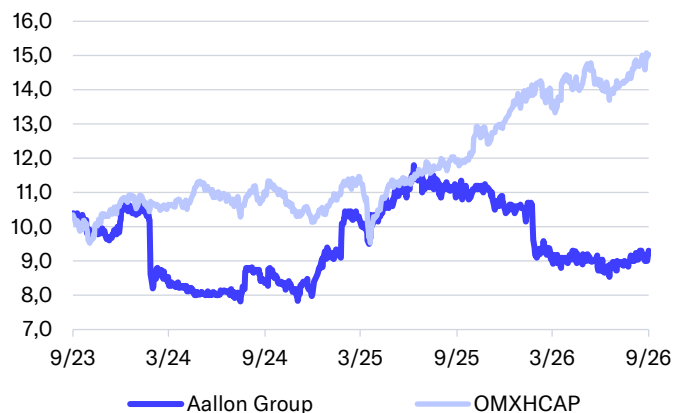
Lähde: Inderes

Ohjeistus

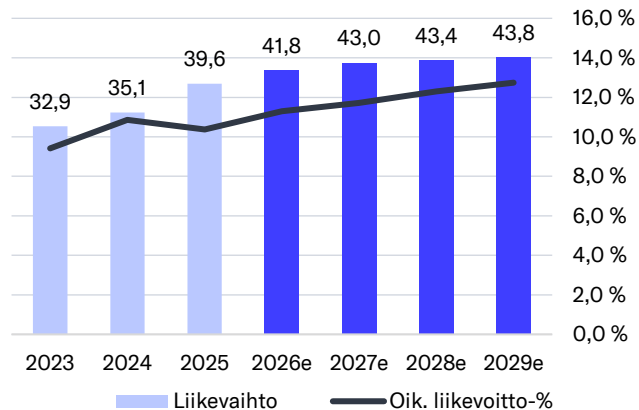
(Ennallaan)

"Yhtiö tavoittelee keskipitkällä tarkastelujaksolla keskimäärin 15-20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua ja kasvavaa käyttökateprosenttia."

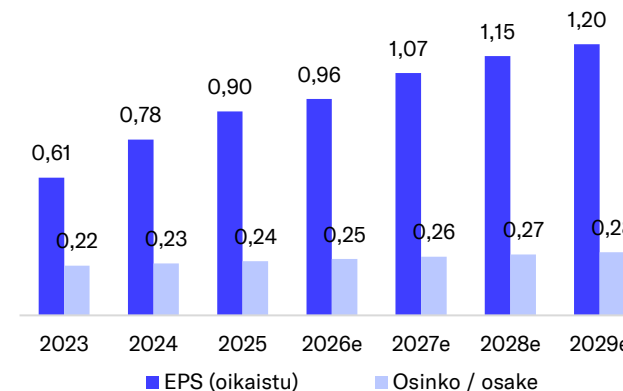
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Toimivaksi todetun yritysostostrategian jatkuva toteuttaminen
- Organisaatiouudistuksella haetaan lisää tehoja ja skaalaetuja kasvaneesta kokoluokasta
- Kannattavuudessa parannusvaraa digitaalisten prosessien, tekoälyn ja automaation tehostaessa toimintaa
- Defensiivinen ja vahvaa rahavirtaa luova liiketoimintamalli

Riskitekijät

- Pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen ja ostokohteiden riittävyyteen
- Yritysostojen integraatioon ja asiakaspoistumaan liittyvät riskit
- Tekoälyn vaikutukset tilitoimistoalalle
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Orgaaninen kasvu osin riippuvaista Suomen talouden kehityksestä

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,30	9,30	9,30
Osakemäärä, milj. kpl	3,82	3,82	3,82
Markkina-arvo	36	36	36
Yritysarvo (EV)	41	38	34
P/E (oik.)	9,7	8,7	8,1
P/E	14,8	12,5	11,3
P/B	2,0	1,8	1,6
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,2	5,6	4,9
EV/EBIT (oik.)	8,7	7,4	6,4
Osinko/tulos (%)	39,8 %	34,9 %	32,9 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,8 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Sijoitus- ja riskiprofiili	9-11
Toimiala	12-16
Strategia	17-21
Taloudellinen tilanne	22-24
Ennusteet	25-28
Arvonmäärittäminen	29-31
Taulukot	32-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

Aallon Group lyhyesti

Aallon Group on yksi Suomen suurimmista tilitoimistoista, joka tarjoaa tilitoimistopalveluja Suomessa 26 paikallisesti palvelevasta toimistosta. Yhtiön tarkoituksena on tarjota suuren tilitoimiston osaaminen ja asiantuntemus paikallisella ja kasvollisella palvelulla.

2019

Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen

39,6 MEUR (+13 % vs. 2024)

Liikevaihto 2025

+14,5 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2018-2025

4,1 MEUR (10,4 % lv:sta)

EBITA 2025

434

Henkilöstö H1'26 lopussa

>8000

Asiakkaiden lukumäärä

2019

Konsernin perustamisvuosi ja listautuminen

Ensimmäiset kaksi pienempää yritysostoa

2020-2022

Yritysostotahti rauhallinen koronapandemian aikaan

Vauhti kiihtyy merkittävästi vuosina 2021-2022, jolloin tehtiin yhteensä 16 yritysostoa

2023-2024

Vuonna 2023 kustannusinflaatio painaa kannattavuutta

Yhteensä 10 yritysostoa vuosina 2023-2024

Kannattavuuskehitys saadaan oikeille urille vuoden 2024 aikana

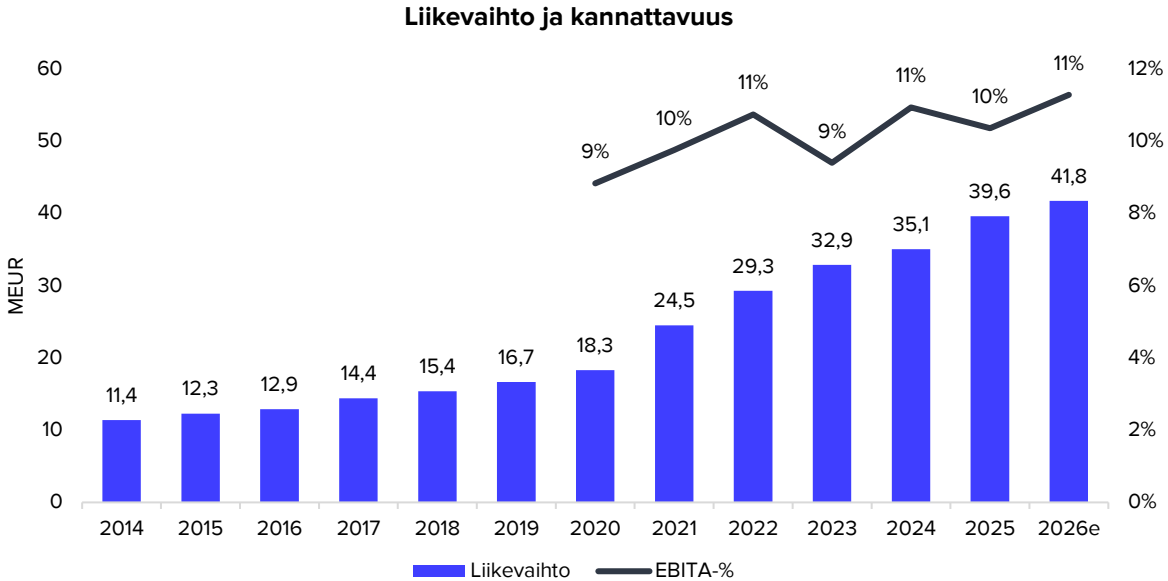
2025-2026

Organisaatiouudistuksen läpivienti

Oman kirjanpito-ohjelmiston kehitystyön aloittaminen

Tähän mennessä yhteensä 14 yritysostoa vuosina 2025-2026

Lean-kehitysohjelman käynnistys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Suomen tilitoimistoalan aktiivinen yhdistelijä

Aallon Group on alun perin kuudesta pitkäikäisestä ja paikallisesti merkittävästä tilitoimistosta muodostettu konserni, joka tarjoaa tilitoimistopalveluita ja niitä tukevia asiantuntijapalveluita Suomessa. Tilitoimistoalan konsolidaatiokehityksen edetessä nämä kuusi yrittäjähenkilöstä tilitoimistoa päättivät yhdistää voimansa sen sijaan, että olisivat päätyneet suurempien kilpailijoiden tai pääomasijoittajien ostettaviksi. Päätös yhdistymisestä tehtiin elokuussa 2018 ja juridisesti yhdistyminen toteutettiin maaliskuussa 2019 osakevaihdolla, jossa yhdistyvät tilitoimistot siirtyivät Aallon Groupin kokonaan omistamiksi tytäryhtiöiksi. Yhtiö listautui First North -listalle huhtikuussa 2019.

Aallon Group on aktiivisesti mukana toimialan konsolidaatiossa ja haluaa tarjota tilitoimistoille hyvän kodin kasvaa ja kehittyä. Listautumisen jälkeen yhtiö on toteuttanut jo 44 yritysjärjestelyä. Järjestelyjä on myös pystytty tekemään maltillisilla arvostuksilla (n. 5-6x EV/EBITDA), ja yleisesti yritysostostrategia onkin ollut toimiva.

Aallon Groupin vuoden 2025 liikevaihto oli 39,6 MEUR ja vertailukelpoinen käyttökate 6,8 MEUR (17,1 % lv:sta). Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 14,5 % vuosina 2018-2025, mikä ylittää selvästi tilitoimistomarkkinan keskimääräisen kasvuvauhdin (n. 5 %) tällä ajanjaksolla. Vuosina 2021-2025 kasvu on kiihtynyt merkittävästi yritysostojen myötä, kun taas orgaaninen kasvu on ollut arviolta matalalla yksinumeroisella tasolla, ja vuonna 2025 lievästi negatiivista.

Aallon Groupin liikevaihto on lähes kokonaan jatkuvaa sopimuslaskutusta, mikä tekee yhdessä alalle tyypillisesti

pitkien asiakassuhteiden ansiosta liiketoimintamallista hyvin defensiivisen ja ennustettavan. Tämä mahdollistaa myös hyvän kannattavuuden samalla kun kirjanpitäjien työtä pystytään tehostamaan panostamalla digitaalisiin prosesseihin, automaatioon ja uusimpana erilaisiin tekoälytyökaluihin. Aallon Groupissa työskenteli H1'26 lopussa yhteensä 434 henkilöä.

Tilitoimistopalveluita lähellä asiakasta

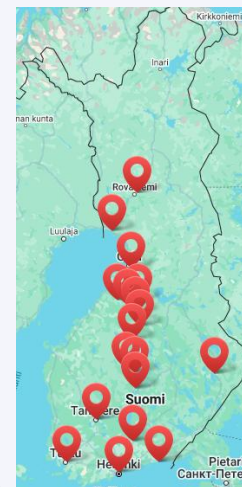
Aallon Group tarjoaa tilitoimistopalveluja ja muita asiantuntijapalveluitaan pääasiallisesti kuukausittain laskutettavana kiinteähintaisena palvelukokonaisuutena. Yhtiön toimintamallina on tuottaa palvelut lähellä asiakasta siten, että asiakkaalla on aina suora yhteys nimettyyn asiantuntijaan ja asiantuntijatiimiin, joka vastaa palveluiden tuottamisesta asiakkaalle. Yhtiöllä on tällä hetkellä toimistot 26 paikkakunnalla. Myyntiä hoidettiin aiemmin paikallisesti eri toimipisteissä avainhenkilöiden toimesta, mutta organisaatiouudistuksen myötä myyntitoimintoja on keskitetty.

Aallon Groupilla on yli 8000 asiakasta, joista valtaosa on pk-yrityksiä. Asiakaskunta on hyvin hajautunut ja 10 suurinta asiakasta muodostaa arviomme mukaan alle 10 % liikevaihdosta. Keskimääräinen laskutus per asiakas on arviomme mukaan noin 5200-5500 euroa vuodessa. Mielestämme laaja, hajautunut ja hyvin pysyvä asiakaskunta on Aallon Groupille selkeä vahvuus, mikä tuo näkyvyyttä ja jatkuvuutta liiketoimintaan. Yhtiön strategian ytimessä oleva asiakaskeskeisyys on heijastunut myös hyvinä tuloksina tehdyissä asiakastytyväisyyskyselyissä. Yhtiön hyvä maine toimialalla auttaa myös yritysostokohteista kilpailtaessa, ja moni yrityksensä myyntiin laittanut yrittäjä onkin päätenyt liittymään osaksi Aallon Groupia.



- Tavoitteena konsolidoida fragmentoitunutta tilitoimistomarkkinaa
- Laajat taloushallinnon palvelut tuotetaan lähellä asiakasta
- Digitalisaation, automaation ja tekoälyn avulla tehokkuutta kirjanpidon prosesseihin
- Asiakaskeskeisyys näkyy korkeana asiakastytyväisyytenä ja pitkinä asiakassuhteina
- Ohjelmistokehityksessä keskittyminen omaa kustannustehokkuutta ja asiakasarvoa tuottaviin järjestelmiin (Aallon Portti)
- Kirjanpito ja palkanlaskenta hoidetaan vielä pääosin valmisohjelmistoilla, mutta oma ohjelmisto kehitteillä

Asiakkaat



- Yli 8000 asiakasta
- Top 10 asiakkaat arviomme mukaan alle 10 % liikevaihdosta
- Asiakaskunta hajautunut laajasti eri sektoreille
- Suurin osa pk-yrityksiä
- Asiakassuhteet toimialalla keskimäärin todella pitkiä
- Tällä hetkellä toimipisteet 26 paikkakunnalla.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Aallon Groupin palvelut

Aallon Groupin tarjoamiin taloushallintopalveluihin kuuluvat kirjanpito, myynti- ja ostolaskujen käsittely, laskujen maksatus, sisäinen laskenta sekä vero- ja arvonlisäveroasioiden hoito. Käytännössä yhtiön palveluvalikoimaan kuuluvat siis kaikki toimialalle tyypilliset palvelut. Liikevaihdosta valtaosa tulee tyypillisistä tilitoimistopalveluista.

Palkkahallinnon palveluita yhtiö tarjoaa asiakaskohtaisesti räätälöityinä palvelukokonaisuuksina. Palkanlaskennan perusprosessien lisäksi yhtiö tarjoaa henkilöstöhallinnon asiantuntemusta. Tämä tarkoittaa esimerkiksi palkkahallinnon neuvontaa ja konsultointia sekä työsuhteiden laadintaa ja neuvontaa työsuhteisiin liittyvissä oikeudellisissa kysymyksissä.

Palveluvalikoimaan kuuluvat myös taloushallintopalveluita täydentävät neuvonantopalvelut, joita tyypillisesti myydään tuntiveloitteisena lisäpalveluna. Tällaisia palveluita ovat muun muassa veroneuvonta, lakipalvelut, työsuhdeneuvonta ja yritysjärjestelyihin liittyvä neuvonta. Lakipalveluiden laajuutta vahvisti joulukuussa 2024 ostettu Premium Groupin osto, jonka 6 henkilön lakipalvelutiimin osaamista voidaan tarjota nyt laajemmin koko konsernissa. Yhtiö tuottaa myös talouden johtamispalveluita, joihin kuuluu esimerkiksi ulkoistettuna palveluna tarjottavia controller-, talouspäällikkö- ja HR-asiantuntijapalveluita.

Aallon Groupilta löytyy myös tiettyjä toimialoja koskevaa erityisosaamista, joka mahdollistaa palveluiden tuottamisen näiden toimialojen erityispiirteet huomioon ottaen. Tällaisia toimialoja ovat IT-toimiala, pääomasijoitusyhtiöt, säätiöt, rakennusala, matkailuala ja kiinteistöyhtiöt.

Digitalisaatio ja automaatio luo tehokkuutta prosesseihin

Aallon Group hoitaa kaikki palveluprosessinsa digitaalisesti, ellei asiakkaan kanssa ole muusta sovittu. Digitaalinen taloushallintopalvelu tarkoittaa myyntilaskujen lähettämistä verkkolaskuina, ostolaskujen sähköistä vastaanottoa, tarkastusta, hyväksyntää ja maksatusta. Myös kuittien siirtäminen kirjanpitoon sekä matkalaskujen laadinta, tarkastus, hyväksyntä ja maksatus tapahtuvat digitaalisesti.

Aallon Groupin liiketoimintamallin keskeisessä osassa on yhtiön taustaprosessien kokonaisvaltainen digitalisointi ja tehostaminen. Omassa järjestelmäkehityksessä yhtiö keskittyy asiakasarvoa ja omaa kustannustehokkuutta tuottavien järjestelmien kehittämiseen. Itse kirjanpito ja palkanlaskenta on tähän mennessä hoidettu valmisohjelmistoilla, mutta yhtiö kehittää parhaillaan myös omaa kirjanpito-ohjelmistoa. Liiketoiminnan digitalisointi ja kirjanpidon rutiinitöiden automatisointi tehostavat toimintaa ja vapauttavat kirjanpitäjien aikaa lisäarvopalveluiden tarjoamiseen asiakkaille, mikä mahdollistaa kannattavuuden osittaisen skaalautumisen. Täysin digitaalisessa maailmassa asiakaskohtainen liikevaihto tyypillisesti myös kasvaa transaktioliikevaihdon kautta, kun asiakkaat laajentavat kirjanpidon palveluiden laajuutta esimerkiksi ostolaskujen käsittelyyn sekä maksuliikenteen hoitoon. Nopeasti kehittyvät tekoälytyökalut luovat uusia mahdollisuuksia toiminnan tehostamiseen ja tähän valmistautuakseen Aallon Groupilla on käynnissä koko konsernia koskettava Lean-kehittämishjelma.

Aallon Groupin toiminnan tehostumisesta kertoo yhtiön liikevaihdon kehitys suhteessa henkilöstömäärään. Yhtiö ei itse raportoi lukua, mutta laskelmiemme mukaan se oli vuosina 2019-2020 noin 70-75 TEUR:n välissä ja vuonna 2025 lukema nousi jo noin 90 TEUR:oon.

Aallon Groupin palvelut



Taloushallintopalvelut ja erikoistuneet toimialaratkaisut

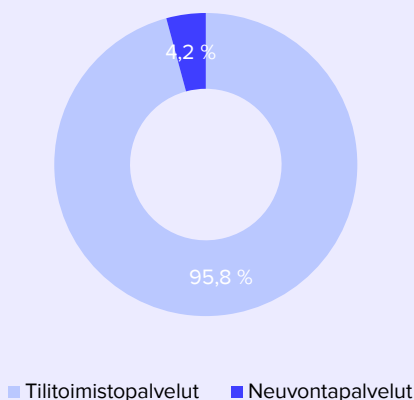
- Kirjanpito
- Palkanlaskenta
- Tulosseuranta
- Myyntilaskutus
- Ostolaskujen kierrätys ja maksatus
- Vero- ja arvonlisäveroasiat
- Erikoistuneet toimialaratkaisut



Neuvonanto- ja talouden johtamispalvelut

- Veroneuvonta
- Lakipalvelut
- Työsuhdeneuvonta
- Ulkoistetut controller-, talouspäällikkö- ja HR-palvelut

Liikevaihdon jakauma 2025



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Osittain tehokkuuden nousua selittää arviomme mukaan täysin digitaalisten asiakkaiden osuuden kasvu.

Arvioimme yhtiön kannattavuuden paranevan asteittain keskipitkällä aikavälillä kasvun myötä saavutettavilla skaalaeduilla sekä digitaalisten prosessien ja tekoälytyökalujen tehostaessa toimintaa. Vuoden 2025 aikana pääosin läpiviedyllä organisaatiomuutoksella yhtiöllä on myös potentiaalia saada kasvaneesta kokoluokastaan paremmin tehoja irti. Organisaatiomuutoksessa aikaisempi alueyhtiöihin perustunut organisaatorakenne korvattiin liiketoimintoihin perustuvalla rakenteella.

Alueorganisaatiosta luovuttaessa liiketoimintoja ja hallinnollista työtä ei järjestetä enää kussakin alueyhtiössä erikseen. Yhtiön kasvaneen kokoluokan myötä keskitetyillä toiminnoilla voidaan saavuttaa selkeitä tehokkuushyötyjä palveluiden laadun tasaisen parantamisen lisäksi. Muutoksella vapautuvat resurssit ohjataan pääasiallisesti

orgaanisen kasvun vauhdittamiseen, yritysostostrategian edistämiseen sekä asiakashuolenpitoon ja -työhön.

Uuden organisaation tehokkuushyötyjen ulosmittaamiseksi yhtiö aloitti keväällä 2026 lean-kehitysohjelman, jolla pyritään konsernitasolla määrittämään talous- ja palkkahallinnon vakioprosessit, tunnistamaan parhaat toimintatavat sekä hyödyntämään automaation mahdollisuuksia entistä laajemmin. Ohjelman jalkauttaminen organisaatioon kestää ainakin vuoden 2027 loppuun ja siinä onnistuminen on keskeinen edellytys, jotta tekoäly- ja automaatoratkaisut saadaan hallitusti ja tuottavasti käyttöön

Neuvonantopalveluiden merkitys korostuu tulevaisuudessa

Aallon Groupin liiketoimintamalli ja riittävä kokoluokka mahdollistavat taloushallinnon lisäarvopalveluiden

tarjoamisen, joita pk-yritykset tarvitsevat oman liiketoimintansa tueksi. Kirjanpitäjien aikaa voidaan suunnata jatkuvasti enemmän konsultatiiviseen työhön, kun digitalisaation ja tekoälyn myötä rutiinitehtäviä pystytään automatisoimaan. Tämä luo lisäansaintamahdollisuuksia sekä kirjanpitäjille (työtyytyväisyys) että Aallon Groupille.

Pk-yrityksissä taloushallinnon hoitaminen jää monesti yrittäjien käsiin, jolloin lisäpalvelut voivat olla erittäin haluttuja. Yrittäjä voi tällöin keskittyä liiketoimintaan taloushallinnon sijasta. Tämä tekee vahvasta markkinapositionista ja suuresta kokoluokasta toimialalla entistä arvokkaamman, sillä pienet tilitoimistot eivät pysty tarjoamaan vastaavia palveluita. Suurimmissa yhtiöissä, joilla on oma taloushallinto ja osaajat, tärkeintä on yleensä kustannustehokkuus.

Aallon Groupin organisaatorakenne



Sijoitusprofiili

Defensiivinen kasvuyhtiö

Aallon Groupin sijoitusprofiili on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen, sillä yhtiössä yhdistyy vakaa ja defensiivinen tilitoimistoliiketoiminta, jonka kasvua vauhditetaan systemaattisella yritysostostrategialla. Viime vuosina yritysostostrategian toimivuudesta on saatu jo selkeitä näyttöjä. Aallon Group on löytänyt toimivan reseptin, jolla pieniä ja keskisuuria tilitoimistoja saadaan ostettua maltillisilla arvostuskertoimilla. Yritysostot ovat heijastuneet myös yhtiön lukuihin tulokasvun muodossa.

Aallon Groupin liikevaihdosta valtaosa on jatkuvaa, mikä heijastelee defensiivistä ja ennustettavaa liiketoimintaa pitkien asiakassuhteiden ansiosta. Yhtiön liiketoiminta ei sido paljoa pääomaa, minkä ansiosta pääoman tuotto on hyvällä tasolla ja liiketoiminta luo hyvin kassavirtaa. Tämä mahdollistaa myös osingonmaksun, joka tosin on riippuvainen yritysostostrategian vauhdista. Näemme pääoman allokoinnin yritysostoihin tällä hetkellä huomattavasti osingonmaksua järkevämpänä ratkaisuna, joskin nykyinen vahva tase mahdollistaa molemmat.

Aallon Group on viime vuosina panostanut merkittävästi konserniorganisaation rakentamiseen sekä yhteisiin tuotantojärjestelmiin, minkä ansiosta perusta yritysostovetoiselle kasvulle on kunnossa. Tehtyjen lukuisten yritysostojen myötä yhtiön kokoluokka on myös kasvanut huomattavasti, ja organisaatiouudistuksen jälkeen tästä kokonaisuudesta on mahdollista saada yhä enemmän tehoja irti. Tämän lisäksi yhtiöllä on vielä potentiaalia parantaa kannattavuuttaan kokoluokan kasvaessa skaalaetujen sekä digitaalisten prosessien ja tekoälytyökalujen tehostaessa asteittain toimintaa.

Aallon Groupista on tullut Suomen tilitoimistomarkkinan

konsolidaatiossa yksi keskeinen toimija ja yhtiön yrittäjähenkisyttä korostava tulokulma on selkeästi resonoinut hyvin monien tilitoimistoyrittäjien kohdalla. Yhtiöllä on jo hyvät näytöt yritysjärjestelyiden toteuttamisesta maltillisella arvostuksella ja tuloksia strategian tuomasta tulokasvusta on myös saatu. Kohtuullisilla arvostuskertoimilla toteutettavissa järjestelyissä edellytykset omistaja-arvon luomiselle ovat näkemyksemme mukaan hyvät, kun ostettuja tilitoimistoja aletaan hinnoitella Aallon Groupin korkeammilla kertoimilla pörssissä.

Tekoälymurros luo epävarmuutta muuten matalan riskiprofiilin ylle

Olemme pitäneet tilitoimistoalaa yhtenä Helsingin pörssin defensiivisimmistä toimialoista, koska kirjanpito on lakisääteinen velvollisuus kaikille yhtiöille. Tämän ja jo edellä mainittujen tekijöiden vuoksi Aallon Groupin liiketoiminnan riskiprofiili on vaikuttanut kokonaisuudessaan matalalta. Tekoälyn nopean kehityksen myötä epävarmuus pitkän aikavälin kehityksen suhteen on kuitenkin mielestämme noussut niin Aallon Groupin kuin muidenkin tilitoimistojen osalta. Näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit Aallon Groupissa ovat seuraavat:

Yritysostoihin liittyvät riskit: Aallon Groupin pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen. Siten ostokohteiden integraatioon ja henkilöstön vaihtuvuuteen liittyy aina riskejä. Markkinalla on myös useita muita toimijoita kilpailemassa ostokohteista, mikä voi johtaa kiristymään arvostustasoihin ja vaikeuttaa arvonluontia. Tähän mennessä yhtiön näytöt kuitenkin puhuvat puolestaan ja

ostettavaa on löytynyt järkevään hintaan.

Tekoälyn vaikutukset tilitoimistoalalle: 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. Aallon Group on mielestämme hyvissä asemissa vastaamaan murrokseen, mutta lopputulema on vaikeasti ennustettavissa ja näkyy jo nyt toimialan laskeneissa hyväksyttävissä arvostuskertoimissa.

Kilpailutilanteen kiristyminen: Käsityksemme mukaan kilpailu tilitoimistomarkkinalla ei ole historiassa ollut erityisen raadollista, mutta digitalisaation ja tekoälymurroksen myötä käynnissä oleva muutos voi tulevaisuudessa kiristää kilpailua tai houkutella uusia disruptiivisia toimijoita alalle. Fragmentoitunut toimiala voi houkutella paikalle myös suurempia ulkomaisia toimijoita. Lähtökohtaisesti pidämme toimialan häviäjänä pieniä paikallisia tilitoimistoja, joilla ei ole riittävästi muutoshalukkuutta. Suuremmilla toimijoilla, kuten Aallon Groupilla, on hyvä positio toimialan murroksessa.

Heikko orgaaninen kasvu: Suomen talouden viime vuosien heikko kehitys on näkynyt Aallon Groupin hitaassa orgaanisessa kasvussa. Viime aikoina kehitystä on jarruttanut myös isännöintialan konsolidaatiosta johtuva asiakaspoistuma. Arviomme mukaan yritysostoihin liittyvä asiakaspoistuma myös osaltaan jarruttaa orgaanista kasvua. Näkemyksemme mukaan hidas orgaaninen kasvu rajoittaa yhtiön osakkeelle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Sijoitusprofiili

1 Hyvä asema defensiivisellä ja vakaasti kasvavalla toimialalla, jonka ylle tekoälymurros luo kuitenkin epävarmuutta

2 Yritysostostrategia tuottaa tuloksia ja kiihdyttää tuloskasvua

3 Vakaa kannattavuus, jossa asteittaista parantamisvaraa

4 Matala liiketoiminnan riskiprofiili, liikevaihto lähes kokonaan jatkuvaluonteista

5 Tilitoimistoliiketoiminta luo hyvää kassavirtaa, jota allokoida yritysostoihin sekä osingonmaksuun

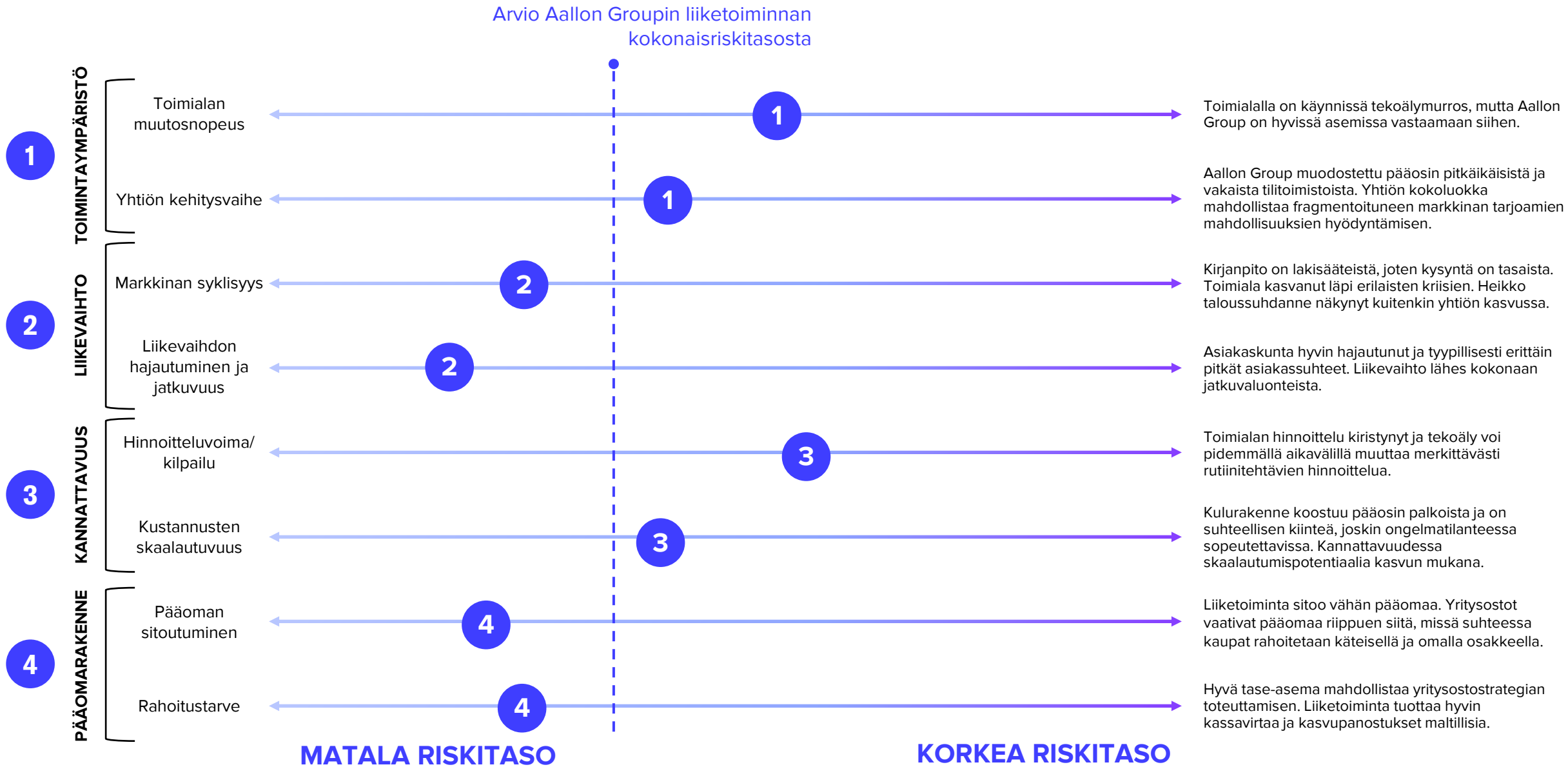
Potentiaali

- Yritysostojen tarjoama arvonluontipotentiaali
- Yrittäjähenkisyyden korostaminen ja yhtiön hyvä maine alalla toimii kilpailuetuna yritysostokohteista kilpailtaessa
- Kannattavuus paranee asteittain kokoluokan kasvaessa skaalaetujen sekä digitaalisten prosessien ja tekoälytyökalujen tehostaessa toimintaa
- Defensiiviset kassavirrat
- Toimiala kasvanut historiallisesti suhdanteista riippumatta

Riskit

- Pitkän aikavälin arvonluonti nojaa vahvasti yritysostostrategiassa onnistumiseen ja ostokohteiden riittävyyteen
- Yritysostojen integraatioon liittyvät riskit
- Tekoälymurroksen vaikutukset toimialaan
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja toimialan murroksen mahdollisesti houkuttelemat uudet haastajat
- Orgaanisen kasvun pysytteleminen heikolla tasolla

Liiketoiminnan riskiprofiili



Toimiala 1/4

Kasvava ja erittäin defensiivinen markkina

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden markkina Suomessa oli noin 1,5 miljardia euroa vuonna 2024. 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. Taloushallinto-ohjelmistojen osuus kokonaismarkkinasta on arviolta noin 330-360 MEUR eli noin 24 %.

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. Vuonna 2025 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 työt loppuvat.

Kirjanpito- ja tilinpäätöspalveluiden liikevaihto on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut keskimäärin noin 5 % vuodessa jaksolla 2002-2024. Lyhyellä aikavälillä Suomen talouden heikko kehitys voi jarruttaa kehitystä, mutta pitkällä

aikavälillä odotamme maltillisen kasvun jatkuvan.

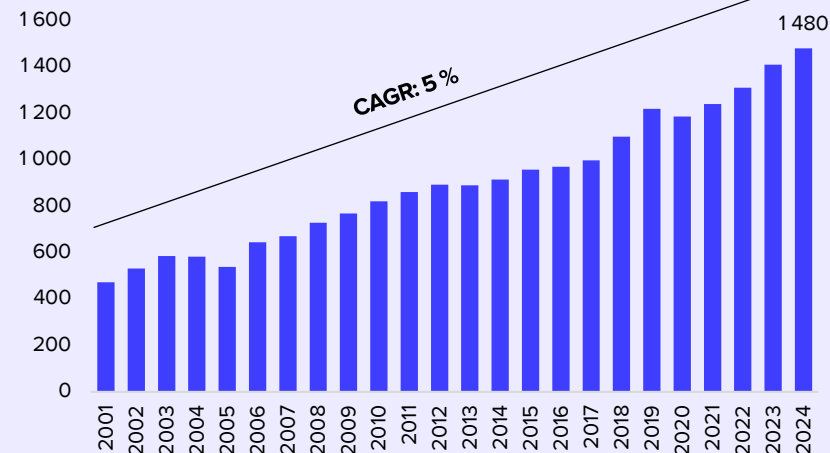
Kasvuajurit ovat muuttumassa

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 automaatio tehostavat kirjanpitäjien rutiinitehtäviä. Viime vuosina vauhdittunut tekoälyn kehitys kiihdyttää tätä trendiä entisestään. Samalla digitalisaatio on lisännyt kirjanpidon rutiinipalveluiden laajuutta, mikä on tukenut transaktioliikevaihdon kasvua.

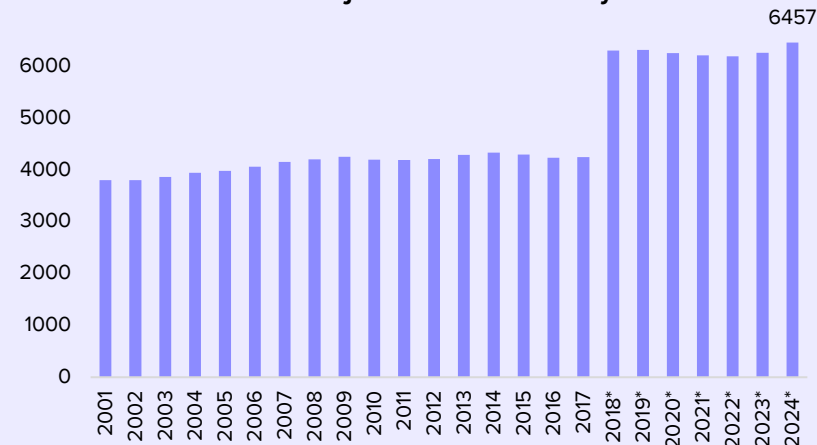
Toinen osa kasvusta tulee transaktiomäärien kasvusta, joka korreloi taloudellisen aktiviteetin kanssa. Talouden piristymisen pitäisi näkyä transaktiomäärissä noin puolen vuoden viiveellä. Koronapandemian seurauksena nähtiin hetkellinen lasku transaktiomäärissä vuonna 2020, mikä näkyikin toimialan luvuissa. Vuosina 2023-2024 heikentyneessä taloussympäristössä 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



* 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 2/4

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 yrityksiltä 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.

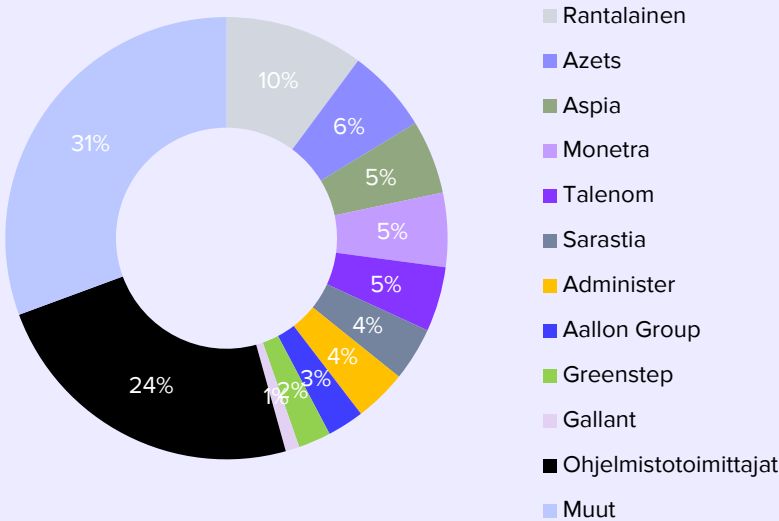
Keskimääräisessä yrityksessä on vain reilu 2 työntekijää. Arviomme mukaan alan murros tulee ajamaan monia pieniä yrityksiä yhä ahtaammalle, sillä näillä ei ole riittäviä resursseja ja teknologiaosaamista omien IT-järjestelmien kehittämiseen tai ohjelmistohankintoihin, eikä vastaamaan regulaation tuomiin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

Alan merkittävimpiä toimijoita Suomessa ovat Rantalainen, Talenom, Aspia (aik. Accountor), Azets, Administer, Aallon Group ja Greenstep sekä julkiseen sektoriin keskittyneet Monetra ja Sarastia. Edellä mainitut yhtiöt ovat myös Aallon Groupin keskeisimpiä kilpailijoita Monetraa ja Sarastiaa lukuun ottamatta. Aallon Group asemoituu mielestämme markkinalla merkittäväksi vakiintuneeksi toimijaksi.

Toimiala konsolidoituu hiljalleen

Arviomme mukaan oikealla näkyvät 10 suurta toimijaa pitivät vuonna 2025 hallussaan noin 46 % markkinasta. Suurten toimijoiden osuus markkinasta on ollut jo pitkään asteittaisessa nousussa. Ohjelmistoyhtiöiden osuuden (~24 %) jälkeen arvioimme siis vielä noin 31 % markkinasta olevan pienillä ja keskisuurilla tilitoimistoilla. Kaikilla yrityksillä ei ole resursseja vastata toimialan murroksen tuomiin haasteisiin, minkä takia arvioimme konsolidaation jatkuvan. Tilitoimistoyrittäjien eläköitymiset ovat myös yksi alan konsolidaatiota ajava tekijä. Yritysoistoista on tullut myös hyvin normaali käytäntö toimialalla, ja joissakin tapauksissa pienempiä toimijoita on yhdistynyt, jotta tämä kokonaisuus näyttää suuremmille yhtiöille entistä kiinnostavammalta ostokohteelta.

Arvio tilitoimistojen markkinaosuuksista Suomessa 2025



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

Toimiala 3/4

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 kasvamarkkinan 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. Tältä osin tilanne on kuitenkin muuttunut muiden osalta aktiivisemmän myynnin suuntaan, vaikkakin monet suuret ovat panostaneet kasvussa pääosin yritysostoihin. Valtaosa pienistä yhtiöistä on keskittynyt puolestaan suojelemaan omaa ”reviiriään”.

Toimialan suurta toimijamäärää ylläpitääkin arviomme mukaan jossain määrin kilpailun puute ja sen alueellisuus. Suomalainen yritysasiakas on edelleen usein tottunut tapaamaan kirjanpitäjänsä kasvatusten, 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

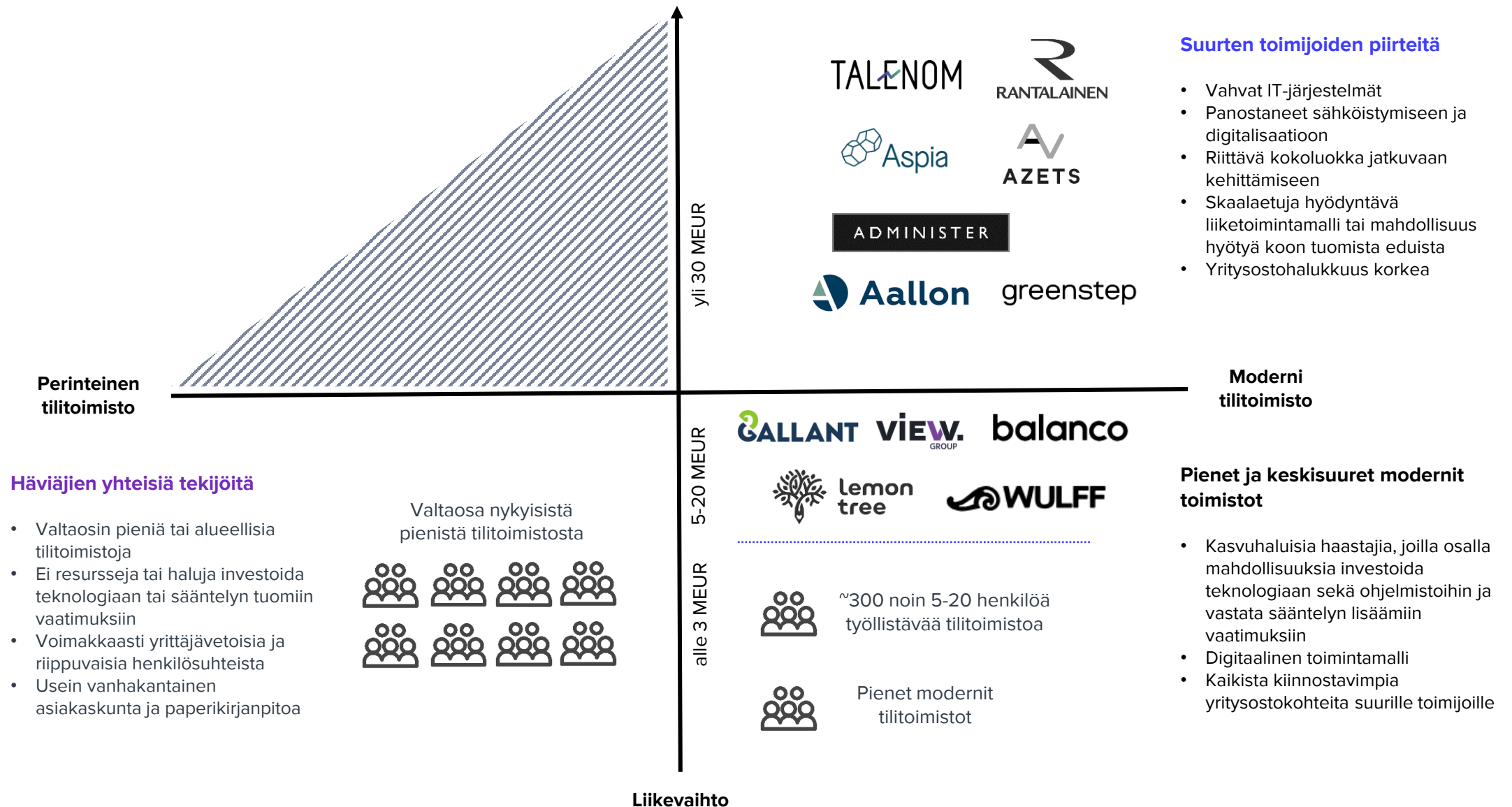
Tilitoimistojen liiketoiminnassa on selkeää kausivaihtelua. Tilinpäätöksen valmistelu ja päättäminen luovat kysyntään säännöllisen piikin joulukuun-maaliskuulle. Tämä korostaa erityisesti ensimmäisen kvartaalin osuutta laskutuksessa sekä kannattavuudessa. Tämä heijastuu myös Aallon Groupin liikevaihdon 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



Toimiala 4/4

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 ja toisaalta palvelu ilman huipputeknologiaa ei skaalaudu.

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. Käytännössä tilitoimistot voivat rakentaa parhaan AI-kerroksen minkä tahansa ydinjärjestelmän päälle ja keskittää arvon palveluun ja dataan. Näkemyksemme mukaan arvo ei lähtökohtaisesti valu suoraan palveluyhtiöltä pois, jos se omistaa asiakassuhteen, datan tulkinnan ja vastuun. Voittajat yhdistävät huipputeknologian ja luotettavan palvelun.

Samalla tekoäly luo myös mahdollisuuksia tilitoimistoille, koska datan arvo nousee. Esimerkiksi Aallon Groupilla on paljon pk-yritysten kirjanpito-, palkka- ja talousdataa. Tämä on tekoälylle erinomaista raaka-ainetta esimerkiksi seuraaviin käyttötapauksiin: vertailudata (benchmarking), ennakoiva neuvonta, poikkeamien ja petosten tunnistus, kassaennusteet, vero- ja investointisuunnittelu sekä toimialavertailut. Dataa täytyy kuitenkin hyödyntää tietoturvallisesti ja luottamusta vaalien.

Tietoturvahuolien 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. Aallon Group on asemoitunut tähän jo kiinteähintaisilla sopimuksilla, mikä mahdollistaa tehokkuushyötyjen saamisen osin itselle.

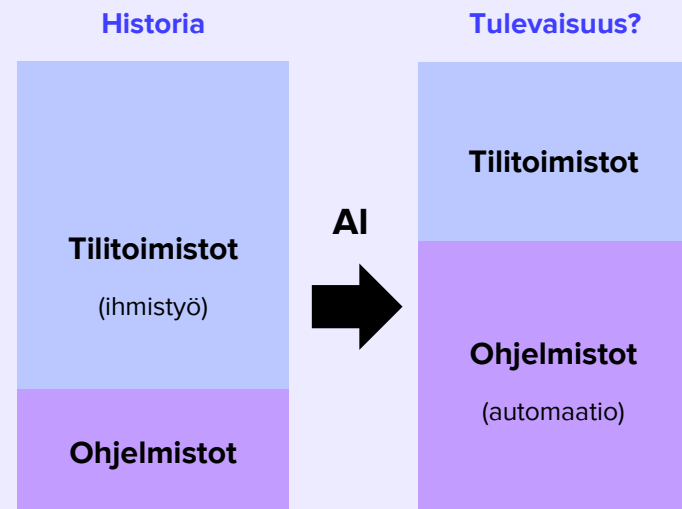
Vastuu ja sääntely: auditoitavuus, selitettävyys ja sääntely (esim. EU:n AI Act) suosivat tekoälyssä hybridimallia eli ihmisvalvontaa ja palveluyhtiötä, joka kantaa vastuun. Tekoälyagentti ei tule ottamaan vastuuta virheistä, joten vastuunkantaja (tilitoimisto) tarvitaan myös jatkossa. Samalla AI-virheet 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.

Datan laatu ja integraatiot: AI on aina korkeintaan yhtä hyvä kuin sen hyödyntämä data, minkä kautta integraatiot pankkeihin, viranomaisiin ja ydinjärjestelmiin sekä datan standardointi ovat kriittisiä tekijöitä.

Tilitoimistojen uhkakuva ja mahdollisuudet



- Arvonluonti siirtyy rutiini-ihmistyöstä automaatioon → tuntilaskutus 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 rahoitusstrukturointi).
- Tekoälyn omaksuminen tuotantovälineenä → asiakasvolyyymi ja kate kasvavat.
- Vertikaalisen erikoisosaamisen rakentaminen.
- Hybridikumppanuus ohjelmistotalustojen kanssa: asemoituminen ohjelmiston ja asiakkaan väliin tulkitsijaksi.

Strategia 1/3

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Aallon Groupin visiona on olla toimialansa suositelluin kumppani ja työnantaja. Strategian keskiössä olevaa asiakastytytyväisyyttä yhtiö vahvistaa keskittymällä erityisesti digitalisoituihin tehokkaisiin prosesseihin, laadukkaisiin ja henkilökohtaisiin asiantuntijapalveluihin sekä henkilöstötytytyväisyyteen ja työhyvinvointiin.

Aallon Group tavoittelee tilitoimistomarkkinan keskimääräistä kasvua nopeampaa orgaanista kasvua, jota vauhditetaan yritysostoin. Yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu ja kasvava käyttökate-%. Viimeisten kuuden vuoden keskimääräinen kasvu (15,5 %) on ollut linjassa tavoitteisiin. Vertailukelpoinen käyttökate on ollut viime vuodet isossa kuvassa vakaa ja se on vaihdellut vuosien 2022-2025 välillä noin 16-18 %:ssa.

Yritysostrategiassa onnistuminen on Aallon Groupin pitkän aikavälin arvонуonnin kannalta keskeisin tekijä. Yhtiö on löytänyt yritysostoissa toimivan reseptin, jolla kohteita saadaan ostettua maltilliseseen hintaan ja tähän mennessä myös integraatiot ovat sujuneet isossa kuvassa hyvin. Yhtiö ei enää avaa tyypillisesti järjestelyjen kauppahintoja, mutta historiassa ostoja tehtiin tyypillisesti noin 4-6x EV/EBITDA-kertoimilla. Käsityksemme mukaan tilanne ei ole tästä oleellisesti muuttunut. Markkinalla on yhtiön mukaan myös edelleen hyvin kohteita tarjolla, ja strategian toteuttamista jatketaan kuten aiemmin.

Oma kirjanpito-ohjelmisto kehitteillä kaupallisten ohjelmistojen rinnalle

Aallon Groupin teknologiastrategiana on keskittyä omassa järjestelmäkehityksessä asiakasarvoa ja omaa kustannustehokkuutta parantavien järjestelmien

kehittämiseen. Liiketoiminnan digitalisointi tehostaa toimintaa ja vapauttaa kirjanpitäjien aikaa lisäarvopalveluiden tarjoamiseen asiakkaille. Tämä mahdollistaa yhtiölle kannattavuuden asteittaisen skaalautumisen strategian edetessä.

Aallon Group on jo pidempään kehittänyt omaa asiakaskäyttöliittymää nimeltä Aallon Portti. Nykyisellään Aallon Portti tarjoaa tehokkaat työkalut taloushallinnon tärkeimpiin prosesseihin, kuten ostolaskujen käsittelyyn ja myyntilaskutukseen. Tämän lisäksi se toimii tietoturvallisena asiakaspalvelu -, yhteydenpito - ja aineistokanavana. Vuoden 2026 alussa Aallon Group kertoi, että järjestelmään kehitetään myös oma pääkirjanpito, joka muuttaa Aallon Portin täysimittaiseksi taloushallinnon järjestelmäksi.

Aiemmin Aallon Groupin teknologiastrategiana oli nojata kirjanpidon osalta kolmansien osapuolten järjestelmiin. Nyt yhtiö kuitenkin näkee omalla ohjelmistolla mahdollisuuden saavuttaa kilpailuetua, kun ohjelmistojen osuus taloushallinnon kokonaiskustannuksista on nousussa. Omalla järjestelmällä Aallon Group pystyisi tarjoamaan nykyisille Aallon Portin käyttäjille jatkossakin kilpailukykyisen hinnan, kun nykyiset ohjelmistotoimittajat saataisiin korvattua. Tämä voisi mahdollistaa Aallon Groupille myös tilaisuuden ottaa isomman osuuden arvoketjusta. Tällä hetkellä alle 10 % Aallon Groupin noin 7500 asiakkaasta käyttää Aallon Portin maksullisia kirjanpidon, raportoinnin sekä osto- ja myyntilaskutuksen toimintoja. Mikäli Aallon Group onnistuisi kasvattamaan tätä lukemaa 10 %-yksikköä, arvioisi yhtiö saavuttavan noin 0,5-0,6 MEUR:n positiivisen tulosvaikutuksen. Tämä koostuisi säästöistä kolmansien osapuolten järjestelmistä, ohjelmiston ylläpitokustannusten skaalaeduista sekä kasvavasta lisenssilaskutuksesta.

Arviomme mukaan muiden ohjelmistotoimittajien (esim.

Netvisor, Procountor ja Fennoa) ratkaisuihin tottuneita asiakkaita voi olla pitkä prosessi houkutella vaihtamaan ohjelmistoa. Jo valmiiksi Aallon Porttia käyttävien asiakkaiden osalta muutos on huomattavasti helpompi, sillä ainoastaan kirjanpitäjä joutuu sopeutumaan uuden järjestelmän käyttöön. Yksi keskeinen kysymys on siinä, miten Aallon Group pystyy kehittämään riittävän kilpailukykyisen ohjelmiston huomattavasti pienemmillä resursseilla verrattuna ohjelmistomarkkinan vakiintuneisiin toimijoihin. Aallon Groupin mukaan sen omassa kehitysyksikössä kymmenien vuosien tekninen osaaminen yhdistyy laajaan taloushallintoalan kokemukseen ja asiakkaiden tarpeiden tuntemiseen. Tällä yhdistelmällä yhtiö uskoo pystyvänsä kehittämään hyvin kustannustehokkaasti järjestelmää, joka palvelee asiakkaiden tarpeita ja tarjoaa kirjanpitäjille parhaan mahdollisen työkalun tehokkaaseen työskentelyyn. Aallon Group ei ole avannut sisäisen ohjelmistokehitystiimensä kokoa, mutta jo vuoden 2025 taseeseen aktivoidut investoinnit (0,5 MEUR) kertovat kehityspanostusten olevan hyvin maltillisessa mittaluokassa. Siten yhtiöllä on nähdäksemme todistettavaa ohjelmiston kehittämisen suhteen, joskin nykyisillä moderneilla tekoälytyökaluilla kehitystahti on vauhdittunut selvästi. Oman kirjanpito-ohjelmiston osalta yhtiöllä on tänä vuonna käynnissä ensimmäiset asiakaspilotit, joita laajennetaan vuoden loppua kohti.

Oman järjestelmäkehityksen lisäksi Aallon Group aloitti tänä vuonna Lean-toimintamallin käyttöönoton useammassa tiimissä. Tavoitteena on tekoälyn ja perinteisen automaation kautta tehostaa nykyisiä prosesseja ja parantaa työn laatua. Organisaatiouudistuksen yksi keskeinen ajuri oli se, että toimintamallien ja järjestelmien yhtenäistämisen jälkeen koko konsernin tasolla pystyttäisiin paremmin hakemaan tehokkuutta sekä skaalaetuja.

Teknologiastrategia

Aallon Groupin oma järjestelmäkehitys

- Keskittyminen omaa kustannustehokkuutta ja asiakasarvoa tuottaviin järjestelmiin
- Kirjanpitäjien työn osittainen automatisointi vapauttaa henkilöstöresursseja korkeamman lisäarvon palvelujen tarjoamiseen
- Lean-kehitysohjelman läpivienti mahdollistaa tekoäly- ja automaattioratkaisujen tehokkaan käyttöönoton konsernitasolla
- Toiminnan tehostuminen ja lisäarvopalveluiden kasvu mahdollistavat kannattavuuden asteittaisen skaalautumisen

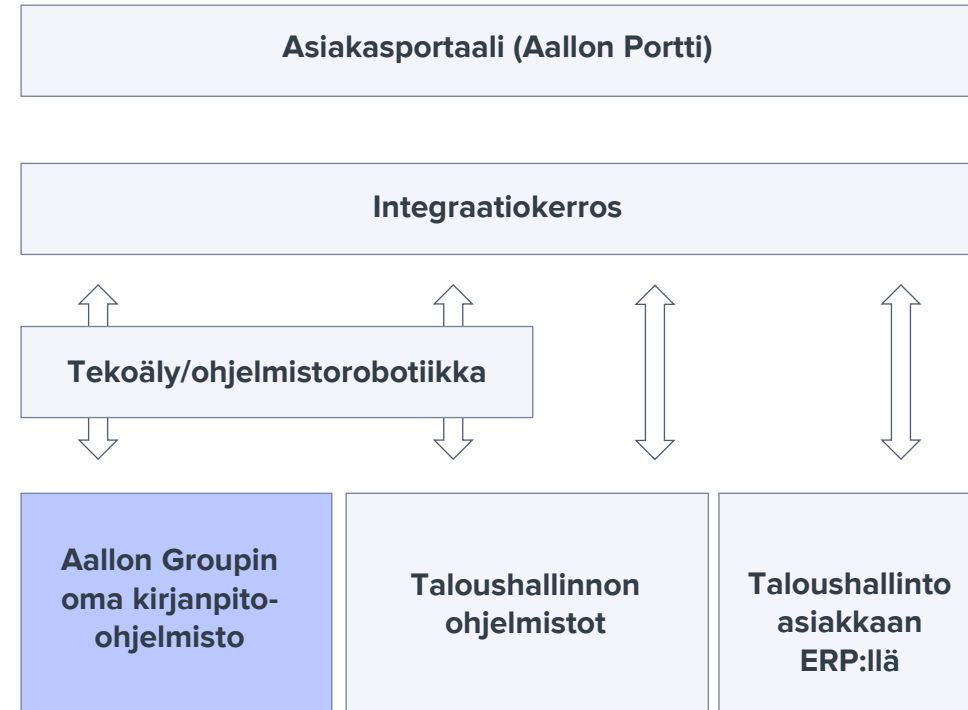
Oma kirjanpito-ohjelmisto kehitteillä kaupallisten ohjelmistojen rinnalle

Valmisohjelmistojen hyödyt ja haitat:

- Yritysostojen yhteydessä ei tarvitse toteuttaa merkittäviä järjestelmäintegraatioita
- Uusiasiakashankinnan kustannukset ovat pienet, kun asiakasta ei tarvitse siirtää omaan taustajärjestelmään
- Osa digitalisaation mahdollistamista skaalaeduista jää saavuttamatta pitkällä aikavälillä
- Jatkuvasti nousevat ohjelmistokustannukset

Oman ohjelmiston hyödyt ja haitat:

- Omalla ohjelmistolla voidaan saada osuus ohjelmistotoimittajien arvoketjusta ja samalla taistella nousevia ohjelmistokustannuksia vastaan
- Helppo siirtyä olemassa oleville Aallon Portin asiakkaille (käyttöliittymä ei muutu)
- Asiakkaan sitouttaminen yhä vahvemmin osaksi Aallon Groupin palvelutarjoomaa
- Tekoälytyökalujen myötä oma ohjelmisto voidaan kehittää Aallon porttiin pienellä ja tehokkaalla tiimillä
- Aallon Groupin oma ohjelmisto kilpailee huomattavasti suuremmilla resursseilla varustettuja ohjelmistotaloja vastaan
- Oma ohjelmisto vaatii investointeja ja jatkuvaa ylläpitoa
- Vielä on epäselvää, miten Aallon Group tulee onnistumaan asiakkaiden siirrossa omaan ohjelmistoon tulevana vuosina



Strategia 2/3

Yritysostrategia

Aallon Groupin lähestymiskulma tilitoimistomarkkinan konsolidaatiossa poikkeaa pääomasijoittajataustaisista yhtiöistä. Yhtiö näkee kilpailuedukseen sen, että tilitoimistoyrittäjien on helpompi liittyä mukaan kaltaiseensa yrittäjähenkiseen yhtiöön kuin myydä yrityksensä esimerkiksi pääomasijoittajalle. Tämä ”pehmeämpi” lähestyminen antaa Aallon Groupille kilpailuetua tietyissä kohteissa yritysostrategiassa. Arvioimme, että lähestulkoon kaikkia kokoluokaltaan hieman suurempia tilitoimistoja on jo lähestytty ostoaikeissa, mutta kaikille pelkkä raha ei ole riittävä korvaus luopua yrityksestään. Esimerkiksi eläköityvä tilitoimistoyrittäjä usein haluaa löytää hyvän jatkajan elämäntyölleen.

Historiassa Aallon Group on joissakin järjestelyissä käyttänyt maksuvälineenä käteisen lisäksi myös omaa osakettaan, mikä mahdollistaa tilitoimistoyrittäjille omistajuuden säilyttämisen. Viime vuosina kaupat on kuitenkin toteutettu valtaosin käteisellä. Tämä nähdäksemme kertoo siitä, että yhtiön näkemyksen mukaan osakkeen arvostus ei ole ollut riittävällä tasolla, jotta omaa osaketta olisi kannattanut käyttää maksuvälineenä. Myös meidän näkemyksemme mukaan käteisen suosiminen on ollut hyvin perusteltua.

Suurin osa Aallon Groupin yritysostrategioista on ollut tähän mennessä liikevaihdoltaan 0,5-2 MEUR:n kokoluokassa. Kohteet ovat lähtökohtaisesti olleet myös hyvin kannattavia käyttökatteiden ollessa usein yli 15 %. Yhtiön koon kasvaessa myös ostokohteiden koon tai määrän tulee kasvaa, jotta prosentuaaliseen kasvutavoitteeseen päästään jatkossakin. Pitkällä tähtäimellä ostokohteiden määrästä voi muodostua kasvua hidastava tekijä, kun toimialan konsolidaatio on edennyt pidemmälle. Käsittelemme mukaan Suomessa on

edelleen noin 1000 tilitoimistoa, jotka työllistävät enemmän kuin pelkän yrittäjän. Näistä noin 300 työllistää yli 5 työntekijää ja ovat yritysostrategioina kiinnostavimpia. Konsolidaatiosta huolimatta keskikokoisten toimistojen lukumäärä on pysynyt käsityksemme mukaan melko vakaana. Tämä kertoo pinnan alla syntyvän uusia kasvavia toimijoita niin orgaanisesti kuin yhdistymisten kautta.

Yritysostrategioilla Aallon Group laajentaa läsnäoloaan Suomen suurimmissa kaupungeissa. Tällöin myös pienempien toimistojen ostaminen ja yhdistäminen näihin isompiin kokonaisuuksiin on mahdollista. Yhtiön monissa yritysostrategioissa onkin toimittu juuri tällä tavoin esimerkiksi Helsingissä, Tampereella, Oulussa, Jyväskylässä ja Turussa. Viime vuosina yhtiö on laajentunut esimerkiksi Joensuuhun, Lahteen, Kotkaan ja Rovaniemelle yritysostrategioin.

Yrityskauppojen synergiat ja skaalaedut

Kasvun lisäksi Aallon Group uskoo saavuttavansa yrityskaupoilla synergiahyötyjä ja skaalaetuja etenkin HR-, myynti- ja markkinointitoiminnoissa sekä teknologiakehityksessä. Yhtiön koon kasvaessa se pystyy tarjoamaan tilitoimistoyrittäjille myös näkyvyyttä ja investointikykyä. Lisäksi suurempi kokoluokka mahdollistaa entistä suurempien asiakkaiden palvelemisen.

Henkilöstön osalta yrityskaupat toimivat osaltaan myös vaihtoehtoina rekrytoinneille, sillä käsityksemme mukaan toimialalla on pulaa osaavista kirjanpitäjistä. Työntekijöiden näkökulmasta synergioita saadaan siinä, että henkilöstön työkuormaa voidaan tasata eri yksiköiden välillä ja parhaita työtapoja sekä osaamista voidaan jakaa kaikkien yksiköiden kesken. Yritysostrategioilla on mahdollisuus hankkia myös toimialakohtaista erityisosaamista.

Markkinoinnissa yhtenäinen Aallon-brändi luo paremmin tunnettuutta ja markkinointia voidaan tehdä keskitetymmin. Uudessa organisaatiomallissa myynti, markkinointi ja asiakasvastaanotto on keskitetty yhteen yksikköön, joka pystyy palvelemaan jatkuvasti suurempaa kokonaisuutta. Keskitetyllä mallilla myös lisäarvopalveluiden tarjoaminen läpi konsernin pitäisi helpottua.

Teknologian osalta skaalaetuja saavutetaan, kun yhtiön kehittämiä toimintaa tehostavia prosesseja jalkautetaan ostokohteisiin. Ohjelmistokehityksen kustannukset ja hyödyt jakautuvat myös jatkuvasti suuremmalle kokonaisuudelle. Lisäksi skaalaetuja voidaan saavuttaa ohjelmistohankinnoista, joissa ostojen kasvava koko tuo lisää neuvotteluvaraa.

Yrityskauppastrategia toimii ja luo arvoa

Aallon Groupilla on jo hyvät näytöt yritysostrategian toimivuudesta ja arvioimme strategian määrätietoisien toteuttamisen luovan jatkossakin arvoa. Paperilla kauppojen omistaja-arvoa luova logiikka on hyvin selkeä, kun matalilla kertoimilla ostettujen yhtiöiden tulosta aletaan hinnoitella pörssissä Aallon Groupin omilla korkeammilla kertoimilla. Samalla suurempi kokonaisuus mahdollistaa skaalaetuja ja synergioita. Mielestämme Aallon Groupin tähän mennessä tekemät kaupat ovat kokonaisuutena luoneet omistaja-arvoa, ja ne ovat tukeneet yhtiön kasvua ja kannattavuutta.

Luonnollisesti kauppojen onnistumiseen sisältyy myös riskejä, mutta kokonaisuutena integraatiot ovat tähän mennessä sujuneet yhtiön odotusten mukaisesti. Suurin osa yritysostrategioista on tehty maltillisella arvostuksella, mikä pienentää riskiä ylihinnan maksamisesta, mikäli ostetun kohteen tulos lähtisikin heikentymään kaupan jälkeen.

Strategia 3/3

Merkittävimmät riskit yrityskaupoissa liittyvät kohdeyhtiöiden integroimiseen osaksi Aallon Groupia. Integraatiosta voi syntyä odotuksia enemmän kuluja tai yrityskaupan yhteydessä voi ilmetä vaihtuvuutta henkilöstössä tai asiakkaissa. Yhtiö kuitenkin etenee yrityskauppaneuvotteluissa pidemmälle vain kohteiden kanssa, joissa yrityskulttuuri sopii yhteen Aallon Groupin kanssa. Tähän asti suurempia ongelmia integraatioissa ei ole ilmennyt, mikä nähdäksemme kertoo Aallon Groupin yritysostoprosessien olevan kunnossa. Yritysostoihin liittyy aina kuitenkin jonkin verran asiakasvaihtuvuutta kauppohenkilöstön jälkeen ja arvioimme Aallon Groupin viime vuosien vaisun orgaanisen kasvun osaltaan johtuneen tästä.

Osingonjakopolitiikka

Aallon Groupin osinkopolitiikkana on pyrkiä maksamaan tasaista, kasvavaa osinkoa. Näin yhtiö on myös toiminut ja vuoden 2019 jälkeen (0,18 EUR/osake) osakekohtaista osinkoa on kasvatettu vuosittain sentillä. Voitonjakoa kuitenkin arvioidaan luonnollisesti vuosittain, ettei se vaaranna yhtiön strategiassa asetettuja tavoitteita.

Tilitoimistoliiketoiminta luo vakaata kassavirtaa ja sen investointitarve on matala, joten yhtiöllä on hyvät edellytykset toteuttaa osinkopolitiikkaansa. Osingon taso on kuitenkin riippuvainen yhtiön yritysostostrategian vauhdista. Yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa näemme pääoman allokoinnin yritysostoihin huomattavasti osingonjakoa parempana vaihtoehtona.

Aallon Groupin taloudelliset tavoitteet

- Tilitoimistomarkkinan keskimääräistä kasvua nopeampi orgaaninen kasvu, jota vauhditetaan yritysostoin
- Keskipitkällä aikavälillä keskimäärin 15-20 %:n liikevaihdon vuosittainen kasvu
- Keskipitkällä aikavälillä kasvava käyttökate-%
- Tavoitteena maksaa tasaista, kasvavaa osinkoa

Aallon Groupin yritysostostrategia tiivistettynä

Yrittäjähenkkinen kulttuuri

- Tilitoimistoyrittäjille matalampi kynnys liittyä
- Yrittäjähenkisyys kilpailuetu pääomasijoittajia vastaan kilpailtaessa ostokohteista

Integraation synergiahyödyt

- HR, myynti, markkinointi, teknologiakehitys, skaalaedut

Kasvun mahdollistaminen

- Näkyvyys
- Investointikyky
- Kyky palvella suurempia asiakkaita

Omia arvostuskertoimia alempi arvostus

- Pienempi riski ylihinnan maksamisesta
- Aallon Groupin kaupat toteutettu pääosin maltillisella arvostuksella (noin 5-6x EV/EBITDA)

Aallon Groupin yritysostot

Ajankohta	Kohde	Paikkakunta	Liikevaihto (MEUR)	Kannattavuus	EV (MEUR)	EV/S	EV/EBIT	EV/ EBITDA
9/2019	eControllers	Helsinki	0,50	EBIT 31 %	0,49	1,0	3,1	
11/2019	Avion Oy	Helsinki	0,50	EBIT 38 %	0,64	1,3	3,4	
6/2020	Tili-Koivu Oy	Turku	1,92	EBITDA 20 %	2,00	1,0		5,2
9/2020	Akipo Oy	Turku	0,19	neg.	0,08	0,4		
1/2021	Kymppikirjanpito Oy	Tampere	1,47	EBITDA 14 %	1,10	0,7		5,2
1/2021	TalousNosturi Oy	Helsinki	1,00	EBITDA 15 %	0,80	0,8		5,3
3/2021	J.A. Castrén Oy	Oulu	0,26	EBITDA 19 %	0,24	0,9		4,8
4/2021	Rätinki-Yhtiöt Oy	Oulu	2,30	EBITDA 17 %	3,01	1,3		7,5
5/2021	Aboma Control Oy	Helsinki	0,93	EBITDA 24 %	1,05	1,1		4,8
11/2021	Hulkkonen Consulting	Jyväskylä	0,46	EBITDA 23 %	0,48	1,0		4,6
11/2021	Forssi Oy	Kemi	0,10	-	-			
12/2021	Tilipalvelu Marja-Leena	Äänekoski	0,12	-	-			
1/2022	Rakennus-Rätinki Oy	Oulu	0,50	EBITDA 25 %	0,63	1,3		5,0
2/2022	Tiliamppari Oy	Helsinki	0,70	EBITDA 28 %	0,91	1,3		4,6
2/2022	Kasvun Kaverit Oy (20%)	Rovaniemi	-	-	-			
3/2022	HM-Tilipalvelu Oy	Helsinki	0,99	EBITDA 22%	1,07	1,1		4,9
4/2022	Pirkkalan Tilitoimisto Ky	Tampere	0,30	-	-			
9/2022	Peca Oy	Oulu	0,25	-	-			
11/2022	Meritili Oy	Kotka	0,45	EBITDA 14 %	0,30	0,7		4,6
12/2022	Rousu Oy	P-Pohjanmaa	1,13	EBITDA 19 %	0,97	0,9		4,5
4/2023	TulotAn Oy	Lahti	0,27	-	-			
4/2023	Rätinki Kainuu Oy	Sotkamo	0,20	-	-			
6/2023	Tiliborg Oy	Joensuu	0,33	-	-			
10/2023	Tili-Counter Oy	Helsinki	0,15	-	-			
3/2024	Kasvun Kaverit Oy	Rovaniemi	0,95	-	-			
6/2024	Countmaster Oy	Helsinki	1,10	-	-			
10/2024	Online Accounting J&K Oy	Helsinki	1,02	-	-			
11/2024	Tilkon Oy	Tampere	0,52	-	-			
11/2024	TalousCom	Kuusamo	0,33	-	-			
12/2024	Premium Group	Helsinki	2,28	EBITDA 28 %	2,8-3,4	1,2-1,5		4,3-5,3
4/2025	AVJ Controllerit	Helsinki	0,49	-	-			
5/2025	Keuruun Tilitupa Oy	Keuruu	0,32	-	-			
5/2025	Koillis Protili Oy	Rovaniemi	0,12	-	-			
6/2025	Laskentasadama Oy	Jyväskylä	0,46	-	-			
8/2025	Edustustili Oy	Helsinki	1,20	EBITDA 27 %	-			
8/2025	CoAccounting Oy Ab	Porvoo	0,20	-	-			
8/2025	Yrityspalvelut Instament Oy	E-Pohjanmaa	0,77	-	-			
9/2025	Accounteria	Jyväskylä	0,52	-	-			
1/2026	V&S Tilitoimisto Oy	Vantaa	0,20	-	-			
1/2026	Tekodo Oy	Oulu	0,44	-	-			
4/2026	Taloushallinta Leiska Oy	Lahti	0,51	-	-			
4/2026	Taloushallinto Halli	Oulu	0,06	-	-			
6/2026	Tilitori Oy	Rovaniemi	0,53	-	-			
7/2026	Ab Memera Oy	Turku	0,98	-	-			

Taloudellinen tilanne 1/2

Yritysostrategia kiihdyttänyt kasvua viime vuosina

Aallon Groupin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 12 % vuodessa 2014-2025 välillä. Vuosina 2015-2020 kasvu oli hieman rauhallisempaa (keskimäärin 8,2 %) ja sitä ajoivat pitkälti uudet asiakkuudet sekä hinnankorotukset. Vuosina 2021-2025 keskimääräinen vuosikasvu (16,7 %) on kiihtynyt merkittävästi, kun yritysstrategia on alkanut heijastua yhtiön lukuihin toden teolla. Orgaanisesti liikevaihdon kasvu hidastui koronapandemiassa, mutta piristyi vuosina 2022-2023 3-4 %:n tasolle. Vuonna 2024 Suomen talouden heikko kehitys painoi orgaanisen kasvun arviomme mukaan lähelle nollaa ja vuonna 2025 negatiiviseksi. H1'26:lla orgaaninen kasvu on ollut myös negatiivista ja siihen on vaikuttanut uutena tekijänä isännöintialan konsolidaatioon liittyvä asiakaspoistuma. Tämän myötä yhtiön merkittäviä isännöitsijätoimistoasiakkaita on siirtynyt suurempien isännöitsijätoimistojen omistukseen, mikä on johtanut näiden osalta palvelujen sisäistykseen.

Tarkasteltaessa Aallon Groupin liikevaihto/työntekijä-tunnusluvun kehitystä, näkyy vuoden 2019 listautuminen ja sen myötä konserniorganisaation rakentaminen tuolloin tehokkuuden heikentymisessä. Tämän jälkeen tehokkuus on noussut laskelmiemme mukaan vuodesta toiseen, kun kasvun kautta on saavutettu tehokkuutta ja skaalaetuja. Osittain tehokkuuden nousua selittää arviomme mukaan myös täysin digitaalisten asiakkaiden osuuden kasvu sekä joidenkin yritysostokohteiden konsernin keskimääräistä tasoa parempi tehokkuus.

Kannattavuudessa pitkällä aikavälillä vielä parantamisen varaa

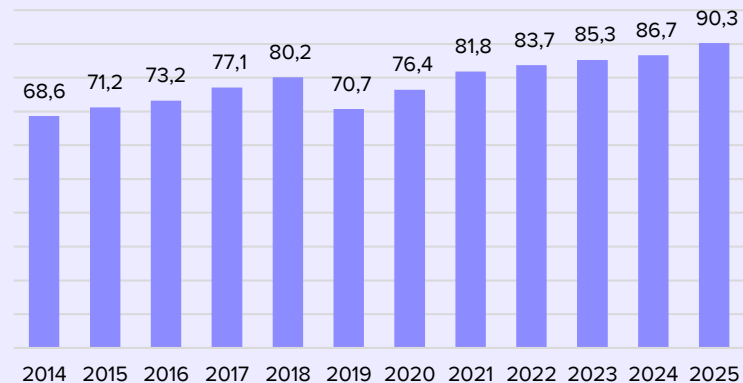
Aallon Groupin historiallisen kannattavuuden vertailua

vaikeuttaa yhtiön siirtyminen IFRS-kirjanpitoon vuonna 2023 (IFRS-luvut saatavilla 2022 alkaen). Tämä nostatti selvästi käyttökattetta vuokrakulujen siirtyessä muista kuluista poistoihin. IFRS:n myötä yritysostojen mukana tulevaa liikearvoa ei enää poisteta, vaan sen sijaan asiakassuhteisiin liittyvää aineetonta omaisuutta poistetaan. Yritysostoihin liittyvät poistot ovat kuitenkin nyt huomattavasti FAS-kirjanpidon aikaa pienempiä (2025: n. 1,1 MEUR).

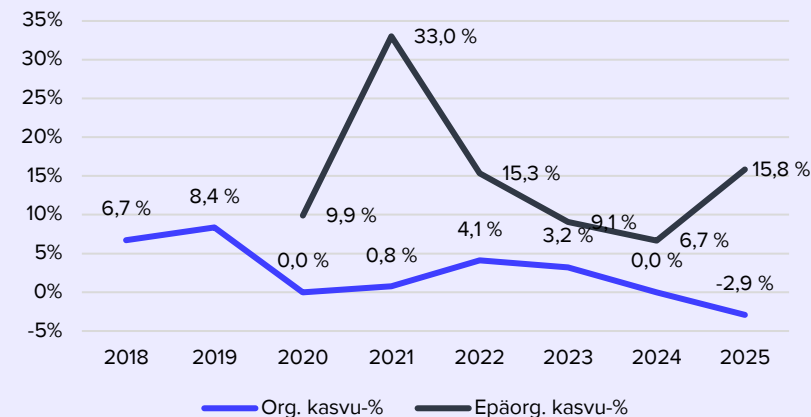
EBITA on kuitenkin edelleen varsin vertailukelpoinen mittari. Vuoden 2019 listautumisen jälkeen heikentyneen kannattavuuden jälkeen Aallon Groupin EBITA-% parani vuoden 2020 8,8 %:sta asteittain 10,8 %:iin vuonna 2022 kasvaneen kokoluokan tuomien skaalaetujen, kannattavuutta tukevien yritysostojen sekä sähköisessä taloushallinnossa olevien asiakkaiden määrän kasvun myötä. Vuonna 2023 kannattavuuskehitys otti selvää takapakkia (EBITA-%: 9,4 %), kun ohjelmistoihin ja palkkoihin liittyvä kustannusinflaatio aiheutti nousupainetta käytännössä kaikkiin kuluriveihin. Vuonna 2024 tilanne saatiin kuitenkin korjattua ja EBITA nousi 10,9 %:iin. Vuonna 2025 EBITA oli suhteellisen vakaa 10,4 %:ssa.

Isossa kuvassa pidämme Aallon Groupin viime vuonna nähtyä kannattavuustasoa vasta kohtuullisen hyvänä. Mielestämme tilitoimistoalan kontekstissa ja Aallon Groupin kasvavan kokoluokan mahdollistamat skaalaeduct huomioiden ainakin 15 %:n EBITA-marginaali pitäisi olla pitkällä aikavälillä saavutettavissa oleva taso hyvällä strategian toteuttamisella. Esimerkiksi Talenomin Suomen liiketoiminnan liikevoittomarginaali on pyörinyt noin 20 %:n tuntumassa. Tekoälyn tuoma murros tilitoimistoalalle luo kuitenkin osaltaan epävarmuutta alan toimijoiden pitkän aikavälin kannattavuuskehityksen ylle.

Liikevaihto/työntekijä (TEUR, Inderesin arvio)



Liikevaihdon kasvun jakauma (Inderesin arvio)



Taloudellinen tilanne 2/2

Kustannusrakenne

Aallon Groupin kulurakenne koostuu palveluyhtiölle tyypillisesti pääasiassa henkilöstökuluista, joten kulurakenne on ainakin lyhyellä aikavälillä melko kiinteä. Henkilöstökulut olivat vuonna 2025 noin 64 % liikevaihdosta. Yhtiön teknologiakehitykseen liittyvät henkilöstökulut näkyvät pääosin suoraan tuloslaskelmassa, sillä yhtiön taseeseen aktivoimat kehitysmenot ovat erittäin pienet. Henkilöstökulut ovat pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan parhaiten skaalautuva kuluerä, kun tekoäly ja automaatio tehostaa kirjanpitäjien työprosesseja.

Materiaalit ja palvelut koostuu pääosin ohjelmistokuluista ja muista asiakkailta veloittavista kuluista. Lisäksi se sisältää alihankintaan liittyviä kuluja, kun pieni osa kirjanpitäjistä ei ole suorassa työsuhteessa Aallon Groupin kanssa. Materiaalit ja palvelut olivat vuonna 2025 noin 11,6 % liikevaihdosta. Kuluerä tulee todennäköisesti kasvamaan tulevina vuosina liikevaihdon kasvun mukana, ja sen suhteellinen osuus voi myös nousta jonkin verran sähköiseen taloushallintoon siirtyvien asiakkaiden osuuden kasvun myötä.

Liiketoiminnan muut kulut olivat viime vuonna 10,1 % liikevaihdosta. Tässä kuluerässä on mielestämme enää lievää skaalautumispotentiaalia yhtiön kokoluokan kasvaessa.

Aallon Groupin poistot olivat vuonna 2025 3,2 MEUR tai 8 % liikevaihdosta. Poistotaso on noussut merkittävästi IFRS16-siirtymän myötä, sillä vuokrat näkyvät nykyään tuloslaskelmassa pääasiassa täällä muiden kulujen sijaan. Lisäksi yrityskauppoihin liittyvät poistot asiakassopimuksista kohottavat poistotasoa, joka muilta osin on hyvin matala.

Tase ja rahoitusasema

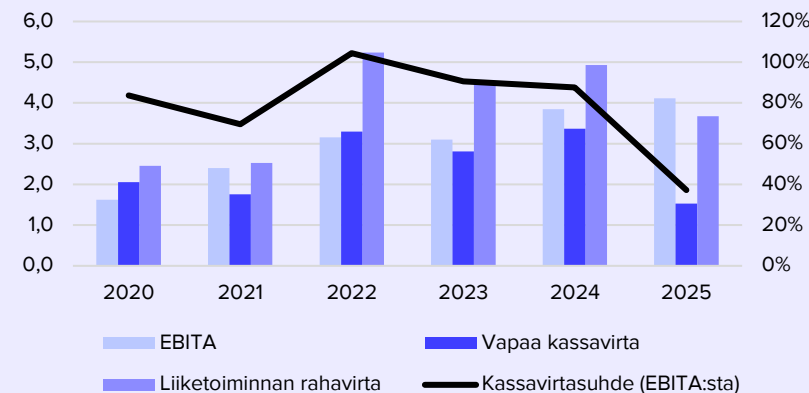
Aallon Groupin taserakenne on yksinkertainen ja yhtiön rahoitusasema vahvalla pohjalla. H1'26 lopussa

omavaraisuusaste oli 43,8 % ja nettovelkaantumisaste 42,8 %. Taseen velkaantuneisuutta tarkastellessa on kuitenkin syytä huomioida vuokrasopimusvelat, joista oikaistuna nettovelkaa oli vain 4,2 MEUR, mikä tarkoittaa 0,6x nettovelka/käyttökatesuhdetta viimeisen 12kk vertailukelpoisella käyttökateella laskettuna. Vahva tase yhdistettynä tilitoimistoliiketoiminnan vakaaseen kassavirran luontikykyyn mahdollistaa kasvupanostukset, yritysostot sekä osinkojen maksamisen. Aallon Groupin vapaa kassavirta on viime vuosina heijastellut pitkälti yhtiön raportoimaa EBITA-liikevoittoa, joten kassakonversio on erittäin vahvalla tasolla. Vuonna 2025 organisaatiomuutoksesta aiheutuneet kustannukset sekä käyttöpääoman heilahtelut ajoituksellisten tekijöiden vuoksi painoivat vapaata rahavirtaa, joka kuitenkin taas H1'26:lla (2,7 MEUR) oli vahva.

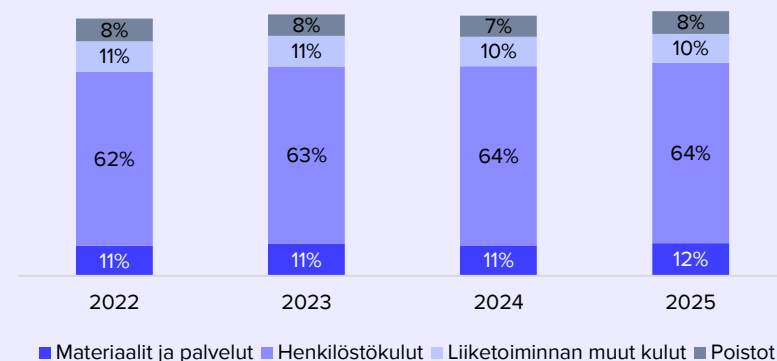
Mielestämme Aallon Groupin kannattavuus- ja kassavirtaprofiililla yhtiön nettovelka/käyttökatesuhde voisi hyvinkin nousta tarpeen vaatiessa ainakin 2,5x tasolle. Suhteessa vuoden 2026 vertailukelpoiseen käyttökate-ennusteeseemme (6,9 MEUR) tämä tarkoittaisi sitä, että nettovelkaa voisi olla ainakin noin 17 MEUR. Taseen puolesta tulivoimaa siis riittää yritysostoihin tarvittaessa reilusti. Yhtiöllä on tällä hetkellä käytettävissä 8 MEUR luottolimiittejä uusiin yrityshankintoihin.

Taseen loppusumma oli H1'26 lopussa 39 MEUR. Liikearvo muodosti 17,6 MEUR taseesta ja muut aineettomat hyödykkeet olivat 9,8 MEUR. Aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä (vuokrasopimukset) taseessa oli 3,6 MEUR. Lyhytaikaisia saamisista oli 4,9 MEUR ja kassaa 3,3 MEUR. Taseen vastattavaa-puoli koostui omasta pääomasta (17,2 MEUR), korottomista veloista (8,5 MEUR), vuokrasopimusveloista (3,2 MEUR), laskennallisista verovelkoista (2,9 MEUR) sekä korollisesta velasta (7,5 MEUR).

Kassavirran kehitys (MEUR)*



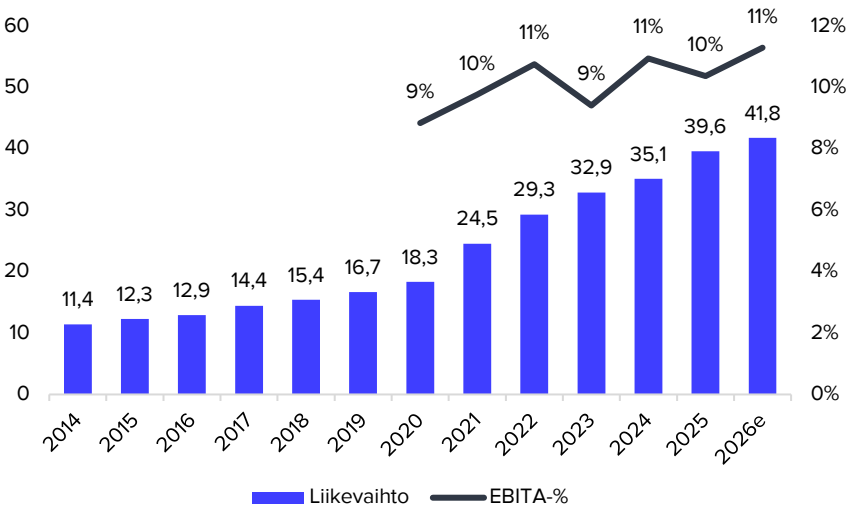
Kustannusrakenne (%-liikevaihdosta)



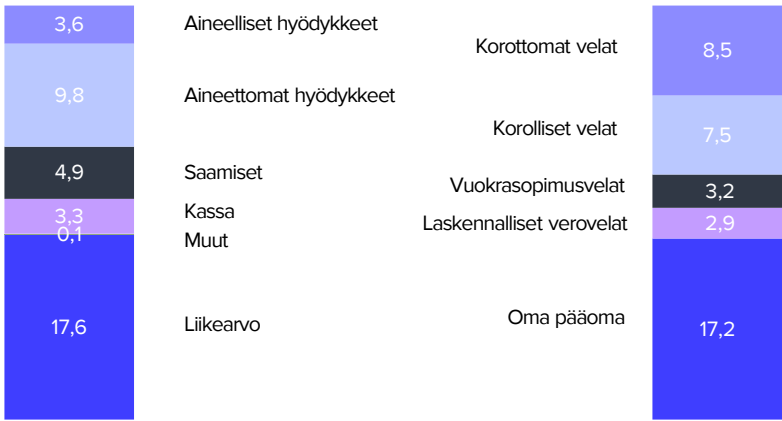
Lähde: Inderes, *Liiketoiminnan rahavirta ei vertailukelpoinen, kun 2022 alkaen luvut IFRS:n mukaisia

Taloudellinen tilanne

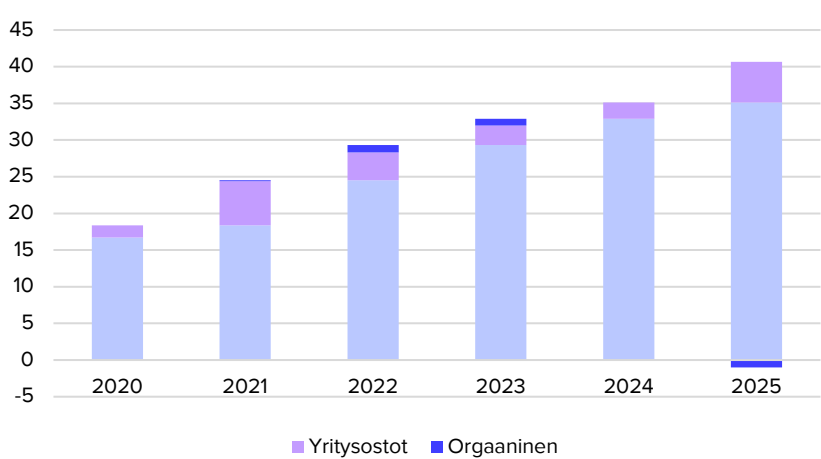
Liikevaihto ja kannattavuus



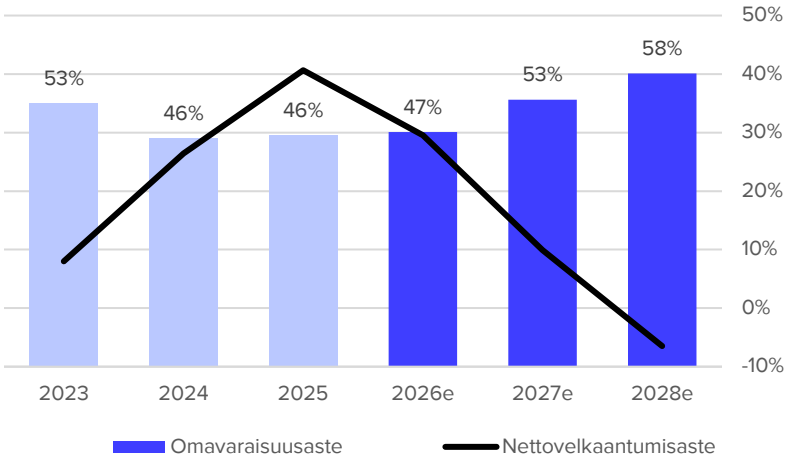
Tase H1'26 (MEUR)



Liikevaihdon kasvun jakama



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/2

Ennusteiden lähtökohdat

Emme ole tehneet ennusteisiimme muutoksia. Aallon Groupin keskipitkän aikavälin tavoitteena on keskimäärin 15-20 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu. Kasvutavoite koostuu toimialan keskimääräistä kasvua nopeammasta orgaanisesta kasvusta sekä yritysostojen tuomasta epäorgaanisesta kasvusta. Ennusteemme pohjautuvat pelkästään orgaaniseen kasvuun ja jo tehtyihin yrityskauppoihin, sillä tulevien yritysostojen mallintaminen on mahdotonta ilman näkyvyyttä kauppohen kokoluokkaan ja ehtoihin. Yritysostoja kuitenkin nähdään todennäköisesti jatkossakin säännöllisen epäsäännöllisesti, mikä kannattaa pitää mielessä ennusteita tarkasteltaessa.

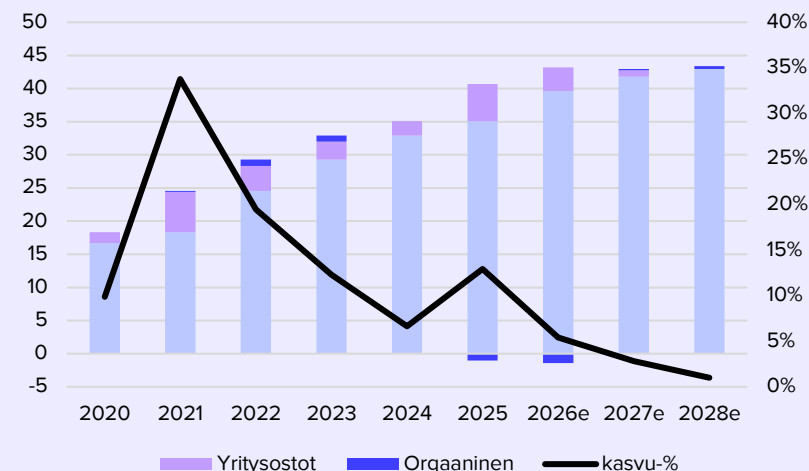
Aallon Groupilla on historiasta näyttöjä hyvästä orgaanisesta kasvusta, mutta viime vuosien kehityksen jäljiltä odotuksemme tämän suhteen ovat varovaisia. Suomen talouden viime vuosien heikon kehityksen myötä erityisesti transaktiotuotot ovat olleet paineessa, ja myös asiakaspoistuma on kohonnut. Tilitoimistomarkkinan jalkisyklisen luonteen vuoksi heikentyvän talouden vaikutukset heijastuvat myös vasta viiveellä liiketoiminnan kehitykseen. Suomen taloudesta on viime aikoina saatu merkkejä käänteestä parempaan, mikä vaikuttaa tilitoimistotalalle kuitenkin viiveellä. Talouden piristymisen tukee siis Aallon Groupin kehitystä todennäköisesti aikaisintaan ensi vuoden aikana. Parempaan suuntaan menevä uusmyynti luo myös tuolloin edellytyksiä paluulle orgaaniseen kasvuun. Samalla lähes kokonaan jatkuvaan laskutukseen pohjautuva liiketoimintamalli antaa hyvin pohjaa lyhyen aikavälin liikevaihtoennusteille.

Kannattavuuden osalta Aallon Groupin tavoitteena on keskipitkällä aikavälillä kasvava käyttökatemarginaali. Vuonna 2023 nähdyn inflaatiohikan jälkeen kannattavuuskehitys on saatu raiteilleen, ja odotamme asteittaisen parantamisen

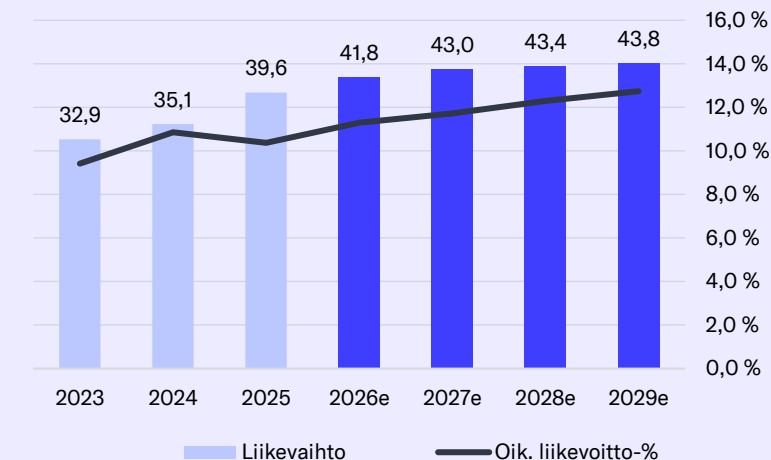
jatkuvan tulevina vuosina. Yhtiön kokoluokan myötä kasvavat skaalaedut ja tekoälyn ja automaation ansiosta tehostuvat prosessit antavat mielestämme hyvät edellytykset kannattavuuden parantamiselle keskipitkällä aikavälillä. Kannattavuuden osalta Aallon Groupin H1'26 kehitys oli lupaavaa, mikä nähdäksemme kertoo tehdyn organisaatiouudistuksen alkavan tuottaa tuloksia. Yhtiö aloitti keväällä myös lean-kehitysohjelman, jolla pyritään konsernitasolla määrittämään talous- ja palkkahallinnon vakioprosessit, tunnistamaan parhaat toimintatavat sekä hyödyntämään automaation mahdollisuuksia entistä laajemmin. Ohjelman jalkauttaminen organisaatioon kestää ainakin vuoden 2027 loppuun ja siinä onnistuminen on keskeinen edellytys, jotta tekoäly- ja automaatoratkaisut saadaan hallitusti ja tuottavasti käyttöön. Ohjelmasta syntyy jonkin verran kertaluonteisia kuluja, mutta se rakentaa perustaa pidemmän aikavälin kannattavuusparannuksen jatkamiselle. Toiminnan merkittävä tehostaminen on mielestämme erittäin tärkeää myös sen takia, että tekoälymurroksen myötä kilpailutilanne tulee todennäköisesti jossain vaiheessa kiristymään, mikä voi luoda palveluiden hinnoitteluun painetta. Aallon Groupin kehitteillä oleva oma kirjanpito-ohjelmisto auttaa myös pitkässä juoksussa kannattavuuden puolustamisessa, mikäli yhtiö onnistuu houkuttelemaan asiakkaitaan käyttämään sitä.

Aallon Groupilla on kokoluokkansa ansiosta hyvät edellytykset vastata toimialan tekoälymurrokseen ja taistella kustannusinflaatiota vastaan omaa toimintaa tehostamalla. Tekoälymurros luo kuitenkin epävarmuutta yhtiön pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuusnäkymien ylle, minkä vuoksi ennustamme, ettei yhtiön käyttökatemarginaali enää parane tulevina vuosina, vaikka strategian edetessä tähän pitäisi olla selvät mahdollisuudet. EBITA-tasolla kannattavuus paranee poistojen suhteellisen osuuden pienentyessä.

Liikevaihdon kasvun jakama



Liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 2/2

Vuoden 2026 ennusteet

Aallon Groupilla ei ole numeerista ohjeistusta, mutta yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteena on 15–20 %:n vuotuinen kasvu ja paraneva käyttökateprosentti. Tänä vuonna kasvu on yritysostojen harteilla, sillä isännöintialaan liittyvä asiakaspoistuma painaa kehitystä myös H2:lla. Vuodelle 2026 epäorgaanista kasvua tuo yhteensä 14 eri yritysjärjestelyä, joista valtaosa on pieniä kauppvoja.

Odotamme Aallon Groupin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna yritysostojen vetämänä 5,4 % 41,8 MEUR:oon. Orgaanisen kasvun odotamme jäävän 3,5 % negatiiviseksi ja tämän painavan H2:lla vertailukelpoista käyttökate (14,6 % vs. 16,2 %) vertailukauteen nähden. Siten koko vuoden osalta ennustamme vertailukelpoisen käyttökatemarginaalin (16,6 % vs. 17,1 %) heikentyvän lievästi, vaikka alkuvuodesta kannattavuus (18,4 % vs. 17,9 %) parani. Lean-ohjelman jalkauttaminen voi alkaa myös näkyä enemmän H2:n kannattavuudessa. EBITA-marginaalin (11,3 %) ennustamme kuitenkin paranevan pääosin poistojen suhteellisen osuuden pienentyessä.

Verojen ja rahoituskulujen jälkeen päädyimme 0,96 euron oikaistuun osakekohtaiseen tulokseen, josta on oikaistu yrityskauppojen asiakassuhteisiin liittyvät poistot (2026e -0,3 MEUR). Näillä ei ole kassavirtavaikutusta.

Vuosien 2027-2029 ennusteet

Vuodelle 2027 odotamme maltillista 0,5 %:n orgaanista kasvua ja jo tehtyjen yritysostojen myötä liikevaihdon kasvavan 2,8 %. Aallon Group tulee hyvin todennäköisesti jatkamaan yritysostojen tehtailua, joten kasvuvauhti tulee vielä kiihtymään näiden myötä. Yhtiön mukaan markkinalla on edelleen hyvin ostokohteita tarjolla, ja ostettavaa löytyy

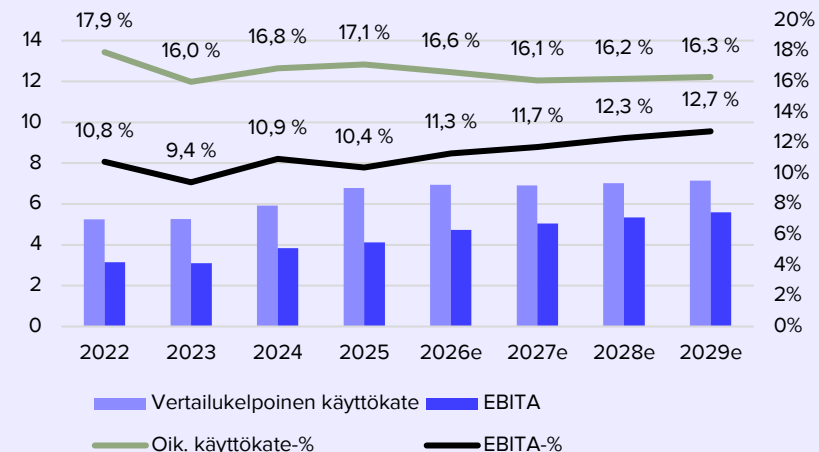
järkevillä arvostustasoilla. Erityisesti eläköityvien tilitoimistoyrittäjien keskuudessa yhtiö on leimautunut hyväksi ostajaksi pääomasijoittajataustaisiin yhtiöihin nähden pehmeämmän lähestymiskulmansa ansiosta. Tekoälymurros voi kiihdyttää alan konsolidaatiota, sillä kaikilla yrittäjillä ei ole osaamista, aikaa tai haluja lähteä tälle muutosmatkalle. Vuosille 2028-2029 ennustamme liikevaihdon kasvavan 1 %:n vauhtia, mikä ei vaadi arviomme mukaan ihmeitä, mikäli Suomen talous alkaa elpyä.

Vuonna 2027 ennustamme EBITA-marginaalin paranevan 11,7 %:iin ja nousevan 12,3-12,7 %:n tasolle vuosina 2028-2029. Vertailukelpoisen käyttökateen tasolla tämä tarkoittaisi reilun 16 %:n marginaalia. Näin ollen kannattavuus jäisi tällä mittarilla alle vuonna 2025 nähdyn 17,1 %:n vertailukelpoisen marginaalin. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi kuitenkin olla edellytyksiä ainakin tämän tason kannattavuuteen pitkällä aikavälillä. Erittäin hyvällä strategian toteuttamisella näkisimme käyttökatteella olevan edellytyksiä nousta yli 20 %:n tasolle.

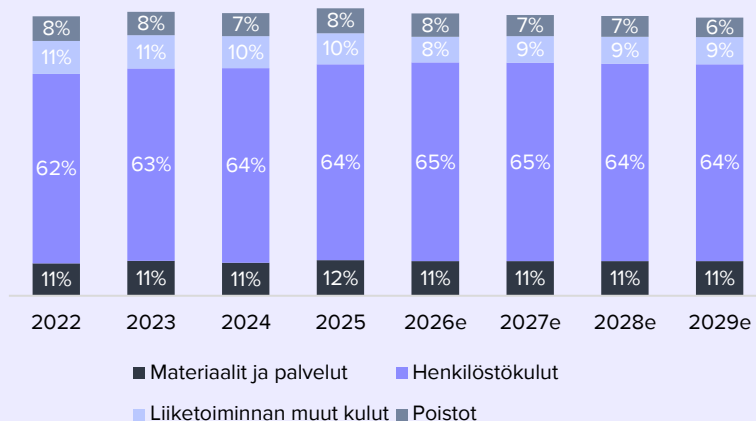
Osinkoennusteet

Aallon Groupin tavoitteena on jakaa tasaista ja kasvavaa osinkoa. Tilikaudelta 2025 yhtiö maksoi 0,24 euron osakekohtaisen osingon ja odotamme osinkoon jatkossakin vuosittaista sentin korotusta keskipitkällä aikavälillä. Yhtiöllä olisi edellytyksiä korottaa halutessaan osinkoa selkeästi tätä enemmänkin. Arviomme mukaan lähivuosien osingon taso on pitkälti kiinni siitä, kuinka paljon yhtiö allokoii pääomiaan yritysostoihin. Näkemyksemme mukaan järkevintä olisi pyrkiä allokoimaan pääomia mahdollisimman paljon yritysostostrategian toteuttamiseen.

Kannattavuuden kehitys



Kustannusrakenne (%-liikevaihdesta)



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	32,9	35,1	20,9	18,8	39,6	22,0	19,8	41,8	43,0	43,4	43,8
Käyttökate	5,0	5,7	3,6	2,6	6,2	3,8	2,8	6,6	6,8	7,0	7,1
Poistot ja arvonalennukset	-2,5	-2,6	-1,6	-1,6	-3,2	-1,6	-1,6	-3,2	-3,0	-2,9	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,1	3,8	2,5	1,6	4,1	2,9	1,8	4,7	5,0	5,3	5,6
Liikevoitto	2,5	3,1	2,0	1,0	3,0	2,3	1,2	3,5	3,8	4,1	4,3
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	2,2	2,9	1,9	0,9	2,8	2,1	1,0	3,2	3,5	3,9	4,1
Verot	-0,4	-0,6	-0,4	-0,1	-0,4	-0,5	-0,2	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,8	2,4	1,5	0,84	2,3	1,6	0,82	2,4	2,8	3,1	3,3
EPS (oikaistu)	0,61	0,78	0,52	0,38	0,90	0,58	0,38	0,96	1,07	1,15	1,20
EPS (raportoitu)	0,45	0,60	0,39	0,22	0,61	0,41	0,22	0,63	0,75	0,82	0,87

Tunnusluvut	2023	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	12,3 %	6,7 %	14,3 %	11,5 %	12,9 %	5,5 %	5,4 %	5,4 %	2,8 %	1,0 %	1,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,5 %	22,9 %	2,4 %	17,5 %	7,9 %	15,9 %	13,2 %	14,8 %	6,7 %	6,0 %	4,6 %
Käyttökate-%	15,1 %	16,4 %	17,1 %	14,0 %	15,6 %	17,5 %	14,1 %	15,9 %	15,7 %	16,2 %	16,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,4 %	10,9 %	11,9 %	8,6 %	10,4 %	13,1 %	9,3 %	11,3 %	11,7 %	12,3 %	12,7 %
Nettotulos-%	5,4 %	6,7 %	7,1 %	4,5 %	5,8 %	7,2 %	4,2 %	5,7 %	6,6 %	7,2 %	7,6 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	26,6	29,0	30,3	28,9	27,6
Liikearvo	14,0	16,5	18,2	18,2	18,2
Aineettomat hyödykkeet	8,4	9,4	8,7	7,6	6,6
Käyttöomaisuus	4,1	3,0	3,3	3,0	2,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	8,3	6,9	8,3	8,5	10,1
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	4,7	4,8	4,9	5,1	5,2
Likvidit varat	3,6	2,1	3,3	3,4	4,9
Taseen loppusumma	35,0	35,9	38,6	37,5	37,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	15,9	16,5	18,0	19,9	22,0
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	5,0	6,5	7,9	9,8	12,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	10,8	10,0	10,0	10,0	10,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	5,6	7,9	9,7	7,1	5,6
Laskennalliset verovelat	2,3	2,8	2,8	2,8	2,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	2,6	4,3	6,1	3,5	2,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Lyhytaikaiset velat	13,5	11,6	10,9	10,5	10,2
Korolliset velat	5,2	4,5	2,5	1,9	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,2	7,1	8,4	8,6	8,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	35,0	35,9	38,6	37,5	37,8

Arvonmääritys 1/3

Arvonmääritysmenetelmät

Aallon Groupin liiketoiminnan vakaa ja kypsä vaihe huomioiden suosimme arvostuksen tarkastelussa erityisesti tulos pohjaisia arvostuskertoimia, kuten yritysostojen PPA-poistoista oikaistu EV/EBIT ja P/E. Vakaiden ja ennustettavien kassavirtojen ansiosta myös DCF-malli on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä.

Sijoitusnäkemys

Olemme pitäneet Aallon Groupin liiketoimintaa hyvin defensiivisenä, vakaana ja ennustettavana, minkä johdosta yhtiön riskiprofiili on vaikuttanut hyvin matalalta. Tekoälyn nopean kehityksen myötä epävarmuus pitkän aikavälin kehityksen suhteen on kuitenkin mielestämme noussut niin Aallon Groupin kuin muidenkin tilitoimistojen osalta. Tätä epävarmuutta on myös hinnoiteltu tänä vuonna voimakkaasti niin Aallon Groupin kuin monien muiden pörssin palveluyhtiöiden arvostuksiin. Merkittävänä toimijana Aallon Groupilla on hyvät mahdollisuudet mukautua ja vastata tekoälymurroksen tuomiin haasteisiin, mistä yhtiön oman kirjanpito-ohjelmiston kehittäminen sekä lean-kehittämisohjelman käynnistäminen osaltaan kertovat.

Osaltaan Aallon Groupin arvostusta painaa näkemyksemme mukaan tällä hetkellä yhtiön negatiivinen orgaaninen kasvu. Tähän odotamme kuitenkin lievää parannusta ensi vuodesta alkaen, mihin Suomen talouden orastava piristyminen luo entistä paremmat lähtökohdat. Orgaanisen kasvun piristyessä näkisimme myös yhtiön hyväksyttävässä arvostustasossa nousuvaraa.

Näemme Aallon Groupin yritysostostrategian luovan arvoa ja sen johdonmukaisen toteuttamisen asteittain nostavan yhtiön käypää arvoa tulevina vuosina. Näytöt viime vuosilta ovat tämän suhteen hyvät, ja yhtiö on löytänyt toimivan reseptin, jolla pieniä ja keskisuuria tilitoimistoja saadaan ostettua

maltillisilla arvostuskertoimilla. Nämä järjestelyt ovat myös heijastuneet yhtiön numeroihin tulospääryn muodossa. Yhtiön tuloksesta konvertoituu myös vapaata kassavirtaa hyvällä suhteella, jota voidaan allokoida uusien järjestelyjen tekemiseen ja osingonmaksuun.

Osakkeen matalaksi painuneella arvostuksella odotukset tulevan kehityksen suhteen ovat hyvin vaatimattomia, mikä tekee riski-tuottosuhteesta mielestämme houkuttelevan. Toistamme lisää-suosituksen ja 10,5 euron tavoitehinnan.

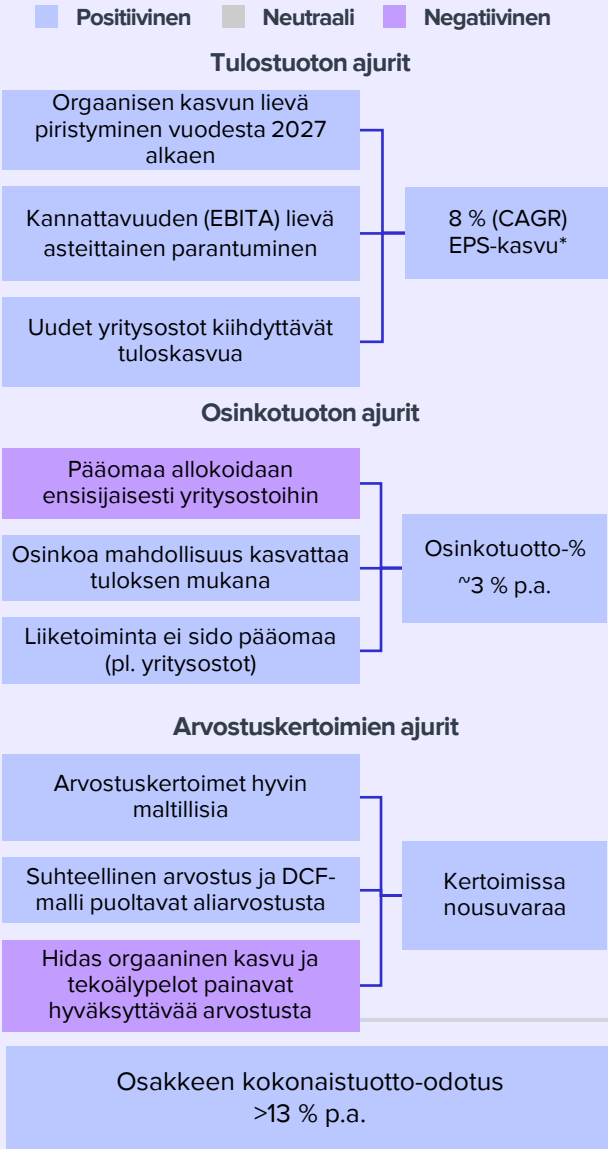
Osakkeen arvostus on hyvin maltillinen

Ennusteillamme Aallon Groupin vuoden 2026 oikaistu P/E-kerroin on 9,7x ja EV/EBIT 8,7x. Kertoimet ovat mielestämme hyvin maltillisia, ja odotukset tulevan kehityksen suhteen on painettu hyvin vaatimattomiksi. Vuodelle 2027 arvostus (P/E 8,7x) painuu jo erittäin matalaksi, mikäli ennustamamme lievä tulospääryn tulee läpi. Osin tämän pitäisi toteutua jo tehtyjen yritysostojen avulla.

Karkean arviomme perusteella vuoden 2026 ennustamaamme yritysostoista oikaistuun vapaaseen kassavirtaan suhteutettuna kassavirtakerroin on noin 9x, mikä vastaa 10,6 %:n kassavirtatuottoa. Tämä näyttää hyvin houkuttelevalta, sillä Aallon Groupilla on selkeää potentiaalia kasvattaa osakekohtaista vapaata kassavirtaansa jatkossa. Lähivuosien osinkotuotot ovat vajaan 3 %:n tuntumassa ennustamallamme 33-34 %:n osingonjakosuhteella, mikä antaa myös tukea tuotto-odotukselle.

Aallon Groupin EV/Liikevaihto-kerroin vuodelle 2026 on 1,0x, mikä on hyvää ja vakaata kannattavuutta tekevälle palveluyhtiölle mielestämme maltillinen taso. Yhtiön liikevaihto on myös lähes kokonaan jatkuvaluonteista, mikä tukee liikevaihtopohjaista arvostusta suhteessa projektivetoisiin palveluyhtiöihin.

Osaketuoton ajurit 2026e-2028e



Lähde: Inderes, lähtötaso 2025

Arvonmääritys 2/3

DCF-malli indikoi nousuvaraa

Aallon Groupin liiketoiminnan vakaan luonteen ansiosta kassavirtalaskelma on hyvin käyttökelpoinen arvonmääritysmenetelmä. Kassavirtalaskelmamme mukainen Aallon Groupin oman pääoman arvo on 45 MEUR eli noin 11,8 euroa per osake.

Pitkän aikavälin ennusteissa oletamme liikevaihdon kasvuvauhdin olevan vaatimattomalla 1 %:n tasolla, ja myös mallin ikuisuusoletus on asetettu 1 %:iin. Hitaan kasvuoletuksemme taustalla on oletuksemme yritysostoihin liittyvästä asiakaspoistumasta. Tyypillisesti yritysostoihin liittyy aina jonkin verran asiakaspoistumaa, mikä hidastaa orgaanista kasvua järjestelyn jälkeisinä vuosina. Toinen tekijä on epävarmuus liittyen tekoälymurroksen vaikutuksiin tilitoimistoalalla. Luonnollisesti kukaan ei tässä vaiheessa tiedä tarkalleen, miten tekoäly tulee muuttamaan tilitoimistoalaa tai miten nopeasti muutokset konservatiivisella toimialalla etenevät. Mielestämme on kuitenkin selvää, että Aallon Groupin pitkän aikavälin orgaanisen kasvun yllä on aiempaa suurempaa epävarmuutta.

Kannattavuuden osalta emme odota merkittävää skaalautumista pitkällä aikavälillä. Käyttökatemarginaali on ennusteessamme pitkällä aikavälillä reilun 16 %:n tasolla, mikä vastaa noin 10-11 %:n liikevoittomarginaalia. Ikuisuusoletuksemme liikevoittomarginaalille on 11,3 %.

Pääoman kustannuksen (WACC) olemme asettaneet mallissa 9,1 %:iin ja oman pääoman tuottovaade on 9,8 %:ssa. Pelkästään yhtiön liiketoiminnan maltilliseen riskiprofiiliin nähden tuottovaade on jo suhteellisen korkea. Toisaalta tekoälymurros, viime aikoina noussut korkotaso, yhtiön pieni

kokoluokka sekä osakkeen heikko likviditeetti puolestaan perustelevat korkeampaa tuottovaadetta. Keskipitkällä aikavälillä tuottovaateessa voisi olla jonkin verran laskuvaraa yhtiön kokoluokan kasvaessa ja/tai epävarmuuden tekoälymurrokseen liittyen hälventyessä.

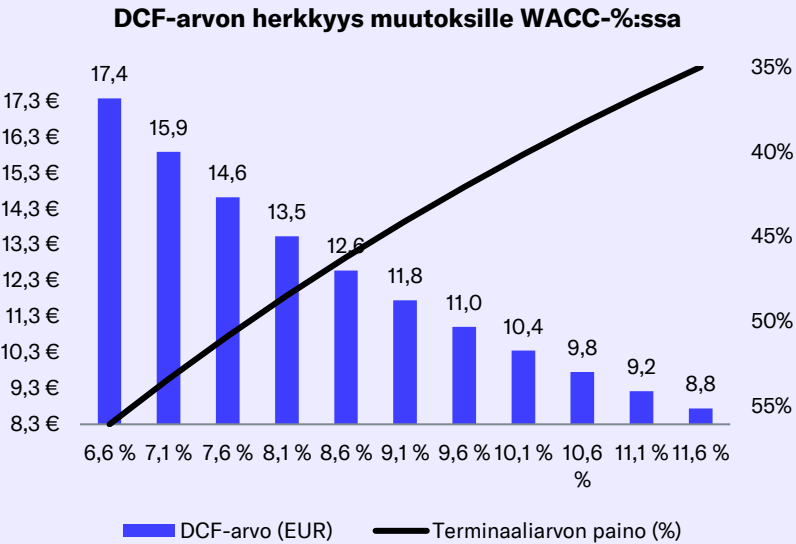
Terminaalijakson osuus yhtiön kaikesta arvosta on laskelmassamme 44 %, mikä on jo melko matala taso, ja kertoo osaltaan osakkeeseen ladattujen odotusten olevan maltillisia. Kaiken kaikkiaan DCF-mallin indikoima arvo tukee näkemystämme Aallon Groupin maltillisesta hinnoittelusta pörssissä.

Käypä arvo

Mielestämme olettamallamme hitaalla orgaanisen kasvun näkymällä Aallon Groupin käypä P/E-kerroin voisi olla noin 10x-13x. Vuoden 2027 ennusteemme toteutuessa osakkeessa voisi siten olla jo selkeää (23-40 %) nousuvaraa. Tekoälymurroksen jatkuessa näemme haarukan ylälaidan saavuttamisen arvostustason suhteen kuitenkin lyhyellä tähtäimellä epävarmana. Yhtiön jatkuvaluonteinen liiketoiminta sekä vahva kassavirta tukevat arvostusta. Vastapainona yhtiön pieni kokoluokka ja osakkeen heikko likviditeetti painavat hyväksyttävää arvostusta. Tavoitehinnallamme osaketta hinnoiteltaisiin tälle vuodelle noin 11x P/E-kertoimella ja vuodelle 2027 vastaava kerroin olisi noin 10x.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,30	9,30	9,30
Osakemäärä, milj. kpl	3,82	3,82	3,82
Markkina-arvo	36	36	36
Yritysarvo (EV)	41	38	34
P/E (oik.)	9,7	8,7	8,1
P/E	14,8	12,5	11,3
P/B	2,0	1,8	1,6
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,2	5,6	4,9
EV/EBIT (oik.)	8,7	7,4	6,4
Osinko/tulos (%)	39,8 %	34,9 %	32,9 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,8 %	2,9 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 3/3

Verrokkiryhmän arvostus

Olemme muodostaneet Aallon Groupin verrokkiryhmän yhtiön lähimmistä tilitoimistoverrokeista Talenomista ja Administerista sekä Helsingin pörssiin listatuista palveluyhtiöistä. Laadukkaan verrokkiryhmän koostaminen Aallon Groupille on haasteellista, sillä täysin vastaavalla liiketoimintamallilla toimivia yhtiöitä ei ole juurikaan pörssiin listattuna. Australiaan listattu Kelly Partners Group näyttäisi toimivan melko samantyyppisellä toimintamallilla, mutta kaukaisen maantieteellisen sijainnin myötä yhtiöiden suora vertailu on haastavaa. Yhtiölle ei ole myöskään saatavilla konsensusennusteita. Verrokkiryhmän muodostamiseen liittyvien haasteiden vuoksi arvonmäärityksemme ei ensisijaisesti nojautu verrokkien kertoiimiin.

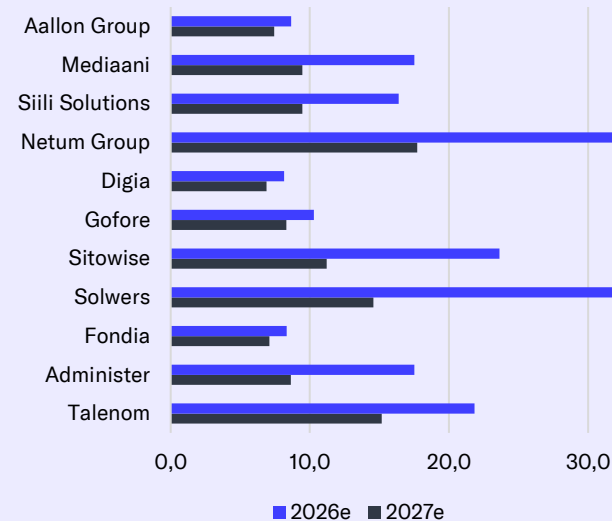
Aallon Groupia hinnoitellaan vuoden 2027 oikaistulla P/E-kertoimella 26 % alle verrokkiryhmän mediaanin ja EV/EBIT-kertoimella alennus on 21 %. Vuoden 2026 tuloksella alennus on vielä selvästi isompi, mutta se osaltaan johtuu useamman verrokkiryhmän yhtiön matalasta tuloksesta, mikä kohottaa keskimääräisiä arvostuskertoimia.

Vuoden 2026 EV/Liikevaihto-kertoimella Aallon Groupia hinnoitellaan 46 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Näkemyksemme mukaan preemio mediaanitasoon nähden on perusteltua lähes kokonaan jatkuvaluonteisesta liiketoimintamallista sekä keskivertoyhtiöön nähden paremmasta kannattavuusprofiilista johtuen. Yleisesti Helsingin pörssin palveluyhtiöiden liikevaihtopohjaiset arvostukset ovat tällä hetkellä monin paikoin hyvin matalia, mikä johtuu monien yhtiöiden kohdalla viime vuosien heikosta tuloskehityksestä sekä tekoälypeloista.

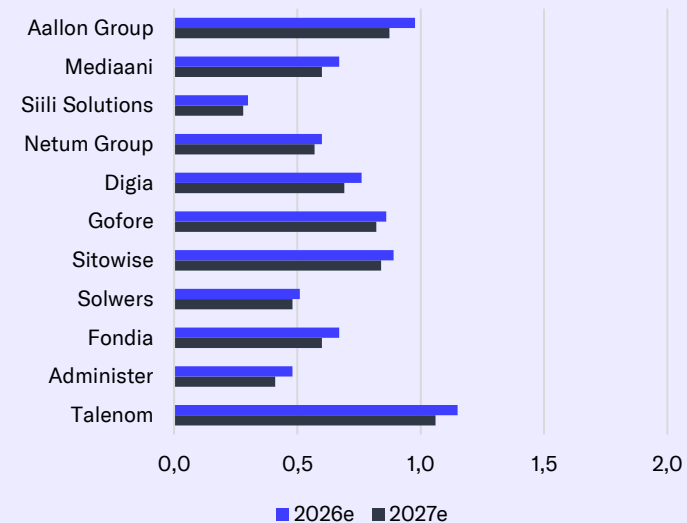
Aallon Groupin tilitoimistoverrokeista Talenomia hinnoitellaan lähivuosille 22x-15x EV/EBIT-kertoimilla. Talenomin tapauksessa yhtiön kansainvälinen liiketoiminta tällä hetkellä painaa yhtiön kannattavuutta. Suomen liiketoiminta yhtiöllä on hyvässä kunnossa ja tekee ennusteillamme tänä vuonna noin 15 %:n liikevoittomarginaalia. Talenomin arvostus suhteessa Aallon Groupiin on selkeällä preemiolla ja tämän valossa Aallon Groupin arvostus näyttää tällä hetkellä maltilliselta. Talenom on kokoluokaltaan vielä selvästi Aallon Groupia suurempi toimija, mikä jossain määrin puoltaa yhtiön preemiohinnoittelua.

Suuren Sarastia-yrityskaupan myötä Administerin liiketoiminnan profiili on muuttunut selvästi, sillä nykyään yli 40 % yhtiön liikevaihdosta tulee julkiselta sektorilta ja lisäksi vajaa 10 % tulee henkilöstövuokrauksesta. Aallon Group puolestaan keskittyy palvelemaan yksityisen sektorin asiakkaita ja yhtiön kannattavuusprofiili on tällä hetkellä selvästi Administeria parempi. Siten yhtiöiden suora vertailu ei ole täysin mielekäästä. Administeria hinnoitellaan ensi vuodelle selkeää tulosparannusta odottavilla ennusteillamme 8,6x EV/EBIT-kertoimella, mikä on samalla tasolla Aallon Groupin kanssa. Mielestämme Aallon Groupin arvostus voisi tällä hetkellä olla perustellusti preemiolla suhteessa Administeriin.

Aallon Groupin ja verrokkien EV/EBIT



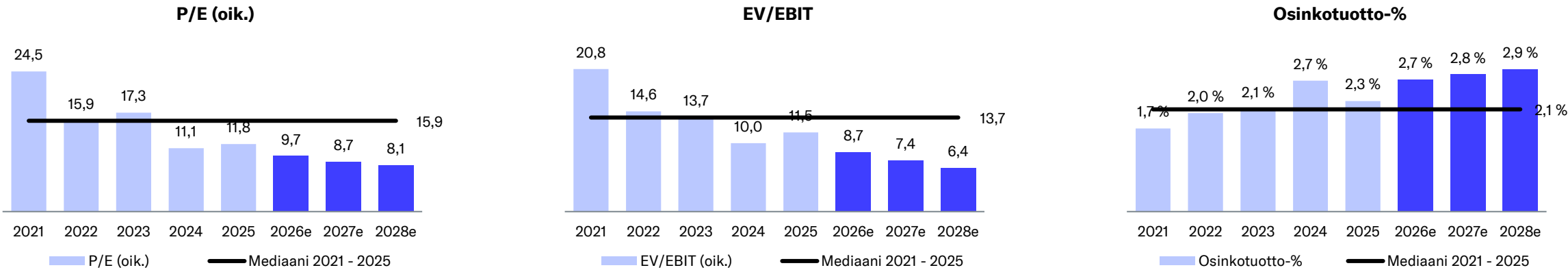
Aallon Groupin ja verrokkien EV/S



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	11,8	10,5	10,6	8,62	10,7	9,30	9,30	9,30	9,30
Osakemäärä, milj. kpl	3,83	3,87	3,91	3,92	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82
Markkina-arvo	45,2	40,8	41,3	33,8	40,7	35,5	35,5	35,5	35,5
Yritysarvo (EV)	49,7	46,1	42,5	37,9	47,4	40,9	37,5	34,1	30,6
P/E (oik.)	24,5	15,9	17,3	11,1	11,8	9,7	8,7	8,1	7,7
P/E	48,7	19,9	23,2	14,3	17,6	14,8	12,5	11,3	10,7
P/B	4,0	3,0	2,8	2,1	2,5	2,0	1,8	1,6	1,5
P/S	1,8	1,4	1,3	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	2,0	1,6	1,3	1,1	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	17,4	9,2	8,5	6,6	7,7	6,2	5,6	4,9	4,3
EV/EBIT (oik.)	20,8	14,6	13,7	10,0	11,5	8,7	7,4	6,4	5,5
Osinko/tulos (%)	82,5 %	40,3 %	48,5 %	38,1 %	39,6 %	39,8 %	34,9 %	32,9 %	32,1 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,0 %	2,1 %	2,7 %	2,3 %	2,7 %	2,8 %	2,9 %	3,0 %

Lähde: Inderes



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

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
Talenom	56	130	21,8	15,2	6,6	5,5	1,2	1,1	25,1	14,2	4,1	4,1
Administer	37	54	17,5	8,6	8,0	5,3	0,5	0,4	34,7	9,6	2,3	2,3
Fondia	18	16	8,3	7,1	6,1	5,4	0,7	0,6	12,4	10,4	6,3	6,3
Solwers	14	41	40,4	14,6	7,7	5,5	0,5	0,5		27,6		
Sitowise	87	154	23,6	11,2	9,4	7,1	0,9	0,8	169,1	13,7	0,8	2,1
Gofore	185	196	10,3	8,3	8,3	6,7	0,9	0,8	13,8	11,8	4,4	4,5
Digia	150	165	8,1	6,9	7,0	5,8	0,8	0,7	9,7	8,9	3,8	4,1
Netum Group	9	19	77,6	17,7	33,8	11,2	0,6	0,6		20,8		
Siili Solutions	24	29	16,4	9,5	7,9	5,0	0,3	0,3	48,0	11,7	1,3	2,0
Aallon Group (Inderes)	36	41	8,7	7,4	6,2	5,6	1,0	0,9	9,7	8,7	2,7	2,8
Keskiarvo			24,9	11,0	10,5	6,4	0,7	0,6	44,7	14,3	3,3	3,6
Mediaani			17,5	9,5	7,9	5,5	0,7	0,6	25,1	11,8	3,8	4,1
Erotus-% vrt. mediaani			-51 %	-21 %	-22 %	1 %	46 %	46 %	-61 %	-26 %	-28 %	-32 %

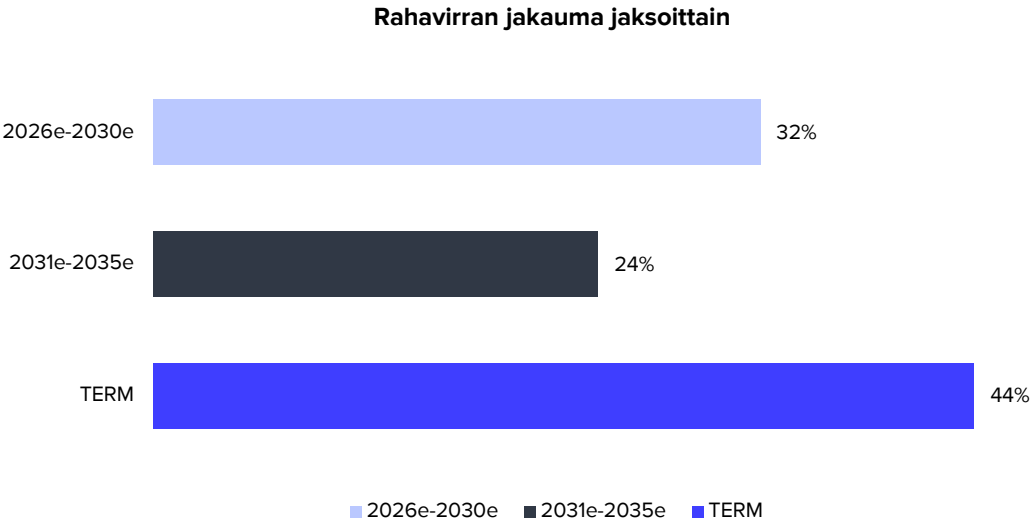
Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	12,9 %	5,4 %	2,8 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	7,5 %	8,3 %	8,8 %	9,4 %	9,9 %	10,3 %	10,7 %	11,1 %	11,2 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %
Liikevoitto	3,0	3,5	3,8	4,1	4,3	4,5	4,8	5,0	5,1	5,2	5,3	
+ Kokonaispoistot	3,2	3,2	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,2	2,0	1,4	
- Maksetut verot	0,1	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,3	1,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	5,0	7,0	6,1	6,2	6,3	6,4	6,5	6,5	6,3	6,3	5,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,6	-4,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,6	2,5	4,5	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9	4,7	4,6	4,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,6	2,5	4,5	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9	4,7	4,6	4,1	51,7
Diskontattu vapaa kassavirta		2,5	4,0	3,7	3,5	3,3	3,1	2,8	2,5	2,3	1,8	23,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		52,6	50,2	46,1	42,4	38,9	35,6	32,5	29,7	27,2	24,9	23,1
Velaton arvo DCF		52,6										
- Korolliset velat		-8,8										
+ Rahavarat		2,1										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,9										
Oman pääoman arvo DCF		45,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,8										

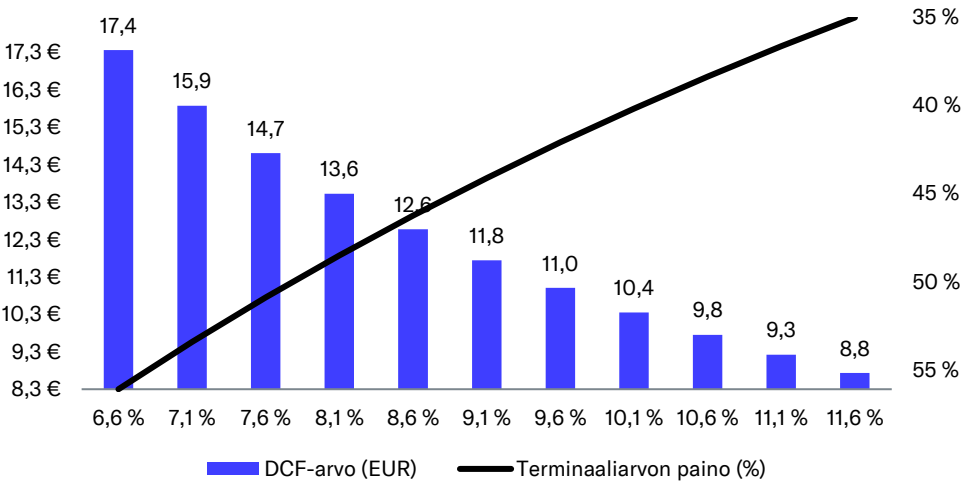
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

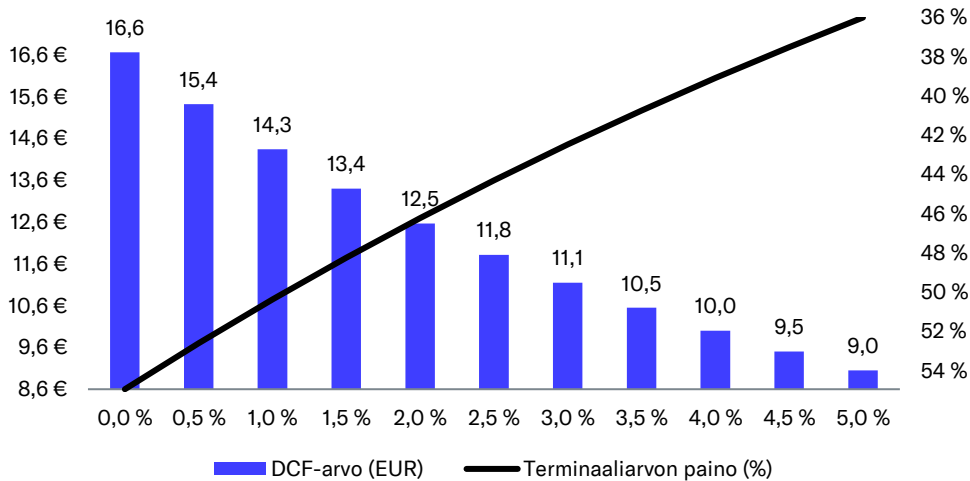


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

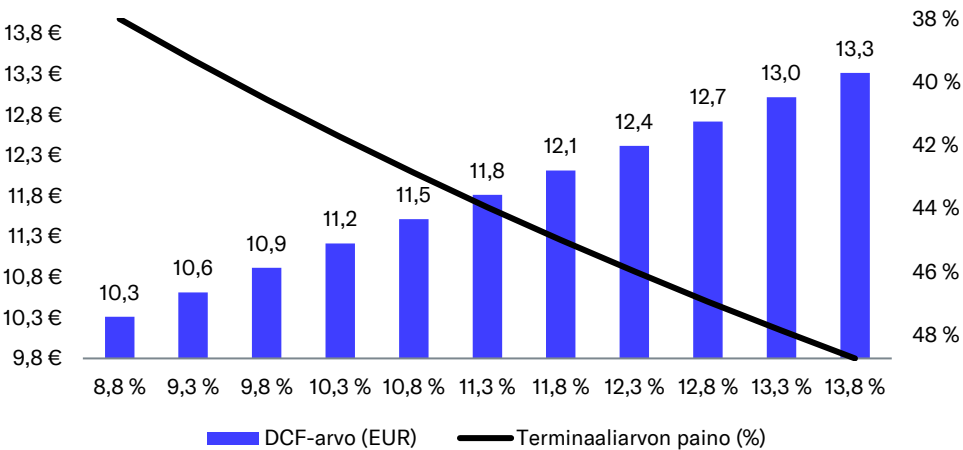
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



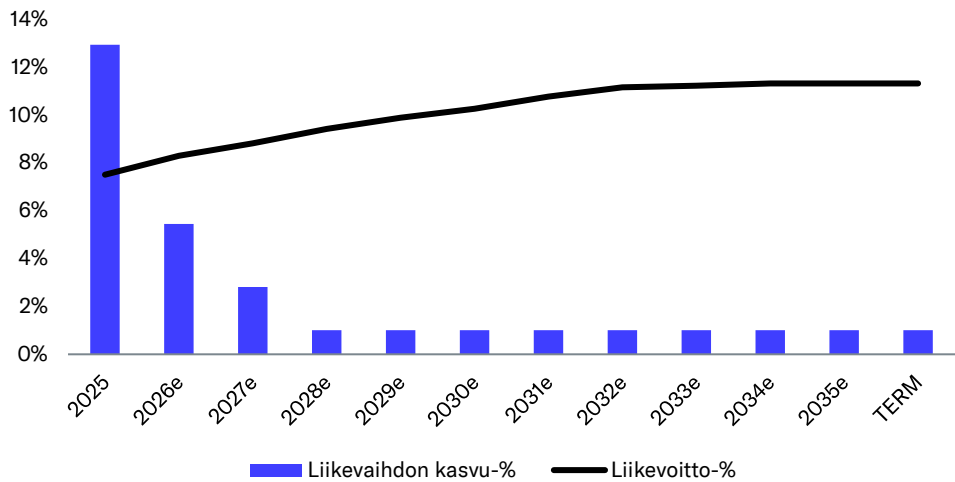
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	32,9	35,1	39,6	41,8	43,0
Käyttökate	5,0	5,7	6,2	6,6	6,8
Liikevoitto	2,5	3,1	3,0	3,5	3,8
Voitto ennen veroja	2,2	2,9	2,8	3,2	3,5
Nettovoitto	1,8	2,4	2,3	2,4	2,8
Kertaluontoiset erät	-0,6	-0,7	-1,1	-1,3	-1,3

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	27,7	35,0	35,9	38,6	37,5
Oma pääoma	14,5	15,9	16,5	18,0	19,9
Liikearvo	10,1	14,0	16,5	18,2	18,2
Nettovelat	1,2	4,2	6,7	5,3	2,0

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	5,0	5,7	6,2	6,6	6,8
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	0,5	-1,3	1,2	0,1
Operatiivinen kassavirta	4,8	6,5	5,0	7,0	6,1
Investoinnit	0,3	-9,2	-5,6	-4,5	-1,6
Vapaa kassavirta	5,1	-1,9	-0,6	2,5	4,5

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA	8,5	6,6	7,7	6,2	5,6
EV/EBIT (oik.)	13,7	10,0	11,5	8,7	7,4
P/E (oik.)	17,3	11,1	11,8	9,7	8,7
P/B	2,8	2,1	2,5	2,0	1,8
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,7 %	2,3 %	2,7 %	2,8 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,45	0,60	0,61	0,63	0,75
EPS (oikaistu)	0,61	0,78	0,90	0,96	1,07
Operat. Kassavirta / osake	1,24	1,67	1,30	1,83	1,60
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,30	-0,48	-0,17	0,67	1,18
Omapääoma / osake	3,71	4,06	4,32	4,71	5,20
Osinko / osake	0,22	0,23	0,24	0,25	0,26

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	12 %	7 %	13 %	5 %	3 %
Käyttökatteen kasvu-%	-1 %	15 %	8 %	7 %	2 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-2 %	23 %	8 %	15 %	7 %
EPS oik. kasvu-%	-7 %	28 %	16 %	6 %	12 %
Käyttökate-%	15,1 %	16,4 %	15,6 %	15,9 %	15,7 %
Oik. Liikevoitto-%	9,4 %	10,9 %	10,4 %	11,3 %	11,7 %
Liikevoitto-%	7,6 %	8,9 %	7,5 %	8,3 %	8,8 %
ROE-%	12,7 %	15,5 %	14,3 %	13,9 %	15,0 %
ROI-%	12,0 %	14,4 %	12,2 %	13,3 %	14,6 %
Omavaraisuusaste	52,5 %	45,6 %	46,1 %	46,8 %	53,2 %
Nettovelkaantumisaste	8,0 %	26,4 %	40,6 %	29,6 %	9,9 %
Nettovelka/käyttökate	0,2	0,7	1,1	0,8	0,3
EBITDA/nettorahoituskulut	15,8	32,8	29,4	21,5	27,8

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.4.2019	Vähennä	8,50 €	8,87 €
23.8.2019	Vähennä	9,00 €	9,50 €
30.9.2019	Vähennä	9,00 €	9,34 €
12.12.2019	Vähennä	9,90 €	10,45 €
14.2.2020	Lisää	11,00 €	10,45 €
28.4.2020	Lisää	10,00 €	9,14 €
2.6.2020	Lisää	11,00 €	10,10 €
23.7.2020	Vähennä	11,00 €	11,20 €
18.8.2020	Vähennä	11,00 €	10,75 €
6.10.2020	Lisää	11,00 €	9,76 €
7.1.2021	Lisää	11,50 €	10,45 €
11.1.2021	Lisää	12,00 €	11,40 €
18.2.2021	Lisää	12,00 €	11,10 €
6.4.2021	Lisää	12,50 €	11,30 €
5.5.2021	Lisää	13,00 €	11,60 €
17.8.2021	Lisää	13,00 €	11,55 €
30.11.2021	Lisää	13,50 €	11,85 €
4.1.2022	Lisää	12,50 €	10,65 €
18.2.2022	Lisää	12,00 €	9,90 €
2.3.2022	Lisää	12,00 €	10,40 €
16.8.2022	Osta	11,50 €	9,20 €
2.11.2022	Osta	12,00 €	10,00 €
2.12.2022	Lisää	12,00 €	10,80 €
18.1.2023	Lisää	12,00 €	10,85 €
17.2.2023	Lisää	12,00 €	10,20 €
16.6.2023	Lisää	12,00 €	10,40 €
3.7.2023	Osta	10,00 €	9,20 €
16.8.2023	Lisää	10,00 €	8,58 €
16.2.2024	Lisää	10,00 €	8,20 €
5.3.2024	Osta	10,00 €	8,04 €
24.4.2024	Lisää	10,00 €	8,68 €
8.8.2024	Lisää	10,00 €	8,20 €
15.8.2024	Lisää	10,00 €	8,28 €
1.11.2024	Lisää	10,50 €	8,04 €
2.12.2024	Osta	12,50 €	9,68 €
23.12.2024	Osta	13,00 €	10,60 €
14.2.2025	Osta	13,00 €	10,85 €
22.5.2025	Lisää	13,00 €	10,95 €
18.6.2025	Lisää	13,00 €	11,30 €
19.8.2025	Osta	13,00 €	10,15 €
2.9.2025	Osta	10,50 €	10,10 €
2.2.2026	Lisää	10,50 €	8,94 €
13.2.2026	Lisää	10,50 €	8,80 €
21.4.2026	Lisää	10,50 €	9,06 €
3.7.2026	Lisää	10,50 €	9,00 €
18.8.2026			
22.9.2026			



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.**